meritz Securities

메리츠 현장 탐방기

Analyst **김선우** sunwoo.kim@meritz.co.kr Analyst **김동관** dong-kwan.kim@meritz.co.kr Analyst **양승수** seungsoo.yang@meritz.co.kr
RA **우서현** seohyun.woo@meritz.co.kr

Industry Insight 2026. 6. 10



이 보고서는 요약본입니다

Contents

Summary	4
Part 1. 반도체 – 수요 재탄생 및 장기 병목 재확인	7
Part 2. IT 소재장비 – 연산의 다변화가 가져올 파급효과	37
Part 3. 전기전자/IT부품 – Tokenomics 시대의 하드웨어	61

기업분석

삼성전자 (005930)	98
SK하이닉스 (000660)	103
엔비디아 (NVDA US)	108
하나마이크론 (067310)	110
테스 (095610)	115
ISC (095340)	120
두산테스나 (131970)	125
TSMC (TSM US)	130
삼성전기 (009150)	132
코리아써키트 (007810)	140
심텍 (222800)	147
기가비스 (420770)	157
LG이노텍 (011070)	168
대덕전자 (353200)	174
티엘비 (356860)	181



Top Picks	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	420,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	2,950,000원
하나마이크론 (067310)	Buy	62,000원
삼성전기 (009150)	Buy	2,400,000원
코리아써키트 (007810)	Buy	170,000원
심텍 (222800)	Buy (신규)	190,000원
기가비스 (420770)	Buy (신규)	170,000원

관심종목	투자판단	적정주가
엔비디아 (NVDA US)	Not Rated	-
테스 (095610)	Buy	200,000원
ISC (095340)	Buy	300,000원
두산테스나 (131970)	Buy	200,000원
TSMC (TSM US)	Not Rated	-
LG이노텍 (011070)	Buy	1,400,000원
대덕전자 (353200)	Buy	190,000원
티엘비 (356860)	Buy	130,000원

Summary

COMPUTEX 2026

1 반도체
수요 재탄생 및 장기 병목 재확인

- IT의 재정의 과정 (정보기술 → 지능기술)에서 응용처가 재탄생하는 현장. 3차산업혁명 정보화시대의 주인공인 PC (Personal Computer)는 이제 AI PC (Performance Computer)로 변모. 사용 주체는 인간에서 에이전트로 변화되며 가동시간·요구성능 (연산력과 레이턴시) 획기적으로 증가. B2B (AI DC), B2C (AI PC) 반도체 요구량은 폭발적 성장
- 엔비디아 주도의 AI 팩토리 및 다양한 AI DC 투자는 이제 본격화될 전망. 투자 목적 수요 증가 대비 메모리 생산과 투자의 시차를 감안 시 공급부족은 빨라야 2028년에나 해소 가능. CSP들의 차입·증자를 통한 투자 확대 속 소버린 AI도 가세
- 메모리 업체 주가 상승과 사이클 위치 판단 혼돈해서는 안될 것. 메모리 주가는 Sustainable ROE에 맞는 P/B 밸류에이션을 찾아 자리매김할 것. 1) ADR, 2) 폭발적 주주환원은 2H26 즉각적이며 폭발적 주가 상승을 발생시킬 전망

[Top Pick]

- 삼성전자: 투자의견 Buy, 적정주가 42만원. 커머디티 메모리 폭발적 판가 인상 전략을 바탕으로 2Q26 영업이익 99조원으로 선두업체 어닝파워 입증 (성과급 충당금 설정 미반영). 연말 실효적 +100조원 주주환원정책 등장
- SK하이닉스: 투자의견 Buy, 적정주가 295만원. 스페셜티 메모리 및 LTA 구조의 효율적 활용. 그룹 AI DC 사업 전개 위해 중장기적 관점에서 핵심 공급계약 전략적으로 체결 중. ADR 상장은 8월로 예상되며, 폭발적 반응 예상

Summary

COMPUTEX 2026

2 IT 소재장비

연산의 다변화가 가져올 파급효과

- 이번 Computex 2026의 main theme은 “AI Together”. 주요 기업들의 기조 연설에서는 공통적으로 Agentic AI 확산에 따른 H/W에서의 변화가 다뤄짐
- AI 워크로드를 단일 GPU에만 의존하지 않고, CPU/LPU 등으로 연산을 분해하거나(disaggregated), 클라우드 – 엣지로 연산을 분산하는(distributed) 개념이 강조됨
- 연산을 나눠 수행하는 과정에서 CPU의 역할이 부상. Agent를 위한 다단계 작업 계획, 메모리 관리 등 orchestrator로서 중요성이 부각됨
- 연산 주체의 다변화는 고성능 반도체의 생산 수요 폭증을 의미. 현재 Vera Rubin 시스템 내 핵심 칩 5종은 모두 4nm 이하 공정에서 제조됨. TSMC 3nm 공정은 현재 최대 병목을 겪고 있으며 이례적인 증설 진행 중
- 파급효과 ①: non-TSMC로의 낙수효과 예상. TSMC 선단 공정 공급 부족에 직면한 고객사들의 파운드리 다변화 니즈는 더욱 확대될 전망. 삼성전자 파운드리 사업 회복 시 매출 의존도 가장 높은 OSAT 수혜 전망
- 파급효과 ②: 신규 칩 프로젝트 증가로 테스트 소켓 시장의 구조적 확장 전망. 서버용 칩 개발 주체가 확장되며 각 주체 별 개발하는 가짓수도 확대되는 중(Q 증가). 테스트 난도 상승에 따른 테스트소켓 부가가치 상승도 진행(P 상승)
- 메모리 공급 부족은 더욱 심화되는 중. 2027년 이후 완공될 신규 fab 인프라 투자 일정이 기존 대비 가속화. CAPEX 상향 추세와 글로벌 장비업체 대비 밀리지 않은 이익 성장세 감안 시 전공정 장비 업종에 대한 긍정적 투자 의견 유지

Summary

COMPUTEX 2026

3 전기전자/IT부품
Tokenomics 시대의 하드웨어

- AI Agent 시대에는 토큰이 연산·서비스·수익화를 관통하는 기본 경제 단위로 부상하며, 토큰 생산량과 처리 효율이 AI 서비스 경쟁력을 결정하는 Tokenomics 시대 개화
- Tokenomics 시대에는 Computing 자체가 매출로 연결되기 때문에, AI 하드웨어의 핵심 경쟁력은 절대적인 가격보다 투입 비용 대비 최대 토큰 생산 능력으로 이동
- 동시에 AI 하드웨어의 경쟁력은 개별 반도체 성능을 넘어, 수천~수만 개의 시스템을 효율적으로 연결하는 인터커넥트 설계와 시스템 아키텍처 역량으로 확장
- 당사는 이번 Computex를 통해 AI 하드웨어의 경쟁력이 재정의되는 구간에 진입했다고 판단하며, 이에 따른 핵심 시사점으로 세 가지를 제시
  1) ABF 기판 : 역사상 가장 강한 업사이클 진입
  2) SoCAMM & LPDDR: Vera CPU가 이끄는 눈높이 상향
  3) Optics·CPO: Copper Wall이 촉발하는 필연적 진화
- 과거 하드웨어 섹터는 전형적인 시클리컬 비즈니스로, EPS 상승 구간에서도 피크아웃 우려가 부각되며 멀티플이 하락하는 흐름이 반복
- 그러나 Tokenomics 시대에는 AI 중심의 장기 수요 가시성이 열리며, EPS와 멀티플이 동시에 상승하는 강력한 리레이팅 구간이 이어질 것으로 예상
- Top Pick은 추가 이익 추정치 상향 가능성과 리레이팅 여력을 감안해 삼성전기, 코리아써키트, 심텍, 기가비스를 제시
- 이외 커버리지 업체들에 대해서도 긍정적 의견을 유지하며, 섹터 전반에 대한 바스켓 매수 관점은 여전히 유효하다고 판단

고성능 반도체 생산 수요 폭증

- POD 구조를 통한 Disaggregated Computing 도입을 위해서는 연산 워크로드를 분담할 수 있는 복수의 xPU(CPU, GPU, LPU)가 필요함
- AI 워크로드를 GPU 단독으로 처리했던 과거(Training)와 달리 더 많은 선단공정 칩셋을 개발, 설계 및 제조해야 한다는 것을 의미
- Vera Rubin: LPU – 삼성 파운드리 SF4P / Rubin GPU, Vera CPU, BlueField-4 DPU, Spectrum 6 – TSMC N3 공정
- Reticle 한계에 도달한 단일 die 크기, chiplet을 통한 대형화, 3nm 이하 node에 대한 채택 집중은 모두 선단공정 공급 부족 심화 요인
- TSMC는 4Q22부터 양산한 공정 N3에 대해 이례적 추가 투자 진행 중. 선단공정 수요가 그간 경험한 궤적을 아득히 벗어났음을 의미

Vera Rubin POD 구성

구분	내용
랙 수	40개
트랜지스터	1,200조 개
Rubin GPU	1,152
총 대역폭	10PB/s
연산 성능	60Exaflops (초당 6천경번 연산)
구성 및 랙 당 칩 개수	Vera Rubin NVL72: Rubin 72개 + Vera 36개 + BlueField-4 18개 Groq 3 LPX: LPU 256개 Vera CPU: Vera CPU 최대 256개 BlueField-4 STX Storage: 미공개 Spectrum-6 SPX: 미공개

자료: SEMI, 메리츠증권 리서치센터

TSMC N3 신규 투자 진행 상황

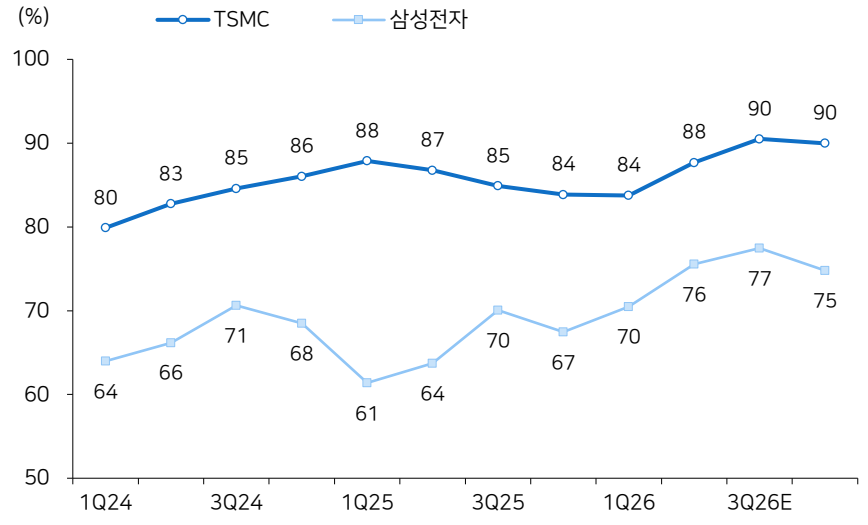
지역	내용	예상 양산 시점
대만	타이난 과학단지 내 Gigafab 클러스터에 신규 투자	1H27
대만	N5 설비의 N3 전환 투자	-
미국	Arizona Fab2에서 N3 채택	2028년

자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

N3 증설 불구 공급은 2027년부터 점진적 증가 예상

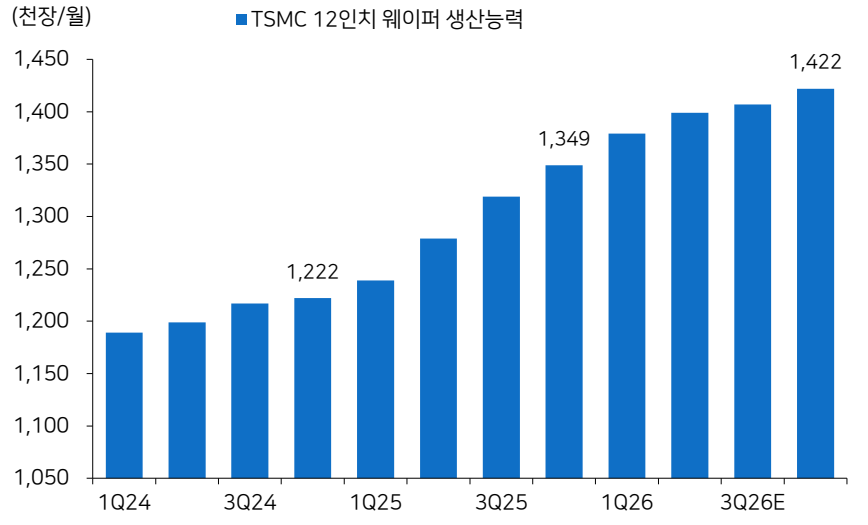
- TSMC의 N3 생산 Capa는 2027년까지 매진된 것으로 알려짐. 전체 12인치 파운드리 가동률 또한 하반기께 90%에 육박할 전망
- N3 증설이 세 곳의 site에서 이뤄지고 있으나 wafer Capa 증가는 2027년부터 점진적으로 발생 가능. Arizona N3 Capa는 2028년 가동 예정
- Agentic AI가 3nm 이하 선단 칩셋 수요를 구조적으로 확장시키는 상황에서 TSMC의 대안으로서 삼성전자, 인텔 등이 지속 부각될 전망
- 이는 TSMC 외 2nm급 선단 공정 대응이 가능한 유이한 업체이기 때문. 삼성전자는 '엑시노스2600(SF2)', 인텔은 'Xeon 6+(18A)' 양산

12인치 파운드리 가동률 추이 및 전망



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

TSMC 12인치 웨이퍼 생산능력



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터



기업분석

국내기업

종목명	투자판단	적정주가
삼성전자 (005930)	Buy	420,000원
SK하이닉스 (000660)	Buy	2,950,000원
하나마이크론 (067310)	Buy	62,000원
테스 (095610)	Buy	200,000원
ISC (095340)	Buy	300,000원
두산테스나 (131970)	Buy	200,000원
삼성전기 (009150)	Buy	2,400,000원
코리아써키트 (007810)	Buy	170,000원
심텍 (222800)	Buy (신규)	190,000원
기가비스 (420770)	Buy (신규)	170,000원
LG이노텍 (011070)	Buy	1,400,000원
대덕전자 (353200)	Buy	190,000원
티엘비 (356860)	Buy	130,000원

해외기업

종목명	투자판단	Bloomberg 평균 TP
엔비디아 (NVDA US)	Not Rated	301.7달러
TSMC (TSM US)	Not Rated	458.0달러

삼성전자 (005930) 어닝파워 입증 및 주주환원을 통한 재평가 예상

Analyst **김선우**
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	420,000원
현재주가 (6. 9)	322,000원
상승여력	30.4%

커머디티 메모리 선두업체. 규모와 전략을 통한 폭발적 실적 개선 주도

- DRAM 최대 생산자 삼성전자의 올해말 Capa는 710k/월 수준으로 예상. 2027년에도 P4 추가 Capa는 60~70k/월 수준에 그치며 다양한 생산성 향상 활동에도 불구하고, 선두업체 주도의 공급부족은 지속 심화
- 수익성 중심 경영이 빛나는 시점. DRAM 및 NAND 2Q26 판가는 각각 49%, 59% QoQ 상승하며 산업 평균을 웃돌 전망
- 2Q26 영업이익은 99.3조원으로 예상. 부문별로는 DS (반도체) 96.9조원, SDC 0.8조원, MX 1.0조원, CE/하만 0.6조원으로 예상. 아직 기보유 부품 재고 활용에 따라 MX 사업부의 근소한 이익 창출이 예상되는 상황
- 2026/2027 영업이익은 각각 411.7조원과 622.4조원으로 예상. 다만 이는 아직 성과급 충당금 미반영한 수준으로, 분기별로 DS 영업이익의 10~12% 수준의 성과급 충당금이 반영될 수 있음

실효적 주주환원 효과 및 주주친화 정책이 등장할 시점

- 삼성전자의 2024~26년 3개년 주주환원 계획은 11월 무렵 윤곽이 드러날 전망. 24~25년 FCF의 50%는 특별배당 등을 통해 대부분 집행된 상황에서, 1) 26년의 FCF 규모 및 2) 주주환원 방식 (자사주 매입 및 소각 vs 배당) 3) 보통주/우선주 환원 비율 등이 투자자들의 주된 관심사항. 이 중 주주환원 방식 및 보통주/우선주 환원 비율은 연말에나 결정되리라 예상됨
- 최근 키옥시아가 Investor Day 행사를 통해 구조적 성장 전략 및 주주환원 계획을 발표한 점에 주목해야 함. 선두업체인 동사 역시 향후 주주환원 방향성 및 기준을 재설정하고, 주주들의 동의가 필요하기 때문. 특히 메모리 산업의 이익창출 능력이 크게 증가함에 따라 FCF 생성력이 유례없는 수준으로 레벨업될 전망. 향후 주주환원 규모가 점증하면서도, 동사의 성장 전략에 부합하는 새로운 전략이 도출될 필요

투자의견 Buy, 적정주가 42만원. 메모리 사이클 어깨까지 지속적 비중 확대 권고

- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 42만원(2026E P/B 4.0배)는 동사의 Sustainable ROE 추정치 40%에 근거. 동사는 수익성 중심의 메모리 경영전략을 펼치며 산업 전체 실적을 끌어올린 장본인. 향후 메모리 외 기타 사업부문의 수익성 제고 여부에 주목
- 26E/27E/28E ROE는 56%/50%/37% 수준

삼성전자 - 실적 추정

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**79.1**	**74.6**	**86.1**	**93.8**	**133.9**	**173.3**	**195.8**	**214.4**	**300.9**	**333.6**	**717.5**	**935.5**
DS	25.1	27.9	33.1	**44.0**	**81.7**	**127.0**	**145.6**	**166.5**	**111.1**	**130.1**	**520.7**	**742.1**
DRAM	12.8	13.8	18.3	27.2	53.4	85.0	100.9	115.5	52.7	72.1	354.8	527.1
NAND	6.3	7.4	8.6	9.9	20.5	33.5	37.0	42.2	31.8	32.2	133.3	175.0
비메모리	6.0	6.7	6.2	6.9	7.7	8.4	7.7	8.8	26.6	25.8	32.6	40.1
SDC	**5.9**	**6.4**	**8.1**	**9.5**	**6.7**	**8.3**	**10.8**	**11.2**	**29.5**	**30.0**	**37.0**	**37.6**
LCD	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	1.9	1.6	2.0	2.4
OLED	5.5	6.0	7.7	9.1	6.2	7.8	10.2	10.7	27.6	28.4	35.0	35.2
MX/네트워크	**37.0**	**29.2**	**34.1**	**29.3**	**38.1**	**32.7**	**35.5**	**33.4**	**117.2**	**129.7**	**139.7**	**150.5**
핸드셋	36.2	28.5	33.5	28.3	37.5	32.0	34.8	32.5	114.4	126.6	136.8	147.0
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1
스마트폰	32.7	25.2	30.0	25.1	34.7	29.2	31.9	28.8	100.9	113.0	124.7	133.2
테블릿	3.5	3.3	3.4	3.2	2.7	2.7	2.8	3.7	13.4	13.4	11.9	13.7
VD/가전	**14.5**	**14.1**	**14.3**	**14.8**	**14.3**	**15.2**	**15.6**	**15.6**	**56.5**	**57.5**	**60.7**	**62.4**
하만	**3.4**	**3.8**	**4.0**	**4.6**	**3.8**	**4.2**	**4.4**	**5.1**	**14.2**	**15.8**	**17.4**	**18.9**
기타	**-6.7**	**-6.9**	**-7.6**	**-8.4**	**-10.8**	**-14.0**	**-15.9**	**-17.4**	**-27.6**	**-29.5**	**-58.1**	**-76.0**
영업이익	**6.7**	**4.7**	**12.2**	**20.1**	**57.2**	**99.3**	**118.1**	**137.1**	**32.7**	**43.6**	**411.7**	**622.4**
영업이익률 (%)	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	42.8%	57.3%	60.3%	63.9%	10.9%	13.1%	57.4%	66.5%
DS	**1.1**	**0.4**	**7.0**	**16.4**	**53.7**	**96.9**	**115.8**	**135.5**	**15.1**	**25.0**	**402.0**	**609.3**
DRAM	4.0	3.2	7.3	15.2	41.7	72.4	87.7	102.0	15.4	29.7	303.8	468.2
NAND	-0.3	-0.2	0.7	2.5	13.1	25.8	28.9	33.5	4.8	2.7	101.2	139.6
비메모리	-2.5	-2.6	-1.0	-1.3	-1.1	-1.3	-0.8	0.0	-5.1	-7.4	-3.1	1.6
SDC	**0.5**	**0.5**	**1.2**	**2.0**	**0.4**	**0.8**	**1.2**	**1.8**	**3.7**	**4.2**	**4.1**	**3.8**
LCD	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.7	-0.6	-0.2	-0.3
OLED	0.6	0.7	1.4	2.2	0.5	0.8	1.2	1.8	4.5	4.8	4.3	4.1
MX/네트워크	**4.3**	**3.1**	**3.6**	**1.9**	**2.8**	**1.0**	**0.8**	**-0.1**	**10.7**	**12.9**	**4.5**	**5.3**
핸드셋	4.3	3.1	3.6	1.9	2.8	1.0	0.8	-0.1	10.6	12.9	4.5	5.3
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	4.1	2.9	3.5	1.7	2.7	0.9	0.6	-0.3	10.0	12.2	3.9	4.6
테블릿	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6	0.7	0.6	0.7
VD/가전	**0.3**	**0.2**	**-0.1**	**-0.6**	**0.2**	**0.0**	**-0.2**	**-0.5**	**1.8**	**-0.2**	**-0.4**	**2.0**
하만	**0.3**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.2**	**0.6**	**0.4**	**0.3**	**1.3**	**1.5**	**1.6**	**1.9**
기타	**0.2**	**-0.1**	**0.1**	**0.1**	**-0.1**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.1**	**0.2**	**-0.1**	**0.0**
지배주주 순이익	**8.0**	**4.9**	**9.9**	**19.3**	**47.1**	**77.3**	**91.5**	**107.2**	**33.6**	**44.3**	**323.2**	**486.5**

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 - 메모리 전망 주요 가정

삼성전자 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	23,022	25,785	29,343	29,930	30,319	31,835	33,745	35,095	98,268	108,080	130,994	150,309
	% QoQ	2%	12%	14%	2%	1%	5%	6%	4%				
	% YoY	-6%	0%	12%	33%	32%	23%	12%	17%	14%	10%	21%	15%
	NAND	566,287	730,511	801,370	713,219	778,122	785,904	825,199	924,223	2,673,679	2,811,387	3,313,447	3,932,149
	% QoQ	-8%	29%	10%	-11%	9%	1%	5%	12%				
	% YoY	-22%	5%	26%	16%	37%	8%	3%	30%	12%	5%	18%	19%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.38	0.39	0.45	0.63	1.20	1.79	2.01	2.21	0.39	0.48	1.83	2.35
	% QoQ	-21%	2%	15%	40%	92%	49%	12%	10%				
	% YoY	22%	5%	11%	30%	213%	357%	347%	252%	63%	21%	289%	29%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.03	0.03	0.01	0.01	0.03	0.03
	% QoQ	-15%	-3%	5%	23%	89%	59%	5%	2%				
	% YoY	3%	-17%	-20%	6%	136%	287%	288%	222%	62%	-6%	237%	10%
영업이익률 (%)	DRAM	31%	23%	40%	56%	78%	85%	87%	88%	29%	41%	86%	89%
	NAND	-5%	-3%	8%	25%	64%	77%	78%	79%	15%	8%	76%	80%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자(005930)

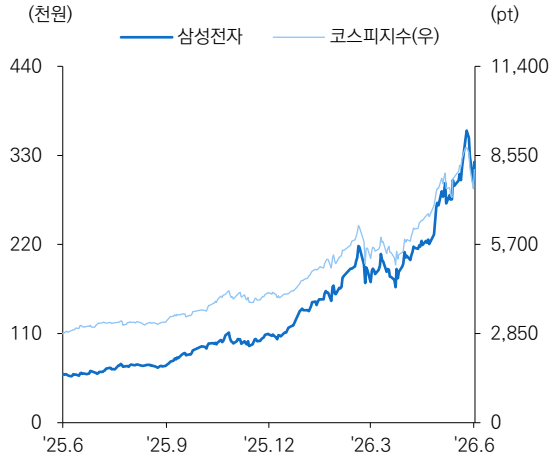
KOSPI	8,096.93pt
시가총액	18,825,017억원
발행주식수	584,628만주
유동주식비율	75.88%
외국인비중	47.70%
52주 최고/최저가	360,500원/57,200원
평균거래대금	71,684.5억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 15 인	19.70
국민연금공단	7.84
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.9	197.0	438.5
상대주가	11.1	52.0	89.9

주가그래프



(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	300.9	32.7	33.6	5,632	132.3	54,169	57.2	5.94	5.1	8.6	27.9
2025	333.6	43.6	44.3	7,468	32.6	58,551	43.1	5.50	4.1	10.4	29.9
2026E	717.5	411.7	323.2	47,978	542.4	106,018	6.7	3.04	1.8	55.5	34.8
2027E	935.5	622.4	486.5	72,227	50.5	177,612	4.5	1.81	0.6	49.6	24.2
2028E	1,012.4	676.1	549.5	81,586	13.0	258,668	3.9	1.24	-0.1	36.9	17.6

삼성전자 (005930)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**300,871**	**333,606**	**717,465**	**935,520**	**1,012,407**
매출액증가율(%)	16.2	10.9	115.1	30.4	8.2
매출원가	186,562	202,236	144,292	99,975	104,968
매출총이익	114,309	131,370	573,173	835,545	907,440
판매비와관리비	81,583	87,769	161,476	213,180	231,298
영업이익	**32,726**	**43,601**	**411,697**	**622,365**	**676,142**
영업이익률(%)	10.9	13.1	57.4	66.5	66.8
금융손익	3,718	4,507	5,566	27,041	61,627
종속/관계기업관련손익	751	683	979	979	979
기타영업외손익	4,469	5,189	6,631	28,020	62,606
세전계속사업이익	37,530	49,481	418,328	650,385	738,748
법인세비용	3,078	4,275	94,288	163,015	188,340
당기순이익	**34,451**	**45,207**	**324,040**	**487,369**	**550,408**
지배주주지분 순이익	33,621	44,261	323,164	486,494	549,532

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	227,062	247,685	591,025	1,055,744	1,580,530
현금및현금성자산	53,706	57,856	224,329	617,610	1,099,096
매출채권	43,623	51,128	116,829	138,868	149,100
재고자산	51,755	52,637	120,278	142,967	153,501
비유동자산	287,470	319,258	425,273	473,849	503,719
유형자산	205,945	215,305	244,168	270,168	292,168
무형자산	23,739	29,481	26,981	22,414	17,158
투자자산	12,592	13,772	15,420	16,400	17,379
자산총계	**514,532**	**566,942**	**1,016,298**	**1,529,593**	**2,084,250**
유동부채	93,326	106,411	235,790	271,080	284,821
매입채무	12,370	13,039	29,796	35,416	38,026
단기차입금	13,173	17,575	19,046	18,546	18,046
유동성장기부채	2,207	1,178	2,691	3,198	3,434
비유동부채	19,014	24,210	26,761	27,102	27,314
사채	15	7	8	8	8
장기차입금	3,936	6,480	7,394	7,494	7,594
부채총계	**112,340**	**130,622**	**262,551**	**298,182**	**312,135**
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타포괄이익누계액	17,598	23,020	35,235	35,235	35,235
이익잉여금	370,513	402,136	712,720	1,190,385	1,731,089
비지배주주지분	10,504	12,007	12,671	12,671	12,671
자본총계	**402,192**	**436,320**	**753,746**	**1,231,411**	**1,772,115**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**72,983**	**85,315**	**277,615**	**512,833**	**602,310**
당기순이익(손실)	34,451	45,207	324,040	487,369	550,408
유형자산감가상각비	39,650	43,606	49,000	59,000	64,000
무형자산상각비	2,981	3,321	6,696	8,614	9,303
운전자본의 증감	-1,568	-9,614	-110,054	-37,698	-17,503
투자활동 현금흐름	**-85,382**	**-68,512**	**-98,487**	**-101,766**	**-102,766**
유형자산의 증가(CAPEX)	-51,406	-47,522	-81,000	-85,000	-86,000
투자자산의 감소(증가)	134	-9,333	-779	0	0
재무활동 현금흐름	**-7,797**	**-13,478**	**-14,742**	**-17,787**	**-18,059**
차입금증감	4,912	4,609	3,166	108	-164
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	**-15,375**	**4,151**	**166,473**	**393,281**	**481,486**
기초현금	69,081	53,706	57,856	224,329	617,610
기말현금	53,706	57,856	224,329	617,610	1,099,096

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	44,293	49,471	106,518	138,892	150,307
EPS(지배주주)	5,632	7,468	47,978	72,227	81,586
CFPS	-2,264	616	24,715	58,388	71,484
EBITDAPS	11,094	13,425	69,391	102,437	111,266
BPS	54,169	58,551	106,018	177,612	258,668
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	57.2	43.1	6.7	4.5	3.9
PCR	-142.3	523.1	13.0	5.5	4.5
PSR	7.3	6.5	3.0	2.3	2.1
PBR	5.9	5.5	3.0	1.8	1.2
EBITDA(십억원)	75,357	90,528	467,393	689,979	749,445
EV/EBITDA	5.1	4.1	1.8	0.6	-0.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	10.4	55.5	49.6	36.9
EBITDA이익률	55.8	53.4	115.8	84.1	76.4
부채비율	27.9	29.9	34.8	24.2	17.6
금융비용부담률	-1.3	-1.2	-0.7	-2.9	-6.1
이자보상배율(x)	36.2	72.0	333.4	483.1	526.5
매출채권회전율(x)	7.5	7.0	8.5	7.3	7.0
재고자산회전율(x)	3.6	3.9	1.7	0.8	0.7

SK하이닉스 (000660) 끝 없는 재평가 (feat. ADR, 주주환원)

Analyst **김선우**
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	2,950,000원
현재주가 (6. 9)	2,215,000원
상승여력	33.2%

큰 그림 속 중장기 성장 모색하는 스페셜티 장인. 업사이클의 최대 Pure Player

- SK하이닉스d의 올해 말 Capa는 630k/월 수준으로 예상. 2027년에도 추가 Capa는 80k/월 수준에 그치며 산업 전반적인 공급부족은 지속될 전망. 동사의 HBM Capa 역시 올해 250k/월 수준에서 크게 늘어나지 않으며 보수적 수준 유지 중
- DRAM 3개 업체 공히 아직 보수적 투자 전략이 지속되는 중. 이는 1) 급격히 개선된 업사이클의 반락에 대한 두려움이 경영진에 아직 남아있으며, 2) 낮은 수준의 24/25년 설비투자의 영향으로 클린룸 공간 제약이 존재하기 때문
- 4Q26 DRAM 업체들의 2027년 설비투자 계획 규모는 급격히 증가하겠으나, AI 영역에서 발생할 실수요 대비 턱없이 부족할 것. 특히 2026년 9월경 DRAM 3사가 실시할 차기 년도 수요 조사는 지난해에 이어, 구조적 공급부족이 불가피함을 재확인시킬 전망
- SK하이닉스의 2Q26 영업이익은 66.1조원으로 예상. DRAM 52.0조원, NAND14.1조원 수준으로 전망
- 동사 2026/2027 영업이익은 각각 270.1조원과 421.9조원으로 예상

압도적 재평가를 이끄는 두 가지 촉매: 1) ADR 발행, 2) 2027년 초거대 주주환원

- 당사가 지난해 11월 주장했던 SK하이닉스의 ADR (American Depository Receipt) 발행이 순조롭게 진행되고 있다고 판단됨. 당사는 이를 통해 1) 경쟁사 (마이크론) 대비 현저한 저평가가 즉각적으로 줄어들 수 있고, 2) 글로벌 투자자의 저변을 넓히며, 3) 나스닥 및 필라델피아 반도체지수 편입 시 패시브 펀드 편입 수급을 받으며 재평가될 수 있다고 주장함
- 특히 동사가 2025년 영업이익의 10%를 성과급으로 지급하기로 결정하며, 구성원을 위한 추가 비용 집행을 결정한 만큼 주주를 위한 추가적인 노력이 필요함을 강조했었음. 그에 따라 주가 상승을 통한 투자 수익률 제고를 위한 ADR을 효율적 방법으로 제안
- 동사의 ADR는 6월 SEC (미국 증권선물위원회) 승인 이후 8월 상장이 가능할 것으로 전망됨. ADR 발행에 따라 마이크론을 보유한 펀드들의 즉각적인 편입이 발생하며 주가는 가파른 재평가가 발생하리라 예상됨
- 동사의 2025~27년 3개년 주주환원 계획은 2027년에도 추가적인 주가 상승을 발생시킬 전망. 동사는 2025~2027년 FCF의 50%를 재원으로 하여 주주환원을 실행하겠다 밝힌 바 있음. 경쟁사가 50%를 모두 환원하는 정책을 펼치고 있음에 따라 동사는 주주총회에서 제시한 현금보유목표 100조원을 달성 시 주주환원에 더욱 적극적으로 변모하리라 예상됨
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 295만원(2026E P/B 6.0배)는 동사의 Sustainable ROE 추정치 60%에 근거. 26E/27E/28E ROE는 98%/69%/46% 수준

SK하이닉스 - 실적 추정

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**32,827**	**52,576**	**83,956**	**98,547**	**107,580**	**66,193**	**97,643**	**342,659**	**507,883**
DRAM	13,806	16,763	19,080	24,844	40,170	62,208	73,685	81,208	44,118	74,494	257,271	393,666
NAND	3,283	4,819	5,251	7,835	12,208	21,273	24,347	25,579	20,292	21,188	83,407	112,038
영업이익	**7,441**	**9,213**	**11,383**	**19,170**	**37,610**	**66,067**	**79,154**	**87,277**	**23,467**	**47,207**	**270,108**	**421,862**
DRAM	7,590	9,551	11,292	17,524	31,312	52,021	62,480	69,779	21,313	45,957	215,591	344,517
NAND	42	(106)	178	1,696	6,315	14,084	16,726	17,577	2,829	1,811	54,702	77,547
기타	(191)	(232)	(87)	(50)	(17)	(38)	(51)	(79)	-675	(561)	(186)	(202)
세전이익	9,299	8,723	14,790	17,653	51,617	67,377	92,532	85,609	23,885	50,465	297,134	473,275
지배주주순이익	8,107	6,997	12,595	15,220	40,330	52,665	72,325	66,889	19,789	42,919	232,210	369,111
영업이익률 (%)	**42%**	**41%**	**47%**	**58%**	**72%**	**79%**	**80%**	**81%**	**35%**	**48%**	**79%**	**83%**
DRAM	55%	57%	59%	71%	78%	84%	85%	86%	48%	62%	84%	88%
NAND	1%	-2%	3%	22%	52%	66%	69%	69%	14%	9%	66%	69%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

SK하이닉스 – 메모리 출하량 및 판가 전망 가정치

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,529	23,347	25,215	25,467	24,957	26,954	27,763	28,596	74,195	92,558	108,270	126,264
	% QoQ	-8%	26%	8%	1%	-2%	8%	3%	3%				
	% YoY	17%	22%	33%	26%	35%	15%	10%	12%	17%	25%	17%	17%
	NAND	193,593	332,980	319,660	350,028	311,525	358,254	390,497	402,212	1,095,704	1,196,261	1,462,487	1,800,596
	% QoQ	-19%	72%	-4%	10%	-11%	15%	9%	3%				
	% YoY	-37%	11%	27%	46%	61%	8%	22%	15%	-3%	9%	22%	23%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.51	0.53	0.55	0.67	1.10	1.55	1.78	1.91	0.44	0.57	1.60	2.09
	% QoQ	1%	2%	4%	23%	64%	41%	15%	7%				
	% YoY	46%	31%	18%	32%	114%	195%	226%	184%	77%	30%	183%	31%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.04	0.04	0.04	0.01	0.01	0.04	0.04
	% QoQ	-20%	-9%	12%	30%	74%	49%	5%	2%				
	% YoY	2%	-21%	-23%	6%	129%	276%	253%	177%	95%	-8%	209%	9%
영업이익률 (%)	DRAM	55%	57%	59%	71%	78%	84%	85%	86%	48%	62%	84%	88%
	NAND	1%	-2%	3%	22%	52%	66%	69%	69%	14%	9%	66%	69%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스(000660)

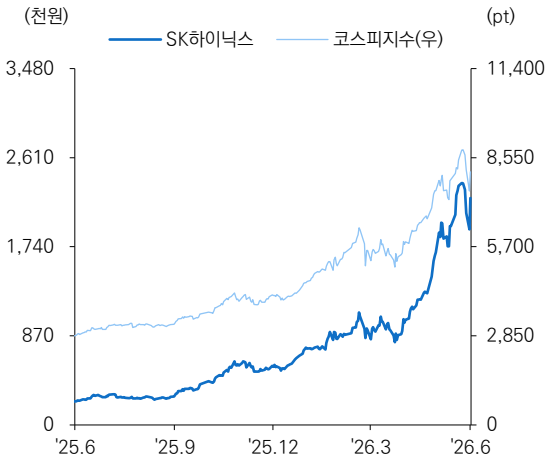
KOSPI	8,096.93pt
시가총액	15,786,357억원
발행주식수	71,270만주
유동주식비율	74.74%
외국인비중	51.15%
52주 최고/최저가	2,363,000원/229,000원
평균거래대금	72,807.6억원

주요주주(%)

에스케이스퀘어 외 8 인	20.50
국민연금공단	7.50
BlackRock Fund Advisors 외 14 인	5.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	31.4	291.3	867.2
상대주가	21.7	100.3	241.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	66,193	23,467	19,789	27,182	-317.2	101,515	81.5	21.82	3.9	26.8	62.2
2025	97,147	47,206	42,919	58,955	116.9	165,544	37.6	13.38	3.5	35.6	45.9
2026E	342,659	270,108	232,210	322,813	447.6	492,259	6.9	4.50	1.8	97.9	29.1
2027E	507,883	421,862	369,111	513,130	59.0	997,564	4.3	2.22	0.5	68.9	15.6
2028E	573,967	474,407	427,577	594,408	15.8	1,572,779	3.7	1.41	-0.2	46.3	8.6

SK하이닉스(000660)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**66,193**	**97,147**	**342,659**	**507,883**	**573,967**
매출액증가율(%)	102.0	46.8	252.7	48.2	13.0
매출원가	34,365	38,456	39,815	37,245	103,329
매출총이익	31,828	58,691	302,845	470,638	470,638
판매비와관리비	8,361	11,484	32,736	48,776	55,209
영업이익	**23,467**	**47,206**	**270,108**	**421,862**	**474,407**
영업이익률(%)	35.5	48.6	78.8	83.1	82.7
금융손익	-853	3,868	27,053	51,413	73,823
종속/관계기업관련손익	-38	-565	-27	0	0
기타영업외손익	-891	3,304	27,026	51,413	73,823
세전계속사업이익	23,885	50,466	297,134	473,275	548,231
법인세비용	4,088	7,518	64,882	104,120	120,611
당기순이익	**19,797**	**42,948**	**232,253**	**369,154**	**427,620**
지배주주지분 순이익	19,789	42,919	232,210	369,111	427,577

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	42,279	69,458	255,907	566,219	924,784
현금및현금성자산	11,205	14,924	126,754	400,156	742,501
매출채권	13,019	18,199	59,642	79,051	87,550
재고자산	13,314	14,289	46,829	62,068	68,742
비유동자산	77,576	106,650	201,218	263,106	304,245
유형자산	60,157	77,503	101,413	127,913	148,913
무형자산	4,019	4,049	4,043	3,341	2,680
투자자산	1,941	1,321	11,842	12,623	12,603
자산총계	**119,855**	**176,108**	**457,126**	**829,326**	**1,229,029**
유동부채	24,965	37,379	85,451	95,711	84,005
매입채무	2,277	2,848	9,335	12,373	13,703
단기차입금	1,283	2,396	2,522	2,522	2,522
유동성장기부채	3,969	5,766	17,396	21,557	22,375
비유동부채	20,974	18,062	17,488	15,946	13,584
사채	12,409	11,206	8,675	6,675	4,675
장기차입금	5,038	2,886	1,657	657	-343
부채총계	**45,940**	**55,441**	**102,939**	**111,657**	**97,590**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,510	8,510	8,510
기타포괄이익누계액	2,532	2,677	3,745	3,745	3,745
이익잉여금	65,418	106,577	338,553	702,035	1,115,806
비지배주주지분	12	151	89	89	89
자본총계	**73,916**	**120,667**	**354,187**	**717,669**	**1,131,440**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**29,796**	**53,373**	**139,058**	**312,724**	**393,385**
당기순이익(손실)	19,797	42,948	232,253	369,154	427,620
유형자산감가상각비	11,985	13,099	18,500	23,500	30,000
무형자산상각비	596	831	842	1,102	1,061
운전자본의 증감	-5,600	-2,881	-57,483	-26,910	-11,785
투자활동 현금흐름	**-18,005**	**-48,054**	**-33,609**	**-34,810**	**-35,010**
유형자산의 증가(CAPEX)	-15,946	-27,519	-42,000	-50,000	-51,000
투자자산의 감소(증가)	-113	-983	-13,981	-781	19
재무활동 현금흐름	**-8,704**	**-1,445**	**5,881**	**-4,512**	**-16,031**
차입금증감	-7,376	768	8,179	1,161	-2,182
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	**3,618**	**3,719**	**111,830**	**273,402**	**342,345**
기초현금	7,587	11,205	14,924	126,754	400,156
기말현금	11,205	14,924	126,754	400,156	742,501

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	90,924	133,443	476,357	706,047	797,917
EPS(지배주주)	27,182	58,955	322,813	513,130	594,408
CFPS	4,969	5,108	155,464	380,078	475,920
EBITDAPS	49,518	83,978	402,387	620,665	702,691
BPS	101,515	165,544	492,259	997,564	1,572,779
DPS	2,204	3,000	8,224	20,213	25,978
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.4	0.9	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	81.5	37.6	6.9	4.3	3.7
PCR	445.7	433.6	14.2	5.8	4.7
PSR	24.4	16.6	4.6	3.1	2.8
PBR	21.8	13.4	4.5	2.2	1.4
EBITDA(십억원)	36,049	61,136	289,450	446,464	505,469
EV/EBITDA	3.9	3.5	1.8	0.5	-0.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	26.8	35.6	97.9	68.9	46.3
EBITDA이익률	94.2	88.3	132.5	100.3	89.8
부채비율	62.2	45.9	29.1	15.6	8.6
금융비용부담률	1.5	0.4	-0.3	-2.0	-4.4
이자보상배율(x)	17.4	51.1	330.9	463.8	548.9
매출채권회전율(x)	6.7	6.2	8.8	7.3	6.9
재고자산회전율(x)	2.6	2.8	1.3	0.7	1.6

엔비디아 (NVDA US) AI 플랫폼 절대주자

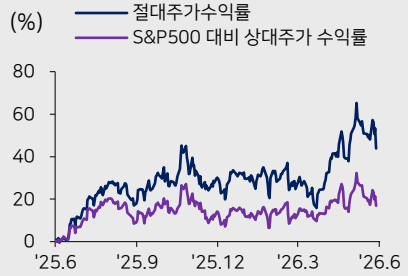
Analyst **김선우**
sunwoo.kim@meritz.co.kr

투자의견	**Not Rated**
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	**301.7**
현재주가 (6/8, 달러)	**208.6**
S&P 500 (pt)	7,405.7
시가총액 (억 달러)	50,490.9
발행주식수 (백만주)	24,359.0
유동주식비율 (%)	95.5
평균거래량 (3개월, 주)	165,984,121
52주 최고/최저가 (달러)	236.5/140.9

	FY2026	2027E	2028E
PER (배)	44.5	23.3	16.6
EPS 증감률 (%)	59.5	87.4	40.6
PBR (배)	33.1	16.9	10.4
ROE (%)	92.9	87.7	71.6

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

- 엔비디아 GTC Taipei 기조연설을 통해 "토큰 = 수익을 창출하는 단위"로 규정하며, AI 산업 재편의 핵심 기업임을 재차 입증
- 금번 행사를 통해, Agentic AI → Physical AI → AGI(Artificial General Intelligence) 발전과정에서 필수적인 AI 하드웨어(차세대 GPU, Vera CPU, LPU)와 AI 소프트웨어 (Nemotron 3, Hyperion) 대거 공개
- 예년과 달리 Team Taiwan 외에도 각국 주요 고객사들과의 관계를 강조하며, 기술 장벽을 더욱 공고히 하는 모습. 아울러, 주요 병목 요인 (메모리, 파운드리 등) 에서는 장기 기술 파트너십 체결을 통해 중장기 생산 안정성을 강화
- 행사 직후, 국내 기업과 다수의 일정 소화. 이는 제조AI/물리AI 발전 과정에서 중국을 제외한 핵심 제조업 밸류체인을 갖춘 국내 기업들의 역할이 필수적이기 때문으로 해석 가능

Implication

- 분기를 거듭할수록 주요 CSP들의 투자 규모는 상향 조정되어 왔으며, 최근 해외 채권 발행 및 주식 발행 등을 통해 AGI 선착순 경쟁은 지속되는 중. 이는 AI 하드웨어 기업들의 실적으로 연결되며, 향후 국가간 AI 인프라 경쟁인 소버린 AI를 통해 한층 더 강화될 것으로 예상
- 아울러, 엔비디아의 확장성에 주목. 동사는 Agent AI로의 확장이 임박했음을 강조하며, 이를 구동할 수 있는 RTX SPARK 칩과 Laptop 라인업을 공개. 뿐만 아니라 Agent AI를 구동하기 위한 CPU의 중요성을 강조하며, 이를 대응할 수 있는 Vera CPU가 신규 성장 동력으로서 부상할 것임에 강한 자신감을 어필 (인텔/AMD와 경쟁 본격화)

Impact & Action

- 동사의 12MF PER은 20.4배로 S&P 500 평균(21.9배)과 유사한 수준. 차세대 GPU, CPU 단일랙을 비롯한 다양한 라인업 등에서 창출되는 이익 성장성을 감안하면 밸류에이션 매력 부각 구간
- AI 부품 쇼티지로 공급망 전반의 주가 프리미엄이 확대되는 가운데, 동사는 이들의 최대 수요처로서 강한 바게닝 파워를 보유. 가격 전가 및 단가 통제력이 유효하며, 밸류체인 최전방에서 수익성 방어 및 확대 여력은 충분하다는 판단

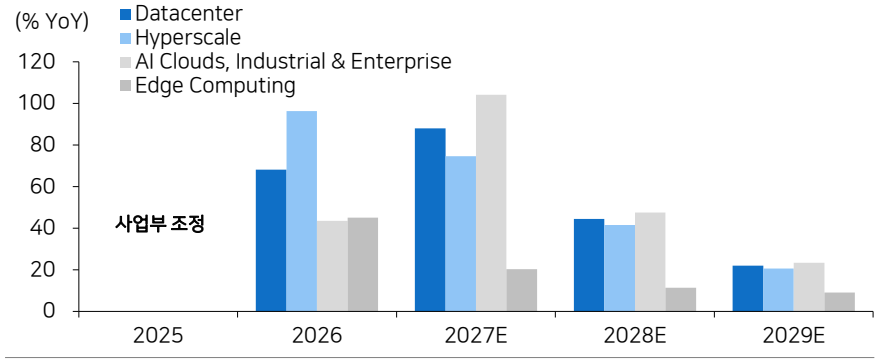
엔비디아 Key Charts

엔비디아 실적추정

(백만달러)	2025	2026	2027E	2028E	2029E
매출액	**130,497**	**215,938**	**390,864**	**555,944**	**674,614**
Datacenter	115,186	193,737	364,175	526,231	642,219
Hyperscale	53,796	105,636	184,363	260,853	314,702
AI Clouds, Industrial & Enterprise	61,390	88,101	179,812	265,378	327,517
Edge Computing	15,311	22,201	26,689	29,714	32,396
성장률 (% YoY)					
매출액	**114.2**	**65.5**	**81.0**	**42.2**	**21.3**
Datacenter	FY2026 사업부 조정	68.2	88.0	44.5	22.0
Hyperscale		96.4	74.5	41.5	20.6
AI Clouds, Industrial & Enterprise		43.5	104.1	47.6	23.4
Edge Computing		45.0	20.2	11.3	9.0

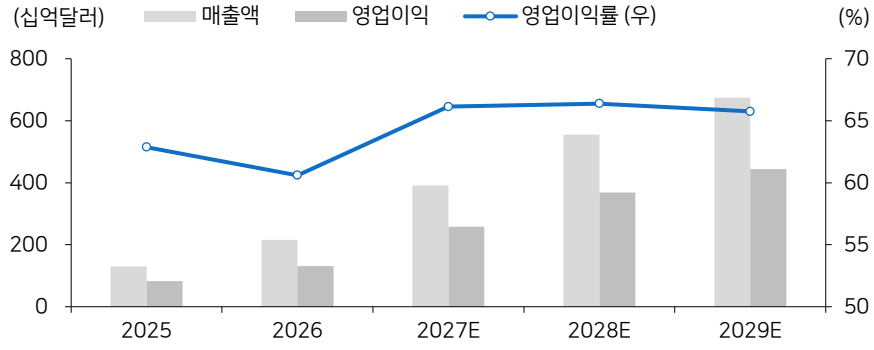
주: FY 기준 / FY2026 : 2025.02 ~ 2026.01
자료: 엔비디아, 메리츠증권 리서치센터

엔비디아 매출액 부문 별 성장률



주: FY 기준
자료: 엔비디아, 메리츠증권 리서치센터

엔비디아 연간 주요 실적 추이



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

하나마이크론 (067310) 강력한 서프라이즈

Analyst **김동관**
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	62,000원
현재주가 (6. 9)	43,250원
상승여력	43.4%

2Q26E Preview: 브라질이 이끈 폭발적 성장

- 하나마이크론은 2Q26E 매출액 6,509억원(+91% YoY; 이하 YoY), 영업이익 953억원 (+216%; OPM 14.6%)을 기록하며 컨센서스를 크게 상회할 전망 (영업이익 컨센서스 774억원 대비 23.1% 상회)
- 전 사업부 실적 성장이 이뤄지는 가운데 브라질 법인 실적 개선이 가장 두드러짐. 2Q26E 브라질 매출액은 2,380억원으로 +107% QoQ 성장 전망. 호실적의 배경은 (1) DRAM 가격 상승에 따른 메모리 완제품 판가 상승 (2) 4Q25 전략적 판매 이연분의 후반영
- 브라질 완제품 고객사가 세제 혜택을 받기 위해선 세트 내 일정 비율의 브라질산 부품 탑재가 필요함. 하반기 메모리 추가 가격 상승이 전망되는 상황에서 상반기 내 고객사의 강한 선구매가 이뤄지는 것으로 파악됨
- 브라질 법인의 2026E 매출액은 5,373억원(+139%)을 기록할 전망. 판가 상승 효과와 신규 세트 고객사 퀄 통과 효과로 전년 대비 큰 폭의 외형 성장이 예상됨. 브라질 법인 수익성 또한 2025년 15%에서 2026E 17%까지 개선 예상

창사 이래 최대 호황과 여전히 저렴한 밸류에이션

- 하나마이크론에 대해 업종 내 Top-picks 의견 유지. 강한 메모리 시황이 지속되는 가운데 전 사업부의 역대 최대 실적 경신 전망
- (본사-메모리) 2H26E 메모리 Ass'y 신규 제품 수주 예상됨에 따라 가동률은 1H26 40%대 – 2H26E 60%대 반등 예상
- (본사-비메모리) 네트워크 칩 등 Ass'y 물량 확대, 비메모리 test(AP·RF) 가동률 개선으로 하반기 실적 추가 개선 가시적
- (베트남) 추가 Capa 증설 진행 중. 3Q26E 말 증설 완료 후 4Q26E부터 QoQ 성장 가속화. 2027년 추가 증설도 예상됨
- 주력 고객사는 메모리 공급 부족 상황에서 가능한 투자를 서두르는 상황. 현재 베트남 법인 전체 디자인 Capa는 1.5조원/년 수준이나 고객사의 생산 Capa 확충 추세 감안 시 동사의 Capa 계획 상향 가능성도 열어둬야 한다는 판단
- 현재 동사 주가는 2026E PER 18배 수준에서 거래되며 업종 내 peer 대비 부담 없는 밸류에이션에 위치
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가 62,000원으로 상향 조정하며 업종 내 Top-picks 의견 유지

하나마이크론 Key Charts

하나마이크론 적정주가 산출

구분		
2026E EPS (원)	2,412	
Target Multiple (배)	25.9	글로벌 peer Powertech의 2026E PER
적정주가 (원)	**62,000**	**'000원 단위 반올림 처리**
희석유통주식수 (천주)	66,464	
적정 시가총액 (십억원)	**4,145.0**	
현재주가 (원)	43,250	2026. 6. 9 종가
상승여력 (%)	**43.4**	

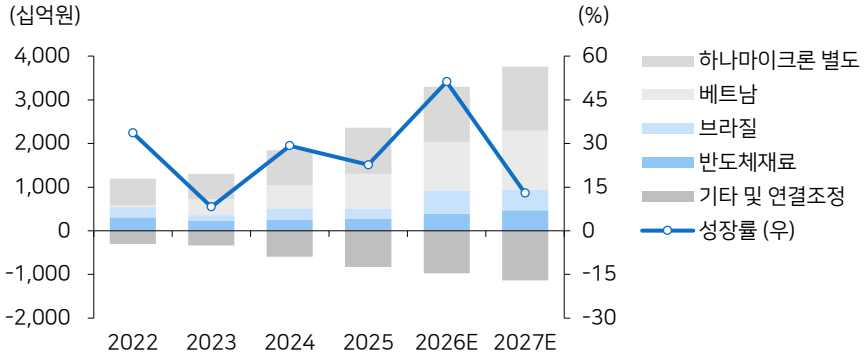
자료: 메리츠증권 리서치센터

하나마이크론 12MF PER 밴드차트



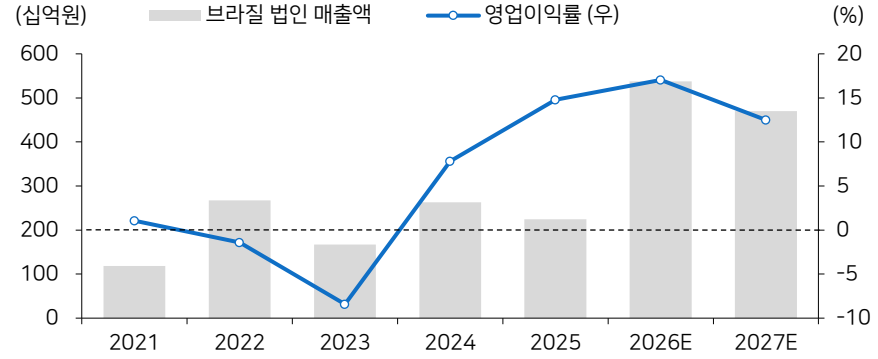
자료: 메리츠증권 리서치센터

하나마이크론 연간 사업부 별 매출액 추이 및 전망



자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

하나마이크론 브라질 법인 실적 추이 및 전망



자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

하나마이크론 실적 추정

하나마이크론 실적추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**311.8**	**340.2**	**432.4**	**450.1**	**507.7**	**650.9**	**547.1**	**614.4**	**1,534.4**	**2,320.1**	**2,620.7**
하나마이크론 별도	212.8	262.4	305.0	274.8	288.6	317.7	313.1	350.1	1,055.0	1,269.5	1,463.0
베트남 (VINA, Vietnam)	161.0	163.0	230.2	253.6	236.1	249.0	270.7	348.4	807.8	1,104.1	1,356.1
브라질 (HT, HE)	43.8	58.6	66.5	55.6	114.8	238.0	101.0	83.5	224.4	537.3	470.4
반도체재료	58.6	64.1	69.8	80.9	93.4	90.2	96.9	104.7	273.5	385.2	467.8
기타 및 연결 조정	-164.5	-207.9	-239.2	-214.8	-225.1	-243.9	-234.5	-272.4	-826.3	-976.0	-1,136.7
영업이익	**11.7**	**30.2**	**38.4**	**47.3**	**72.0**	**95.3**	**71.4**	**79.5**	**127.7**	**318.2**	**371.3**
영업이익률 (%)	3.8	8.9	8.9	10.5	14.2	14.6	13.0	12.9	8.3	13.7	14.2
세전이익	**3.3**	**8.5**	**27.9**	**40.3**	**82.3**	**71.6**	**41.0**	**53.7**	**80.0**	**248.5**	**273.3**
지배주주순이익	**-3.5**	**3.2**	**15.7**	**22.7**	**61.0**	**47.2**	**21.3**	**30.8**	**38.1**	**160.3**	**156.4**
순이익률 (%)	-1.1	0.9	3.6	5.0	12.0	7.3	3.9	5.0	2.5	6.9	6.0
매출비중 (%)											
하나마이크론 별도	68.3	77.1	70.5	61.0	56.8	48.8	57.2	57.0	68.8	54.7	55.8
베트남 (VINA, Vietnam)	51.7	47.9	53.2	56.3	46.5	38.2	49.5	56.7	52.6	47.6	51.7
브라질 (HT, HE)	14.0	17.2	15.4	12.3	22.6	36.6	18.5	13.6	14.6	23.2	17.9
반도체재료	18.8	18.8	16.2	18.0	18.4	13.9	17.7	17.0	17.8	16.6	17.9
기타 및 연결 조정	-52.8	-61.1	-55.3	-47.7	-44.3	-37.5	-42.9	-44.3	-53.9	-42.1	-43.4

자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

하나마이크론(067310)

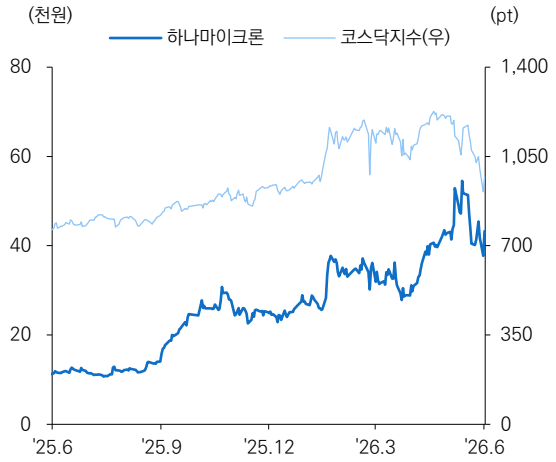
KOSDAQ	967.81pt
시가총액	28,746억원
발행주식수	6,646만주
유동주식비율	74.14%
외국인비중	21.90%
52주 최고/최저가	54,500원/10,650원
평균거래대금	896.5억원

주요주주(%)

최창호 외 11 인	25.86
삼성자산운용	6.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	73.7	281.4
상대주가	26.1	67.2	201.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,250.7	106.8	-23.8	-382	60.0	5,607	-24.2	1.65	7.5	-7.0	221.0
2025	1,534.4	127.7	38.1	575	-250.4	6,008	44.8	4.29	10.3	9.9	209.2
2026E	2,073.9	242.0	113.9	1,714	198.1	8,235	25.2	5.25	9.4	24.1	166.8
2027E	2,447.5	352.0	194.1	2,920	70.3	11,715	14.8	3.69	6.9	29.3	116.1
2028E	2,693.4	409.5	237.2	3,568	22.2	15,794	12.1	2.74	5.5	25.9	80.6

하나마이크론(067310)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,250.7**	**1,534.4**	**2,320.1**	**2,620.7**	**2,924.2**
매출액증가율(%)	29.2	22.7	51.2	13.0	11.6
매출원가	1,060.5	1,322.1	1,899.5	2,124.1	2,346.4
매출총이익	190.2	212.3	420.6	496.7	577.8
판매비와관리비	83.4	84.6	102.4	125.4	139.1
영업이익	**106.8**	**127.7**	**318.2**	**371.3**	**438.7**
영업이익률(%)	8.5	8.3	13.7	14.2	15.0
금융손익	-104.1	-60.9	-89.4	-100.1	-91.5
종속/관계기업관련손익	-0.2	0.7	3.9	3.8	3.8
기타영업외손익	-4.6	12.6	15.8	-1.7	0.0
세전계속사업이익	-2.0	80.0	248.5	273.3	349.2
법인세비용	9.1	14.4	39.4	46.4	59.2
당기순이익	**-11.2**	**65.6**	**209.1**	**227.0**	**290.0**
지배주주지분 순이익	-23.8	38.1	160.3	156.4	204.1

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	616.7	701.7	1,130.1	1,372.5	1,719.9
현금및현금성자산	155.0	95.6	325.3	490.8	714.5
매출채권	251.9	308.1	420.6	464.3	535.0
재고자산	165.2	247.1	319.2	345.7	387.8
비유동자산	1,328.0	1,316.2	1,272.8	1,188.6	1,082.6
유형자산	1,037.7	1,025.6	980.9	902.8	807.0
무형자산	35.3	32.6	31.6	25.8	15.7
투자자산	13.5	12.2	13.0	13.0	13.0
자산총계	**1,944.6**	**2,017.8**	**2,403.0**	**2,561.1**	**2,802.5**
유동부채	620.2	827.2	993.3	1,008.2	1,044.3
매입채무	61.2	147.6	201.5	222.5	256.3
단기차입금	247.9	282.1	311.5	291.5	271.5
유동성장기부채	203.7	285.1	332.0	332.0	332.0
비유동부채	718.6	538.0	503.3	372.9	242.7
사채	139.5	72.5	27.5	27.5	27.5
장기차입금	567.2	446.2	439.5	309.5	179.5
부채총계	**1,338.8**	**1,365.2**	**1,496.6**	**1,381.1**	**1,287.0**
자본금	33.1	33.2	33.2	33.2	33.2
자본잉여금	326.4	306.2	277.5	277.5	277.5
기타포괄이익누계액	42.7	35.8	50.8	50.8	50.8
이익잉여금	32.0	86.2	309.1	512.2	761.9
비지배주주지분	234.2	253.9	298.4	369.0	454.9
자본총계	**605.8**	**652.7**	**906.4**	**1,180.0**	**1,515.6**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**41.0**	**174.9**	**351.6**	**452.3**	**513.8**
당기순이익(손실)	-11.2	65.6	209.1	227.0	290.0
유형자산감가상각비	129.7	147.7	164.6	173.1	180.8
무형자산상각비	8.4	10.1	12.2	15.5	19.7
운전자본의 증감	-148.3	-62.8	-83.1	-43.1	-68.5
투자활동 현금흐름	**-146.1**	**-156.8**	**-104.6**	**-107.7**	**-94.6**
유형자산의 증가(CAPEX)	-140.7	-142.6	-98.7	-95.0	-85.0
투자자산의 감소(증가)	-7.1	-5.9	9.1	0.0	-0.3
재무활동 현금흐름	**146.7**	**-71.0**	**-11.1**	**-172.9**	**-189.3**
차입금증감	96.3	-66.8	-4.0	-150.0	-150.0
자본의증가	74.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**48.4**	**-59.5**	**229.7**	**165.5**	**223.7**
기초현금	106.7	155.0	95.6	325.3	490.8
기말현금	155.0	95.6	325.3	490.8	714.5

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	18,872	23,116	34,908	39,431	43,996
EPS(지배주주)	-359	574	2,412	2,353	3,070
CFPS	618	2,635	5,290	6,805	7,730
EBITDAPS	3,695	4,301	7,447	8,424	9,617
BPS	5,607	6,007	9,147	12,202	15,958
DPS	70	70	210	355	430
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.5	0.8	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	-25.7	44.8	17.9	18.4	14.1
PCR	14.9	9.8	8.2	6.4	5.6
PSR	0.5	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR	1.6	4.3	4.7	3.5	2.7
EBITDA(십억원)	244.9	285.5	495.0	559.9	639.2
EV/EBITDA	10.3	7.9	8.0	6.6	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-7.0	9.6	26.4	19.3	19.2
EBITDA이익률	19.6	18.6	21.3	21.4	21.9
부채비율	221.0	209.2	165.1	117.0	84.9
금융비용부담률	5.0	4.1	2.6	2.0	1.5
이자보상배율(x)	1.6	1.9	20.5	24.9	28.1
매출채권회전율(x)	7.4	5.5	6.4	5.9	5.9
재고자산회전율(x)	7.5	7.4	8.2	7.9	8.0

테스 (095610) 업황의 상향 조정, 장비 라인업 강화

Analyst **김동관**
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	200,000원
현재주가 (6. 9)	161,400원
상승여력	23.9%

2Q26E Preview: 컨센서스 소폭 상회 전망

- 테스의 2Q26E 영업이익은 271억원(+33%; OPM 23%)으로 컨센서스(255억원)를 소폭 상회할 전망
- 국내 메모리 고객사의 1b/1c DRAM 신규 투자분과 V8/V9 NAND 전환투자 매출 인식이 예정대로 이뤄지는 상황
- 1Q26말 기준 수주잔고는 1,455억원으로 최근 5년 중 최대 수준. 2Q26 들어 SK하이닉스향 두 건의 추가 수주 공시 (5월 215억원, 6월 212억원) 발표. 이 외 공시 요건에 해당하지 않는 소규모 PO도 다수 발생했을 것으로 추정
- 당분기에도 선단공정 신규 투자로의 고단가 제품 중심 출하가 이뤄지고, 1Q26 부재했던 중화권 고객사향 매출 발생도 예상됨에 따라 수익성 또한 20%를 상회할 것으로 예상

Top-down: 투자 일정 가속화, Bottom-up: 장비 라인업 강화

- 양대 고객사의 메모리 투자 일정 가속화 진행 중. 2027년 이후 장비가 설치될 신규 클린룸 건설 투자에 대한 착공 일정이 당겨지는 상황으로 판단됨. 용인 Y1 클린룸이 완공되는 2027년 급격한 실적 성장도 가능
- 한편 2027년 신규 클린룸 완공에 따른 고객사 NAND 보완 투자 재개 가능성에 주목. 2022년 이후 고객사 NAND 투자는 전환투자 위주로 이어지며 신규 라인 투자 부재. Agentic AI가 촉발한 NAND 초과 수요 환경과 클린룸 완공을 감안 시 2027년 하반기 NAND 라인 투자 예상
- 동사의 ACL, ARC, Dry Cleaning, BSD 장비군은 고객사 200단 이상 NAND 투자 시 모두 판매가 이뤄질 수 있음
- 한편, 당사가 그간 밸류에이션 리레이팅 요인으로 주목하는 BSD 장비의 DRAM향 양산 PO가 임박한 것으로 판단됨. HBM4 수율 병목인 warpage 개선을 위한 핵심 장비로 2H26E 양산 매출 발생 시 급격한 리레이팅 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 20만원으로 17.6% 상향 조정. 2026E BPS 25,323원에 target multiple 8.0배 적용

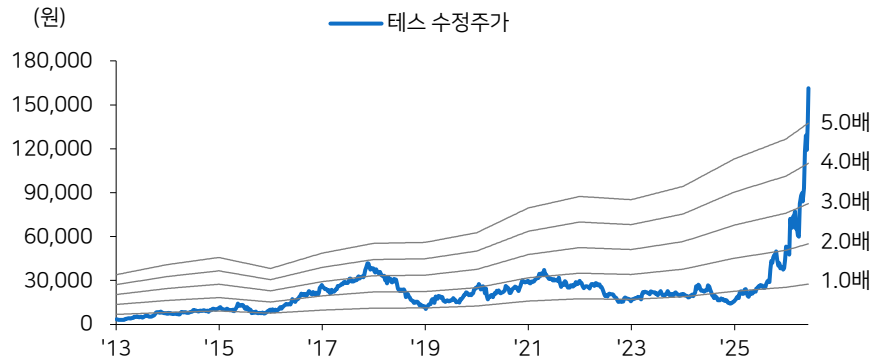
테스 Key Charts

테스 적정주가 산출

구분		
2026E BPS (원)	25,323	
Target Multiple (배)	8.0	국내 전공정 peer 4개사 2026E PBR 평균
적정주가 (원)	**200,000**	**'000원 단위 반올림 처리**
희석유통주식수 (천주)	17,734	
적정 시가총액 (십억원)	**3,604.2**	
현재주가 (원)	161,400	2026. 6. 9 종가
상승여력 (%)	**23.9**	

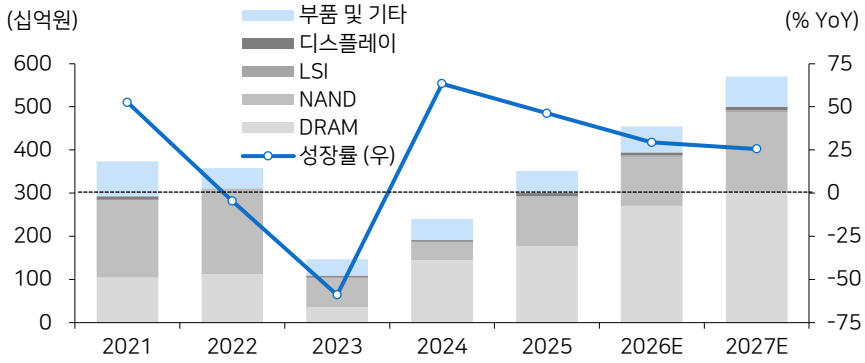
주: 국내 전공정 장비 peer – 원익IPS, 주성엔지니어링, 피에스케이, 브이엠
자료: 메리츠증권 리서치센터

테스 12MF PBR 밴드차트



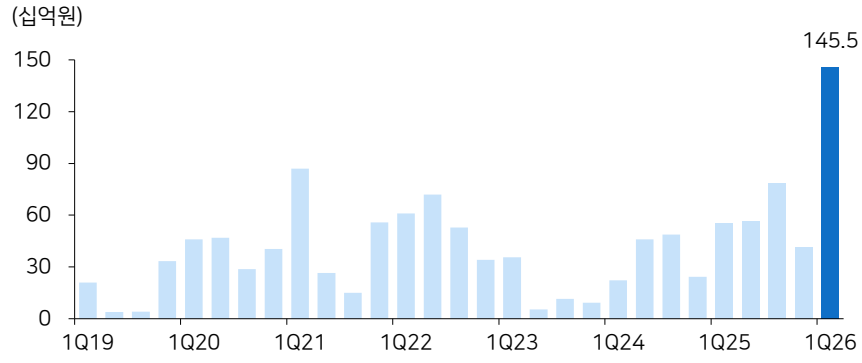
자료: 메리츠증권 리서치센터

테스 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 테스, 메리츠증권 리서치센터

테스 분기별 수주잔고 추이



자료: 테스, 메리츠증권 리서치센터

테스 실적 추정

테스 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**84.5**	**82.1**	**67.6**	**117.0**	**97.2**	**117.2**	**115.8**	**124.0**	**351.1**	**454.3**	**570.3**
반도체/디스플레이 장비	73.6	69.8	55.8	101.1	82.7	103.2	102.3	106.4	300.3	394.6	500.1
부품 및 기타	10.9	12.3	11.8	15.9	14.5	14.0	13.6	17.6	50.8	59.7	70.3
영업이익	**16.3**	**20.4**	**8.4**	**12.8**	**22.2**	**27.1**	**25.2**	**24.3**	**57.8**	**98.8**	**134.1**
영업이익률 (%)	19.3	24.8	12.5	10.9	22.8	23.1	21.7	19.6	16.5	21.7	23.5
세전이익	**15.3**	**21.6**	**13.9**	**14.9**	**28.8**	**30.2**	**26.2**	**24.7**	**65.8**	**109.9**	**145.4**
지배주주순이익	**15.9**	**18.9**	**12.1**	**10.1**	**24.6**	**24.3**	**21.0**	**19.9**	**56.9**	**89.8**	**118.8**
순이익률 (%)	18.8	23.0	17.9	8.6	25.3	20.7	18.2	16.0	16.2	19.8	20.8
매출비중 (%)											
반도체/디스플레이 장비	87.1	85.0	82.5	86.4	85.1	88.1	88.3	85.8	85.5	86.9	87.7
부품 및 기타	12.9	15.0	17.5	13.6	14.9	11.9	11.7	14.2	14.5	13.1	12.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

테스(095610)

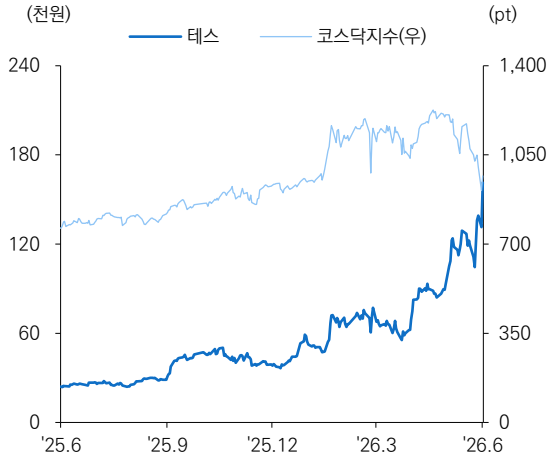
KOSDAQ	967.81pt
시가총액	31,247억원
발행주식수	1,936만주
유동주식비율	62.14%
외국인비중	10.44%
52주 최고/최저가	161,400원/23,700원
평균거래대금	407.7억원

주요주주(%)

주숭일 외 8 인	29.46
국민연금공단	9.96
베어링자산운용 외 1 인	5.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	73.7	322.5	575.3
상대주가	116.8	306.6	433.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	240.1	38.5	42.7	2,158	2,324.4	18,843	7.2	0.82	7.8	13.6	15.3
2025	351.1	57.8	56.9	3,285	52.3	22,611	13.6	1.97	7.8	14.5	24.4
2026E	454.3	98.8	89.8	4,637	41.1	25,323	34.8	6.37	27.6	20.0	19.9
2027E	570.3	134.1	118.8	6,137	32.3	30,331	26.3	5.32	20.1	22.1	16.5
2028E	684.9	166.6	145.2	7,499	22.2	36,565	21.5	4.41	15.9	22.4	13.6

테스(095610)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**240.1**	**351.1**	**454.3**	**570.3**	**684.9**
매출액증가율(%)	63.4	46.3	29.4	25.5	20.1
매출원가	175.5	259.0	318.4	395.6	474.5
매출총이익	64.6	92.1	135.9	174.7	210.4
판매비와관리비	26.1	34.3	37.1	40.6	43.7
영업이익	**38.5**	**57.8**	**98.8**	**134.1**	**166.6**
영업이익률(%)	16.0	16.5	21.7	23.5	24.3
금융손익	12.7	10.0	8.1	8.9	8.8
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-2.1	3.1	2.4	2.3
세전계속사업이익	49.8	65.8	109.9	145.4	177.7
법인세비용	7.2	8.8	20.1	26.6	32.5
당기순이익	**42.7**	**56.9**	**89.8**	**118.8**	**145.2**
지배주주지분 순이익	42.7	56.9	89.8	118.8	145.2

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	183.2	215.4	250.7	329.7	432.2
현금및현금성자산	11.6	12.1	66.6	104.8	162.9
매출채권	38.5	26.9	27.8	31.7	35.7
재고자산	41.2	42.8	44.1	50.4	56.7
비유동자산	198.0	272.1	287.8	296.7	304.3
유형자산	109.5	135.8	142.2	150.2	156.6
무형자산	5.0	5.2	6.0	7.0	8.0
투자자산	44.7	90.3	94.5	94.5	94.5
자산총계	**381.2**	**487.5**	**538.5**	**626.4**	**736.5**
유동부채	37.4	47.7	48.1	47.2	46.8
매입채무	13.3	0.7	0.7	0.8	0.9
단기차입금	6.0	6.0	4.0	2.0	0.0
유동성장기부채	0.0	5.0	3.8	3.8	3.8
비유동부채	13.3	48.0	41.3	41.3	41.3
사채	0.0	40.7	34.1	34.1	34.1
장기차입금	10.0	5.0	5.0	5.0	5.0
부채총계	**50.6**	**95.7**	**89.4**	**88.5**	**88.1**
자본금	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
자본잉여금	57.4	64.2	67.1	67.1	67.1
기타포괄이익누계액	0.1	3.0	3.1	2.7	2.7
이익잉여금	320.0	356.3	414.0	503.8	614.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**330.5**	**391.8**	**449.1**	**537.9**	**648.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**30.5**	**82.4**	**79.4**	**109.1**	**137.0**
당기순이익(손실)	42.7	56.9	89.8	118.8	145.2
유형자산감가상각비	5.1	7.4	12.9	16.0	17.6
무형자산상각비	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
운전자본의 증감	-25.2	-3.9	-9.3	-15.3	-15.7
투자활동 현금흐름	**-50.1**	**-117.9**	**-14.8**	**-45.2**	**-48.1**
유형자산의 증가(CAPEX)	-54.6	-32.8	-19.6	-24.0	-24.0
투자자산의 감소(증가)	14.9	-54.1	9.4	-24.2	-27.3
재무활동 현금흐름	**10.1**	**36.0**	**-10.5**	**-26.1**	**-31.2**
차입금증감	16.0	0.0	-3.3	-2.0	-2.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-9.3**	**0.5**	**54.4**	**38.2**	**58.1**
기초현금	20.9	11.6	12.1	66.6	104.8
기말현금	11.6	12.1	66.6	104.8	162.9

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	12,145	18,136	23,465	29,458	35,377
EPS(지배주주)	2,158	3,285	4,637	6,137	7,499
CFPS	1,543	4,169	4,016	5,521	6,931
EBITDAPS	2,236	3,321	5,667	7,612	9,337
BPS	18,843	22,611	25,323	30,331	36,565
DPS	600	850	1,300	1,600	1,900
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8	1.0	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	7.2	13.6	34.8	26.3	21.5
PCR	10.0	10.7	40.2	29.2	23.3
PSR	1.3	2.5	6.9	5.5	4.6
PBR	0.8	2.0	6.4	5.3	4.4
EBITDA(십억원)	44.2	65.7	112.0	150.5	184.6
EV/EBITDA	7.8	7.8	27.6	20.1	15.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	13.6	14.5	20.0	22.1	22.4
EBITDA이익률	18.4	18.7	24.7	26.4	26.9
부채비율	15.3	24.4	19.9	16.5	13.6
금융비용부담률	-1.7	-0.8	-0.5	-0.4	-0.4
이자보상배율(x)	490.4	91.2	75.7	118.6	154.1
매출채권회전율(x)	10.3	10.7	16.6	19.2	20.3
재고자산회전율(x)	5.1	8.4	10.5	12.1	12.8

ISC (095340) 구조적 성장 구간

Analyst **김동관**
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	300,000원
현재주가 (6. 9)	182,200원
상승여력	64.7%

2Q26E Preview: 컨센서스 7% 하회

- ISC의 2Q26E 영업이익은 209억원(+52% YoY; OPM 30%)을 기록할 전망. 컨센서스(229억원)를 소폭 하회하나 메모리/비메모리 소켓 수요 동반 증가에 전년 대비 성장 시현
- 메모리향 소켓 비중이 전분기 대비 증가하며 수익성은 소폭 감소할 것으로 전망. N사 신규 GPU향 매출 인식이 본격화되는 3Q26E부터 수익성 개선 예상
- 응용처별 매출액은 데이터센터 533억원, 스마트폰 116억원, PC/랩탑 24억원으로 예상돼 데이터센터의 실적 견인 지속
- 모듈테스터, 번인테스터 등 후공정 장비 매출액은 2H26E 집중 인식되며 분기 실적은 상저하고 흐름으로 전개될 전망

xPU 개발 프로젝트 확대로 중장기적 수혜 전망

- Computex 2026 내 주요 기업들의 기조 연설을 통해 xPU 시장 폭증이 예상됨. Agentic AI 워크로드를 CPU, GPU, LPU 등 프로세서가 분담하는 과정에서 신규 칩 개발 수요는 지속 확대될 전망
- 동사는 N사 GPU향 R&D/양산 소켓 공급 외에도 G사 TPU 양산 공급, ASIC M사 양산용 소켓 공급 중
- 북미 CPU I사 사업 개선도 긍정적. 해당 고객사의 소켓 사용량 중 러버 소켓 비중은 80% 수준으로 우호적 고객사로 판단 가능. CPU 수요 증가에 더불어 I사 파운드리 외부 물량 수주 기대감도 급증. 고객사 첨단 패키징 채택 확장 시 동사 러버 소켓 수요 증가
- 현재 동사의 베트남/국내 Capa 가동률은 최대치로 증설 진행 중. 베트남 1공장 증설은 3Q26 중 완공 및 시험 운행을 거쳐 2026년 10월 본격 가동 예상
- Top down: 칩 설계 player 수 증가 + 칩 프로젝트 확대 / Bottom-up: 비메모리 고객사 내 M/S 상승
- 투자의견 Buy 및 적정주가 30만원 유지. 중장기적 사업 방향성은 매우 긍정적으로 조정 시마다 매수 권고

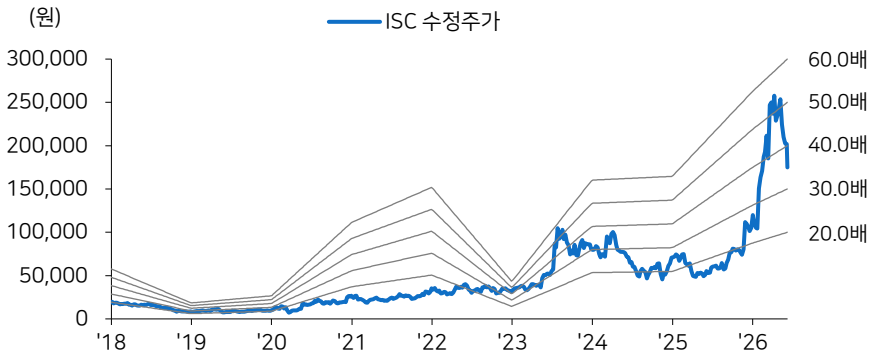
ISC Key Charts

ISC 적정주가 산출

구분		
2026E EPS (원)	4,374	
Target Multiple (배)	67.5	Winway, Formfactor '26E PBR 평균
적정주가 (원)	**300,000**	**'000원 단위 반올림 처리**
희석유통주식수 (천주)	20,464	
적정 시가총액 (십억원)	**6,041.9**	
현재주가 (원)	182,200	2026. 6. 9 종가
상승여력 (%)	**64.7**	

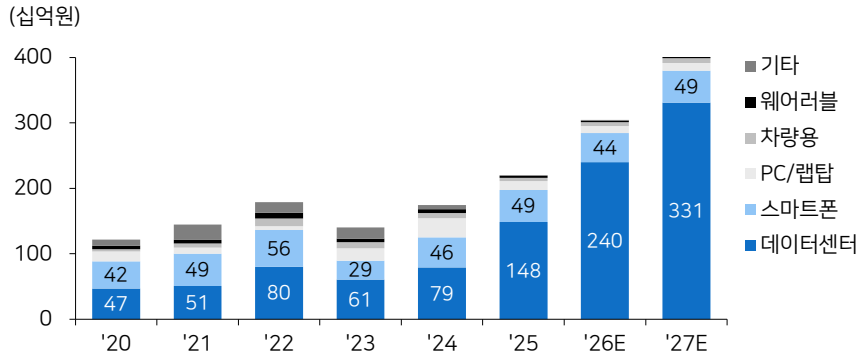
자료: 메리츠증권 리서치센터

ISC 12MF PER 밴드차트



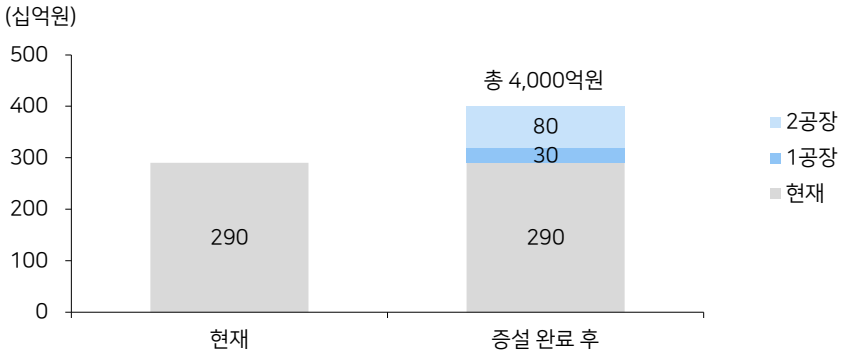
자료: 메리츠증권 리서치센터

ISC 연간 사업부별 매출액 추이 및 전망



자료: ISC, 메리츠증권 리서치센터

ISC 증설 후 생산 테스트 소켓 Capa 전망



자료: ISC, 메리츠증권 리서치센터

ISC 실적 추정

ISC 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**31.7**	**51.7**	**64.5**	**72.3**	**68.3**	**69.1**	**84.5**	**82.8**	**220.2**	**304.6**	**404.3**
데이터센터	16.9	33.1	44.0	54.4	54.2	53.3	66.1	66.3	148.4	240.0	331.1
스마트폰	9.5	14.0	13.5	12.0	11.0	11.6	11.7	10.1	49.0	44.4	49.1
PC/랩탑	3.2	3.0	4.5	3.0	1.6	2.4	3.9	2.9	13.7	10.8	11.6
차량용	1.0	0.7	1.5	1.9	1.5	0.7	1.6	2.1	5.1	5.9	7.0
웨어러블	0.7	0.7	0.8	1.0	0.0	0.7	0.8	1.1	3.2	2.7	3.1
LSI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.4	1.9
Non-Socket	0.4	0.2	0.2	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.8	0.4	0.4
영업이익	**7.0**	**13.7**	**17.4**	**21.9**	**23.6**	**20.9**	**28.0**	**28.2**	**60.1**	**100.7**	**139.9**
영업이익률 (%)	22.1	26.5	27.0	30.3	34.6	30.2	33.1	34.1	27.3	33.1	34.6
세전이익	**9.3**	**13.5**	**19.8**	**24.0**	**26.6**	**23.9**	**30.6**	**32.0**	**66.6**	**113.1**	**148.8**
지배주주순이익	**6.8**	**11.5**	**16.1**	**21.7**	**20.5**	**19.1**	**24.4**	**25.5**	**56.1**	**89.5**	**118.9**
순이익률 (%)	21.6	22.3	24.9	30.0	30.0	27.6	28.9	30.8	25.5	29.4	29.4
매출비중 (%)											
데이터센터	53.3	64.1	68.2	75.2	79.4	77.2	78.3	80.1	67.4	78.8	81.9
스마트폰	30.0	27.1	20.9	16.6	16.1	16.7	13.9	12.2	22.3	14.6	12.1
PC/랩탑	10.1	5.8	7.0	4.1	2.3	3.4	4.6	3.6	6.2	3.6	2.9
차량용	3.2	1.4	2.3	2.6	2.2	1.1	1.9	2.5	2.3	1.9	1.7
웨어러블	2.2	1.4	1.2	1.4	0.0	1.1	1.0	1.3	1.5	0.9	0.8
LSI	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.0	0.1	0.5
Non-Socket	1.2	0.4	0.3	0.0	0.0	0.3	0.2	0.0	0.4	0.1	0.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

ISC(095340)

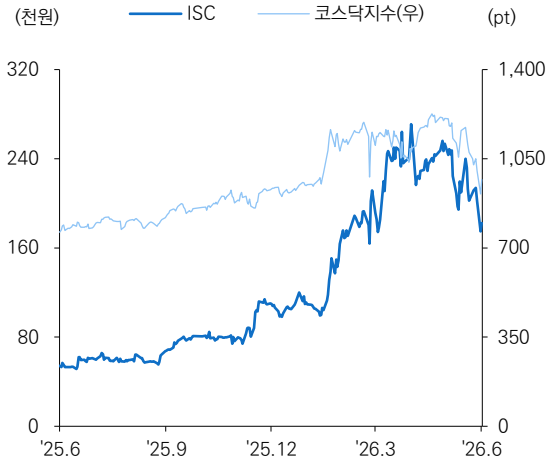
KOSDAQ	967.81pt
시가총액	38,621억원
발행주식수	2,120만주
유동주식비율	51.12%
외국인비중	21.98%
52주 최고/최저가	271,000원/51,300원
평균거래대금	721.3억원

주요주주(%)

SKC 외 1 인	48.62
미래에셋자산운용 외 1 인	8.31
삼성자산운용	6.32

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-28.1	66.1	236.8
상대주가	-10.3	59.8	165.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	174.5	44.8	54.7	2,671	256.2	24,663	27.0	2.92	14.9	10.5	11.4
2025	220.2	60.1	56.1	2,743	2.7	25,316	40.5	4.39	15.9	10.5	15.9
2026E	304.6	100.7	89.5	4,374	59.5	28,861	41.7	6.31	31.6	14.7	12.1
2027E	404.3	139.9	118.9	5,811	32.8	33,289	31.4	5.47	22.1	16.9	11.0
2028E	504.4	175.2	147.1	7,190	23.7	38,638	25.3	4.72	17.3	18.0	9.8

ISC(095340)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**174.5**	**220.2**	**304.6**	**404.3**	**504.4**
매출액증가율(%)	24.4	26.2	38.3	32.7	24.8
매출원가	100.1	122.5	156.8	206.4	262.3
매출총이익	74.4	97.7	147.8	197.9	242.2
판매비와관리비	29.6	37.7	47.1	57.9	67.0
영업이익	**44.8**	**60.1**	**100.7**	**139.9**	**175.2**
영업이익률(%)	25.7	27.3	33.1	34.6	34.7
금융손익	18.8	7.5	10.2	6.6	6.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.0	-0.9	2.2	2.8	2.4
세전계속사업이익	69.6	66.6	113.1	148.8	183.9
법인세비용	14.7	10.3	23.0	29.3	36.3
당기순이익	**54.9**	**56.3**	**90.0**	**119.5**	**147.7**
지배주주지분 순이익	54.7	56.1	89.5	118.9	147.1

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	405.1	446.7	433.5	522.9	631.7
현금및현금성자산	39.9	79.9	27.2	92.5	210.0
매출채권	40.4	73.4	82.0	83.9	74.0
재고자산	15.4	25.0	27.9	34.1	33.5
비유동자산	177.8	175.7	253.6	262.6	270.0
유형자산	92.2	91.0	170.6	179.8	187.4
무형자산	17.7	19.5	18.9	18.6	18.2
투자자산	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
자산총계	**582.9**	**622.4**	**687.1**	**785.5**	**901.7**
유동부채	52.3	82.9	71.6	75.5	77.8
매입채무	7.6	33.3	25.9	27.3	27.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.5	2.3	2.6	2.6	2.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**59.7**	**85.2**	**74.1**	**78.1**	**80.4**
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	315.7	289.7	289.7	289.7	289.7
기타포괄이익누계액	1.5	2.6	5.5	5.5	5.5
이익잉여금	222.0	260.8	333.1	427.0	540.4
비지배주주지분	0.4	0.6	1.2	1.7	2.3
자본총계	**523.1**	**537.3**	**613.0**	**707.4**	**821.3**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**50.7**	**41.7**	**77.1**	**126.7**	**174.5**
당기순이익(손실)	54.9	56.3	90.0	119.5	147.7
유형자산감가상각비	8.6	8.9	10.3	15.8	17.4
무형자산상각비	1.2	1.1	1.3	1.3	1.4
운전자본의 증감	-10.7	-27.3	-23.7	-7.0	10.8
투자활동 현금흐름	**-251.9**	**14.0**	**-115.1**	**-37.9**	**-24.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-11.4	-5.7	-90.0	-25.0	-25.0
투자자산의 감소(증가)	-274.0	43.0	-28.3	-15.2	-2.0
재무활동 현금흐름	**-27.0**	**-17.1**	**-15.9**	**-23.6**	**-32.2**
차입금증감	-23.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-228.1**	**40.0**	**-52.6**	**65.2**	**117.5**
기초현금	268.0	39.9	79.9	27.2	92.5
기말현금	39.9	79.9	27.2	92.5	210.0

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	8,231	10,388	14,369	19,071	23,798
EPS(지배주주)	2,671	2,743	4,374	5,811	7,190
CFPS	2,391	1,968	3,636	5,979	8,233
EBITDAPS	2,578	3,303	5,295	7,408	9,149
BPS	24,663	25,316	28,861	33,289	38,638
DPS	810	810	1,250	1,675	2,090
배당수익률(%)	1.1	0.4	0.7	0.9	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	27.0	40.5	41.7	31.4	25.3
PCR	30.2	56.5	50.1	30.5	22.1
PSR	8.8	10.7	12.7	9.6	7.7
PBR	2.9	4.4	6.3	5.5	4.7
EBITDA(십억원)	54.6	70.0	112.2	157.0	193.9
EV/EBITDA	14.9	15.9	31.6	22.1	17.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	10.5	14.7	16.9	18.0
EBITDA이익률	31.3	31.8	36.8	38.8	38.4
부채비율	11.4	15.9	12.1	11.0	9.8
금융비용부담률	-5.9	-4.1	-1.9	-1.2	-1.0
이자보상배율(x)	28.2	57.6	31.0	33.9	42.4
매출채권회전율(x)	5.5	3.9	3.9	4.9	6.4
재고자산회전율(x)	11.3	10.9	11.5	13.0	14.9

두산테스나 (131970) 검증된 경쟁력, 기대되는 미래

Analyst **김동관**
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	200,000원
현재주가 (6. 9)	125,300원
상승여력	59.6%

2Q26E Preview: 컨센서스 하회 전망

- 두산테스나의 2Q26E 영업이익은 81억원(흑전 YoY; 이하 YoY)으로 컨센서스(110억원)을 하회할 전망
- [CIS] 중화권 내 경쟁 심화 영향에 가동률은 전분기 대비 소폭 개선에 그칠 전망 (50%대 추정)
- [SoC] 70% 이상의 견조한 가동률 전망. ADAS 칩 가동률이 전체 가동률 상승을 견인하는 가운데 메모리 컨트롤러 IC 수요도 1Q26부터 회복되는 상황 (2Q26E 메모리 컨트롤러 IC 70억원 예상)

파운드리 낙수효과 최대 수혜주, 중장기적으로 긍정적 시선 유지

- 선단 공정을 활용하는 프로세서 생산 수요가 폭증. TSMC 3nm 이하 Capa의 극심한 공급 부족 상황에서 팹리스 고객사들의 파운드리 다변화 니즈가 확대되는 국면. 파운드리 고객사 또한 AMD, 테슬라 등과 협력 가시화
- 한편 기존 모바일 중심(AP, CIS) 매출 구조에서 AI향 노출도가 확대되는 긍정적 체질 변화 진행 중(ADAS, LPU 등). 가속기 증설분은 4Q26E, 북미 세트사향 CIS 증설분은 1Q27E부터 매출 반영 예상
- 메모리 공급 확대에 따라 메모리 컨트롤러 IC 테스트 수요 증가 진행 중. 과거 분기 30-50억원 수준에서 4Q26E 100억원까지 성장 전망. 기존 cSSD 중심에서 eSSD로의 제품 다변화 이뤄지며 Q 증가 및 테스트 시간 장기화 (P 상승) 예상
- 동사 주력 제품인 ADAS 칩의 경우 2027년 신제품 출시 예정. 벤더 다변화가 이뤄지지만 ADAS 신규 칩의 응용처 확장 (휴머노이드, AI 슈퍼컴퓨터)에 따른 TAM 확장에 주목. 2027년에도 SoC 부문 실적 성장에 기여할 전망
- 동사는 현재 장비 양수 외에 2027년 11월 완공을 목표로 공장 신설 진행 중. CAPA 확보가 곧 수주 경쟁력인 OSAT 사업 특성 상 2027년 이후 성장에 대해서도 낙관적 전망 유지
- 고객사 파운드리 개선 시 최대 수혜 전망. Capa, 제품 레퍼런스 측면에서 가장 두드러지는 만큼 중장기적으로 긍정적 시선 유지
- 투자의견 Buy, 적정주가는 20만원으로 5.3% 상향 조정 (2027E EPS 5,166억원에 target multiple 37.8배 적용)

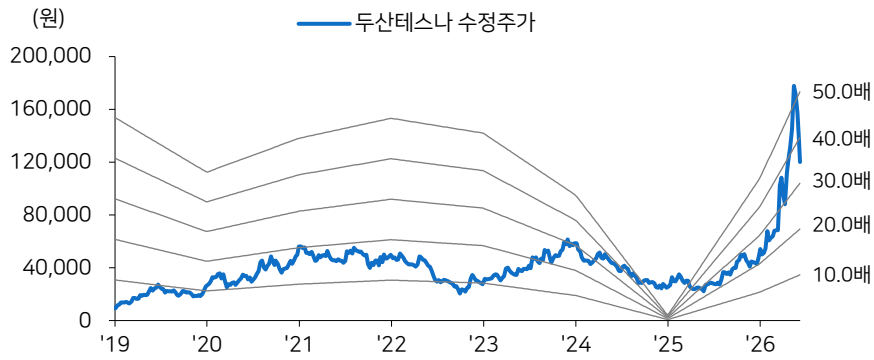
두산테스나 Key Charts

두산테스나 적정주가 산출

구분		
2026E EPS (원)	5,166	
Target Multiple (배)	37.8	글로벌 OSAT 4사 '27E PBR 평균
적정주가 (원)	**200,000**	**'000원 단위 반올림 처리**
희석유통주식수 (천주)	19,327	
적정 시가총액 (십억원)	**3,865.4**	
현재주가 (원)	125,300	2026. 6. 9 종가
상승여력 (%)	**59.6**	

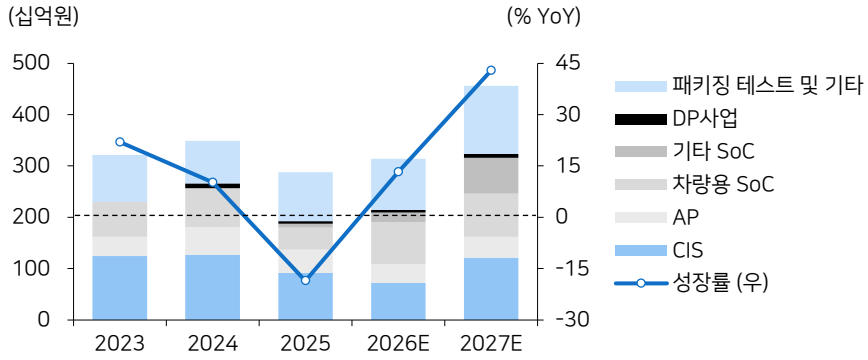
자료: 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 12MF PER 밴드차트



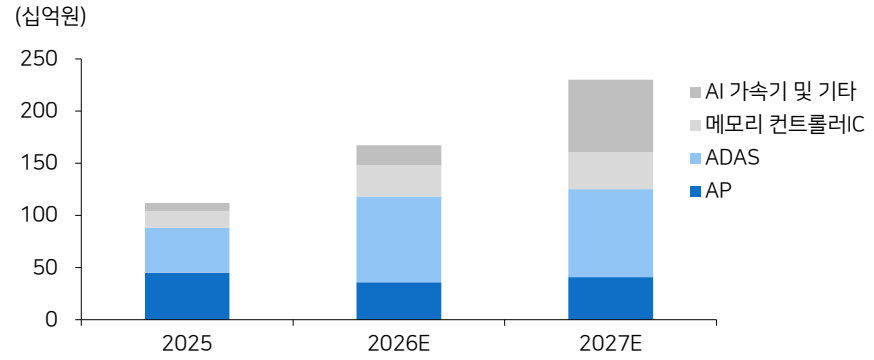
자료: 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 SoC 세부 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 두산테스나, 메리츠증권 리서치센터

두산테스나 실적 추정

두산테스나 실적 추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**59.3**	**75.9**	**83.2**	**85.5**	**76.8**	**81.7**	**88.3**	**97.3**	**303.9**	**344.1**	**491.7**
CIS	26.1	23.5	23.3	18.8	13.8	15.2	21.3	21.9	91.7	72.2	121.2
SoC	12.5	24.3	32.5	42.7	36.1	39.1	40.5	51.4	111.9	167.1	230.1
PKG 테스트	3.6	4.5	4.4	5.5	4.3	6.1	4.4	4.1	18.0	18.9	48.3
DP사업	1.2	1.3	1.2	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	4.9	5.2	7.5
기타	15.9	22.3	21.8	17.3	21.4	20.1	20.8	18.5	77.3	80.7	84.6
영업이익	**-19.1**	**-2.1**	**5.3**	**15.0**	**5.5**	**8.1**	**12.1**	**17.1**	**-0.9**	**42.8**	**118.1**
영업이익률 (%)	-32.3	-2.8	6.4	17.6	7.1	9.8	13.7	17.6	-0.3	12.4	24.0
세전이익	**-17.9**	**-1.0**	**3.6**	**16.8**	**4.2**	**9.3**	**11.5**	**17.7**	**1.5**	**42.7**	**116.0**
당기순이익	**-16.4**	**-0.8**	**2.9**	**15.9**	**8.4**	**8.0**	**9.8**	**15.2**	**1.5**	**41.5**	**99.4**
순이익률 (%)	-27.6	-1.1	3.5	18.6	11.0	9.8	11.2	15.6	0.5	12.1	20.2
매출비중 (%)											
CIS	44.0	31.0	28.0	22.0	18.0	18.6	24.1	22.5	30.2	21.0	24.6
SoC	21.0	32.0	39.0	50.0	47.0	47.9	45.9	52.8	36.8	48.6	46.8
PKG 테스트	6.1	5.9	5.3	6.5	5.6	7.5	4.9	4.2	5.9	5.5	9.8
DP사업	2.1	1.8	1.5	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5
기타	26.8	29.4	26.3	20.2	27.8	24.6	23.5	19.0	25.4	23.4	17.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

두산테스나(131970)

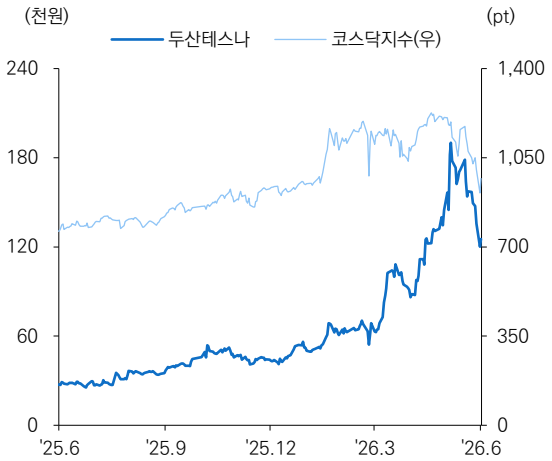
KOSDAQ	967.81pt
시가총액	24,217억원
발행주식수	1,933만주
유동주식비율	60.40%
외국인비중	8.41%
52주 최고/최저가	190,100원/25,450원
평균거래대금	573.7억원

주요주주(%)

두산포트폴리오홀딩스	38.69
삼성자산운용	6.98

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.5	188.4	359.8
상대주가	7.9	177.5	263.1

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	373.1	37.9	36.8	1,912	-34.1	22,749	13.1	1.10	4.1	8.4	80.0
2025	303.9	-0.9	1.5	78	-95.9	22,719	677.8	2.34	4.4	0.3	61.0
2026E	344.1	42.8	41.5	2,155	2,645.5	24,838	58.1	5.04	13.2	8.7	82.7
2027E	491.7	118.1	99.4	5,166	139.7	29,865	24.3	4.20	8.4	17.4	79.1
2028E	551.1	139.5	119.1	6,190	19.8	35,920	20.2	3.49	6.9	17.3	44.9

두산테스나(131970)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**373.1**	**303.9**	**344.1**	**491.7**	**551.1**
매출액증가율(%)	10.2	-18.6	13.2	42.9	12.1
매출원가	305.3	274.3	270.8	335.1	367.6
매출총이익	67.8	29.5	73.2	156.6	183.5
판매비와관리비	29.9	30.5	30.5	38.6	44.0
영업이익	**37.9**	**-0.9**	**42.8**	**118.1**	**139.5**
영업이익률(%)	10.2	-0.3	12.4	24.0	25.3
금융손익	-13.3	-10.0	-4.9	-11.2	-7.6
종속/관계기업관련손익	-0.9	0.0	0.6	0.8	0.9
기타영업외손익	6.2	12.4	4.3	8.4	6.3
세전계속사업이익	29.9	1.5	42.7	116.0	139.0
법인세비용	-6.9	0.0	1.3	16.6	19.9
당기순이익	**36.8**	**1.5**	**41.5**	**99.4**	**119.1**
지배주주지분 순이익	36.8	1.5	41.5	99.4	119.1

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	113.6	160.0	190.8	188.7	295.0
현금및현금성자산	65.0	109.5	133.5	115.4	213.1
매출채권	38.8	39.6	45.1	57.9	65.0
재고자산	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
비유동자산	674.1	543.7	679.0	836.5	702.2
유형자산	590.1	455.5	589.4	747.2	612.9
무형자산	11.3	8.2	8.3	8.5	8.6
투자자산	21.3	23.1	25.0	25.0	25.0
자산총계	**787.7**	**703.8**	**869.9**	**1,025.1**	**997.2**
유동부채	183.1	116.8	100.0	108.5	104.5
매입채무	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
단기차입금	25.0	25.0	15.0	15.0	15.0
유동성장기부채	106.7	36.0	38.6	38.6	28.6
비유동부채	166.9	149.9	293.9	344.3	204.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	135.5	139.5	278.4	328.4	188.4
부채총계	**350.0**	**266.7**	**393.9**	**452.8**	**308.8**
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	135.9	135.2	135.3	135.3	135.3
기타포괄이익누계액	-0.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	292.9	292.2	330.6	426.9	543.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**437.7**	**437.1**	**476.0**	**572.3**	**688.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**219.2**	**147.2**	**189.6**	**283.4**	**322.1**
당기순이익(손실)	36.8	1.5	41.5	99.4	119.1
유형자산감가상각비	188.8	167.1	153.8	199.2	214.3
무형자산상각비	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
운전자본의 증감	1.8	-13.3	-1.0	-8.5	-4.6
투자활동 현금흐름	**-172.4**	**-6.3**	**-298.2**	**-357.7**	**-81.7**
유형자산의 증가(CAPEX)	-183.2	-22.8	-297.1	-356.9	-80.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	1.7	-1.5	-0.8
재무활동 현금흐름	**-60.8**	**-96.2**	**132.6**	**56.3**	**-142.7**
차입금증감	-57.7	-93.1	131.6	50.0	-150.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-14.0**	**44.6**	**24.0**	**-18.1**	**97.6**
기초현금	79.0	65.0	109.5	133.5	115.4
기말현금	65.0	109.5	133.5	115.4	213.1

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	19,305	15,723	17,803	25,441	28,514
EPS(지배주주)	1,912	78	2,155	5,166	6,190
CFPS	11,343	7,617	9,812	14,662	16,666
EBITDAPS	11,759	8,629	10,212	16,458	18,345
BPS	22,749	22,719	24,838	29,865	35,920
DPS	160	160	160	160	160
배당수익률(%)	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	13.1	677.8	58.1	24.3	20.2
PCR	2.2	7.0	12.8	8.5	7.5
PSR	1.3	3.4	7.0	4.9	4.4
PBR	1.1	2.3	5.0	4.2	3.5
EBITDA(십억원)	227.3	166.8	197.4	318.1	354.6
EV/EBITDA	4.1	4.4	13.2	8.4	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.4	0.3	8.7	17.4	17.3
EBITDA이익률	60.9	54.9	57.4	64.7	64.3
부채비율	80.0	61.0	82.7	79.1	44.9
금융비용부담률	3.4	3.3	1.5	2.3	1.4
이자보상배율(x)	2.6	-0.1	5.1	8.1	12.8
매출채권회전율(x)	9.5	7.7	8.1	9.5	9.0
재고자산회전율(x)	1,222.0	701.7	1,264.6	1,588.2	1,667.7

TSMC (TSM US) 극심한 쇼티지에서 빛나는 압도적 경쟁력

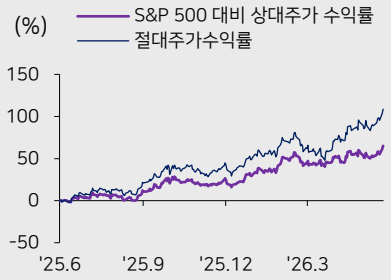
Analyst **김동관**
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

투자의견	**Not Rated**
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	**458.0**
현재주가 (6/10, 달러)	**408.8**
S&P 500 (6/10, pt)	7,267
시가총액 (억 달러)	21,199.7
발행주식수 (백만주)	-
유동주식비율 (%)	-
평균거래량 (3개월, 주)	13,607,751
52주 최고/최저가 (달러)	450.2/206.2

	2026E	2027E	2028E
PER (배)	26.3	21.0	17.3
EPS 증감률 (%)	52.0	25.5	21.5
PBR (배)	8.9	6.8	5.1
ROE (%)	38.5	36.5	31.7

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



What's New?

- Vera Rubin POD 구조로 대표되는 Disaggregated Computing은 고성능 연산 반도체 수요 폭증 요인. 현재 Vera Rubin을 구성하는 다섯 가지 칩 중 Groq LPU 제외한 Rubin GPU, Vera CPU, BlueField-4 DPU, Spectrum-6 모두 TSMC N3 파생 공정을 채택
- 2026년 CAPEX 가이던스를 상단(560억달러)에 근접한 수준으로 4월 재차 상향. 70~80%를 선단 공정 웨이퍼에 배분할 예정
- 이례적 N3 추가 증설 (타이난 기가팹 및 전환 투자, Arizona Fab 2)과 N2 양산 본격화로 선단공정 Capa가 단계적으로 확대 중

Implication

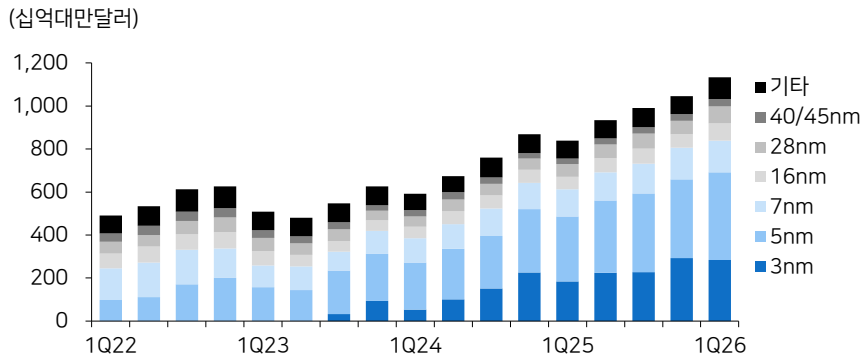
- AI 연산 프로세서의 핵심 성능 지표로서 전력효율성이 주목 받으며 데이터센터 칩 고객사들의 최선단공정 채택이 가속화되는 중. 동사는 현재 양산 중인 주요 GPU, AI 가속기 및 ASIC 양산을 사실상 독점 중
- 언론 보도에 따르면 N3 공정 Capa는 2027년까지 매진된 것으로 알려졌으며 12인치 파운드리 전체 가동률도 2H26 평균 90% 수준까지 상승할 전망. 이에 따라 2H26 N3 웨이퍼 가격이 최대 15%까지 인상될 것으로 예상됨
- 미국 등 글로벌 site 가동률 증가에 따른 마진 압박 요인을 wafer 가격 인상 및 생산성 효율화로 상쇄하는 중. 특히 N3의 경우 과거 투자 분은 감가상각 종료 영향으로 2H26 전사 마진 상회가 예상되는 만큼 수익성 개선도 지속될 전망

Impact & Action

- Agentic AI가 확산되며 AI 반도체 수요가 구조적 성장기에 돌입. 동사의 2026E 매출액 가이던스는 "30% 이상 성장"이나 2Q26 실적발표회를 거치며 추가 상향 조정 가능성이 높다는 판단
- TSMC 선단 공정 Capa 부족 영향에 일부 고객사들이 인텔, 삼성전자 등을 대안으로서 검토중인 상황이나 동사의 가용한 선단공정 Capa 대비 초과 수요는 지속될 전망. 선단 공정 칩의 병목 완화는 전체 서버 출하량 성장세 가속화에 따른 긍정적 영향으로 해석
- 한편 전공정에서의 압도적 기술 안정성과 CoWoS, SoIC, CoPoS 등 현재 및 차세대 첨단 패키징에 대한 기술력은 여전히 고객사가 동사에 락인되는 요인. 실적 눈높이 상향 조정에 따른 전체 기업가치 우상향 지속 전망

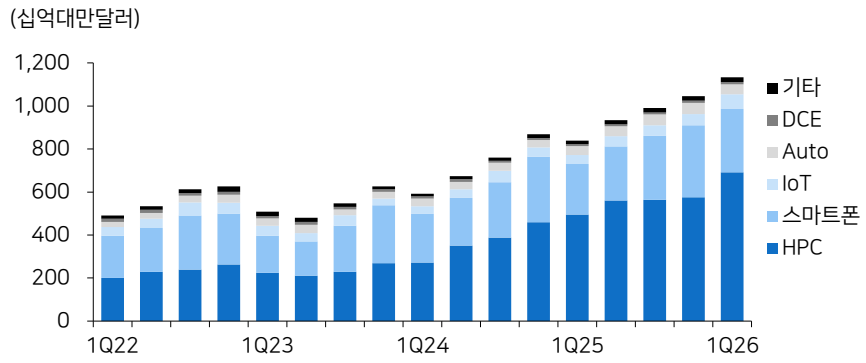
TSMC Key Charts

TSMC node별 매출액 추이



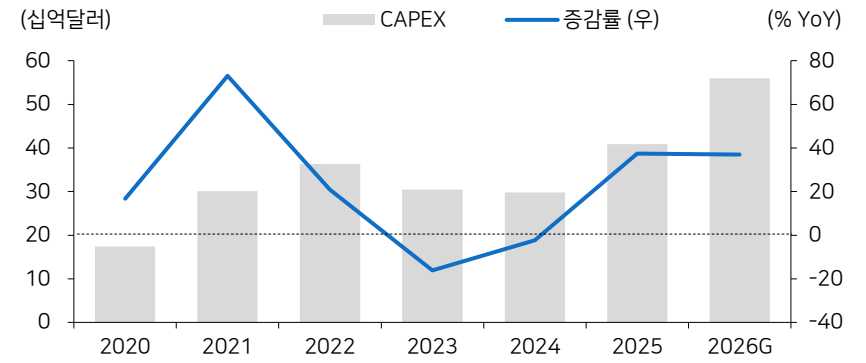
자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

TSMC application별 매출액 추이



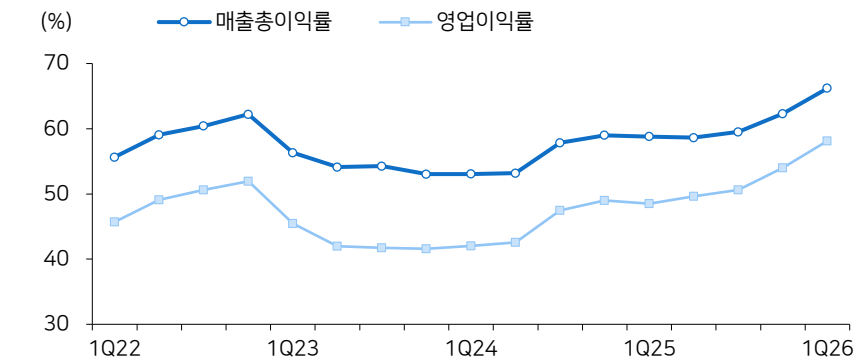
자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

TSMC CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

TSMC 수익성 지표 추이



자료: TSMC, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 (009150) 선점 경쟁의 주인공

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	2,400,000원
현재주가 (6. 9)	1,970,000원
상승여력	21.8%

MLCC: 전략적 자산으로 부상

- AI 서버용 초소형·초고용량 MLCC는 제한된 면적 내 높은 적층 수를 구현으로 생산 난이도가 매우 높고, 공급 가능한 업체가 제한적
  → AI 서버를 중심으로 수요가 구조적으로 증가하는 반면 공급 가능 업체는 제한적인 수급 환경이 지속되며, 쇼티지 심화에 대한 밸류체인 전반의 공감대가 빠르게 확대
- 이에 따라 엔드 고객사들 사이에서는 AI 서버용 MLCC 물량 확보를 위한 LTA 기반 선점 경쟁이 본격화되고 있으며, 이번 LTA는 단순 가격 협상이 아닌 핵심 부품의 안정적 확보를 위한 전략적 계약이라는 점에서 동사에 매우 우호적인 구조로 전개될 전망
- 선두 업체들의 Capa가 AI 서버용 MLCC로 우선 배분되는 가운데, 높은 적층 수에 따른 Capa 잠식이 발생하며 범용 MLCC 공급 여력도 축소 시작 → 이는 MLCC 전반의 공급 부족을 심화시키며, 범용 제품 가격 인상 사이클의 촉매로 작용 중
- AI 서버용 MLCC LTA 확대는 향후 MLCC 가격 인상 사이클이 2017~2018년 수준을 넘어설 수 있는 핵심 변수로 판단

ABF 기판: 고객사 확대에 기반한 증설 사이클 진입 맞물리며 FC-BGA 쇼티지 심화 예상

- ABF 기판 시장의 수급 불균형이 뚜렷해지는 가운데, 2분기부터 동사의 주요 경쟁사들은 15~20% 수준의 가격 인상을 추진
  → 동사 역시 우호적인 수급 환경을 바탕으로 ABF 기판 가격 인상에 동참할 가능성이 높다고 판단
- 기존 주력 고객사의 CPU향 매출에 더해, 신규 고객사향 네트워크 스위치용 ABF 기판 매출 발생 시작. 해당 고객사향으로는 3분기부터 추론 특화 칩 대상 ABF 기판 추가 공급 예상
- 다수 고객사와의 선수금 및 독점계약에 기반한 국내외 Capa 증설도 임박. 관련 내용이 공식화될 경우, 업황 사이클 장기화와 고객사 확대를 바탕으로 추가적인 기업가치 확장 기대

투자의견 Buy, 적정주가 2,400,000원 제시

- 2027년 예상 EPS 34,890원에 Target P/E 68.9배 (다이요 유덴과 이비덴의 평균 멀티플에 20% 프리미엄 부여) 적용
- ABF 기판과 MLCC가 모두 구조적 호황 국면에 진입하는 가운데 동사는 두 영역에서 동시에 글로벌 상위권 기술 경쟁력을 보유한 유일한 업체로 프리미엄 멀티플 적용이 정당화될 수 있다고 판단
- 또한 최근 대규모 수주에 성공한 Si-CAP은 차세대 패키징 내 핵심 부품으로 채택될 가능성이 높고, 현재 대량 공급 가능 업체가 동사로 제한된 만큼 향후 연속 수주를 통해 동사의 차별적 프리미엄을 정당화하는 핵심 근거로 작용할 전망

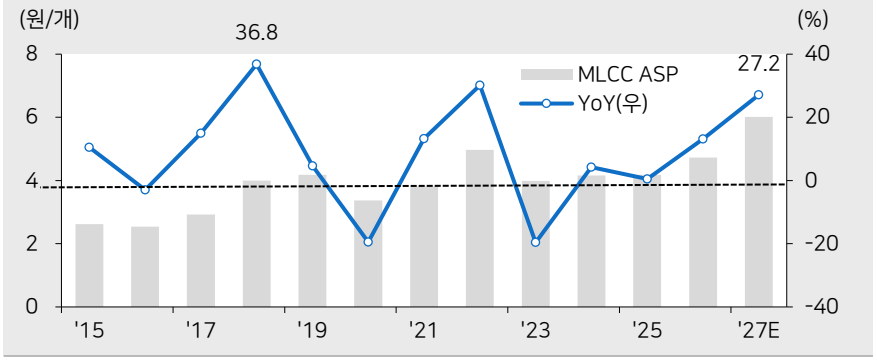
삼성전기 실적 테이블

(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**	**3,209.1**	**3,255.8**	**3,438.6**	**3,484.5**	**11,314.4**	**13,388.0**	**17,082.0**
(% QoQ)	9.9%	1.7%	3.7%	0.5%	10.6%	1.5%	5.6%	1.3%			
(% YoY)	4.4%	7.9%	10.5%	16.4%	17.2%	16.9%	19.0%	20.1%	9.7%	18.3%	27.6%
컴포넌트솔루션	**1,216**	**1,281**	**1,381**	**1,320**	**1,409**	**1,529**	**1,696**	**1,658**	**5,198**	**6,292**	**9,083**
(% QoQ)	12.4%	5.3%	7.8%	-4.4%	6.7%	8.6%	10.9%	-2.2%			
(% YoY)	18.9%	10.4%	15.4%	22.0%	15.8%	19.4%	22.8%	25.6%	16.5%	21.0%	44.4%
모듈솔루션	**1,023**	**939**	**915**	**937**	**1,076**	**959**	**905**	**975**	**3,814**	**3,915**	**3,930**
(% QoQ)	18.8%	-8.2%	-2.6%	2.5%	14.8%	-10.9%	-5.5%	7.7%			
(% YoY)	-12.8%	2.0%	6.3%	8.8%	5.1%	2.1%	-1.0%	4.0%	0.0%	2.6%	0.4%
기판솔루션	**499**	**565**	**593**	**645**	**725**	**768**	**838**	**851**	**2,302**	**3,182**	**4,069**
(% QoQ)	-9.1%	13.1%	5.1%	8.7%	12.5%	5.9%	9.1%	1.7%			
(% YoY)	16.7%	13.1%	6.3%	17.3%	45.2%	36.0%	41.2%	32.1%	13.1%	38.2%	27.9%
영업이익	**200.6**	**213.0**	**260.3**	**239.5**	**280.6**	**378.7**	**469.5**	**448.0**	**913.3**	**1,576.8**	**3,180.4**
(% QoQ)	74.3%	6.2%	22.2%	-8.0%	17.2%	35.0%	24.0%	-4.6%			
(% YoY)	11.2%	2.4%	15.7%	108.2%	39.9%	77.8%	80.4%	87.1%	25.4%	72.6%	101.7%
컴포넌트솔루션	**133.5**	**156.7**	**180.7**	**138.5**	**159.8**	**239.5**	**313.3**	**285.2**	**609.4**	**997.7**	**2,205.1**
(% QoQ)	140.3%	17.3%	15.4%	-23.4%	15.4%	49.8%	30.8%	-9.0%			
(% YoY)	37.7%	10.5%	24.3%	149.2%	19.7%	52.9%	73.4%	105.9%	38.6%	63.7%	121.0%
모듈솔루션	**44.3**	**31.5**	**39.6**	**53.3**	**52.8**	**33.0**	**29.2**	**43.1**	**168.7**	**158.1**	**161.6**
(% QoQ)	167.6%	-28.8%	25.5%	34.7%	-0.9%	-37.6%	-11.5%	47.6%			
(% YoY)	-29.4%	27.7%	17.6%	222.1%	19.3%	4.6%	-26.3%	-19.2%	22.6%	-6.3%	2.2%
기판솔루션	**22.7**	**24.8**	**40.0**	**47.7**	**67.9**	**106.3**	**127.0**	**119.8**	**135.2**	**420.9**	**813.8**
(% QoQ)	-47.0%	9.1%	61.2%	19.3%	42.3%	56.5%	19.5%	-5.7%			
(% YoY)	10.0%	-40.3%	-23.8%	11.1%	198.5%	328.4%	217.6%	151.1%	-14.2%	211.3%	93.3%
연결 영업이익률 (%)	**7.3%**	**7.6%**	**9.0%**	**8.3%**	**8.7%**	**11.6%**	**13.7%**	**12.9%**	**8.1%**	**11.8%**	**18.6%**
컴포넌트솔루션	11.0%	12.2%	13.1%	10.5%	11.3%	15.7%	18.5%	17.2%	11.7%	15.9%	24.3%
모듈솔루션	4.3%	3.4%	4.3%	5.7%	4.9%	3.4%	3.2%	4.4%	4.4%	4.0%	4.1%
기판솔루션	4.6%	4.4%	6.7%	7.4%	9.4%	13.8%	15.2%	14.1%	5.9%	13.2%	20.0%

자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

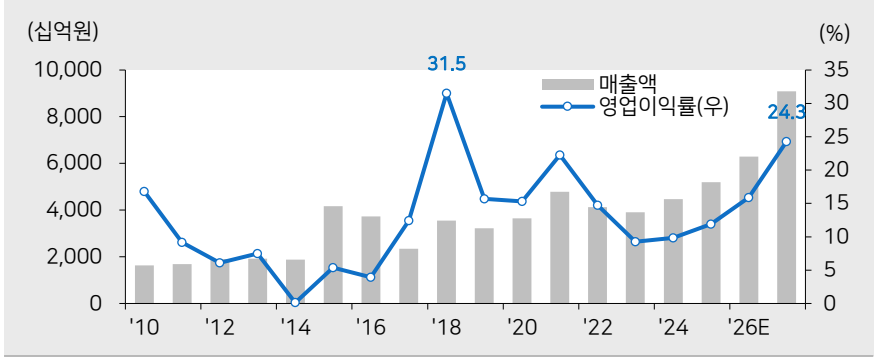
삼성전기 Key Charts

삼성전기 MLCC ASP 가정



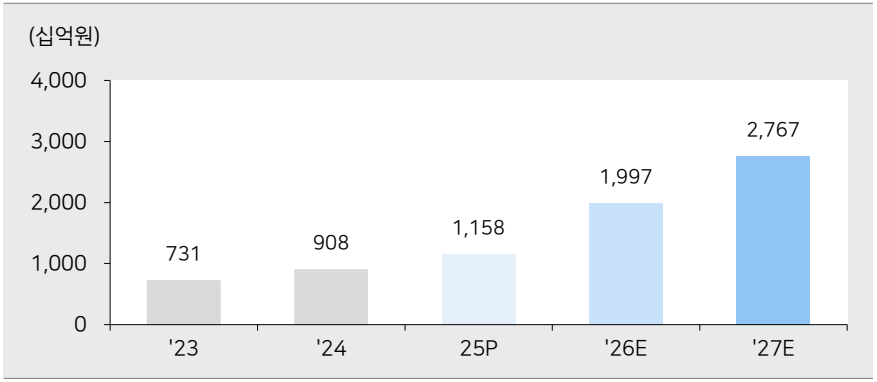
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 컴포넌트 사업부 실적 추이 및 전망



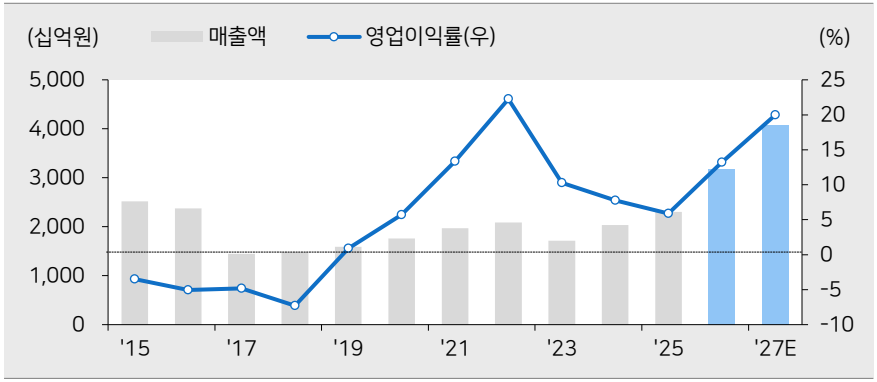
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 패키지솔루션 사업부 실적 추이 및 전망



자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 밸류에이션 테이블

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	17,498	34,890
		Growth (%)	-56.9	60.6	3.8	86.9	99.4
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	16,514	27,486
		Growth (%)	-53.5	29.7	-2.7	76.4	57.1

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS(원)	**34,618**	
적정배수 (배)	68.9	이비덴, Taiyo Yuden 평균에 20% 프리미엄 부여
적정가치	2,386,567	
적정주가	**2,400,000**	
현재주가	**1,970,000**	
상승여력 (%)	21.8%	

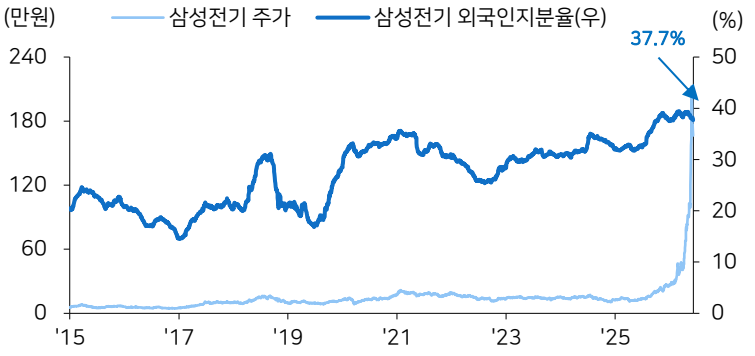
자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	**13,388.0**	13,388.0	0.0%	**17,082.0**	16,894.3	1.1%
영업이익	**1,576.8**	1,576.8	0.0%	**3,180.4**	2,944.1	8.0%
세전이익	**1,641.2**	1,641.2	0.0%	**3,301.5**	3,062.6	7.8%
지배주주 순이익	**1,313.8**	1,313.8	0.0%	**2,612.9**	2,423.9	7.8%
영업이익률(%)	**11.8%**	11.8%		**18.6%**	17.4%	
세전이익률(%)	**12.3%**	12.3%		**19.3%**	18.1%	
순이익률(%)	**9.8%**	9.8%		**15.3%**	14.3%	

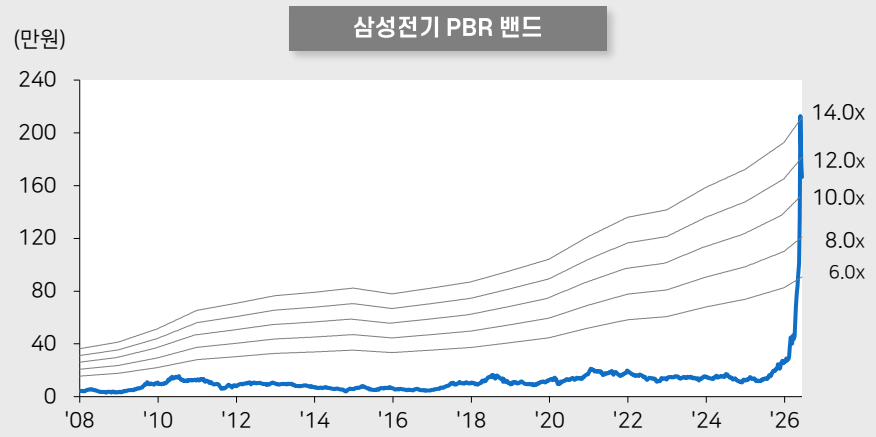
자료: 삼성전기, 메리츠증권 리서치센터

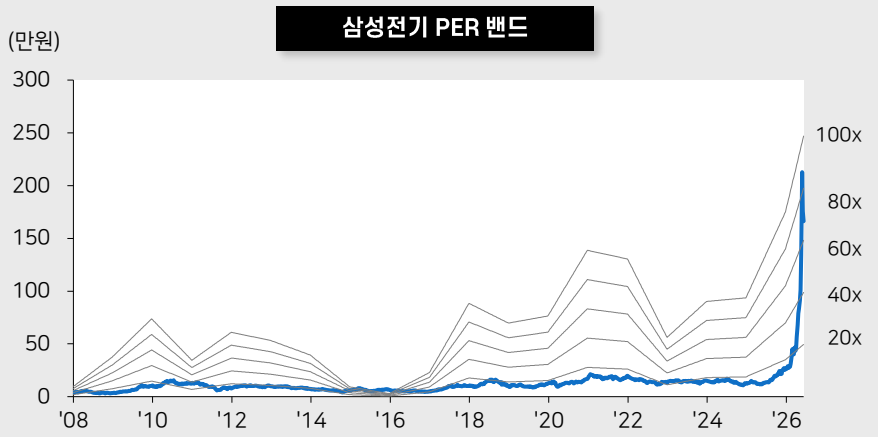
삼성전기 외국인지분율 추이

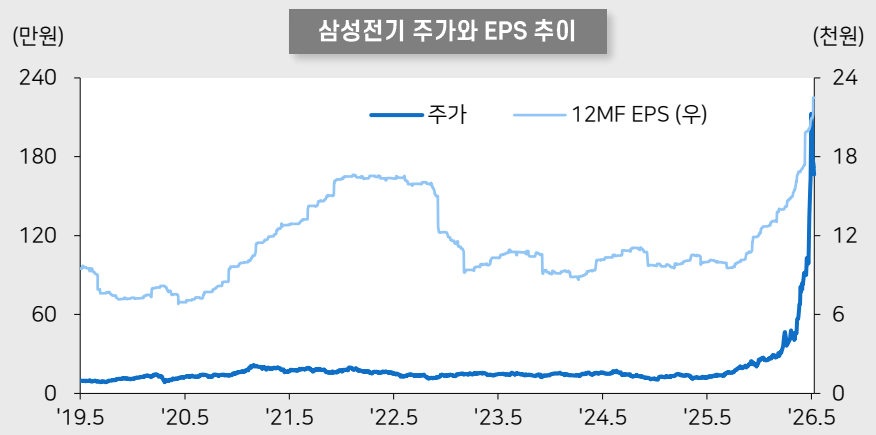


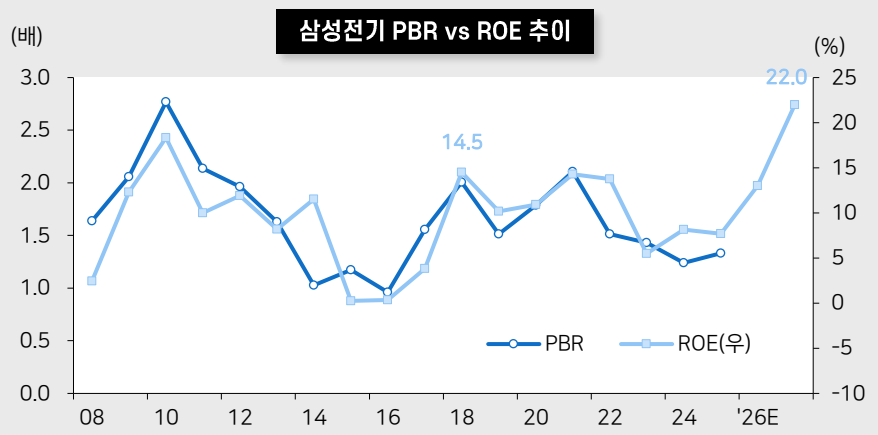
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 Valuation Chart









자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전기 Peer Valuation

		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**	**147,147**	**18.4**	**-1.7**	**115.5**	**415.7**	**631.0**	**112.6**	**56.5**	**14.3**	**11.7**	**86.9**	**99.4**	**13.0**	**22.0**	**13,388**	**17,082**	**1,577**	**3,181**	**53.3**	**31.7**
	무라타	118,768	11.3	-5.3	65.7	179.1	185.0	56.4	44.5	6.2	5.7	26.4	26.8	11.3	13.5	12,369	13,931	2,483	3,174	31.4	25.3
	다이요 유덴	14,612	20.0	10.8	169.8	356.2	367.9	93.0	60.3	6.6	6.1	53.2	54.2	7.6	11.0	2,412	2,658	228	341	28.0	22.6
	TDK	46,537	3.2	-0.4	31.2	82.6	61.0	31.7	27.6	3.3	3.0	10.4	14.9	10.6	11.5	16,523	17,548	1,933	2,238	13.1	11.6
	야게오	54,068	10.0	-2.4	112.3	232.4	244.9	46.8	32.9	8.3	6.9	51.2	42.5	19.3	23.7	5,389	6,737	1,431	2,068	31.4	22.7
	삼화콘덴서	1,232	8.5	3.9	79.5	173.4	260.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ABF Substrate	**삼성전기**	**147,147**	**18.4**	**-1.7**	**115.5**	**415.7**	**631.0**	**112.6**	**56.5**	**14.3**	**11.7**	**86.9**	**99.4**	**13.0**	**22.0**	**13,388**	**17,082**	**1,577**	**3,181**	**53.3**	**31.7**
	이비덴	32,702	9.0	-12.0	19.9	156.9	187.6	79.1	54.6	8.6	7.6	-3.2	44.9	11.1	14.3	3,176	3,888	581	862	28.9	20.4
	킨서스	11,888	2.3	-3.9	55.9	169.9	363.0	75.3	36.3	8.8	7.4	175.7	107.6	12.2	20.5	1,655	2,264	214	420	26.3	19.7
	난야 PCB	18,663	10.0	6.0	7.0	116.1	221.8	71.8	31.9	11.3	9.4	317.2	125.0	17.8	31.7	1,821	2,626	313	712	33.8	18.3
	유니마이크론	48,651	6.4	-0.6	18.5	149.1	328.8	64.1	31.8	12.7	9.9	240.6	101.3	20.2	33.0	5,799	8,120	807	1,835	33.8	19.0
	AT&S	6,574	5.6	-2.4	45.7	233.6	361.0	n/a	43.5	6.5	5.7	-168.8	-384.7	-5.3	12.5	2,064	2,772	74	296	17.7	11.4
	대덕전자	7,541	9.2	-14.2	23.9	153.5	211.4	40.7	29.3	7.3	6.0	277.2	38.9	19.0	22.0	1,496	1,784	232	319	22.5	17.5
	아지노모토	2,885	13.9	0.6	17.7	147.0	205.3	27.0	18.1	6.2	4.8	145.5	49.5	21.9	25.7	1,813	2,146	136	205	15.9	12.3
	닛토보	29,035	-1.0	-9.6	-5.4	9.5	34.8	33.5	28.5	6.2	6.2	-3.5	17.7	17.7	20.5	10,704	11,326	1,258	1,465	16.8	15.1

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

삼성전기 (009150)

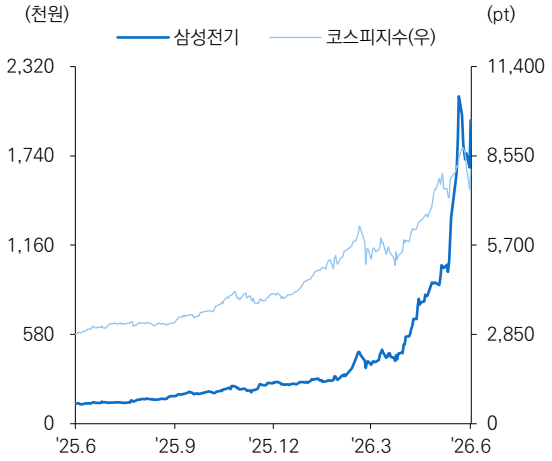
KOSPI	8,096.93pt
시가총액	1,471,466억원
발행주식수	7,469만주
유동주식비율	73.54%
외국인비중	37.61%
52주 최고/최저가	2,127,000원/126,900원
평균거래대금	10,705.1억원

주요주주(%)

삼성전자 외 4 인	23.78
국민연금공단	9.95
BlackRock Fund Advisors 외 12 인	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	115.5	631.0	1415.4
상대주가	99.6	274.1	434.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	10,294.1	735.0	679.1	9,022	60.6	113,261	13.7	1.09	5.9	8.2	41.9
2025	11,314.5	913.3	706.1	9,362	3.8	122,960	27.2	2.07	10.4	7.7	49.0
2026E	13,388.0	1,576.8	1,313.8	17,498	86.9	137,601	112.6	14.32	53.3	13.0	47.7
2027E	17,082.0	3,180.5	2,612.9	34,890	99.4	168,983	56.5	11.66	31.7	22.0	44.9
2028E	18,775.2	3,495.7	2,916.9	38,959	11.7	204,281	50.6	9.64	29.1	20.1	39.4

삼성전기(009150)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**10,294.1**	**11,314.5**	**13,388.0**	**17,082.0**	**18,775.2**
매출액증가율(%)	15.8	9.9	18.3	27.6	9.9
매출원가	8,334.9	9,037.1	10,255.9	13,109.4	14,408.8
매출총이익	1,959.2	2,277.4	3,132.1	3,972.6	4,366.3
판매비와관리비	1,224.2	1,364.0	1,555.3	792.1	870.6
영업이익	**735.0**	**913.3**	**1,576.8**	**3,180.5**	**3,495.7**
영업이익률(%)	7.1	8.1	11.8	18.6	18.6
금융손익	-0.7	-4.0	2.3	30.7	89.4
종속/관계기업관련손익	-1.0	0.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	63.9	-14.2	62.2	90.3	89.6
세전계속사업이익	797.3	895.8	1,641.2	3,301.5	3,674.7
법인세비용	132.4	163.6	281.1	596.5	655.1
당기순이익	**703.2**	**731.0**	**1,360.1**	**2,705.0**	**3,019.6**
지배주주지분 순이익	679.1	706.1	1,313.8	2,612.9	2,916.9

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,891.8	7,097.6	8,400.1	11,158.5	14,334.1
현금및현금성자산	2,013.3	2,701.2	3,198.0	4,521.0	7,038.7
매출채권	1,390.5	1,792.6	2,121.1	2,706.3	2,974.6
재고자산	2,250.8	2,413.0	2,855.2	3,643.0	4,004.1
비유동자산	6,900.7	7,498.3	7,815.6	8,407.7	8,451.4
유형자산	5,933.2	6,221.6	6,556.6	7,134.2	7,179.2
무형자산	145.6	152.4	109.4	78.5	56.3
투자자산	418.0	643.2	668.6	713.9	734.7
자산총계	**12,792.4**	**14,595.9**	**16,215.7**	**19,566.2**	**22,785.5**
유동부채	3,056.9	3,819.5	4,123.1	4,708.0	4,976.1
매입채무	502.2	641.0	758.5	967.8	1,063.7
단기차입금	1,313.8	2,003.4	2,003.4	2,003.4	2,003.4
유동성장기부채	266.4	24.7	0.0	0.0	0.0
비유동부채	719.7	979.1	1,112.8	1,351.1	1,460.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	188.4	188.4	188.4	188.4
부채총계	**3,776.6**	**4,798.6**	**5,235.9**	**6,059.1**	**6,436.4**
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	1,004.0	1,182.0	1,182.0	1,182.0	1,182.0
이익잉여금	6,490.4	7,065.0	8,201.2	10,636.4	13,375.6
비지배주주지분	226.7	255.6	301.9	393.9	496.7
자본총계	**9,015.9**	**9,797.3**	**10,979.8**	**13,507.1**	**16,349.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**1,429.8**	**1,490.1**	**2,262.8**	**3,559.1**	**4,225.2**
당기순이익(손실)	703.2	731.0	1,360.1	2,705.0	3,019.6
유형자산감가상각비	789.9	883.6	1,165.1	1,422.4	1,455.0
무형자산상각비	50.3	41.1	43.0	30.9	22.2
운전자본의 증감	-319.3	-707.5	-339.2	-604.3	-277.0
투자활동 현금흐름	**-805.9**	**-1,222.9**	**-1,475.2**	**-1,970.4**	**-1,441.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-776.0	-1,192.1	-1,500.0	-2,000.0	-1,500.0
투자자산의 감소(증가)	-123.3	-224.5	-25.4	-45.3	-20.8
재무활동 현금흐름	**-309.1**	**418.1**	**-290.8**	**-265.7**	**-265.7**
차입금증감	39.5	641.2	-24.7	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**344.1**	**687.9**	**496.8**	**1,323.1**	**2,517.7**
기초현금	1,669.2	2,013.3	2,701.2	3,198.0	4,521.0
기말현금	2,013.3	2,701.2	3,198.0	4,521.0	7,038.7

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	137,818	151,478	179,239	228,694	251,362
EPS(지배주주)	9,022	9,362	17,498	34,890	38,959
CFPS	23,564	30,076	37,383	62,135	66,670
EBITDAPS	21,089	24,607	37,284	62,036	66,576
BPS	113,261	122,960	137,601	168,983	204,281
DPS	1,800	2,350	2,350	2,350	2,350
배당수익률(%)	1.5	0.9	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	13.7	27.2	112.6	56.5	50.6
PCR	5.3	8.5	52.7	31.7	29.5
PSR	0.9	1.7	11.0	8.6	7.8
PBR	1.09	2.07	14.32	11.66	9.64
EBITDA(십억원)	1,575.2	1,838.0	2,784.9	4,633.7	4,972.8
EV/EBITDA	5.9	10.4	53.3	31.7	29.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.2	7.7	13.0	22.0	20.1
EBITDA이익률	15.3	16.2	20.8	27.1	26.5
부채비율	41.9	49.0	47.7	44.9	39.4
금융비용부담률	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
이자보상배율(x)	10.1	12.0	17.8	36.2	39.7
매출채권회전율(x)	8.2	7.1	6.8	7.1	6.6
재고자산회전율(x)	4.7	4.9	5.1	5.3	4.9

코리아써키트 (007810) 이번 PCB 업사이클의 새로운 주역

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (6.9)	120,300원
상승여력	41.3%

동일한 사이클, 다른 밸류에이션

- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 160,000원에서 170,000원으로 상향 제시
- 적정주가는 2027년 예상 EPS 7,434원에 국내 기판 Peer인 대덕전자, 심텍, 티엘비의 2027년 평균 P/E를 할인 없이 적용
- 국내에서 SoCAMM과 ABF 기판 양방향 수혜가 동시에 있는 유일한 업체라는 점을 감안할 때, 향후 저평가 해소와 프리미엄 구간 진입이 가능하다고 판단

SoCAMM: HDI 장인의 품격

- 동사는 MX향 Build-up 기판 공급 경험을 기반으로 SoCAMM의 핵심인 HDI 공정에서 경쟁 우위를 보유하고 있으며, 이는 향후 수율 안정화와 납기 대응 측면의 차별화 요인으로 작용할 전망
- 북미·국내 고객사향 SoCAMM 모두 양산 일정이 연초 계획 대비 앞당겨지며, 하반기부터 매출 기여가 본격화될 전망
  → 추가 증설 효과가 반영되며 동사의 SoCAMM 관련 매출액은 2026년 254억원 → 2027년 1,209억원으로 확대될 전망
- 또한 동사는 2분기부터 LPDDR용 MCP 기판 양산을 시작했으며, 향후 SoCAMM 시장 확대에 따른 수혜를 메모리모듈 기판과 MCP 기판 양 축에서 모두 누릴 것으로 예상

Package: ABF 업사이클의 낙수효과 기대

- 주력 고객사 내 ABF 기판 입지 강화 진행 중. 현재 주력 제품은 6~8층이나, 올해 10층 제품의 양산 매출 발생이 예상되며 내년에는 12~14층 제품까지 공급 범위가 확대될 전망
- 주력 고객사향 3공장 가동률은 아직 60% 전후에 머물러 있어, 글로벌 ABF 쇼티지 진입 시 물량 확대에 따른 실적 레버리지가 기대
- FC-CSP 중심의 2공장은 풀가동 체제가 유지되는 가운데, 원재료 가격 상승분에 대한 판가 반영에도 성공
- 국내 메모리 고객사향 공급 확대와 항공우주향 매출 증가가 맞물리며, 2공장의 풀가동 체제는 지속될 전망

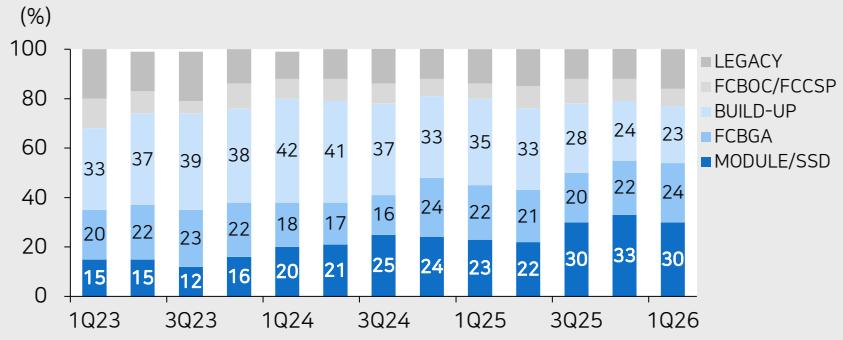
코리아써키트 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(연결)	**354.6**	**331.3**	**375.7**	**448.1**	**419.9**	**418.9**	**445.1**	**502.6**	**1,509.7**	**1,786.4**	**2,140.4**
(% QoQ)	5.8%	-6.6%	13.4%	19.3%	-6.3%	-0.2%	6.3%	12.9%			
(% YoY)	-0.1%	-11.7%	10.0%	33.7%	18.4%	26.4%	18.5%	12.1%	7.3%	18.3%	19.8%
매출액(별도)	**180.0**	**200.5**	**227.6**	**254.9**	**253.7**	**276.7**	**296.0**	**319.0**	**863.0**	**1,145.5**	**1,466.1**
HDI	104.4	110.3	132.0	145.3	134.5	160.5	174.6	191.4	497.1	661.0	894.3
Build-up	53.3	58.3	51.7	47.9	48.4	42.8	44.6	42.6	213.7	178.5	214.6
Module/SSD	41.4	44.1	68.3	82.8	75.3	105.8	112.1	129.9	233.6	423.1	604.6
Others	9.7	7.8	12.0	14.5	10.8	11.9	17.9	18.9	49.7	59.5	75.1
Package Substrate	75.6	90.2	95.6	109.6	119.3	116.2	121.4	127.6	365.9	484.4	571.8
FC-BGA	39.6	42.1	45.5	54.8	59.6	56.4	61.9	66.4	176.3	244.2	297.3
Others	36.0	48.1	50.1	54.8	59.6	59.9	59.5	61.2	189.6	240.2	274.5
영업이익(별도)	**3.6**	**8.5**	**12.3**	**28.8**	**24.7**	**29.8**	**32.6**	**37.7**	**53.1**	**124.7**	**202.8**
(% QoQ)	흑자전환	135.6%	44.7%	134.5%	-14.3%	20.7%	9.6%	15.6%			
(% YoY)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	585.7%	251.2%	166.0%	31.1%	흑자전환	134.9%	62.6%
별도 영업이익률 (%)	**2.0%**	**4.2%**	**5.4%**	**11.3%**	**9.7%**	**10.8%**	**11.0%**	**11.8%**	**3.5%**	**10.9%**	**13.8%**
영업이익(연결)	**-1.7**	**6.2**	**13.3**	**36.1**	**26.4**	**32.6**	**36.3**	**45.0**	**53.8**	**140.4**	**222.1**
(% QoQ)	적자축소	흑자전환	115.5%	171.9%	-26.7%	23.3%	11.5%	23.9%			
(% YoY)	적자축소	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	429.6%	174.0%	24.9%	흑자전환	161.0%	58.1%
연결 영업이익률 (%)	**-0.5%**	**1.9%**	**3.5%**	**8.0%**	**6.3%**	**7.8%**	**8.2%**	**9.0%**	**3.6%**	**7.9%**	**10.4%**
세전이익	4.3	3.2	16.4	31.6	37.0	33.7	37.4	46.2	55.5	154.3	239.9
당기순이익	1.1	7.0	11.6	27.5	30.1	27.0	30.4	35.7	53.8	123.3	178.7
당기순이익률 (%)	0.3%	2.1%	3.1%	6.1%	7.2%	6.5%	6.8%	7.1%	3.6%	6.9%	8.3%

자료: 코리아써키트, 메리츠증권 리서치센터

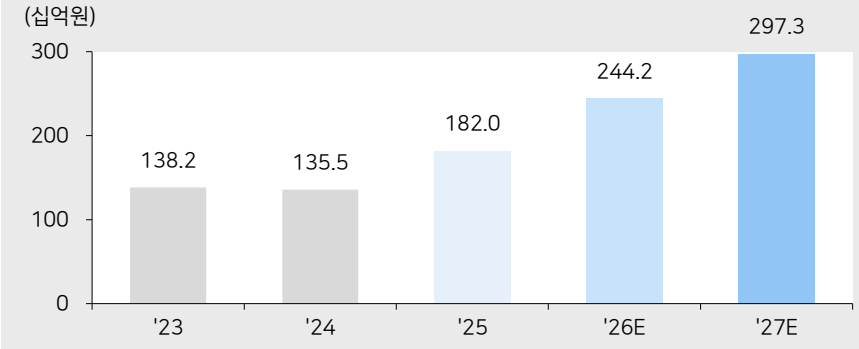
코리아써키트 Key Charts

코리아써키트 제품별 매출액 비중 추이



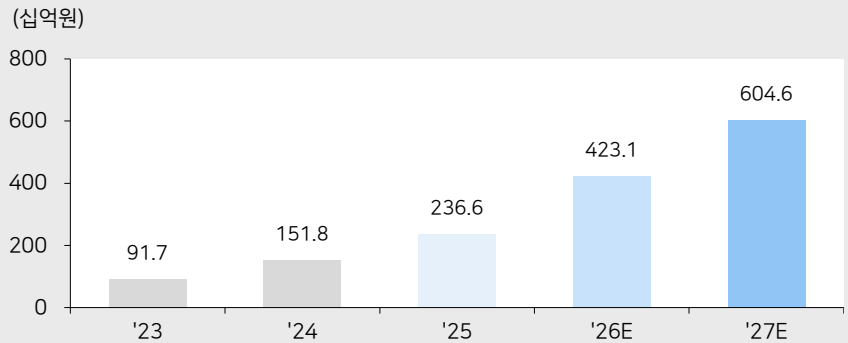
자료: 코리아써키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 FC-BGA 매출액 추이 및 전망



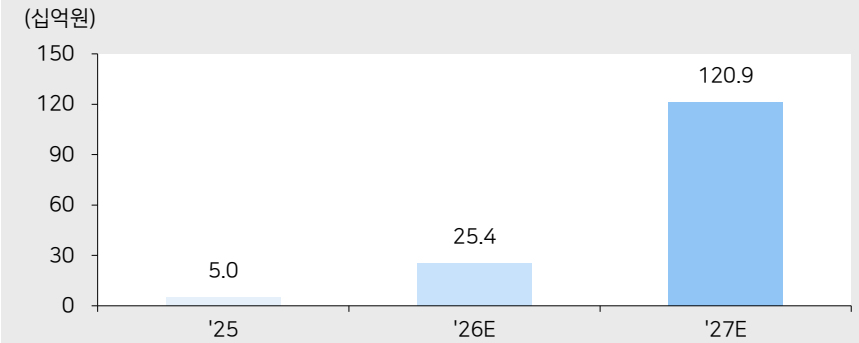
자료: 코리아써키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 Memory Module 매출액 추이 및 전망



자료: 코리아써키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 SoCAMM 매출액 전망



자료: 코리아써키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 밸류에이션 테이블

코리아써키트 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)		High	22,550	22,250	49,400		
		Low	11,500	7,740	8,790		
		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	5,137	7,434
		Growth (%)	-153.3	244.0	-142.7	158.9	44.7
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	3,969	5,479
		Growth (%)	-119.5	-5.0	-135.2	100.1	38.0

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
12MF EPS (원)	7,434	별도 기준
적정배수 (배)	23.3	국내 기판 업체 평균 (대덕전자, 티엘비, 심텍)
적정가치	173,212	
적정주가	170,000	
현재주가	120,300	
상승여력 (%)	41.3%	

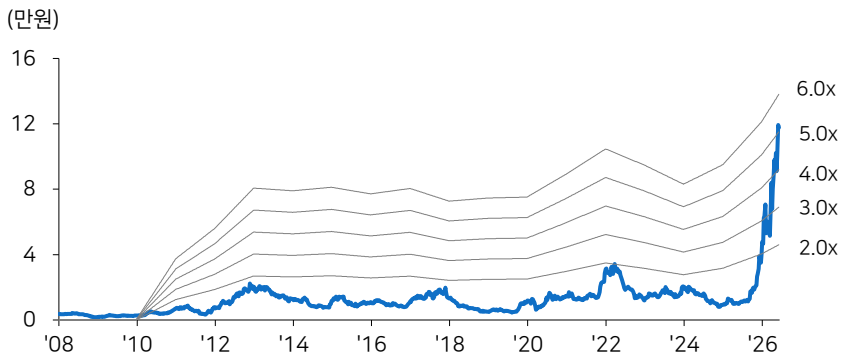
자료: 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	1,786.4	1,786.4	0.0%	2,140.4	2,122.7	0.8%
영업이익	140.4	138.5	1.4%	222.1	215.3	3.1%
세전이익	154.3	152.3	1.3%	239.9	233.0	2.9%
지배주주 순이익	123.3	121.8	1.3%	178.7	173.6	2.9%
영업이익률(%)	7.9%	7.8%		10.4%	10.1%	
세전이익률(%)	8.6%	8.5%		11.2%	11.0%	
순이익률(%)	6.9%	6.8%		8.3%	8.2%	

자료: 코리아써키트, 메리츠증권 리서치센터

코리아써키트 PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

ABF & PCB 밸류에이션 비교

		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
ABF Substrate	**코리아써키트**	**2,885**	**13.9**	**0.6**	**17.7**	**147.0**	**205.3**	**23.4**	**16.2**	**6.0**	**4.5**	**158.9**	**44.7**	**24.7**	**27.6**	**1,786**	**2,140**	**140**	**222**	**16.2**	**11.3**
	삼성전기	147,147	18.4	-1.7	115.5	415.7	631.0	116.1	66.6	14.1	11.9	69.0	74.3	12.7	18.4	13,476	16,489	1,596	2,706	55.1	36.3
	이비덴	32,702	9.0	-12.0	19.9	156.9	187.6	79.1	54.6	8.6	7.6	-3.2	44.9	11.1	14.3	3,176	3,888	581	862	28.9	20.4
	킨서스	11,888	2.3	-3.9	55.9	169.9	363.0	75.3	36.3	8.8	7.4	175.7	107.6	12.2	20.5	1,655	2,264	214	420	26.3	19.7
	난야 PCB	18,663	10.0	6.0	7.0	116.1	221.8	71.8	31.9	11.3	9.4	317.2	125.0	17.8	31.7	1,821	2,626	313	712	33.8	18.3
	유니마이크론	48,651	6.4	-0.6	18.5	149.1	328.8	64.1	31.8	12.7	9.9	240.6	101.3	20.2	33.0	5,799	8,120	807	1,835	33.8	19.0
	AT&S	6,574	5.6	-2.4	45.7	233.6	361.0	n/a	43.5	6.5	5.7	-168.8	-384.7	-5.3	12.5	2,064	2,772	74	296	17.7	11.4
	대덕전자	7,541	9.2	-14.2	23.9	153.5	211.4	40.7	29.3	7.3	6.0	277.2	38.9	19.0	22.0	1,496	1,784	232	319	22.5	17.5
	닛토보	29,035	-1.0	-9.6	-5.4	9.5	34.8	33.5	28.5	6.2	6.2	-3.5	17.7	17.7	20.5	10,704	11,326	1,258	1,465	16.8	15.1
PCB	**코리아써키트**	**2,885**	**13.9**	**0.6**	**17.7**	**147.0**	**205.3**	**23.4**	**16.2**	**6.0**	**4.5**	**158.9**	**44.7**	**24.7**	**27.6**	**1,786**	**2,140**	**140**	**222**	**16.2**	**11.3**
	티엘비	987	8.0	-5.6	3.6	87.4	59.0	29.6	20.5	5.5	4.5	71.6	44.1	24.3	24.9	361	460	55	81	16.4	11.4
	이수페타시스	8,501	9.6	-16.9	-17.9	11.8	-19.8	31.5	20.5	8.9	6.3	50.1	53.9	32.6	36.6	1,567	2,162	330	514	21.9	14.5
	대덕전자	7,541	9.2	-14.2	23.9	153.5	211.4	40.7	29.3	7.3	6.0	277.2	38.9	19.0	22.0	1,496	1,784	232	319	22.5	17.5
	심텍	4,312	15.1	14.9	-0.6	122.2	114.3	33.7	20.0	6.0	4.7	-162.3	68.6	21.1	26.1	1,907	2,269	168	281	19.5	13.4
	해성디에스	1,251	10.7	-8.7	-15.9	45.2	37.3	15.5	11.8	2.0	1.7	222.0	30.6	13.5	15.5	814	921	103	131	8.8	7.2
	트라이포드	8,304	4.6	-1.6	4.0	39.9	66.7	19.6	14.7	4.3	3.8	29.3	33.0	24.5	27.2	2,804	3,453	545	730	10.4	8.4

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

코리아써키트(007810)

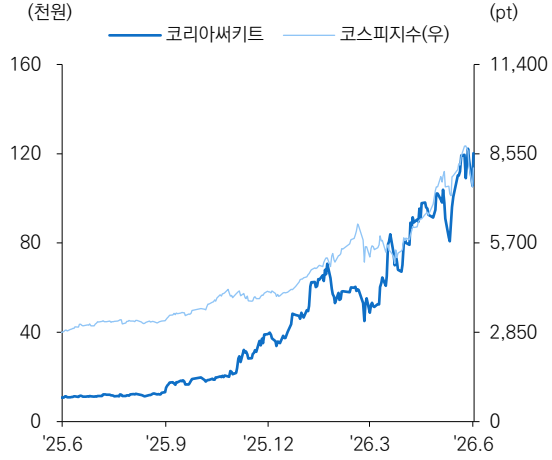
KOSPI	8,096.93pt
시가총액	28,851억원
발행주식수	2,398만주
유동주식비율	45.91%
외국인비중	4.50%
52주 최고/최저가	122,300원/10,720원
평균거래대금	380.7억원

주요주주(%)

영풍 외 6 인	54.01
국민연금공단	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.7	205.3	1022.2
상대주가	9.0	56.3	295.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,407.0	-33.2	-125.9	-5,331	244.0	13,848	-1.7	0.66	8.0	-31.1	84.3
2025	1,509.7	53.8	47.3	1,984	-137.2	16,070	24.3	3.01	14.0	11.5	76.1
2026E	1,786.4	140.4	123.3	5,137	158.9	20,206	23.4	5.95	16.2	24.7	63.3
2027E	2,140.4	222.1	178.7	7,434	44.7	26,549	16.2	4.53	11.3	27.6	58.4
2028E	2,529.6	319.4	255.3	10,629	43.0	35,654	11.3	3.37	8.0	29.6	52.2

코리아써키트(007810)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,407.0**	**1,509.7**	**1,786.4**	**2,140.4**	**2,529.6**
매출액증가율(%)	5.6	7.3	18.3	19.8	18.2
매출원가	1,388.9	1,399.9	1,594.3	1,859.3	2,146.1
매출총이익	18.0	109.9	192.1	281.1	383.6
판매비와관리비	51.2	56.0	51.7	59.1	64.1
영업이익	**-33.2**	**53.8**	**140.4**	**222.1**	**319.4**
영업이익률(%)	-2.4	3.6	7.9	10.4	12.6
금융손익	-9.3	-6.8	-5.6	-1.0	4.9
종속/관계기업관련손익	-2.9	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-113.0	8.9	19.5	18.8	18.5
세전계속사업이익	-158.4	55.5	154.3	239.9	342.8
법인세비용	-29.4	1.7	18.5	43.2	61.7
당기순이익	**-129.0**	**53.8**	**135.7**	**196.7**	**281.1**
지배주주지분 순이익	-125.9	47.3	123.3	178.7	255.3

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	576.8	652.9	784.3	1,065.1	1,439.5
현금및현금성자산	136.9	73.5	98.8	243.7	468.7
매출채권	221.8	239.2	283.0	339.1	400.7
재고자산	120.6	185.4	219.3	262.8	310.6
비유동자산	678.6	739.7	724.2	705.5	684.2
유형자산	397.1	403.7	387.6	367.9	345.7
무형자산	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8
투자자산	249.8	320.5	321.2	322.1	323.1
자산총계	**1,255.4**	**1,392.6**	**1,508.5**	**1,770.6**	**2,123.7**
유동부채	291.4	383.8	355.1	408.3	466.7
매입채무	89.3	106.7	126.2	151.2	178.7
단기차입금	54.5	87.1	87.1	87.1	87.1
유동성장기부채	24.8	70.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	282.8	218.1	229.9	244.9	261.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	214.5	153.2	153.2	153.2	153.2
부채총계	**574.2**	**602.0**	**585.0**	**653.1**	**728.0**
자본금	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
자본잉여금	94.1	94.6	94.6	94.6	94.6
기타포괄이익누계액	68.0	109.3	109.3	109.3	109.3
이익잉여금	203.8	248.7	369.2	545.1	797.6
비지배주주지분	302.2	350.8	363.2	381.2	407.0
자본총계	**681.2**	**790.6**	**923.5**	**1,117.5**	**1,395.7**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**99.5**	**39.1**	**150.0**	**196.1**	**269.2**
당기순이익(손실)	-129.0	53.8	135.7	196.7	281.1
유형자산감가상각비	112.0	65.3	66.2	59.6	52.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-27.9	-89.8	-32.5	-41.5	-45.6
투자활동 현금흐름	**-64.7**	**-109.7**	**-51.9**	**-48.5**	**-41.6**
유형자산의 증가(CAPEX)	-49.8	-77.1	-50.0	-40.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	-145.3	-71.1	-0.7	-0.9	-1.0
재무활동 현금흐름	**8.2**	**10.2**	**-72.9**	**-2.7**	**-2.6**
차입금증감	37.3	13.9	-70.1	0.1	0.2
자본의증가	-0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**47.4**	**-63.4**	**25.3**	**144.9**	**225.0**
기초현금	89.5	136.9	73.5	98.8	243.7
기말현금	136.9	73.5	98.8	243.7	468.7

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	59,564	63,915	74,658	89,250	105,477
EPS(지배주주)	-5,331	1,984	5,137	7,434	10,629
CFPS	5,352	5,376	8,636	11,747	15,498
EBITDAPS	3,338	5,043	8,636	11,747	15,498
BPS	13,848	16,070	20,206	26,549	35,654
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-1.7	24.3	23.4	16.2	11.3
PCR	1.7	9.0	13.9	10.2	7.8
PSR	0.2	0.8	1.6	1.3	1.1
PBR	0.66	3.01	5.95	4.53	3.37
EBITDA(십억원)	78.9	119.1	206.6	281.7	371.7
EV/EBITDA	8.0	14.0	16.2	11.3	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-31.1	11.5	24.7	27.6	29.6
EBITDA이익률	5.6	7.9	11.6	13.2	14.7
부채비율	84.3	76.1	63.3	58.4	52.2
금융비용부담률	0.9	1.0	0.7	0.5	0.5
이자보상배율(x)	-2.6	3.7	10.6	19.2	27.7
매출채권회전율(x)	6.6	6.6	6.8	6.9	6.8
재고자산회전율(x)	11.2	9.9	8.8	8.9	8.8

심텍 (222800) SoCAMM + LPDDR 업사이클의 주인공

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (6.9)	115,100원
상승여력	65.1%

기대치를 크게 상회할 SoCAMM + LPDDR 시장 규모

- 엔비디아 Vera Rubin 플랫폼에서 Vera CPU 탑재량 증가가 SoCAMM 및 LPDDR 수요 확대의 핵심 변수로 작용할 전망
- 당사는 Vera NVL72 서버랙 출하 전망을 기반으로 SoCAMM용 메모리모듈 기판 시장 2026년 2,322억원 → 2027년 6,477억원으로 2.8배 성장 전망
- SoCAMM용 LPDDR MCP Substrate 시장 역시 2026년 633억원 → 2027년 2,123억원으로 3.3배 성장 예상
- 2026년과 2027년 동사의 시장점유율을 SoCAMM 메모리모듈 기판에서 각각 50%, 40%, MCP Substrate에서 각각 80%, 70%로 가정할 경우, 동사의 SoCAMM 관련 매출액은 2026년 1,668억원 → 2027년 4,077억원으로 성장 기대
- MCP Substrate의 경우 RTX Spark 등 온보드 LPDDR 수요를 포함하지 않은 수치로, 향후 추가 업사이드 존재

여전히 올라갈 수 있는 눈높이

- SoCAMM 시장의 업사이드를 반영해 동사의 Module PCB 매출액은 2026년 4,602억원 → 2027년 6,766억원으로 성장 전망
- Substrate 부문은 선두 업체들의 Capa 축소에 따른 낙수효과가 기대되는 가운데, MCP Substrate 물량 확대, FC-CSP 전장향 매출 성장, SiP 라인업 확장을 기반으로 안정적인 성장세가 이어질 전망
- 동사의 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과는 여전히 시장에서 과소평가되어 있다고 판단 (2022년 Opm 20.8% vs 2026년 컨센서스 기준 Opm 12.0%)
- 2027년 영업이익은 3,494억원(+86.0% YoY)으로 시장 컨센서스 2,594억원을 34.7% 상회할 전망

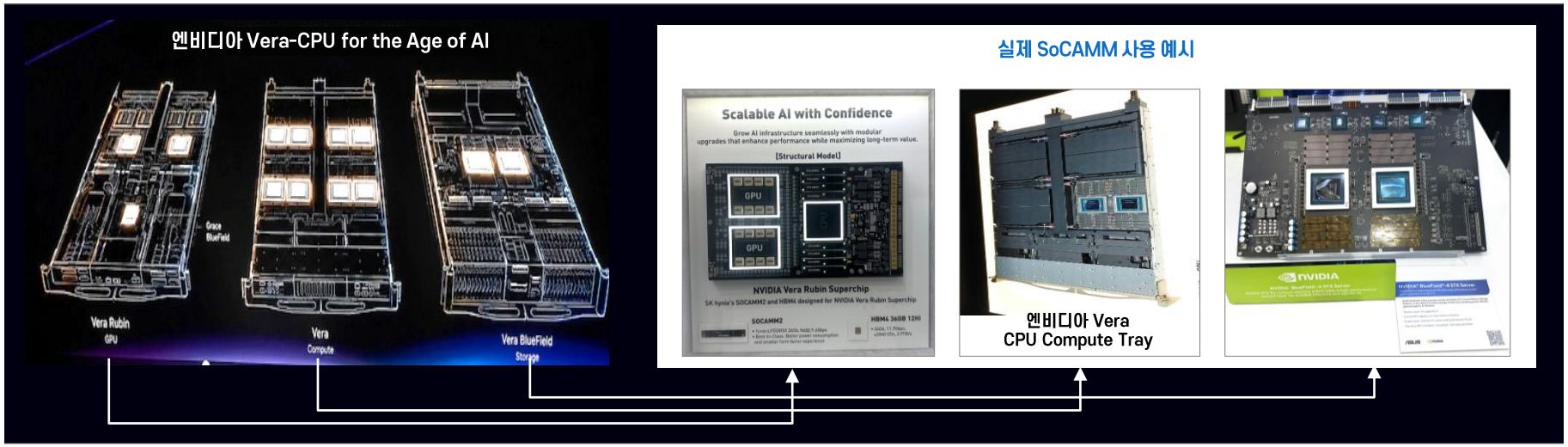
투자의견 Buy, 적정주가 190,000원 제시

- 2027년 예상 EPS 7,531원에 Target P/E 24.9배 (대덕전자와 티엘비의 평균 멀티플에 20%) 적용
- 동사는 SoCAMM 메모리모듈 기판과 LPDDR용 MCP Substrate 양방향에서 가장 직접적인 수혜가 가능한 업체로, SoCAMM 시장 확대가 본격화될수록 실적 추정치 상향과 밸류에이션 리레이팅이 동시에 진행될 가능성이 높다고 판단

SoCAMM 시장, 예상을 뛰어넘는 업사이클 본격화

- 엔비디아 Vera Rubin 플랫폼에서의 Vera CPU 탑재량 증가가 SoCAMM 및 LPDDR 수요 확대의 핵심 변수로 작용할 전망
- Vera CPU는 NVL72 Computing Tray에 2개, Vera CPU Tray에 8개, BlueField Storage Tray에 2개가 탑재되는 구조
- Vera Rubin Pod 기준으로 보면, NVL72 서버랙 16개, Vera CPU 랙 2개, STX 랙 2개로 구성
  → NVL72 랙당 36개로 총 576개 + Vera CPU 랙당 256개로 총 512개 + STX랙당 32개로 총 64개 = 1,152개 Vera CPU 사용
- CPU당 SoCAMM 메모리모듈 8개가 탑재된다고 가정하면, Vera CPU 확대는 SoCAMM 모듈 및 이에 기반한 LPDDR 수요 증가로 직결
- 다만 BlueField Storage Tray의 경우 SoCAMM 메모리모듈 탑재 여부가 아직 불확실. LPDDR 온보드 탑재 가능성도 존재하는 만큼, 추후 SoCAMM 관련 수요 산정에서는 보수적으로 미반영

Vera CPU의 세 가지 적용처 및 실제 SoCAMM 사용 예시

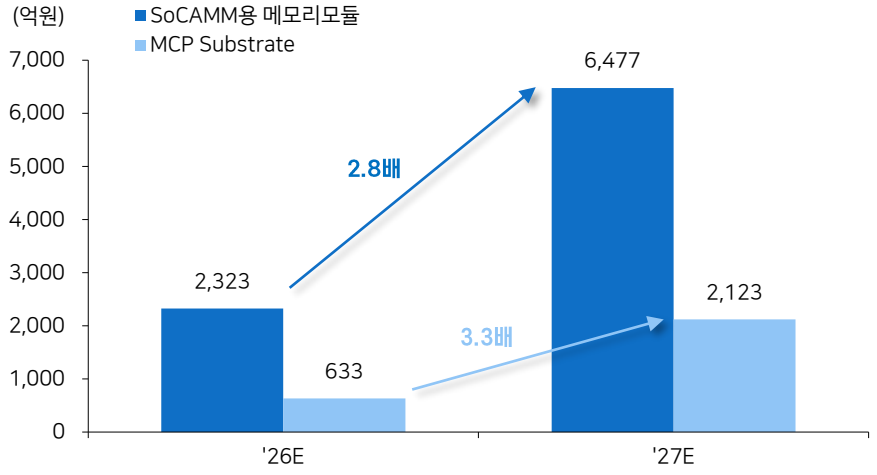


자료: 엔비디아, 메리츠증권 리서치센터

SoCAMM2용 PCB + LPDDR 시장 업사이드에 주목

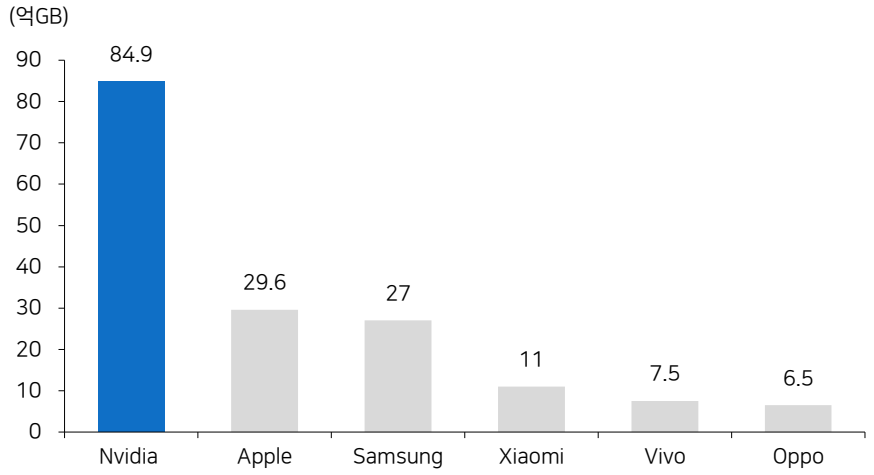
- 당사의 Vera NVL72 서버랙 출하 전망 기준, SoCAMM 메모리모듈 기판 시장은 **2026년 2,323억원 → 2027년 6,477억원**으로 성장 예상
- SoCAMM용 LPDDR MCP Substrate 시장 역시 **2026년 633억원 → 2027년 2,123억원**으로 확대 전망
- 당사는 SoCAMM2 메모리모듈 사용량을 2026년 2,563만개, 2027년 8,847만개로 추정
- SoCAMM2 모듈당 용량을 96GB로 가정할 경우, 2026년과 2027년에 각각 약 24.6억GB, 84.9억GB의 LPDDR 메모리가 필요
- 이는 8GB 스마트폰 기준 각각 약 3.1억대, 10.6억대에 해당하는 물량으로, 연간 스마트폰 출하량이 13억대 전후임을 감안하면 SoCAMM2가 LPDDR 수요의 새로운 대형 업사이클을 견인할 수 있음을 시사
- 또한 RTX Spark 등 온보드 LPDDR 수요를 제외한 보수적인 추정치라는 점에서 추가 상향 여지도 존재

SoCAMM용 PCB (메모리모듈+MCP Substrate 시장 추정)



자료: 메리츠증권 리서치센터

엔비디아가 필요한 LPDDR 용량은 스마트폰 세트 업체들을 크게 상회



주: 2027년 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

SoCAMM 모듈 + MCP Substrate 시장 추정

	2026E	2027E	비고
Vera Rubin NVL72 출하량(개)	3,000	89,097	
Vera Rubin Pod 출하 가정(개)	188	5,569	Pod당 NVL72 출하량 16개 기준 역산
Pod 당 SoCAMM 메모리모듈 사용량(개)	8,704	8,704	NVL72 16개 + Vera CPU 랙 2개 기준 (Bluefield 적용 여부 미정)
Pod 출하 기준 SoCAMM 메모리모듈 사용량(만개)	163	4,847	
Vera CPU 단일랙 판매 TAM (억달러)	150	250	26년은 젠슨 황 코멘트 적용(회계연도 조정), 엔비디아의 '30년 예상 CPU TAM은 2,000억불로 CAGR 77%)
Vera CPU ASP	5,000	5,000	Grace CPU ASP 적용
Vera CPU 단일랙 기준 생산량 (만개)	300	500	
Vera Cpu 단일랙 SoCAMM 메모리모듈 사용량(만개)	2,400	4,000	
Total SoCAMM 메모리모듈 사용량(만개)	2,563	8,847	
SoCAMM 기판 M^2당 가격(달러)	3,000	2,700	HDI 적용 및 공정 수 증가에 따른 기존 모듈 대비 ASP 상승을 반영
SoCAMM 기판 면적	14mm*90mm	14mm*90mm	
M^2당 SoCAMM 기판 양산 수	480	520	고다층화 및 HDI 공법 적용에 의한 양산 난이도 상승 적용, '27년은 수율 개선 반영
원/달러 환율 가정(원)	1,450	1,410	
SoCAMM 메모리모듈 PCB TAM(억원)	2,323	6,477	

	2026E	2027E	비고
Total SoCAMM 메모리모듈 사용량	2,563	8,847	
SoCAMM 당 MCP Substrate 탑재량	4	4	
MCP Substrate 출하량(만개)	10,253	35,388	
MCP Substrate 기판 M^2당 가격(달러)	2,000	2,000	mSAP 공법 적용
MCP Substrate 면적	12mm*15mm	12mm*15mm	
M^2당 MCP Substrate 기판 양산 수(개)	4,700	4,700	배열 손실 및 수율을 반영해 실제 생산 가능 수량은 4,500~4,900개/㎡로 추정, 중간값 4,700개 적용
원/달러 환율 가정(원)	1,450	1,410	
MCP Substrate TAM(억원)	633	2,123	
SoCAMM 모듈 + MCP Substrate 합산 TAM(억원)	2,956	8,600	

자료: 메리츠증권 리서치센터

중장기적으로도 명확한 SoCAMM 시장의 업사이드

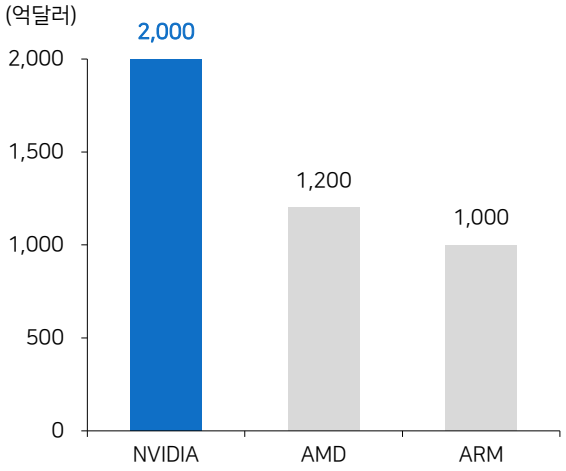
- SoCAMM 시장의 핵심은 단기적인 물량 증가가 아니라, 수요 확대의 지속성

  1) 엔비디아는 Vera CPU의 중장기 TAM을 AMD와 ARM의 전망을 상회하는 2,000억달러로 제시했으며, 해당 전망이 현실화될 경우 SoCAMM 시장은 엔비디아의 단일랙 판매 기준으로도 현재 대비 10배 이상의 업사이드가 가능할 전망 (올해 TAM 200억달러 제시)

  2) SoCAMM용 메모리모듈 PCB는 현재 2세대에서 향후 3세대로 전환되는 과정에서 기판 사양의 추가 상향 예상
  → 당사는 기판 층수는 기존 16층에서 20층으로, HDI 적층 수는 기존 5회에서 7회로 확대될 것으로 전망

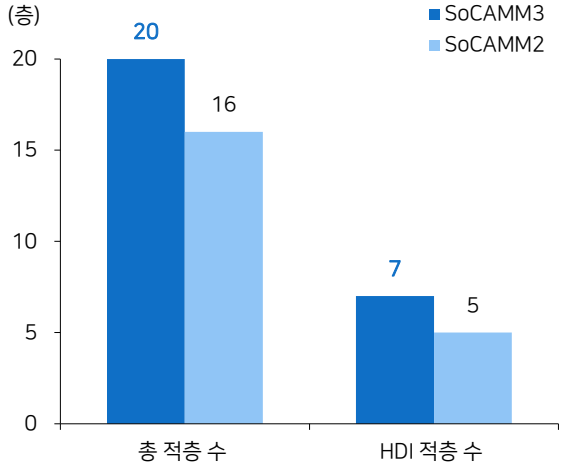
- 연초 이후 국내 SoCAMM 밸류체인에 대한 실적 전망은 지속 상향 조정 중
- 향후 물량 확대와 스펙 상향이 동시에 반영되며 관련 업체들의 성장 가시성은 한층 강화될 전망

엔비디아의 CPU 시장 전망



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

SoCAMM 2세대 vs SoCAMM3 스펙 비교



주: SoCAMM3은 개발 스펙 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

SoCAMM 관련 국내 메모리모듈 업체 코멘트

기업	SoCAMM 관련 코멘트
S사	올해 SoCAMM 관련 매출액 약 1,500억원 전망 (메모리모듈 1,000억원 + MCP Substrate 500억원) 하반기 물량 증가로 가이던스 상회 가능성 제시
T사	2월부터 SoCAMM 메모리모듈 양산 시작 1분기 초도 매출 약 30억원 발생 '26년 SoCAMM 매출액 가이던스 150~200억원 → 400~500억원 수준으로 상향 제시
K사	4월 SoCAMM 관련 샘플 매출 약 30억원 발생 메모리모듈 내 SoCAMM 매출 비중 '26년 5%→ '27년 약 30%로 확대 전망

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

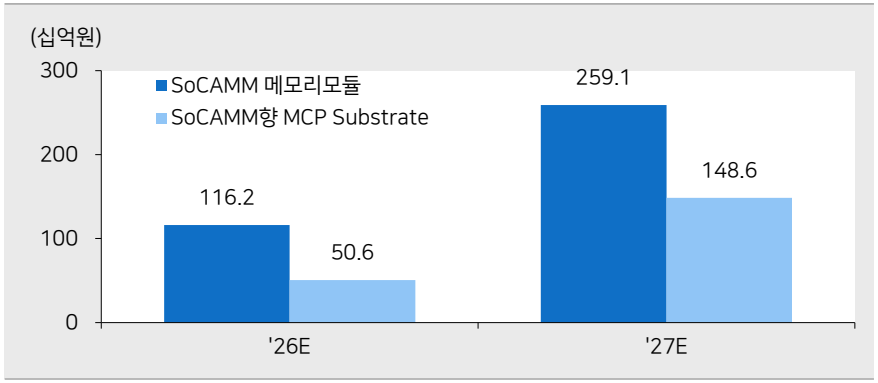
심텍 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액(연결)	**303.6**	**340.8**	**372.8**	**393.4**	**422.4**	**469.7**	**520.5**	**560.6**	**1,410.6**	**1,973.2**	**2,408.6**
(% QoQ)	0.8%	12.2%	9.4%	5.5%	7.4%	11.2%	10.8%	7.7%			
(% YoY)	3.3%	9.3%	14.8%	30.6%	39.1%	37.8%	39.6%	42.5%	14.5%	39.9%	22.1%
Module PCB	**85.1**	**90.4**	**85.2**	**74.7**	**93.1**	**102.9**	**124.0**	**140.2**	**335.4**	**460.2**	**676.6**
PC	15.8	18.4	20.3	17.3	21.8	19.8	24.0	28.3	71.8	93.9	101.7
서버	48.1	50.0	41.6	33.3	39.4	46.6	63.6	79.0	173.0	228.6	406.5
SSD	21.1	20.9	23.1	24.0	31.6	35.9	36.3	32.1	89.1	135.8	166.7
기타	0.1	1.1	0.2	0.1	0.3	0.5	0.1	0.9	1.5	1.9	1.7
Substrate	**215.2**	**248.5**	**284.7**	**315.5**	**324.9**	**366.8**	**396.5**	**420.3**	**1,063.9**	**1,508.6**	**1,732.0**
MCP	111.3	129.4	154.0	178.7	184.1	211.5	230.6	246.6	573.4	872.8	1036.2
FC-CSP	33.2	35.7	36.2	37.2	45.2	48.8	55.4	58.7	142.3	208.1	239.2
SiP	6.0	13.5	18.6	22.0	16.5	18.5	22.8	25.3	60.1	83.1	103.3
BOC	38.2	32.4	33.1	32.0	39.5	34.5	30.7	26.1	135.7	130.8	90.3
GDDR	25.9	36.1	41.7	44.8	38.9	52.9	56.0	63.0	148.5	210.8	259.8
기타	0.6	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	3.9	2.9	3.4
영업이익	**-16.3**	**5.5**	**12.4**	**10.3**	**13.7**	**45.2**	**59.0**	**69.9**	**11.9**	**187.8**	**349.4**
(% QoQ)	적자축소	흑자전환	123.5%	-17.2%	33.6%	230.0%	30.4%	18.5%			
(% YoY)	적자확대	53.6%	2328.3%	흑자전환	흑자전환	716.1%	376.1%	581.2%	흑자전환	1482.6%	86.0%
영업이익률 (%)	**-5.4%**	**1.6%**	**3.3%**	**2.6%**	**3.2%**	**9.6%**	**11.3%**	**12.5%**	**0.8%**	**9.5%**	**14.5%**
세전이익	-40.7	-27.1	12.7	-121.7	23.4	34.5	48.2	57.8	-176.7	163.8	344.3
당기순이익	-35.5	-18.7	6.8	-116.7	14.6	28.5	42.2	51.6	-164.2	136.9	282.1
당기순이익률 (%)	-11.7%	-5.5%	1.8%	-29.7%	3.5%	6.1%	8.1%	9.2%	-11.6%	6.9%	11.7%

자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

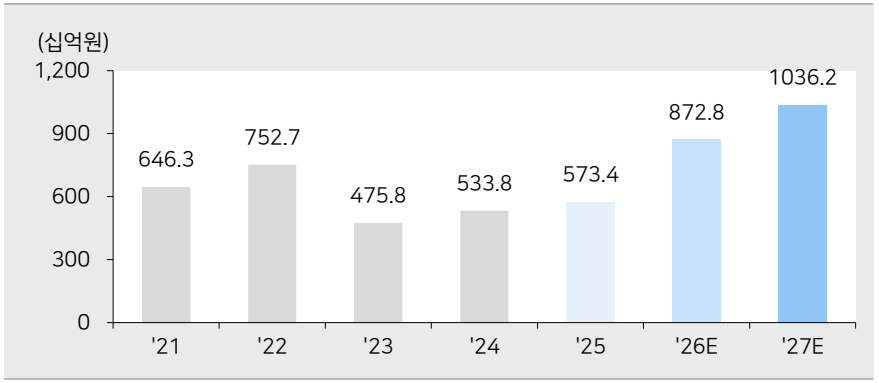
심텍 Key Charts

심텍 SoCAMM 관련 매출액 추이 및 전망



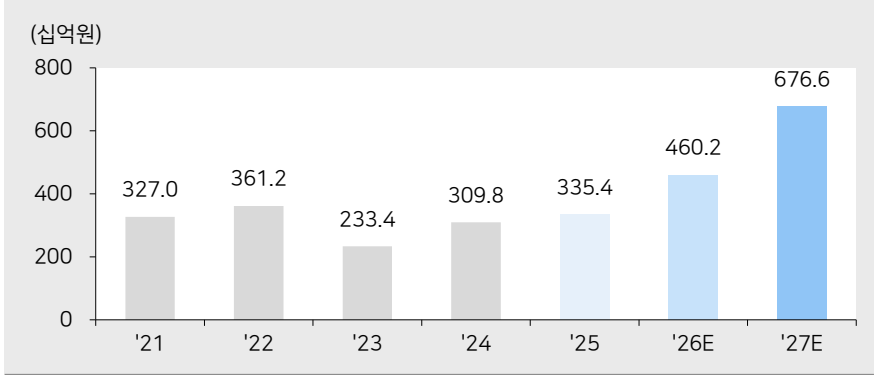
자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 MCP Substrate 매출액 추이 및 전망



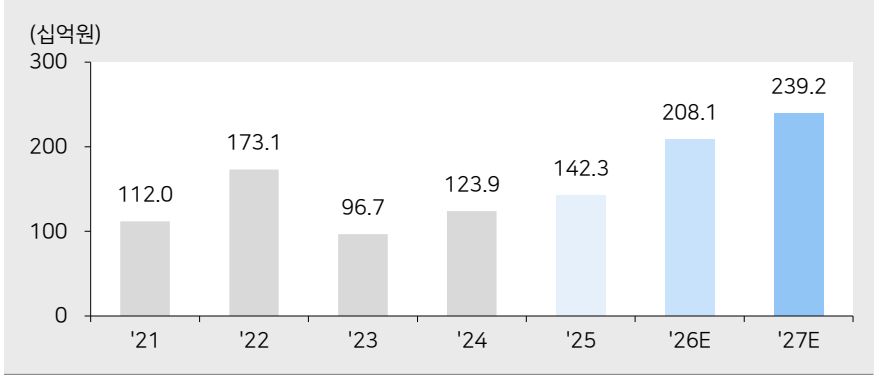
자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 Memory Module 매출액 추이 및 전망



자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 FC-CSP 매출액 추이 및 전망



자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 밸류에이션 테이블

심텍 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)		High	40,800	43,100	67,100		
		Low	24,950	9,690	10,690		
		Average	33,144	26,368	29,053		
확정치	PER (배)	High	nm	nm	nm		
		Low	nm	nm	nm		
		Average	nm	nm	nm		
	EPS (원)	(원)	-3,606	-953	-4,955	3,657	7,531
		Growth (%)	-146.7	-73.6	420.1	-173.8	105.9
컨센서스	PER (배)	High	nm	nm	nm		
		Low	nm	nm	nm		
		Average	nm	nm	nm		
	EPS (원)	(원)	-1,518	-1,339	-930	3,536	5,400
		Growth (%)	-119.7	-62.9	-2.4	-171.4	47.6

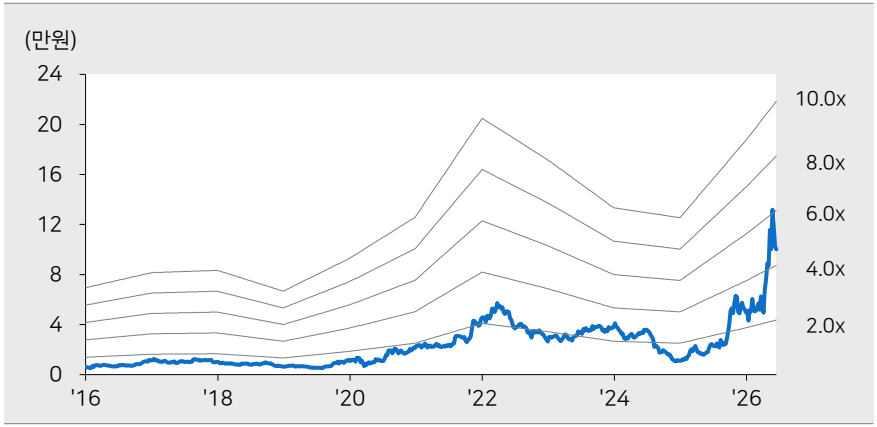
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

심텍 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS (원)	7,531	
적정배수 (배)	24.9	국내 기판 업체 평균 (대덕전자, 티엘비)
적정가치	187,517	
적정주가	190,000	
현재주가	115,100	
상승여력 (%)	65.1%	

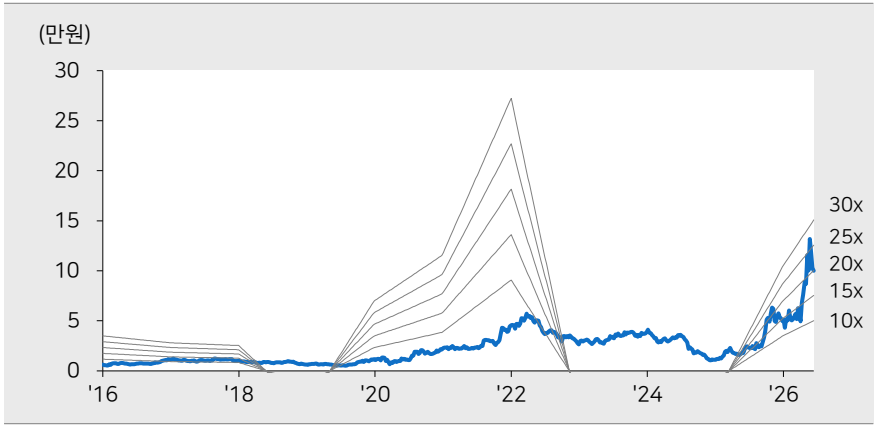
자료: 메리츠증권 리서치센터

심텍 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

심텍 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

심텍(222800)

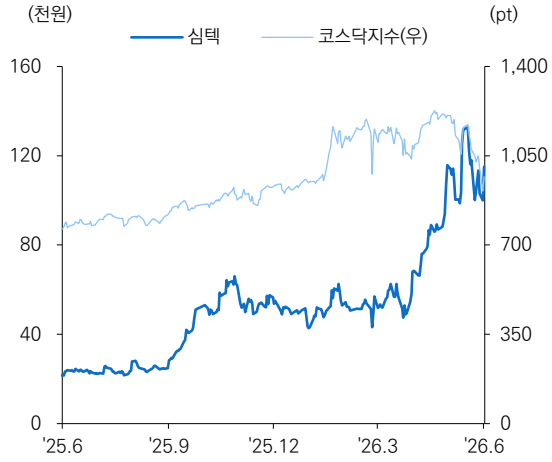
KOSDAQ	967.81pt
시가총액	43,121억원
발행주식수	3,746만주
유동주식비율	67.07%
외국인비중	16.63%
52주 최고/최저가	132,800원/21,500원
평균거래대금	761.9억원

주요주주(%)

심텍홀딩스 외 5 인	32.79
삼성자산운용	6.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	114.3	429.2
상대주가	24.0	106.3	317.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,231.4	-47.0	-30.3	-953	-73.6	14,040	-11.6	0.79	20.8	-6.6	221.8
2025	1,410.6	11.9	-164.2	-4,955	420.1	15,416	-10.0	3.20	24.1	-32.1	181.1
2026E	1,973.2	187.8	136.9	3,657	-173.8	18,919	31.5	6.08	17.0	21.3	172.6
2027E	2,408.6	349.4	282.1	7,531	105.9	26,350	15.3	4.37	10.4	33.3	138.2
2028E	2,856.2	456.8	418.6	11,173	48.4	37,423	10.3	3.08	7.8	35.0	107.7

심텍(222800)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**1,231.4**	**1,410.6**	**1,973.2**	**2,408.6**	**2,856.2**
매출액증가율(%)	18.2	14.5	39.9	22.1	18.6
매출원가	1,179.5	1,287.2	1,656.3	1,907.3	2,220.3
매출총이익	52.0	123.4	316.9	501.3	635.9
판매비와관리비	98.9	111.5	129.1	152.0	179.1
영업이익	**-47.0**	**11.9**	**187.8**	**349.4**	**456.8**
영업이익률(%)	-3.8	0.8	9.5	14.5	16.0
금융손익	36.1	-164.5	-24.0	-5.1	40.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-14.3	-24.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-25.1	-176.7	163.8	344.3	497.4
법인세비용	5.9	-12.1	26.6	61.4	77.8
당기순이익	**-31.0**	**-164.6**	**137.2**	**282.8**	**419.6**
지배주주지분 순이익	-30.3	-164.2	136.9	282.1	418.6

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	509.7	725.6	1,007.4	1,405.3	1,959.3
현금및현금성자산	127.8	54.0	67.8	258.4	599.3
매출채권	160.4	356.0	498.0	607.9	720.8
재고자산	153.9	239.8	335.5	409.5	485.6
비유동자산	933.6	894.7	927.6	950.8	958.7
유형자산	630.1	572.2	598.7	617.0	619.8
무형자산	29.3	29.4	29.3	29.2	29.1
투자자산	35.7	16.8	23.3	28.3	33.5
자산총계	**1,443.3**	**1,620.3**	**1,935.0**	**2,356.1**	**2,918.0**
유동부채	780.2	794.5	931.7	1,039.8	1,150.8
매입채무	92.9	135.0	188.9	230.6	273.4
단기차입금	388.7	442.1	442.1	442.1	442.1
유동성장기부채	55.1	2.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	214.7	249.5	293.4	327.4	362.4
사채	0.0	29.4	29.4	29.4	29.4
장기차입금	90.5	101.5	101.5	101.5	101.5
부채총계	**994.8**	**1,044.0**	**1,225.1**	**1,367.2**	**1,513.2**
자본금	17.1	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	110.4	347.6	347.6	347.6	347.6
기타포괄이익누계액	21.2	20.3	20.3	20.3	20.3
이익잉여금	298.6	130.9	264.1	542.4	957.3
비지배주주지분	1.2	0.7	1.1	1.8	2.8
자본총계	**448.5**	**576.4**	**709.9**	**988.9**	**1,404.8**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**-161.3**	**-198.6**	**161.3**	**322.1**	**452.7**
당기순이익(손실)	-31.0	-164.6	137.2	282.8	419.6
유형자산감가상각비	85.0	84.8	93.5	91.7	87.2
무형자산상각비	0.9	1.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-211.3	-285.8	-75.6	-58.5	-60.2
투자활동 현금흐름	**-96.8**	**-18.8**	**-144.9**	**-130.5**	**-110.8**
유형자산의 증가(CAPEX)	-103.3	-55.9	-120.0	-110.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-1.2	18.9	-6.5	-5.0	-5.2
재무활동 현금흐름	**375.7**	**144.3**	**-2.6**	**-1.1**	**-1.0**
차입금증감	377.2	0.5	1.1	2.7	2.8
자본의증가	0.0	239.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**117.8**	**-73.8**	**13.9**	**190.6**	**340.9**
기초현금	10.0	127.8	54.0	67.8	258.4
기말현금	127.8	54.0	67.8	258.4	599.3

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	38,658	42,571	52,722	64,291	76,237
EPS(지배주주)	-953	-4,955	3,657	7,531	11,173
CFPS	2,154	3,404	7,520	11,776	14,522
EBITDAPS	1,220	2,946	7,520	11,776	14,522
BPS	14,040	15,416	18,919	26,350	37,423
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.9	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-11.6	-10.0	31.5	15.3	10.3
PCR	5.1	14.5	15.3	9.8	7.9
PSR	0.3	1.2	2.2	1.8	1.5
PBR	0.79	3.20	6.08	4.37	3.08
EBITDA(십억원)	38.9	97.6	281.4	441.2	544.1
EV/EBITDA	20.8	24.1	17.0	10.4	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.6	-32.1	21.3	33.3	35.0
EBITDA이익률	3.2	6.9	14.3	18.3	19.0
부채비율	221.8	181.1	172.6	138.2	107.7
금융비용부담률	2.1	2.4	1.7	1.4	1.2
이자보상배율(x)	-1.8	0.3	5.5	10.2	13.3
매출채권회전율(x)	9.7	5.5	4.6	4.4	4.3
재고자산회전율(x)	8.3	7.2	6.9	6.5	6.4

기가비스 (420770) 가보지 않은 길, 경험해보지 못한 규모

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (신규)

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	170,000원
현재주가 (6.9)	124,700원
상승여력	36.3%

이번 ABF 기판 증설 사이클, 이전과 아예 다르다

- 전방 수요 증가와 공급 부족 심화에 대응하기 위한 ABF 기판 증설 사이클 본격화
- 당사가 전망하는 이번 ABF 기판 증설 사이클의 핵심은 1) 고객사 비용 부담 기반의 투자 확대, 2) 생산 난이도 상승에 따른 수율 하락과 Capa 잠식에 대비한 선제적 투자 규모 확대, 3) Tier-1 업체를 넘어 Non-Tier1 업체들의 증설 랠리 동참
- 장비 업체인 동사 관점에서는 이전 사이클을 뛰어넘는 강도와 기간의 투자 사이클에 진입하는 새로운 국면으로 판단
- 이번 사이클은 또한 제조 난이도 상승에 따른 검사·수리 공정 확대와 Line/Space 미세화에 따른 장비 사양 고도화가 동시에 진행 → 이에 따라 동사는 단순 Capex 확대를 넘어 Q 증가와 P 상승이 동반되는 수요 사이클을 기대할 수 있음
- EMIB 기반 어드밴스드 패키징 확대 역시 동사 장비의 신규 수요로 연결될 전망. 패키지 기판 내 실리콘 브릿지 구현 과정에서 미세 패턴·정렬·결함 검사 중요성이 높아지며, 검사 공정 확대와 장비 고도화 수요가 동시에 발생할 것으로 예상

시작된 수주, 핵심은 지속성

- 이번 사이클에서 주목해야 할 부분은 수주의 절대 규모와 지속성
- 동사는 2025년 싱가포르 반도체 기판 제조사향으로 약 267.8억원 규모의 수주를 공시. 해당 고객사는 2023년 반도체 기판을 포함해 약 600억엔, 원화 기준 약 5,200억원 규모의 투자를 발표
- 이번 사이클에서 동사의 국내 및 일본 주력 고객사들은 싱가포르 고객사 대비 몇 배 이상의 ABF 기판 증설을 구체화 중. 이에 따라 동사의 향후 수주 규모는 과거와는 다른 절대 금액으로 확대될 가능성이 높다고 판단
- 또한 이번 수주의 핵심은 지속성. ABF 투자 사이클이 2027년을 넘어 2028년까지 추가 확장될 것으로 예상되는 만큼, 수주 모멘텀은 단기 이벤트가 아닌 중장기 성장 사이클로 이어질 전망

사이클을 위한 준비는 끝났다

- 과거 업사이클에서 동사는 Capa 제약으로 인해 일부 고객사 수주를 취소. 기존 공장 기준 최대 Capa는 약 1,000억원 수준
- 이번 사이클에서는 7월부터 신공장 가동이 시작되며, 최대 Capa는 약 2,500억원으로 크게 확대될 전망. 이에 따라 과거 업사이클에서의 동사 실적 성장의 핵심 제약 요인이었던 Capa 부족은 상당 부분 해소될 것으로 판단
- 2027년 매출액 1,631억원(+107.8% YoY), 영업이익 659억원(+194.8% YoY)로 과거 최고 실적을 크게 상회할 전망

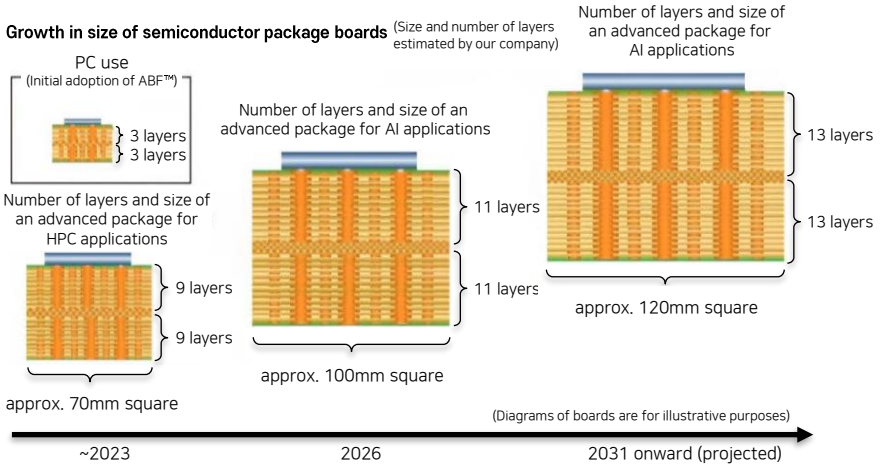
투자의견 Buy, 적정주가 170,000원으로 커버리지 개시

- . 적정주가는 2027년 예상 EPS 4,300원에 2023년 기준 고점 멀티플인 Target P/E 39.6배를 적용해 산출

ABF 기판의 생산 난이도 증가는 Capa 잠식을 유발

- 전방 AI 수요가 가속화되는 가운데, ABF 기판의 생산 난이도 상승에 따른 수율 부담은 실질적인 Capa를 제약
  → 이는 ABF 기판 공급 부족과 가격 상승 압력을 동시에 심화시키는 요인으로 작용
- 아지노모토: FC-BGA 면적은 초기 PC 시대 소형·3층+3층 → 2023년 HPC용 약 70mm/9층+9층 → 2026년 AI용 약 100mm/11층+11층으로 진화했으며, 2031년 이후에는 약 120mm/13층+13층 수준까지 확대될 것으로 전망
- 유니마이크론: 2025년 11/2/11, 8/6/8 구조 → 2026년 14/n/14, 2027년 → 16/n/16으로 상승 (빌드업 레이어 수 증가로 인한 고다층화)
  패키지 최대 크기는 2025년 93×93mm → 2026년 150×150mm, 2027년 150×150mm 초과로 확대 (대형화)
  Bump Pitch는 2025년 90㎛ → 2026년 → 70㎛, → 2027년 60㎛로 축소 (밀도 상승으로 인한 수율 부담 ↑)
  Line/Space는 2025년 9/12㎛ → 2026년 5/7㎛ → 2027년 5/5㎛로 미세화 (회로 미세화)

아지노모토 ABF 기판 시장 전망



자료: 아지노모토, 메리츠증권 리서치센터

유니마이크론 ABF 기판 로드맵

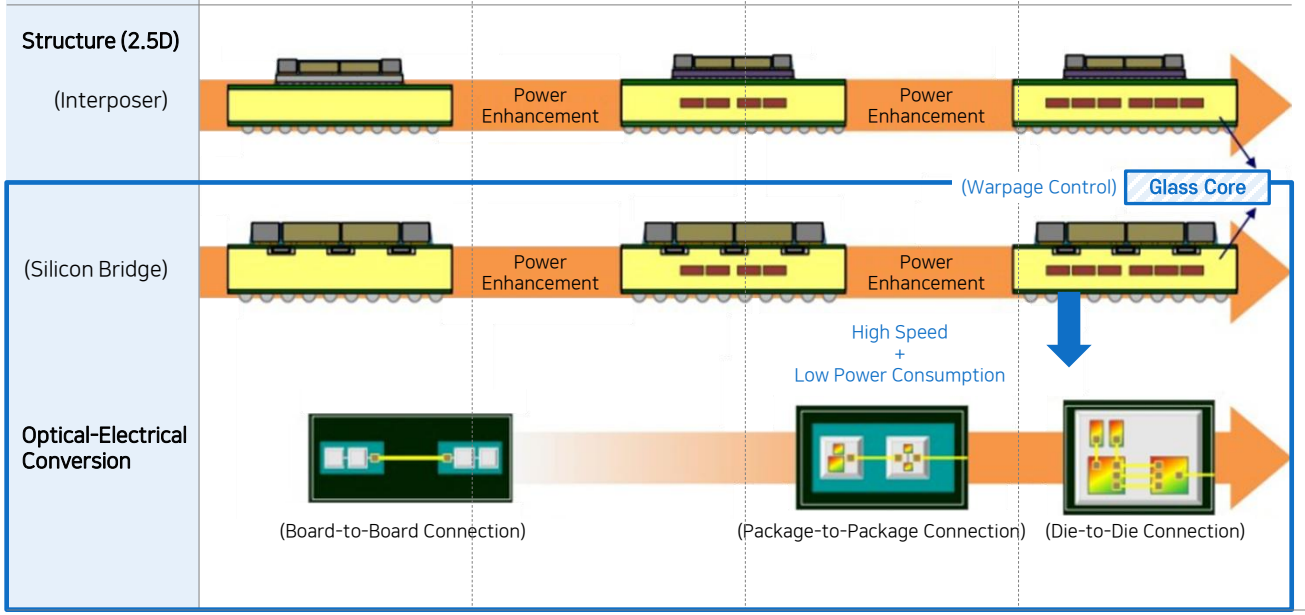
		2025	2026	2027
Structure		11/2/11 : 6/8/8	14/n/14	16/n/16
Max. Body Size (mm)		93x93	150x150	>150x150
Bump Area	Bump Pitch	90	70	60
	SRO	45	35	30
Build up Layer	Line/Space	9/12	5/7	5/5
	Min. Via/Land Diameter	55/80	35/60	30/55
Core Layer	Line/Space	25/25	20/25	20/25

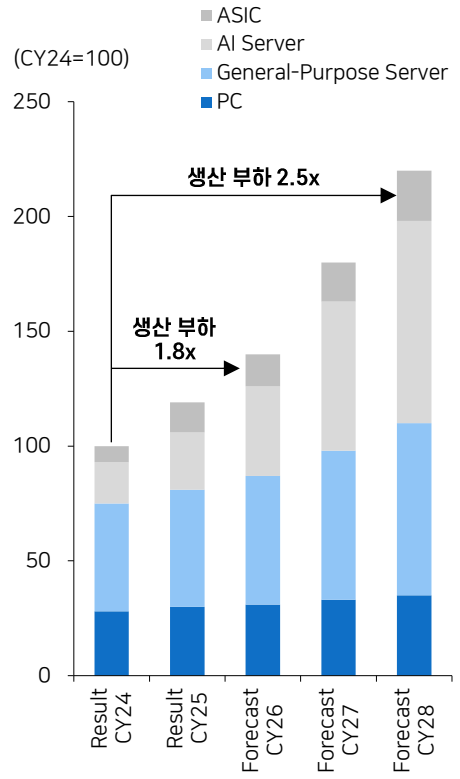
자료: 유니마이크론, 메리츠증권 리서치센터

이비덴의 ABF 기판 로드맵 : 향후 대면적화의 핵심은 EMIB와 CPO

AI서버 랙의 전력 공급망 구조와 각 단계별 MLCC

	CY25	CY26	CY28	CY30~
Die Size (Reticle)	3.5	5.0	7.5	9<
Substrate Size	80 x 80	90 x 90	110 x 110	130 x 130 <
SAP	9-X-9	10-X-10	12-X-12	14-X-14

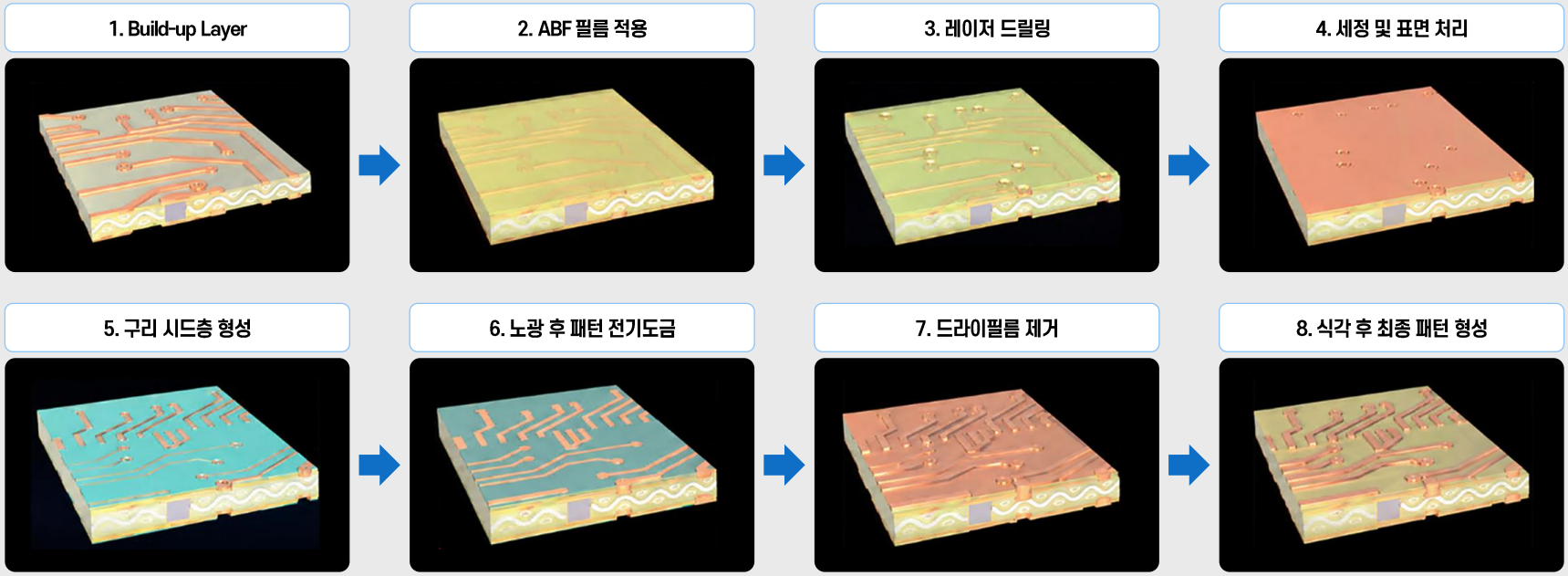




자료: 이비덴, 메리츠증권 리서치센터

ABF 기판 제조 공정

고다층화·대면적화·미세피치화·회로 미세화가 동시 진행될수록 공정 난이도는 높아지고, 수율 저하 가능성은 확대

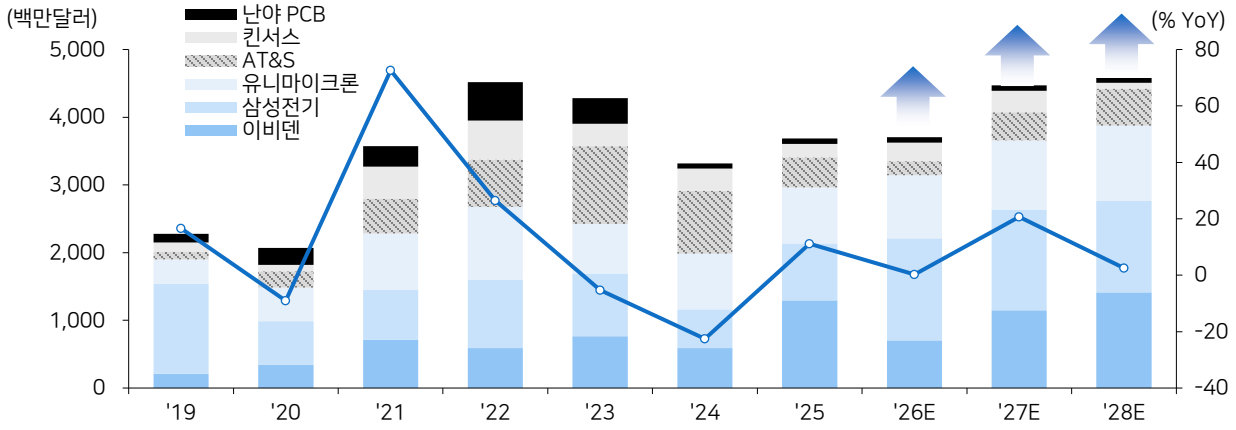


자료: 아지노모토, 메리츠증권 리서치센터

시장 예상을 크게 상회하는 ABF 기판 투자 Cycle 전개 예상

- AI 서버향 GPU·ASIC 수요 확대와 서버 CPU 수요 회복, 생산 난이도 상승에 따른 Capa 잠식이 동시에 진행되며 중장기 하이엔드 ABF 기판 공급 부족에 대한 밸류체인 전반의 공감대가 크게 확산
- 이번 증설 사이클의 핵심은 고객사 부담 기반의 투자 확대라는 점. 공급 부족이 고객사의 AI 서버 출하 병목으로 이어질 가능성이 높아지면서, 고객사는 기판 업체에게 투자비 일부를 지원금 형태로 제공하고 증설을 유도할 것으로 예상
  → 이는 기판 업체 입장에서 다운사이클 우려를 낮추고 공격적인 Capex 집행을 가능하게 하는 요인
- 또한 이번 투자 사이클은 '28년 이후까지 장기화될 전망. 고도화된 제조 설비 요건과 수율 저하 이슈가 병존하면서, 투자 금액 대비 실질 Capa 잠식이 불가피하기 때문 → ABF 기판 Capex는 생산 난이도 상승에 따른 Capa 잠식이 선제적으로 반영되면서 시장 예상을 크게 상회할 전망
- ABF 기판 투자 사이클은 고객사 부담 기반의 LTA 확대, 다운사이클 리스크 완화, '28년까지 이어지는 증설 지속성이라는 점에서 과거 사이클과 차별화 → 이는 ABF 밸류체인의 실적 가시성과 밸류에이션 리레이팅을 동시에 뒷받침하는 핵심 요인으로 판단

ABF 기판 업체 합산 Capex 추이 및 전망: '26~'28년 상향 조정 전망



1. 신코(Shinko) 상장폐지로 컨센서스 미반영

* 신코는 상장폐지 이후 시장 컨센서스 집계에서 제외
* EMIB 및 CPU향 대규모 증설 가능성이 높아, 실제 ABF 업계 Capex는 현재 컨센서스를 상회할 전망

2. 국내외 Non-Tier 1 업체들의 증설 랠리 동참 예상

* Tier 1 업체들의 증설 확정 이후, 후발 업체들도 고객사 선수금 기반으로 증설에 동참할 가능성 확대
* AI 서버향 ABF 수요 증가와 고객사의 공급망 다변화 니즈를 감안할 때, Non-Tier 1 업체들의 Capex 역시 시장 예상을 상회할 전망

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2026년 주요 ABF 기판 업체별 업황 동향

시장 종합	- AI 칩 패키징 층수 기존 3+3층→11+11층, 2030년 이후 13+13층까지 증가 예상으로 ABF 수요 구조적 성장 지속 - 고사양 ABF 기판 수급 불균형 심화로 향후 3년간 산업 전반이 본격 증설 사이클 진입 예상 - ABF 기판 공급 쇼티지 2027년 말까지 지속 전망. 업계 평균 GPM 2026년 22~30%, 2027년 30~35%까지 상승 전망 - 상위 유리섬유 소재 부족 영향으로 유니마이크론, 킨서스, 난야 PCB는 ABF 기판 생산능력 대부분이 주요 고객사에 의해 선점 - 리드타임 장기화, 현물 가격 상승, 원재료 비용 전가 등 긍정적 흐름 확대 - 올해 2분기부터 ABF 기판 평균 가격 5~10% 인상 진행 중, 일부 현물 가격은 30% 이상 상승 - 대만 기판 업체들은 연말까지 캐파 풀가동 수준에 도달하며 하반기 추가 가격 인상 가능성 - 대만 PCB 업체들 총 투자 규모 이미 2,000억 대만달러 돌파. 2026년 PCB 산업 전체 자본지출 역대 최고치 경신 전망 - 2027년에는 업황 피크였던 2022년을 상회하는 매출 · 수익성 달성 가능할 전망
이비덴	- CY4Q25 실적발표에서 3년간 총 5,000억엔(4.5조원) 규모 CAPEX 계획 공개, FY26~27 중 대부분의 투자 완료 후 FY28 양산 개시 전망 - 투자금액의 절반 가량은 인텔의 EMIB 패키지향으로 집행되는 것으로 추정 - 인텔의 추가 고객사 확보 일정에 맞춰 단계적 가동 이루어질 것으로 예상 - 1단계로 가마 사업장에 2,200억엔을 우선 투입해 신규 라인 구축 계획 - 가마 사업장은 당초 인텔 전용 공장이었으나, 협의를 통해 멀티 고객 대응이 가능한 생산 거점으로 전환 - 오노 사업장에도 2,800억엔 규모 증설 투자 집행 계획
킨서스	- 2026년 하반기부터 가격 인상 효과 본격 반영 전망 - AI 관련 매출 비중 현재 5~10% → 2026년 말 10~15%까지 확대 예상 - ABF 기판 매출은 30% YoY 성장 예상, BT 기판 역시 15% YoY 성장 예상 - 2026년 CAPEX 약 70억~80억 대만달러 계획, 이 중 약 60억 대만달러를 ABF 증설 · 장비 구매에 사용 예정 - ABF 관련 3개년 누적 증설 투자 235억 대만달러. 증설 자금 조달 위해 현금 증자도 병행 - 2027년 CAPEX 역시 2026년 상회 전망
난야 PCB	- BT 기판 및 비장기계약 ABF 비중 높아 가격 인상 사이클에서 가장 큰 수혜 기대 - 2026년 CAPEX는 100억대만달러를 상회하며 경쟁사 킨서스 대비 높은 수준 예상, 다만 유니마이크론보다는 낮은 규모 전망 - 2026년 CAPEX 역대 최고치 경신 가능성 (2022년 169억 대만달러 이후 최대) - 투자 방향은 병목 해소, 신규 공정 개발, 생산라인 개조에 집중. 단일 신규 공장 건설 아닌 향후 10~20년 고급 기판 기술 플랫폼 겨냥한 전면적 재정비 - 경쟁사와 달리 그룹 내 기존 공장 임대 활용으로 토지 매입이나 신규 공장 건설 없이 CAPEX를 장비투자에 집중할 수 있는 구조적 강점 보유 - 신규 캐파는 2026년 하반기부터 순차 가동 예정
유니마이크론	- ABF · BT · HDI 가동률 1Q26 모두 약 90% 도달, 2Q26에도 높은 수준 유지 전망 - 2026년 ABF 기판 생산능력 약 40% 증대 계획 - 2026년 자본지출 340억 대만달러로 역대 최고치 경신, 이 중 약 70%는 ABF 기판 생산능력 확대 · 공정 업그레이드에 투입 - 노광기 · 도금 장비 리드타임 이미 14개월까지 장기화로 장납기 장비 선급금 확대 중 - 2022년 최고 매출 넘어 사상 최고 매출 달성 목표
AT&S	- AMD · 인텔 등 주요 CPU 고객사 확보로 ABF 기판 경쟁력 입증 - 고객사 자금 지원 기반의 증설이 이어지는 가운데, ABF 기판 가격 상승세도 지속될 것으로 전망 - 최근 중국 충칭 공장 증설을 결정했으며, 해당 투자금은 장기공급계약을 기반으로 전액 조달될 예정임을 강조

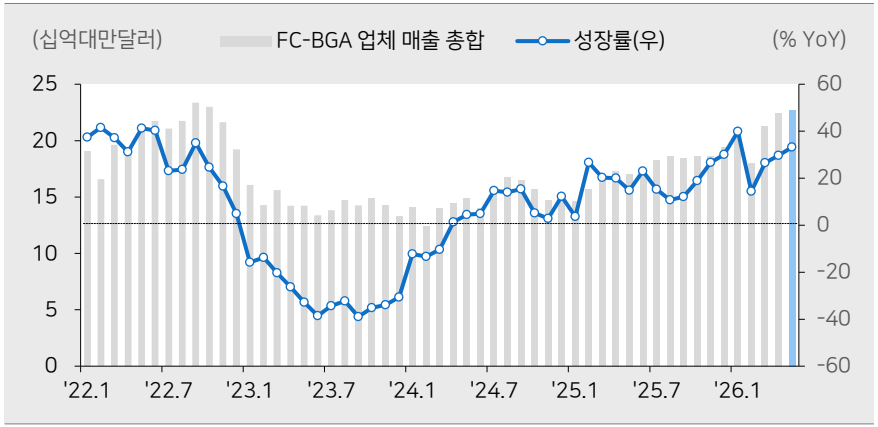
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

기가비스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**4.6**	**8.9**	**7.2**	**31.7**	**6.0**	**15.8**	**22.8**	**33.9**	**52.4**	**78.5**	**163.1**
(% QoQ)	-32.9%	93.0%	-18.8%	338.8%	-81.1%	164.3%	43.8%	49.0%			
(% YoY)	-26.2%	-1.6%	81.2%	361.7%	29.9%	78.0%	215.0%	6.9%	100.6%	49.7%	107.8%
제품	3.1	7.0	5.7	29.4	4.0	13.0	19.3	29.8	45.3	66.0	148.1
Software	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	1.0	1.5	1.2	2.1	4.0	5.1
용역	1.4	1.8	1.5	2.2	2.0	1.7	1.9	2.8	6.9	8.3	9.6
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.4
영업이익	**-1.9**	**2.0**	**0.9**	**11.1**	**-1.0**	**3.6**	**6.7**	**13.0**	**12.1**	**22.4**	**65.9**
(% QoQ)	적지확대	흑자전환	-57.4%	1,184.5%	적자전환	흑자전환	89.1%	93.4%			
(% YoY)	적자확대	485.5%	흑자전환	흑자전환	적자축소	75.3%	677.9%	17.1%	-777.2%	84.8%	194.8%
영업이익률 (%)	-41.8%	22.9%	12.0%	35.1%	-16.2%	22.5%	29.6%	38.4%	23.1%	28.5%	40.4%

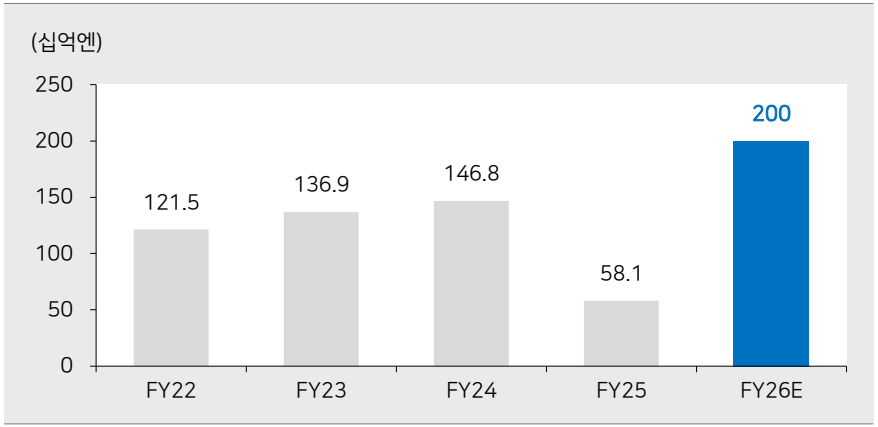
자료: 기가비스, 메리츠증권 리서치센터

대만 FC-BGA 업체 3사 합산 매출액 추이



자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

이비덴 Electronics Capex 추이



자료: Unalyze, 메리츠증권 리서치센터

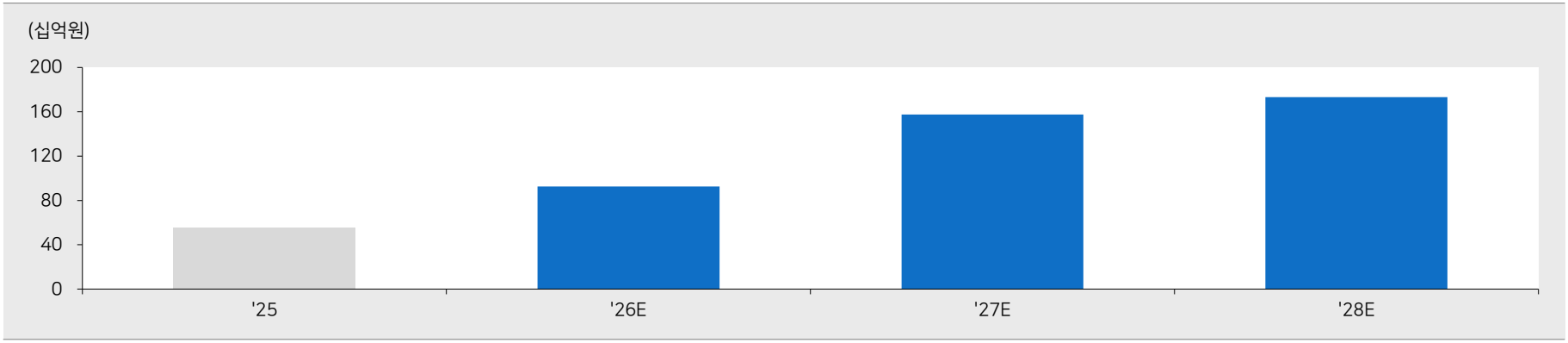
기가비스 수주공시 & 수주잔고

기가비스 수주공시 정리

계약 상대방	시작일	종료일	금액(억원)	내용	판매 · 공급지역
일본 반도체 기판 제조회사	2026-06-02	2027-05-31	94.7	반도체 기판 검사 및 수리장비	해외
한국 반도체 기판 제조회사	2026-04-24	2026-10-30	90.4	반도체 기판 검사 및 수리장비	국내
일본 반도체 기판 제조회사	2025-11-14	2026-10-27	38.2	반도체 기판 검사장비	해외
대만 반도체 기판 제조회사	2026-02-27	2026-12-03	109.1	반도체 기판 검사 및 수리장비	해외
일본 반도체 기판 제조회사	2025-04-22	2027-02-28	27.8	반도체 기판 수리장비	해외
싱가포르 반도체 기판 제조회사	2025-02-28	2026-10-27	114.0	반도체 기판 검사 및 수리장비	해외
싱가포르 반도체 기판 제조회사	2025-01-29	2026-11-27	153.8	반도체 기판 검사 및 수리장비	해외

자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

기가비스 수주총액 추이 및 전망



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

기가비스 밸류에이션 테이블

기가비스 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)		High	108,700	83,800	42,500		
		Low	56,700	20,300	22,000		
		Average	78,206	51,676	29,487		
확정치	PER (배)	High	39.6	311.3	34.9		
		Low	20.7	75.4	18.0		
		Average	28.5	192.0	24.2		
	EPS (원)	(원)	2,745	269	1,219	1,690	4,300
		Growth (%)	4.3	-90.2	352.9	38.6	154.5
컨센서스	PER (배)	High	41.5	nm	38.8		
		Low	21.6	nm	20.1		
		Average	28.5	nm	24.2		
	EPS (원)	(원)	2,622	nm	1,094	1751	4163
		Growth (%)	-0.4	nm	306.4	43.6	146.4

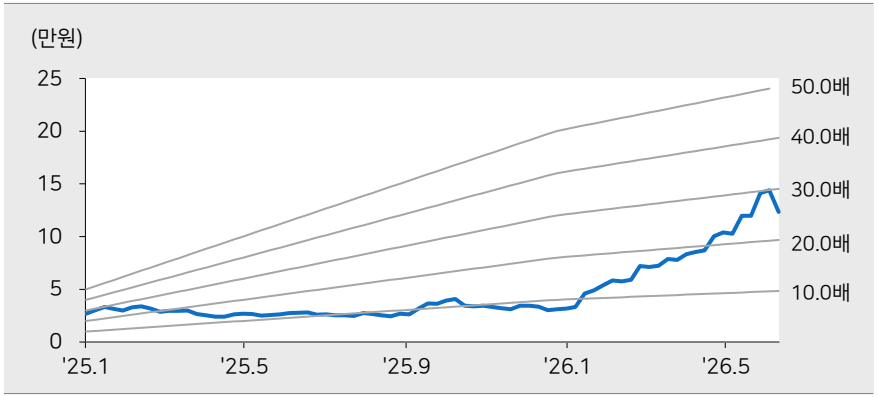
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

기가비스 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS(원)	4,300	
적정배수 (배)	39.6	과거 업사이클인 2023년 고점
적정가치	170,272	
적정주가	170,000	
현재주가	124,700	
상승여력 (%)	36.3%	

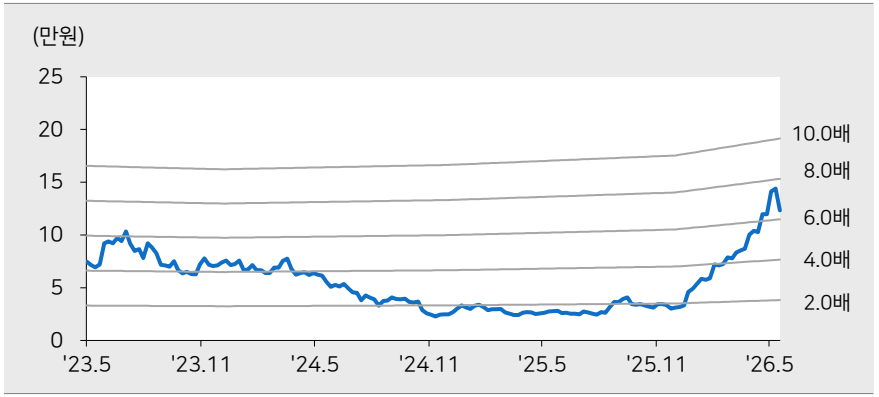
자료: 메리츠증권 리서치센터

기가비스 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

기가비스 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

기가비스(420770)

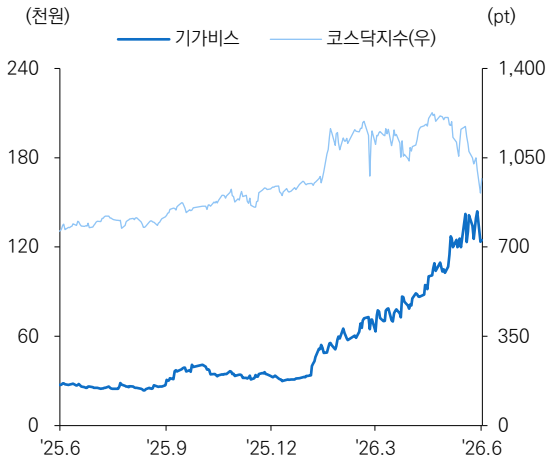
KOSDAQ	967.81pt
시가총액	15,807억원
발행주식수	1,268만주
유동주식비율	49.02%
외국인비중	3.65%
52주 최고/최저가	144,000원/23,700원
평균거래대금	157.8억원

주요주주(%)

김종준 외 3 인	48.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.5	279.0	356.8
상대주가	51.7	264.7	260.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	26.1	-1.8	3.4	269	-	16,227	91.2	1.51	-189.5	1.7	11.7
2025	52.4	12.1	15.5	1,219	352.9	16,646	25.8	1.89	20.7	7.4	13.4
2026E	78.5	22.4	21.4	1,690	38.6	17,536	73.8	7.11	57.2	9.9	14.6
2027E	163.1	65.9	54.5	4,300	154.5	21,036	29.0	5.93	20.4	22.3	17.2
2028E	187.2	79.3	67.6	5,331	24.0	25,567	23.4	4.88	16.4	22.9	15.3

기가비스 (420770)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**26.1**	**52.4**	**78.5**	**163.1**	**187.2**
매출액증가율(%)		100.6	49.7	107.8	14.7
매출원가	14.0	24.1	37.4	72.6	83.3
매출총이익	12.1	28.4	41.1	90.5	103.9
판매비와관리비	13.9	16.3	18.8	24.6	24.7
영업이익	**-1.8**	**12.1**	**22.4**	**65.9**	**79.3**
영업이익률(%)	-6.9	23.1	28.5	40.4	42.3
금융손익	4.1	3.2	2.9	2.4	4.4
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.1	0.1	0.9	-0.2	0.8
세전계속사업이익	4.4	15.4	26.1	68.1	84.5
법인세비용	1.0	-0.1	4.7	13.6	16.9
당기순이익	**3.4**	**15.5**	**21.4**	**54.5**	**67.6**
지배주주지분 순이익	3.4	15.5	21.4	54.5	67.6

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	179.6	184.5	196.4	247.9	306.4
현금및현금성자산	20.2	39.8	15.3	2.4	25.0
매출채권	13.7	12.7	15.9	21.6	24.8
재고자산	18.2	15.6	19.4	26.4	30.3
비유동자산	50.1	54.8	58.3	64.5	67.2
유형자산	40.9	45.8	48.0	49.7	51.2
무형자산	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
투자자산	1.8	2.8	4.2	8.6	9.9
자산총계	**229.7**	**239.3**	**254.7**	**312.4**	**373.6**
유동부채	3.9	8.2	12.2	25.4	29.2
매입채무	1.3	1.0	1.5	3.1	3.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	20.1	20.1	20.2	20.3	20.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
부채총계	**24.0**	**28.3**	**32.4**	**45.7**	**49.5**
자본금	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
자본잉여금	102.5	102.5	102.5	102.5	102.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	100.7	106.0	117.3	161.7	219.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**205.7**	**211.0**	**222.3**	**266.7**	**324.1**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**3.0**	**25.7**	**18.6**	**56.5**	**65.8**
당기순이익(손실)	3.4	15.5	21.4	54.5	67.6
유형자산감가상각비	0.8	0.8	2.9	3.2	3.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	6.2	3.0	-4.9	-1.5	-4.5
투자활동 현금흐름	**-23.7**	**5.2**	**-33.0**	**-59.2**	**-33.1**
유형자산의 증가(CAPEX)	-31.9	-4.6	-5.0	-5.0	-5.0
투자자산의 감소(증가)	-1.8	-1.0	-1.4	-4.5	-1.3
재무활동 현금흐름	**9.9**	**-10.1**	**-10.1**	**-10.1**	**-10.1**
차입금증감	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가	105.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-10.4**	**19.6**	**-24.5**	**-12.9**	**22.6**
기초현금	30.6	20.2	39.8	15.3	2.4
기말현금	20.2	39.8	15.3	2.4	25.0

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	2,062	4,137	6,192	12,869	14,766
EPS(지배주주)	269	1,219	1,690	4,300	5,331
CFPS	-194	1,244	1,993	5,380	6,532
EBITDAPS	-79	1,017	1,993	5,459	6,532
BPS	16,227	16,646	17,536	21,036	25,567
DPS	800	800	800	800	800
배당수익률(%)	3.3	2.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	91.2	25.8	73.8	29.0	23.4
PCR	-126.4	25.3	62.6	23.2	19.1
PSR	11.9	7.6	20.1	9.7	8.4
PBR	1.51	1.89	7.11	5.93	4.88
EBITDA(십억원)	-1.0	12.9	25.3	69.2	82.8
EV/EBITDA	-189.5	20.7	57.2	20.4	16.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.7	7.4	9.9	22.3	22.9
EBITDA이익률	-3.8	24.6	32.2	42.4	44.2
부채비율	11.7	13.4	14.6	17.2	15.3
금융비용부담률	2.5	1.4	0.9	0.4	0.4
이자보상배율(x)	-2.7	16.9	31.3	92.4	111.0
매출채권회전율(x)	1.9	4.0	5.5	8.7	8.1
재고자산회전율(x)	1.4	3.1	4.5	7.1	6.6

LG이노텍 (011070) ABF 증설 사이클의 포문을 열다

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	1,400,000원
현재주가 (6.9)	1,137,000원
상승여력	23.1%

2Q26 OP 1,804억원(+1,483.3% YoY), 시장 컨센서스(1,443억원) 25.0% 상회 전망

- 우호적인 환율과 북미 고객사의 모바일 판매 호조에 힘입어 광학솔루션 실적이 시장 기대치를 상회할 것으로 예상
- 패키지솔루션은 반도체 기판의 풀가동 체제가 유지되는 가운데, 원재료 가격 상승분에 대한 판가 전가도 순차적으로 진행 중

ABF 중심 반도체 기판 증설 사이클 개시

- 동사는 6월 4일 베트남 하이퐁시와 반도체 기판 공장 증설 투자 양해각서를 체결하며 반도체 기판 증설 사이클 진입을 공식화
- 이번 투자는 중장기 고객 수요에 대응하기 위한 선제적 결정으로, 내년 준공 후 추가 설비 반입을 통해 ABF, FC-CSP, RF-SiP 등 전방위적인 반도체 기판 대응 역량을 베트남에서도 확보할 계획
- ABF 기판의 경우에도 강한 수요와 고객사 요청에 기반해 추가 투자 또한 검토 중
  → ABF 기판 매출액은 올해 1,200억원 수준에서 2031년 2조원 이상으로 확대 목표
- 당사 추정 동사의 ABF 기판 매출액은 2025년 450억원에서 2026년 1,250억원, 2027년 4,000억원 이상으로 확대되며, 본격적인 고성장 구간에 진입할 전망
- 동사는 ABF 기판 후발주자이나, 업황 쇼티지와 이미 확보한 미세회로 구현, 적층, 품질 안정화 기술을 기반으로 다수의 신규 고객사를 확보. 특히 현재 PC용 칩셋을 주력으로 납품 중인 고객사와는 차세대 패키징 관련 기술 논의도 진행 중
- 중장기 ABF 업사이클 진입에 앞서 선제적인 증설에 나서고 있다는 점에서, Tier-1 업체들과의 격차는 빠르게 축소될 전망

투자의견 Buy, 적정주가 1,400,000원 제시

- 2027년 예상 EPS 47,366원에 Target P/E 30.0배 (대만 ABF 기판 Peer 평균 멀티플에 10% 할인 부여) 적용
- 광학 사업부 이익 비중이 높다는 점을 감안해 Peer 대비 10% 할인을 적용. 다만 선제적인 ABF 증설 사이클 진입으로 향후 ABF 기판 매출의 상대적으로 가파른 성장세가 기대된다는 점을 반영해, 할인율을 기존 20%에서 10%로 축소 적용

LG이노텍 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**4,982.8**	**3,934.6**	**5,369.4**	**7,601.1**	**5,534.8**	**4,915.8**	**5,667.1**	**7,849.9**	**21,887.9**	**23,967.5**	**26,409.6**
(% QoQ)	-24.8%	-21.0%	36.5%	41.6%	-27.2%	-11.2%	15.3%	38.5%			
(% YoY)	15.0%	-13.6%	-5.6%	14.7%	11.1%	24.9%	5.5%	3.3%	3.2%	9.5%	10.2%
광학솔루션	4,138.4	3,052.7	4,481.2	6,646.2	4,610.6	3,939.3	4,650.5	6,804.0	18,319	20,004	21,702
전장부품	467.5	465.7	450.6	465.7	487.1	494.0	486.1	495.2	1,850	1,962	2,106
기판소재	376.9	416.2	437.7	489.2	437.1	482.4	530.5	550.6	1,720	2,001	2,602
영업이익	**125.1**	**11.4**	**203.7**	**324.8**	**295.3**	**180.4**	**268.2**	**388.3**	**665.0**	**1,132.2**	**1,423.9**
(% QoQ)	-49.5%	-90.9%	1688.5%	59.4%	-9.1%	-38.9%	48.7%	44.7%			
(% YoY)	-28.9%	-92.5%	56.2%	31.0%	136.1%	1,483.3%	31.7%	19.6%	-5.8%	70.3%	25.8%
광학솔루션	73.4	-33.6	161.9	280.6	242.3	112.9	189.1	304.0	482.2	848.3	930.2
전장부품	22.9	22.4	13.1	-4.5	15.3	11.6	7.1	4.9	53.9	39.0	48.6
기판소재	28.8	22.6	28.8	48.7	37.7	55.8	72.0	79.3	128.9	244.9	445.0
영업이익률 (%)	**2.5%**	**0.3%**	**3.8%**	**4.3%**	**5.3%**	**3.7%**	**4.7%**	**4.9%**	**3.0%**	**4.7%**	**5.4%**
광학솔루션	1.8%	-1.1%	3.6%	4.2%	5.3%	2.9%	4.1%	4.5%	2.6%	4.2%	4.3%
전장부품	4.9%	4.8%	2.9%	-1.0%	3.1%	2.4%	1.5%	1.0%	2.9%	2.0%	2.3%
기판소재	7.6%	5.4%	6.6%	10.0%	8.6%	11.6%	13.6%	14.4%	7.5%	12.2%	17.1%
세전이익	4,982.8	3,934.6	5,369.4	7,601.1	5,534.8	4,915.8	5,667.1	7,849.9	408.6	1,055.3	1,387.1
지배주주 순이익	-24.8%	-21.0%	36.5%	41.6%	-27.2%	-11.2%	15.3%	38.5%	341.3	857.4	1,121.5
지배주주 순이익률 (%)	15.0%	-13.6%	-5.6%	14.7%	11.1%	24.9%	5.5%	3.3%	1.6%	3.6%	4.2%

자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 밸류에이션 테이블

LG이노텍 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)		High	321,000	305,500	299,500		
		Low	213,000	152,500	121,000		
		Average	265,665	216,055	178,270		
확정치	PER (배)	High	13.4	16.1	20.8		
		Low	8.9	8.0	8.4		
		Average	11.1	11.4	12.4		
	EPS (원)	(원)	23,881	18,983	14,419	35,543	47,387
		Growth (%)	-42.3	-20.5	-24.0	146.5	30.8
컨센서스	PER (배)	High	13.5	13.4	15.1		
		Low	9.0	6.7	6.1		
		Average	11.2	9.5	9.0		
	EPS (원)	(원)	23,742	22,834	19,819	33,047	40,346
		Growth (%)	-42.7	-4.4	4.4	129.2	13.5

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS(원)	**47,387**	
적정배수 (배)	30.0	대만 ABF Peer 업체 평균에 10% 할인
적정가치	1,420,200	
적정주가	**1,400,000**	
현재주가	**1,137,000**	
상승여력 (%)	23.1%	

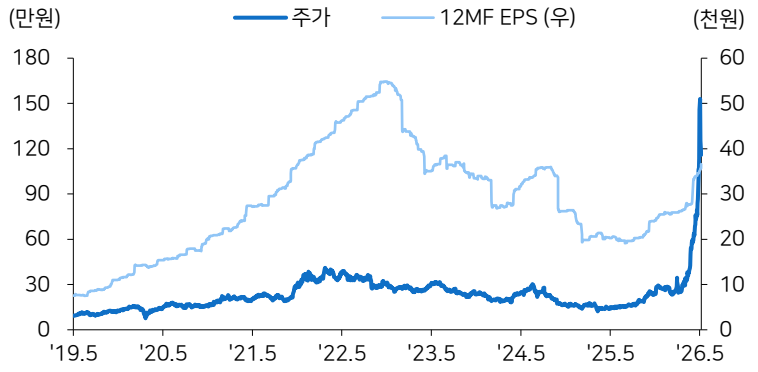
자료: 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	**23,967.5**	23,888.0	0.3%	**26,409.6**	26,283.3	0.5%
영업이익	**1,132.2**	1,098.3	3.1%	**1,423.9**	1,379.0	3.3%
세전이익	**1,055.3**	1,021.0	3.4%	**1,387.1**	1,340.5	3.5%
지배주주 순이익	**857.4**	819.3	4.7%	**1,121.5**	1,072.7	4.6%
영업이익률(%)	**4.7%**	4.6%		**5.4%**	5.2%	
세전이익률(%)	**4.4%**	4.3%		**5.3%**	5.1%	
순이익률(%)	**3.6%**	3.4%		**4.2%**	4.1%	

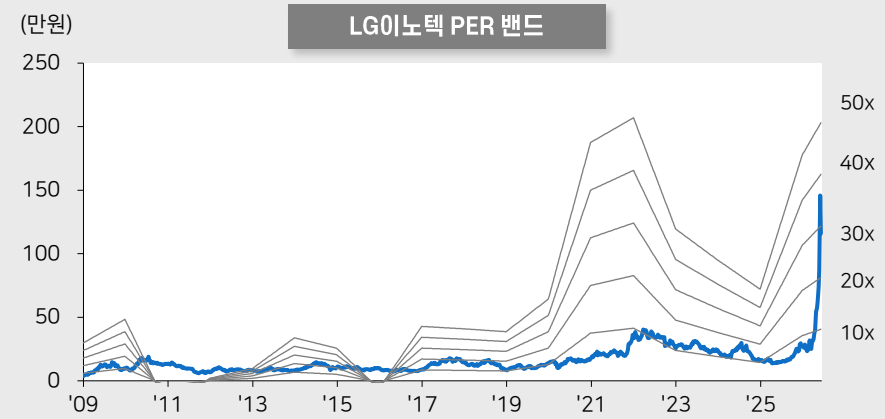
자료: LG이노텍, 메리츠증권 리서치센터

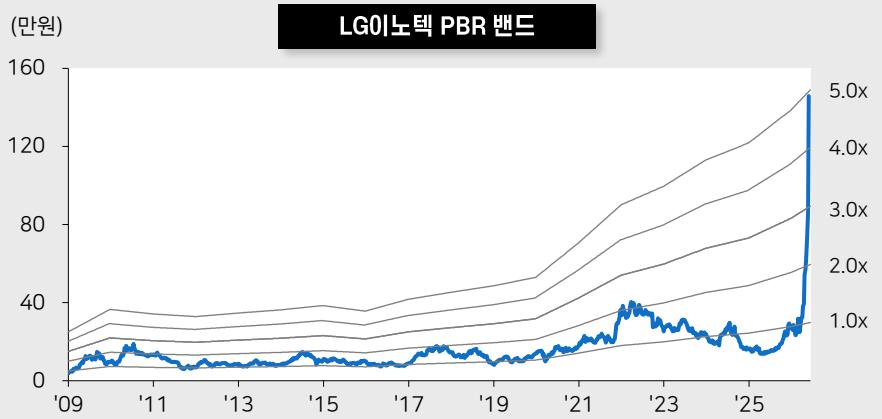
LG이노텍 주가와 실적 추정치 추이

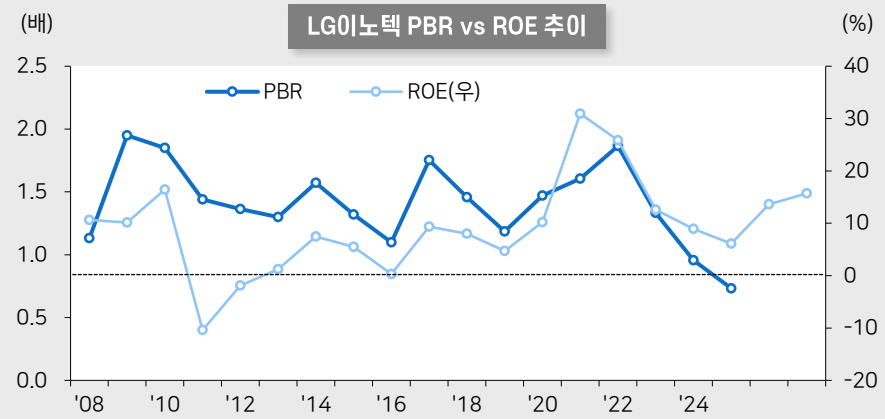


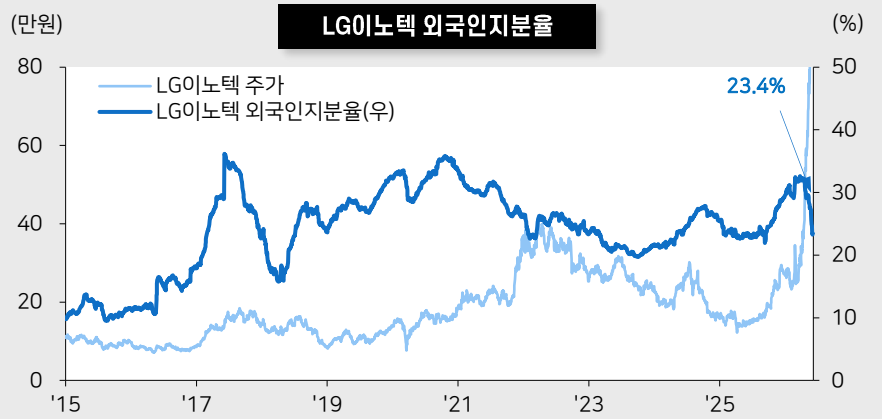
자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍 Valuation Chart









자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

LG이노텍(011070)

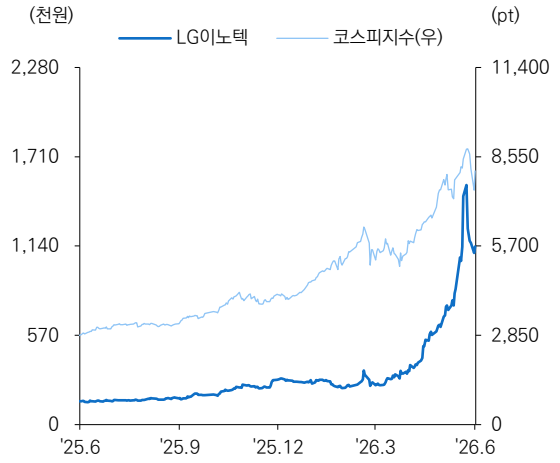
KOSPI	8,096.93pt
시가총액	269,095억원
발행주식수	2,367만주
유동주식비율	59.19%
외국인비중	23.28%
52주 최고/최저가	1,530,000원/143,400원
평균거래대금	3,127.4억원

주요주주(%)

LG전자 외 1 인	40.79
국민연금공단	10.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	82.2	295.5	667.7
상대주가	68.7	102.4	170.8

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	21,200.8	706.0	449.3	18,983	-20.5	226,216	8.5	0.72	2.6	8.9	112.5
2025	21,896.6	665.0	341.3	14,419	-24.0	243,505	18.8	1.11	4.0	6.1	107.0
2026E	23,967.5	1,132.2	857.4	36,227	151.2	277,852	31.4	4.09	12.3	13.9	90.7
2027E	26,409.6	1,423.9	1,121.5	47,387	30.8	323,360	24.0	3.52	10.6	15.8	81.4
2028E	27,581.8	1,679.5	1,405.9	59,401	25.4	380,881	19.1	2.99	9.3	16.9	71.4

LG이노텍 (011070)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**21,200.8**	**21,896.6**	**23,967.5**	**26,409.6**	**27,581.8**
매출액증가율(%)	2.9	3.3	9.5	10.2	4.4
매출원가	19,457.1	20,147.0	20,243.2	22,111.4	22,858.1
매출총이익	1,743.7	1,749.6	3,724.3	4,298.1	4,723.8
판매비와관리비	1,037.6	1,084.6	2,592.2	2,874.3	3,044.3
영업이익	**706.0**	**665.0**	**1,132.2**	**1,423.9**	**1,679.5**
영업이익률(%)	3.3	3.0	4.7	5.4	6.1
금융손익	-90.4	-80.1	-42.6	-10.5	37.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-26.8	-176.3	-34.3	-26.3	0.0
세전계속사업이익	588.8	408.6	1,055.3	1,387.1	1,717.2
법인세비용	139.5	67.4	197.9	265.6	311.3
당기순이익	**449.3**	**341.3**	**857.4**	**1,121.5**	**1,405.9**
지배주주지분 순이익	449.3	341.3	857.4	1,121.5	1,405.9

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	5,853.1	6,778.4	7,869.4	8,810.9	10,393.9
현금및현금성자산	1,329.4	1,406.4	1,989.4	2,331.7	3,627.2
매출채권	2,783.9	3,398.4	3,719.8	4,098.8	4,280.8
재고자산	1,575.2	1,788.8	1,958.0	2,157.5	2,253.2
비유동자산	5,525.1	5,152.5	4,673.0	5,070.8	5,056.0
유형자산	4,479.8	3,724.2	3,292.5	3,730.2	3,750.4
무형자산	219.0	296.4	236.8	183.0	141.4
투자자산	182.3	375.7	387.5	401.3	407.9
자산총계	**11,378.2**	**11,930.9**	**12,542.4**	**13,881.6**	**15,449.9**
유동부채	3,954.9	4,507.2	4,467.2	4,720.4	4,923.0
매입채무	2,241.1	2,642.1	2,892.0	3,186.7	3,328.1
단기차입금	73.5	155.3	155.3	155.3	155.3
유동성장기부채	610.9	567.0	168.9	0.0	0.0
비유동부채	2,069.5	1,660.6	1,499.3	1,508.3	1,512.6
사채	781.4	529.0	457.1	457.1	457.1
장기차입금	1,186.2	1,011.2	914.1	914.1	914.1
부채총계	**6,024.4**	**6,167.8**	**5,966.4**	**6,228.6**	**6,435.6**
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	234.1	320.2	320.2	320.2	320.2
이익잉여금	3,868.2	4,191.2	5,004.1	6,081.2	7,442.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**5,353.9**	**5,763.1**	**6,576.0**	**7,653.0**	**9,014.4**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**1,110.1**	**1,331.4**	**1,768.8**	**2,006.5**	**2,329.5**
당기순이익(손실)	449.3	341.3	857.4	1,121.5	1,405.9
유형자산감가상각비	1,229.0	1,100.6	971.5	991.6	962.0
무형자산상각비	51.0	49.8	69.6	53.8	41.6
운전자본의 증감	-815.8	-410.1	-141.2	-166.5	-79.9
투자활동 현금흐름	**-969.5**	**-796.4**	**-575.4**	**-1,452.0**	**-990.2**
유형자산의 증가(CAPEX)	-879.0	-611.0	-539.9	-1,429.2	-982.2
투자자산의 감소(증가)	-37.2	-193.5	-11.7	-13.8	-6.6
재무활동 현금흐름	**-219.8**	**-452.9**	**-610.4**	**-212.2**	**-43.9**
차입금증감	-69.4	-386.6	-565.9	-167.7	0.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-60.3**	**77.0**	**582.9**	**342.4**	**1,295.5**
기초현금	1,389.7	1,329.4	1,406.4	1,989.4	2,331.7
기말현금	1,329.4	1,406.4	1,989.4	2,331.7	3,627.2

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	895,790	925,191	1,012,692	1,115,877	1,165,407
EPS(지배주주)	18,983	14,419	36,227	47,387	59,401
CFPS	90,242	80,450	89,819	102,640	113,367
EBITDAPS	83,917	76,702	91,827	104,330	113,367
BPS	226,216	243,505	277,852	323,360	380,881
DPS	2,090	1,880	1,880	1,880	1,880
배당수익률(%)	1.3	0.7	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	8.5	18.8	31.4	24.0	19.1
PCR	1.8	3.4	12.7	11.1	10.0
PSR	0.2	0.3	1.1	1.0	1.0
PBR	0.72	1.11	4.09	3.52	2.99
EBITDA(십억원)	1,986.1	1,815.3	2,173.3	2,469.2	2,683.1
EV/EBITDA	2.6	4.0	12.3	10.6	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.9	6.1	13.9	15.8	16.9
EBITDA이익률	9.4	8.3	9.1	9.3	9.7
부채비율	112.5	107.0	90.7	81.4	71.4
금융비용부담률	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	6.2	7.6	15.9	24.4	30.3
매출채권회전율(x)	8.4	7.1	6.7	6.8	6.6
재고자산회전율(x)	13.5	13.0	12.8	12.8	12.5

대덕전자 (353200) 처음 맞이하는 트리플 업사이클

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (6.9)	152,600원
상승여력	24.5%

투자의견 Buy, 적정주가 190,000원 제시

- 투자의견 Buy를 유지하고, 적정주가는 기존 150,000원에서 190,000원으로 상향 제시
  → 적정주가는 2027년 예상 EPS 5,816원에 Target P/E 33.3배를 적용해 산출. 글로벌 Peer 업체인 유니마이크론, 킨서스, 난야 PCB의 2027년 평균 P/E 33.0배를 할인 없이 적용
- 또한 2026년과 2027년 영업이익 추정치를 각각 4.3%, 11.4% 상향 조정한 2,446억원, 3,358억원으로 전망
- ABF 기판뿐만 아니라 메모리, MLB 등 동사의 세 사업부가 구조적 변곡점에 동시에 진입하고 있다는 점에서 실적 추정치 상향과 밸류에이션 리레이팅이 정당화될 수 있다고 판단

처음 맞이하는 트리플 업사이클

- **메모리:** 2Q26부터 메모리 기판 판가 인상 효과가 본격 반영될 전망. 최근 신공장 증설 계획을 구체화했으며, 해당 증설분 매출은 3Q27부터 반영될 것으로 예상
- **MLB:** 마진이 높은 항공우주향 매출 증가로 믹스 개선 지속. 하반기부터는 증설 완공 시점과 맞물려 AI 가속기 관련 매출의 재성장이 기대되며, 대역폭 고도화에 따른 광모듈향 MLB 사양 고도화 수혜도 본격화될 전망
- **FC-BGA & FC-CSP:** FC-CSP는 가격 인상을 진행 중이며, 2Q 중 순차적으로 마무리될 전망.
  FC-BGA는 3Q26 PCIe 스위치향 대면적 기판 양산을 시작으로, 1Q27에는 Physical AI향 FC-BGA 양산을 기대
- PCIe 스위치향 기판은 기존 주력 양산 제품 대비 2배 이상 층수 증가 및 서버급에 준하는 50바디 이상의 대면적 사양으로 파악
  → 초기 수율 부담을 감안해 보수적인 가정을 추정치에 반영, 향후 가동률 상승과 수율 개선에 따른 수익성 추가 상향 여지 존재
- FC-CSP 부문에서는 2,130억원 규모의 신규 시설 투자를 공시했다. 해당 투자금액은 건물 및 인프라 구축 비용만을 반영한 것으로, 향후 기계장치와 생산설비 투자가 추가되며 총 증설 규모는 추가로 확대될 전망
- 총 투자금액은 3,000억원 이상, 최종 Capa는 기존 대비 약 80% 증가할 것으로 예상되며, 이는 중장기 패키지기판 성장성에 대한 가시성을 높이는 요인으로 작용할 것으로 기대
- FC-BGA는 과거 중단했던 900억원 규모의 투자를 재개했으며, 해당 증설분은 2Q27부터 매출 반영 예상. 이외에도 고객사 수요 확대에 맞춘 추가 증설 가능성도 열려 있어, 중장기 성장 여력은 더욱 확대될 전망

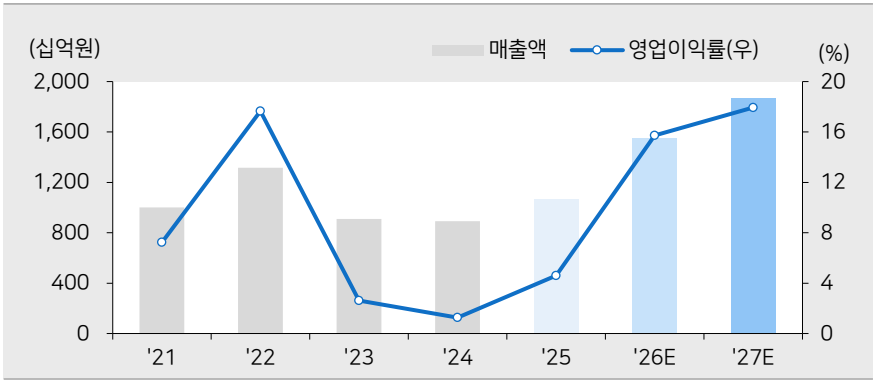
대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**215.6**	**246.2**	**286.6**	**318.3**	**346.8**	**384.8**	**408.6**	**417.3**	**1,065.4**	**1,555.2**	**1,871.5**
(% QoQ)	4.3%	14.2%	16.4%	11.1%	9.0%	11.0%	6.2%	2.1%			
(% YoY)	0.3%	3.3%	23.1%	54.0%	60.8%	56.3%	42.6%	31.1%	19.4%	46.0%	20.3%
패키지기판	**176.6**	**207.9**	**243.8**	**273.7**	**290.9**	**324.3**	**333.0**	**334.1**	**902.0**	**1,282.3**	**1,479.5**
Memory	101.3	127.1	158.0	160.5	152.6	170.1	173.0	171.9	546.9	667.6	738.2
Non-Memory	75.3	80.7	85.8	113.2	138.1	154.2	160.0	162.2	355.0	614.4	741.4
MLB기판	**38.8**	**37.7**	**42.4**	**44.2**	**55.5**	**60.0**	**75.0**	**82.5**	**163.1**	**273.0**	**392.0**
영업이익	**-6.2**	**1.9**	**24.4**	**28.9**	**51.3**	**60.4**	**66.9**	**65.9**	**49.1**	**244.6**	**335.8**
(% QoQ)	적자확대	흑자전환	1210.1%	18.4%	77.2%	17.8%	10.8%	-1.5%			
(% YoY)	적저확대	-82.9%	165.2%	흑자전환	흑자전환	3,138.0%	173.7%	127.8%	335.7%	398.5%	37.3%
영업이익률 (%)	**-2.9%**	**0.8%**	**8.5%**	**9.1%**	**14.8%**	**15.7%**	**16.4%**	**15.8%**	**4.6%**	**15.7%**	**17.9%**
세전이익	-6.3	-1.9	28.9	32.7	59.6	64.0	70.5	69.4	53.4	263.6	360.0
지배주주순이익	-5.7	4.4	23.3	25.6	45.5	47.2	53.7	52.6	47.6	199.0	288.5
지배주주순이익률 (%)	-2.6%	1.8%	8.1%	8.0%	13.1%	12.3%	13.1%	12.6%	4.5%	12.8%	15.4%

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

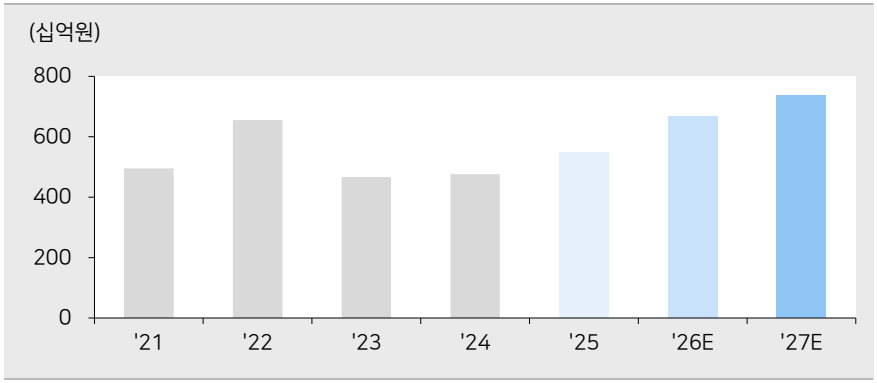
대덕전자 Key Charts

대덕전자 연도별 실적 추이 및 전망



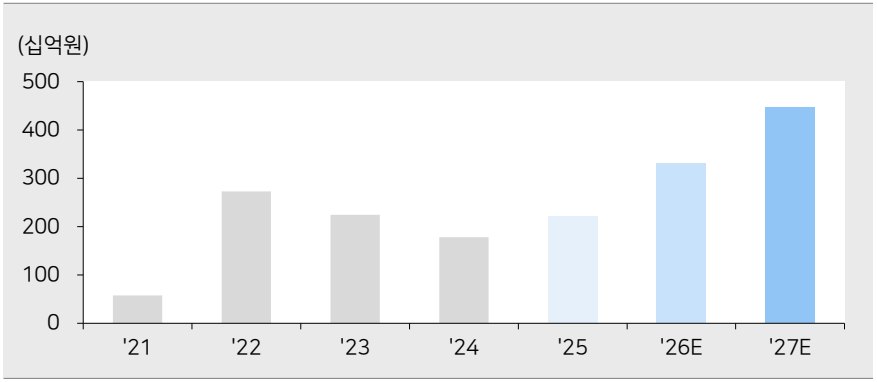
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 Memory Package Substrate 매출액 추이



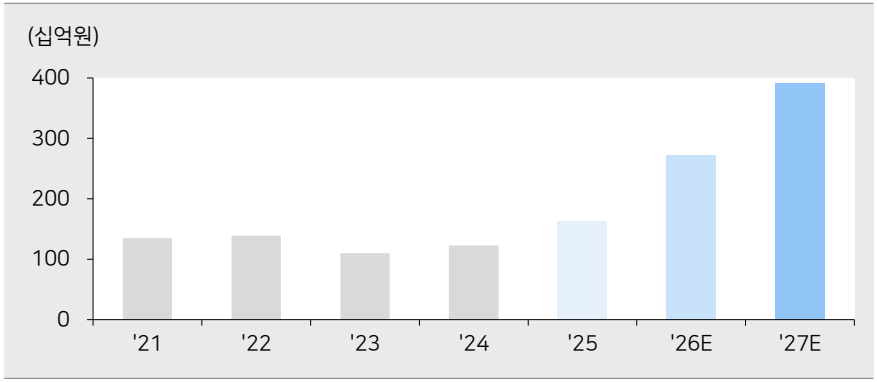
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 FC-BGA 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 MLB 매출액 추이



자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 밸류에이션 테이블

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	4,006	5,816
		Growth (%)	-86.5	-7.4	103.1	325.3	45.2
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	3,790	5,183
		Growth (%)	-85.0	1.1	91.3	302.4	29.4

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS(원)	**5,816**	
적정배수 (배)	33.3	대만 ABF Peer 평균 멀티플 적용
적정가치	193,663	
적정주가	**190,000**	
현재주가	**152,600**	
상승여력 (%)	24.5%	

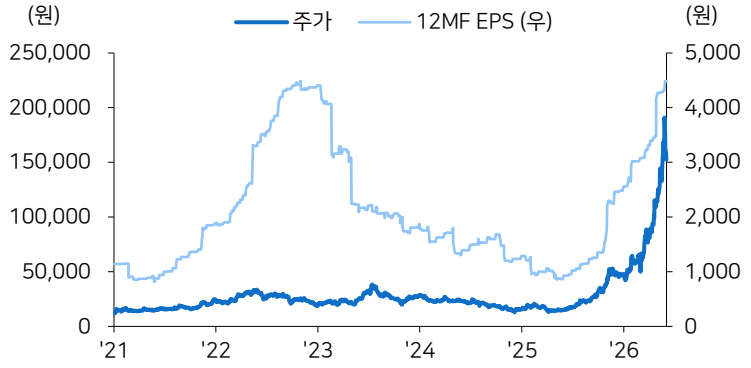
자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	**1,555.2**	1,526.0	1.9%	**1,871.5**	1,825.8	2.5%
영업이익	**244.6**	234.6	4.3%	**335.8**	301.4	11.4%
세전이익	**263.6**	253.5	4.0%	**360.0**	325.1	10.7%
지배주주 순이익	**199.0**	191.4	4.0%	**288.5**	260.5	10.7%
영업이익률(%)	**15.7%**	15.4%		**17.9%**	16.5%	
세전이익률(%)	**17.0%**	16.6%		**19.2%**	17.8%	
순이익률(%)	**12.8%**	12.5%		**15.4%**	14.3%	

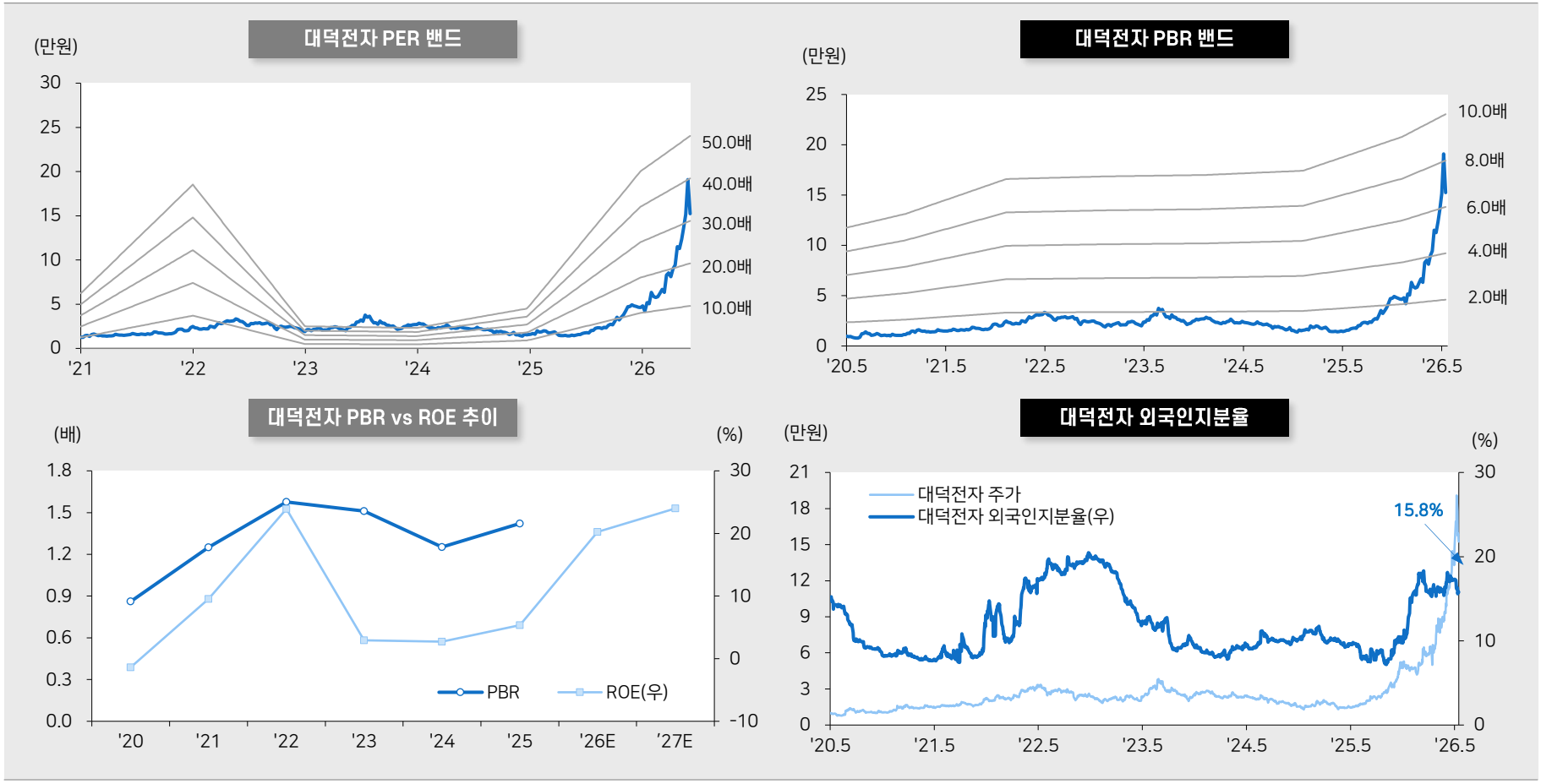
자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 주가와 실적 추정치 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 Valuation Chart



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

대덕전자(353200)

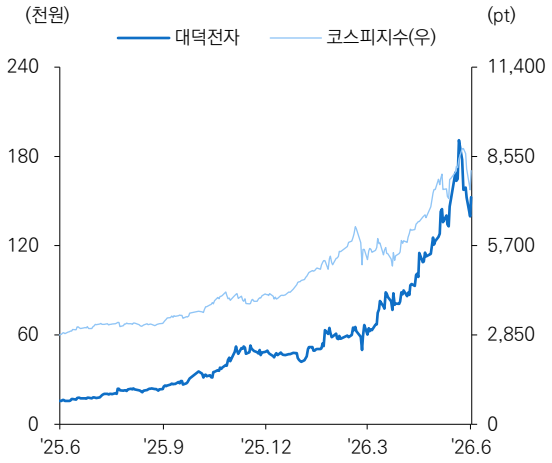
KOSPI	8,096.93pt
시가총액	75,410억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	69.18%
외국인비중	16.18%
52주 최고/최저가	190,900원/15,560원
평균거래대금	1,395.3억원

주요주주(%)

대덕 외 5 인	30.82
국민연금공단	13.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.9	211.4	872.6
상대주가	14.7	59.4	243.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	892.1	11.3	23.8	464	-7.4	16,996	33.4	0.91	4.5	2.7	24.4
2025	1,065.3	49.1	47.6	942	103.1	17,419	50.0	2.70	14.5	5.4	31.3
2026E	1,555.2	244.6	199.0	4,006	325.3	20,783	38.1	7.34	21.5	20.2	35.9
2027E	1,871.5	335.8	288.5	5,816	45.2	25,882	26.2	5.90	16.6	24.0	34.1
2028E	2,232.9	429.5	376.2	7,591	30.5	32,685	20.1	4.67	13.2	24.9	31.9

대덕전자(353200)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**892.1**	**1,065.3**	**1,555.2**	**1,871.5**	**2,232.9**
매출액증가율(%)	-1.9	19.4	46.0	20.3	19.3
매출원가	830.6	957.0	1,217.1	1,426.4	1,673.9
매출총이익	61.6	108.3	338.1	445.1	559.0
판매비와관리비	50.3	59.2	93.5	109.3	129.5
영업이익	**11.3**	**49.1**	**244.6**	**335.8**	**429.5**
영업이익률(%)	1.3	4.6	15.7	17.9	19.2
금융손익	17.1	0.4	18.0	22.2	29.7
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.8	4.0	1.0	2.0	2.0
세전계속사업이익	30.2	53.4	263.6	360.0	461.1
법인세비용	6.4	5.8	64.6	71.6	85.0
당기순이익	**23.8**	**47.6**	**199.0**	**288.5**	**376.2**
지배주주지분 순이익	23.8	47.6	199.0	288.5	376.2

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	465.9	588.4	869.9	1,146.9	1,567.4
현금및현금성자산	38.2	33.9	60.3	172.6	405.1
매출채권	128.4	196.6	287.0	345.3	412.0
재고자산	100.5	148.6	217.0	261.1	311.5
비유동자산	622.9	589.6	584.7	641.6	652.8
유형자산	567.7	535.7	534.6	594.0	606.8
무형자산	11.0	12.1	8.1	5.4	3.7
투자자산	7.3	6.9	7.1	7.3	7.5
자산총계	**1,088.7**	**1,178.0**	**1,454.6**	**1,788.5**	**2,220.2**
유동부채	159.7	248.1	336.5	398.0	468.2
매입채무	42.4	65.1	95.0	114.3	136.4
단기차입금	2.3	34.2	34.2	34.2	34.2
유동성장기부채	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	53.5	32.6	47.6	57.2	68.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**213.2**	**280.7**	**384.1**	**455.2**	**536.5**
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	3.1	1.5	1.5	1.5	1.5
이익잉여금	301.6	325.0	498.3	760.9	1,111.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**875.5**	**897.3**	**1,070.6**	**1,333.3**	**1,683.7**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**97.8**	**71.6**	**228.4**	**336.2**	**414.8**
당기순이익(손실)	23.8	47.6	199.0	288.5	376.2
유형자산감가상각비	113.4	96.9	91.1	90.6	87.3
무형자산상각비	4.1	3.6	4.0	2.7	1.8
운전자본의 증감	-64.3	-124.6	-55.4	-35.8	-40.9
투자활동 현금흐름	**-116.1**	**-79.5**	**-169.4**	**-198.2**	**-156.6**
유형자산의 증가(CAPEX)	-59.6	-64.9	-90.0	-150.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-0.2	0.4	-0.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	**-20.6**	**4.2**	**-32.5**	**-25.7**	**-25.7**
차입금증감	-4.2	25.2	-6.8	0.0	0.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**-38.4**	**-4.3**	**26.5**	**112.3**	**232.5**
기초현금	76.6	38.2	33.9	60.3	172.6
기말현금	38.2	33.9	60.3	172.6	405.1

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	18,053	21,557	31,471	37,872	45,184
EPS(지배주주)	464	942	4,006	5,816	7,591
CFPS	3,291	3,822	6,894	8,723	10,533
EBITDAPS	2,604	3,027	6,874	8,682	10,493
BPS	16,996	17,419	20,783	25,882	32,685
DPS	400	500	500	500	500
배당수익률(%)	2.6	1.1	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	33.4	50.0	38.1	26.2	20.1
PCR	4.7	12.3	22.1	17.5	14.5
PSR	0.9	2.2	4.8	4.0	3.4
PBR	0.91	2.70	7.34	5.90	4.67
EBITDA(십억원)	128.7	149.6	339.7	429.1	518.5
EV/EBITDA	4.5	14.5	21.5	16.6	13.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.7	5.4	20.2	24.0	24.9
EBITDA이익률	14.4	14.0	21.8	22.9	23.2
부채비율	24.4	31.3	35.9	34.1	31.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	16.5	39.8	150.1	226.1	288.8
매출채권회전율(x)	7.1	6.6	6.4	5.9	5.9
재고자산회전율(x)	9.3	8.6	8.5	7.8	7.8

티엘비 (356860) 고부가 모듈 중심 체질 개선 지속

Analyst **양승수**
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	130,000원
현재주가 (6.9)	100,400원
상승여력	29.5%

차세대 메모리모듈 PCB 양산 본격화, 주력 제품 고부가화도 지속

- 올해 연중 SoCAMM, LPCAMM, CXL 등 차세대 메모리모듈 PCB 양산이 본격화되며 제품 믹스 개선 지속 전망
- SoCAMM은 국내 1개사 및 북미 1개사향 양산을 진행 중이며, 국내 고객사 내에서는 퍼스트 벤더로 진입에 성공
- 당사가 추정하는 동사의 SoCAMM 관련 메모리모듈 매출액은 2026년 422억원 → 2027년 1,062억원으로 성장 전망
- 현재 개발 중인 차세대 SoCAMM3용 메모리모듈은 기존 제품 대비 층수 증가와 HDI 공정 적용 확대가 예상되며, 이에 따른 추가적인 ASP 상승 기대
- 주력 양산 제품에서도 믹스 개선 또한 지속. DDR5는 현재 주력인 6,400~7,200Mbps에서 8,000Mbps 제품으로, SSD는 기존 20층에서 24층 제품으로(AI Storage용) 고도화되며 고부가 제품 비중 확대 예상
- 안산 2공장과 베트남 1공장의 Mass Lam 공정 추가 투자를 반영할 경우, 하반기 이후 고부가 제품 대응 능력과 생산 효율성은 점진적으로 개선될 전망

베트남 2공장 투자로 중장기 성장 발판도 마련

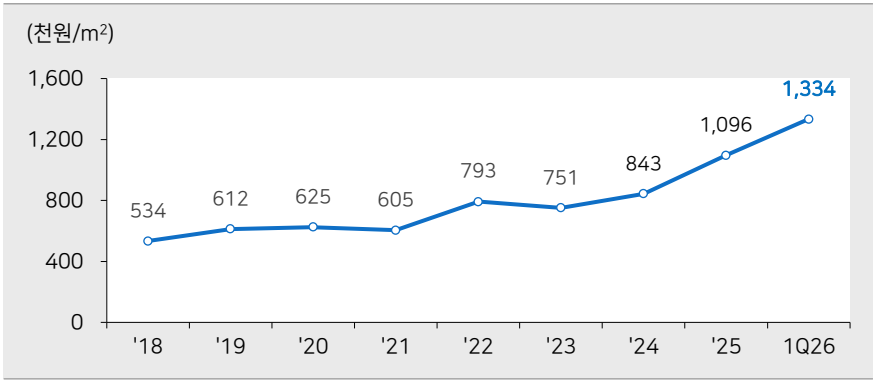
- 기존 베트남 1공장과 달리 베트남 2공장은 완제품 PCB 생산을 위한 전 공정 설비 투입을 계획 중
- 현재 당초 계획인 2만m^2보다 높은 수준의 Capa 확보 가능성도 검토 중이며, 하반기 SoCAMM 물량 증가 여부에 따라 추가 투자 가능성 상존
- 중장기적으로 DDR6부터는 미세회로 대응을 위해 적층 수가 최대 7회 수준까지 증가할 것으로 예상되며, 이는 단위당 기판 Capa 잠식 심화와 기술 난이도 및 ASP의 구조적 상승으로 이어질 전망
- 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 기존 대비 8.3% 상향한 130,000원으로 제시
- 적정주가는 2027년 예상 EPS 5,233원에 Target P/E 24.7배를 적용해 산출. 국내 기판 Peer 업체인 심텍, 대덕전자의 2027년 평균 P/E 24.7배를 할인 없이 적용

티엘비 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율(원)	1,453	1,400	1,390	1,440	1,465	1,480	1,450	1,420	1,421	1,454	1,410
매출액	53.0	64.1	68.9	72.6	75.8	83.0	97.2	101.1	258.5	357.2	467.3
(% QoQ)	6.4%	20.9%	7.5%	5.3%	4.5%	9.4%	17.1%	4.0%			
(% YoY)	19.8%	62.2%	48.3%	45.6%	43.1%	29.6%	41.1%	39.4%	43.6%	38.2%	30.8%
SSD	20.7	23.1	21.4	19.6	25.8	27.2	31.4	32.7	84.7	117.1	130.6
DDR5	27.6	37.8	44.1	49.3	44.7	47.7	51.5	52.6	158.8	196.6	230.1
ETC	4.8	3.2	3.4	3.6	5.3	8.0	14.3	15.9	15.0	43.5	106.6
영업이익	1.9	6.9	8.7	8.6	10.7	12.5	15.6	15.0	26.0	53.8	75.6
(% QoQ)	106.2%	266.0%	26.2%	-0.8%	24.9%	16.9%	24.4%	-4.1%			
(% YoY)	흑자전환	흑자전환	212.4%	844.4%	472.1%	82.8%	80.2%	74.3%	673.2%	107.2%	40.6%
영업이익률 (%)	3.5%	10.7%	12.6%	11.8%	14.1%	15.1%	16.0%	14.8%	10.0%	15.1%	16.2%

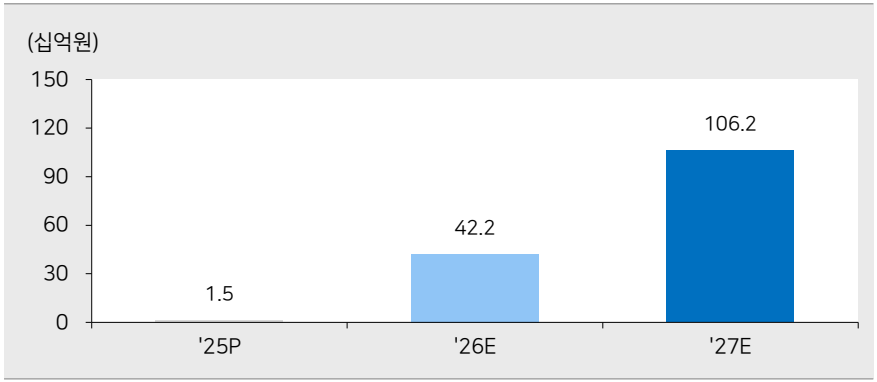
자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 ASP 추이



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 SoCAMM 매출액 전망



자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 밸류에이션 테이블

티엘비 PER 밸류에이션 테이블

			2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)		High	32,250	33,000	76,900		
		Low	15,710	10,650	12,310		
		Average	22,473	20,714	33,000		
확정치	PER (배)	High	126.1	89.7	39.7		
		Low	61.4	28.9	6.4		
		Average	87.9	56.3	17.0		
	EPS (원)	(원)	256	368	1,937	3,724	5,233
		Growth (%)	-91.8	43.9	426.5	92.2	40.5
컨센서스	PER (배)	High	76.4	77.3	35.5		
		Low	37.2	24.9	6.1		
		Average	53.3	48.5	13.9		
	EPS (원)	(원)	422	427	1,915	3,863	4,808
		Growth (%)	-86.4	67.0	420.5	99.4	29.1

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS(원)	**5,233**	
적정배수 (배)	24.7	기존 Target Multiple
적정가치	129,262	
적정주가	**130,000**	
현재주가	**100,400**	
상승여력 (%)	29.5%	

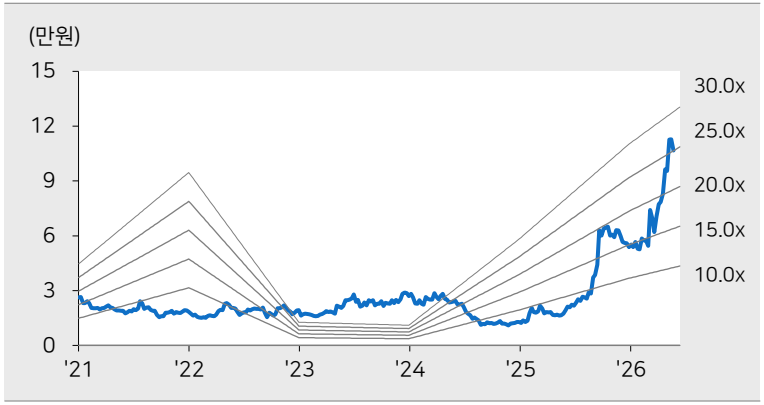
자료: 메리츠증권 리서치센터

티엘비 2026년, 2027년 실적 추정치 변경

	2026E			2027E		
(십억원)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)	신규 추정치	기존 추정치	(% diff)
매출액	**357.2**	355.1	0.6%	**467.3**	466.1	0.3%
영업이익	**53.8**	53.4	0.7%	**75.6**	74.8	1.1%
세전이익	**55.7**	54.6	2.1%	**79.7**	77.3	3.1%
지배주주 순이익	**44.3**	43.4	2.1%	**62.3**	60.5	3.1%
영업이익률(%)	**15.1%**	15.0%		**16.2%**	16.0%	
세전이익률(%)	**15.6%**	15.4%		**17.1%**	16.6%	
순이익률(%)	**12.4%**	12.2%		**13.3%**	13.0%	

자료: 티엘비, 메리츠증권 리서치센터

티엘비 PER 밴드



자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

티엘비(356860)

KOSDAQ	967.81pt
시가총액	9,872억원
발행주식수	1,191만주
유동주식비율	69.84%
외국인비중	15.86%
52주 최고/최저가	125,062원/17,200원
평균거래대금	276.6억원

주요주주(%)

백성현 외 8 인	29.18

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.2	59.2	481.5
상대주가	30.1	53.2	359.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	180.0	3.4	3.6	368	43.9	11,399	35.5	1.14	15.8	3.3	68.1
2025	258.5	26.0	19.1	1,937	426.5	12,827	30.9	4.66	18.9	16.0	95.4
2026E	357.2	53.8	44.3	3,724	92.2	29,438	27.0	3.41	13.0	18.6	28.8
2027E	467.3	75.6	62.3	5,233	40.5	34,225	19.2	2.93	9.5	16.4	27.1
2028E	721.7	113.9	93.9	7,883	50.6	41,662	12.7	2.41	6.3	20.8	29.0

티엘비 (356860)

Income Statement

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	**180.0**	**258.5**	**357.2**	**467.3**	**721.7**
매출액증가율(%)	5.1	43.6	38.2	30.8	54.4
매출원가	165.9	220.3	287.0	368.4	571.8
매출총이익	14.1	38.2	70.2	99.0	149.9
판매비와관리비	10.8	12.3	16.4	23.4	36.1
영업이익	**3.4**	**26.0**	**53.8**	**75.6**	**113.9**
영업이익률(%)	1.9	10.0	15.1	16.2	15.8
금융손익	-1.1	-2.0	-0.1	1.9	1.9
종속/관계기업관련손익	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	0.5	2.0	2.2	3.6
세전계속사업이익	4.9	24.4	55.7	79.7	119.3
법인세비용	1.3	5.4	11.6	17.7	26.0
당기순이익	**3.6**	**19.0**	**44.1**	**62.0**	**93.4**
지배주주지분 순이익	3.6	19.1	44.3	62.3	93.9

Balance Sheet

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	71.1	103.4	299.7	283.4	402.6
현금및현금성자산	18.3	24.5	190.7	140.8	182.3
매출채권	23.7	27.5	37.9	49.6	76.7
재고자산	24.7	45.3	62.6	81.9	126.4
비유동자산	117.3	142.9	151.3	233.7	235.8
유형자산	104.9	129.8	139.8	222.6	224.7
무형자산	0.6	2.4	0.8	0.3	0.1
투자자산	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
자산총계	**188.4**	**246.3**	**451.0**	**517.1**	**638.4**
유동부채	52.7	102.7	83.1	92.3	125.0
매입채무	12.6	18.3	25.3	33.1	51.1
단기차입금	10.7	42.2	37.2	32.2	32.2
유동성장기부채	18.2	27.3	0.0	0.0	0.0
비유동부채	23.6	17.5	17.7	18.0	18.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	22.8	16.8	16.8	16.8	16.8
부채총계	**76.3**	**120.3**	**100.9**	**110.2**	**143.5**
자본금	4.9	4.9	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	30.7	20.7	205.0	205.0	205.0
기타포괄이익누계액	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	77.4	102.1	141.2	198.2	286.7
비지배주주지분	0.0	-0.1	-0.3	-0.6	-1.1
자본총계	**112.1**	**126.0**	**350.2**	**406.9**	**494.9**

Statement of Cash Flow

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	**4.7**	**8.2**	**36.6**	**60.2**	**65.9**
당기순이익(손실)	3.6	19.0	44.1	62.0	93.4
유형자산감가상각비	6.7	8.0	10.3	18.4	20.4
무형자산상각비	0.2	0.4	1.6	0.5	0.2
운전자본의 증감	-6.6	-23.0	-17.8	-19.3	-44.4
투자활동 현금흐름	**-4.1**	**-33.7**	**-18.8**	**-99.9**	**-19.3**
유형자산의 증가(CAPEX)	-17.8	-36.9	-20.2	-101.3	-22.5
투자자산의 감소(증가)	2.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.2
재무활동 현금흐름	**5.9**	**31.6**	**148.3**	**-10.2**	**-5.1**
차입금증감	10.4	34.3	-32.2	-4.9	0.2
자본의증가	0.0	-10.0	185.3	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**6.8**	**6.2**	**166.2**	**-49.9**	**41.6**
기초현금	11.5	18.3	24.5	190.7	140.8
기말현금	18.3	24.5	190.7	140.8	182.3

Key Financial Data

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	18,307	26,290	29,999	39,254	60,618
EPS(지배주주)	368	1,937	3,724	5,233	7,883
CFPS	1,230	3,607	5,550	7,999	11,289
EBITDAPS	1,036	3,489	5,512	7,943	11,289
BPS	11,399	12,827	29,438	34,225	41,662
DPS	200	450	450	450	450
배당수익률(%)	1.5	0.8	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	35.5	30.9	27.0	19.2	12.7
PCR	10.6	16.6	18.1	12.6	8.9
PSR	0.7	2.3	3.3	2.6	1.7
PBR	1.14	4.66	3.41	2.93	2.41
EBITDA(십억원)	10.2	34.3	65.6	94.6	134.4
EV/EBITDA	15.8	18.9	13.0	9.5	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.3	16.0	18.6	16.4	20.8
EBITDA이익률	5.7	13.3	18.4	20.2	18.6
부채비율	68.1	95.4	28.8	27.1	29.0
금융비용부담률	1.0	1.0	0.7	0.4	0.3
이자보상배율(x)	1.9	10.2	20.8	39.6	62.4
매출채권회전율(x)	7.9	10.1	10.9	10.7	11.4
재고자산회전율(x)	7.9	7.4	6.6	6.5	6.9

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 공표일 현재 삼성전자를 기초자산으로 하는 단일종목상장지수펀드증권의 유동성 공급자(LP) 업무를 수행하고 있습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 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	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

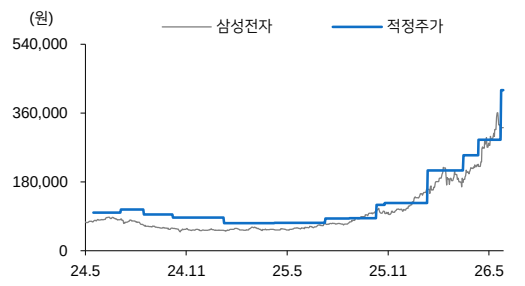
2026년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

삼성전자(005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.06.12	산업분석	Buy	100,000	김선우	-17.2	-12.2
2024.07.31	기업브리프	Buy	108,000	김선우	-30.1	-22.3
2024.09.10	산업분석	Buy	95,000	김선우	-35.8	-30.2
2024.11.01	기업브리프	Buy	87,000	김선우	-37.0	-32.5
2025.01.31	기업브리프	Buy	72,000	김선우	-22.0	-14.2
2025.05.01	기업브리프	Buy	73,000	김선우	-17.6	-0.5
2025.07.31	기업브리프	Buy	84,000	김선우	-16.1	-12.6
2025.09.12	채권분석	Buy	85,000	김선우	5.4	20.0
2025.10.30	기업브리프	Buy	120,000	김선우	-14.0	-7.4
2025.11.14	주식전략	Buy	125,000	김선우	-3.8	29.9
2026.01.29	기업브리프	Buy	210,000	김선우	-12.8	3.8
2026.04.03	기업브리프	Buy	250,000	김선우	-15.5	-9.6
2026.04.30	기업브리프	Buy	290,000	김선우	0.7	24.3
2026.06.10	산업분석	Buy	420,000	김선우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

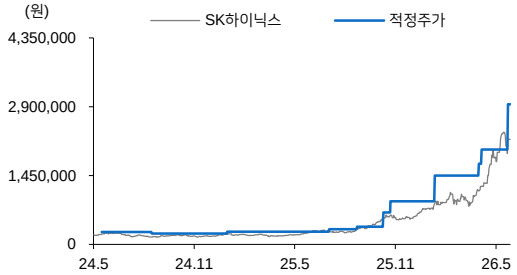


SK하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.06.12	산업분석	Buy	260,000	김선우	-22.1	-7.3
2024.09.10	산업분석	Buy	230,000	김선우	-21.0	-2.0
2025.01.23	기업브리프	Buy	270,000	김선우	-19.7	11.1
2025.07.24	기업브리프	Buy	320,000	김선우	-16.6	-4.1
2025.09.12	채권분석	Buy	370,000	김선우	9.5	44.6
2025.10.29	기업브리프	Buy	670,000	김선우	-13.0	-7.5
2025.11.11	기업분석	Buy	910,000	김선우	-30.7	-7.6
2026.01.29	기업브리프	Buy	1,450,000	김선우	-34.7	-20.3
2026.04.18	기업브리프	Buy	1,700,000	김선우	-29.2	-28.0
2026.04.23	기업브리프	Buy	2,000,000	김선우	-9.3	18.2
2026.06.10	산업분석	Buy	2,950,000	김선우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

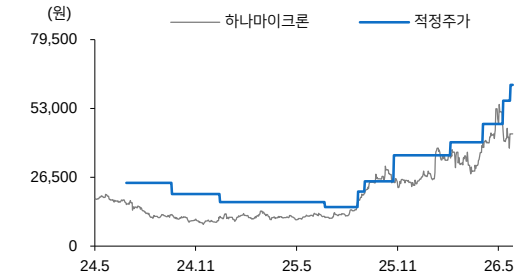


하나마이크론(067310) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.07.25	산업분석	Buy	24,353	김동관	-45.6	-27.9
2024.10.14	기업브리프	Buy	20,000	김동관	-49.4	-39.1
2025.01.08	기업브리프	Buy	17,000	김동관	-33.1	-20.7
2025.07.14	기업브리프	Buy	15,000	김동관	-17.9	12.7
2025.09.11	기업브리프	Buy	21,000	김동관	-10.2	-3.6
2025.09.23	산업분석	Buy	25,000	김동관	2.7	23.2
2025.11.14	주식전략	Buy	35,000	김동관	-20.2	7.9
2026.02.23	기업브리프	Buy	40,000	김동관	-18.0	-3.3
2026.04.22	산업분석	Buy	47,000	김동관	-5.3	16.0
2026.05.28	기업브리프	Buy	56,000	김동관	-25.5	-18.9
2026.06.10	산업분석	Buy	62,000	김동관	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

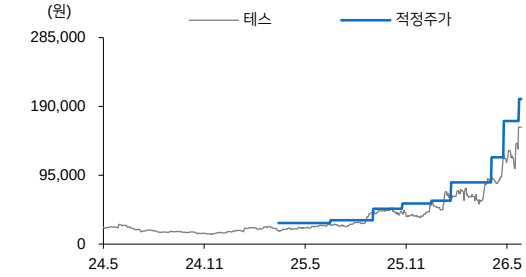


테스 (095610) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2025.04.07	산업분석	Buy	29,000	김동관	-21.4	-6.9
2025.07.09	기업브리프	Buy	33,000	김동관	-11.1	32.9
2025.09.23	산업분석	Buy	49,000	김동관	-7.9	2.4
2025.11.14	주식전략	Buy	56,000	김동관	-27.3	-5.0
2026.01.05	기업브리프	Buy	60,000	김동관	-4.4	20.3
2026.02.09	기업브리프	Buy	85,000	김동관	-17.8	6.2
2026.04.22	산업분석	Buy	120,000	김동관	-21.8	2.1
2026.05.14	기업브리프	Buy	170,000	김동관	-27.1	-5.1
2026.06.10	산업분석	Buy	200,000	김동관	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

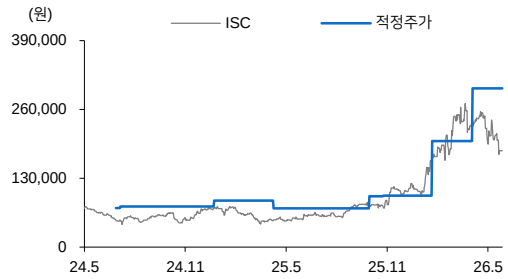


ISC (095340) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.07.25	산업분석	Buy	74,000	김동관	-32.7	-30.5
2024.08.02	기업브리프	Buy	77,000	김동관	-25.1	-0.3
2025.01.16	기업브리프	Buy	88,000	김동관	-30.1	-12.8
2025.05.02	기업브리프	Buy	73,000	김동관	-15.9	15.9
2025.10.20	기업브리프	Buy	96,000	김동관	-17.8	-15.1
2025.11.14	주식전략	Buy	97,000	김동관	13.4	68.6
2026.02.09	기업브리프	Buy	200,000	김동관	7.0	35.5
2026.04.22	산업분석	Buy	300,000	김동관	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

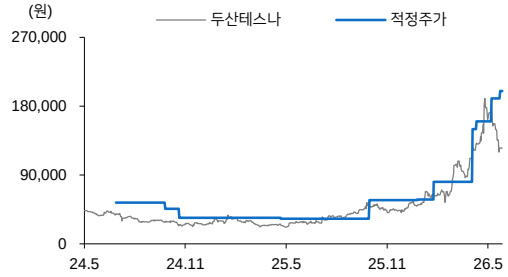


두산테스나 (131970) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.07.25	산업분석	Buy	54,000	김동관	-40.1	-26.2
2024.10.21	기업브리프	Buy	46,000	김동관	-38.4	-34.3
2024.11.15	기업브리프	Buy	34,000	김동관	-19.3	11.5
2025.05.15	기업브리프	Buy	33,000	김동관	-1.0	63.0
2025.10.20	기업브리프	Buy	57,000	김동관	-17.6	-1.4
2026.01.14	기업브리프	Buy	58,000	김동관	2.6	18.4
2026.02.12	기업브리프	Buy	81,000	김동관	3.8	38.0
2026.04.22	산업분석	Buy	150,000	김동관	-16.6	-13.5
2026.04.29	기업브리프	Buy	160,000	김동관	-2.0	18.8
2026.05.26	기업브리프	Buy	190,000	김동관	-21.6	-5.9
2026.06.10	산업분석	Buy	200,000	김동관	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

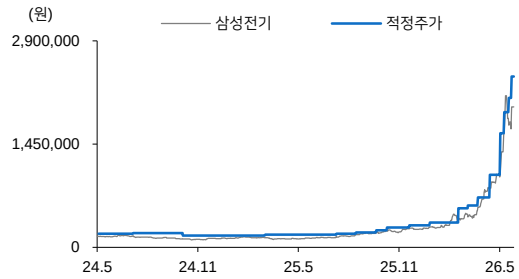


삼성전기 (009150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2024.05.31	산업분석	Buy	190,000	양승수	-17.2	-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	-16.2	-5.4
2025.12.08	기업브리프	Buy	310,000	양승수	-14.8	-6.8
2026.01.14	기업브리프	Buy	350,000	양승수	-6.1	33.3
2026.03.06	산업분석	Buy	550,000	양승수	-22.9	-12.8
2026.03.23	채권분석	Buy	590,000	양승수	-23.6	-12.5
2026.04.10	기업브리프	Buy	700,000	양승수	2.5	19.9
2026.05.01	기업브리프	Buy	1,020,000	양승수	-5.5	1.1
2026.05.20	기업브리프	Buy	1,600,000	양승수	-19.1	-1.8
2026.05.27	기업브리프	Buy	1,900,000	양승수	-0.8	11.9
2026.06.04	기업브리프	Buy	2,100,000	양승수	-18.5	-16.3
2026.06.10	산업분석	Buy	2,400,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

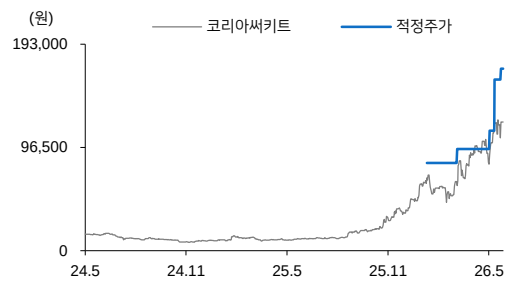


코리아써키트 (007810) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2026.01.28	기업브리프	Buy	82,000	양승수	-30.1	-13.8
2026.03.23	채권분석	Buy	95,000	양승수	-9.6	9.4
2026.05.20	기업브리프	Buy	112,000	양승수	-7.9	0.0
2026.05.29	기업브리프	Buy	160,000	양승수	-27.8	-23.6
2026.06.10	산업분석	Buy	170,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

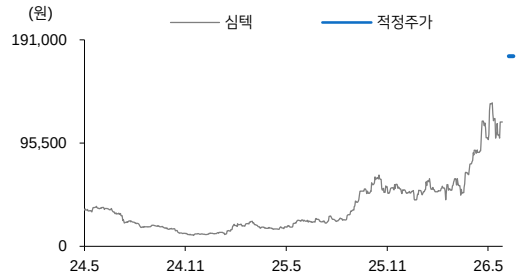


심텍 (222800) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2026.06.10	산업분석	Buy	170,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

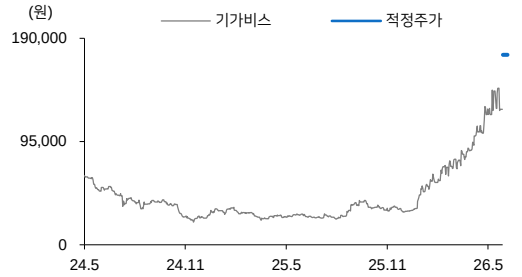


기가비스 (420770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2026.06.10	산업분석	Buy	170,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

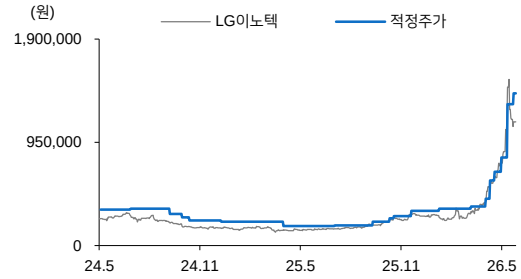


LG이노텍 (011070) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-4.4	2.4
2025.11.07	주식전략	Buy	270,000	양승수	-8.3	5.4
2025.12.08	기업브리프	Buy	320,000	양승수	-12.7	-8.0
2026.01.27	기업브리프	Buy	340,000	양승수	-22.7	1.5
2026.03.25	기업브리프	Buy	360,000	양승수	-5.1	9.4
2026.04.20	기업브리프	Buy	430,000	양승수	12.9	26.0
2026.04.28	기업브리프	Buy	600,000	양승수	-2.6	-0.8
2026.05.06	기업브리프	Buy	680,000	양승수	1.5	11.8
2026.05.18	기업브리프	Buy	810,000	양승수	12.1	40.0
2026.05.29	기업브리프	Buy	1,300,000	양승수	-1.7	17.7
2026.06.10	산업분석	Buy	1,400,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

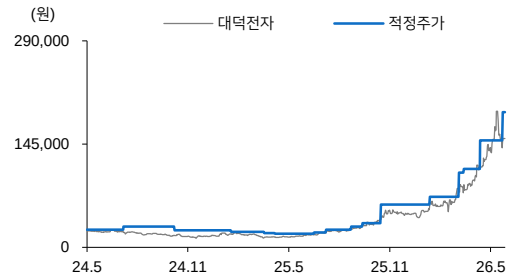


대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
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	-20.0	-9.2
2026.01.30	기업브리프	Buy	71,000	양승수	-11.4	16.6
2026.03.23	채권분석	Buy	105,000	양승수	-21.4	-15.6
2026.04.01	기업브리프	Buy	110,000	양승수	-14.7	4.9
2026.04.30	기업브리프	Buy	150,000	양승수	-4.1	27.3
2026.06.10	산업분석	Buy	190,000	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)
2024.05.31	산업분석	Buy	31,289	양승수	-35.1	-19.5
2024.08.16	기업브리프	Buy	25,600	양승수	-50.7	-40.3
2024.11.18	기업브리프	Buy	20,859	양승수	-41.6	-35.2
2025.01.23	기업브리프	Buy	21,808	양승수	-33.9	-4.6
2025.02.19	기업브리프	Buy	23,704	양승수	-17.8	-0.4
2025.03.28	기업브리프	Buy	25,600	양승수	-31.3	-20.9
2025.05.21	기업브리프	Buy	23,704	양승수	-21.1	-9.6
2025.07.01	기업브리프	Buy	26,548	양승수	-15.0	-8.6
2025.07.23	기업브리프	Buy	29,393	양승수	-13.9	-9.0
2025.08.13	기업브리프	Buy	33,185	양승수	-17.9	-5.1
2025.09.10	기업브리프	Buy	38,874	양승수	-2.9	0.5
2025.09.22	기업브리프	Buy	46,460	양승수	9.1	35.7
2025.10.13	기업브리프	Buy	66,371	양승수	-4.5	2.3
2025.11.07	주식전략	Buy	75,852	양승수	-15.9	-10.3
2025.11.13	기업브리프	Buy	80,593	양승수	-27.7	-6.1
2026.03.23	채권분석	Buy	89,126	양승수	-24.0	-14.9
2026.04.13	기업브리프	Buy	80,593	양승수	0.7	19.5
2026.05.12	기업브리프	Buy	113,778	양승수	-8.4	9.9
2026.06.10	산업분석	Buy	130,000	양승수	-	-

주가 및 적정주가 변동추이

