

기가비스 (420770)

천천히, 그러나 확실한 미래

전기전자/IT부품

Analyst 양승수

seungsoo.yang@meritz.co.kr

업황 회복과 함께 강화되는 동사의 경쟁력

AI 인프라 전반의 투자 확대로 ABF 기판 업황 회복이 본격화되고 있다. CoWoS Capa 확대와 함께 AI 가속기용 ABF 기판 수요가 증가하는 가운데, 연결 고도화 과정에서 네트워크 스위치 물량이 확대되며 스위치용 ABF 기판 수요 역시 구조적으로 증가하고 있기 때문이다. 여기에 최근에는 서버용 CPU 수요 증가까지 더해지며 ABF 기판 수요 전반을 동시에 견인하고 있다. '23년을 기점으로 역성장 국면에 진입했던 ABF 업체들의 투자는 올해 저점을 통과한 이후 소폭 회복 국면에 진입할 것으로 예상되며, 내년부터는 투자 사이클의 본격적인 반동이 가시화될 전망이다(그림1).

당사가 지난 리포트에서 언급했듯, 지난 2년간의 ABF 기판 공급 과잉 국면에서는 고객사들이 기존에 공급받았던 동사의 범용 장비를 시용으로 전환해 활용해 왔다. 그러나 현재는 이러한 유휴 장비가 대부분 소진된 것으로 파악되며, 선평 미세화에 따른 공정 난이도 상승으로 고도화된 검사 장비에 대한 수요가 확대되고 있어 신규 장비 수요가 본격화될 수 있는 환경이 조성되고 있는 것으로 판단된다. 또한 과거 ABF 시장이 인텔의 로드맵을 중심으로 동일 제품을 대량 양산하는 구조였다면 최근에는 GPU 및 ASIC 시장의 부상으로 고객사별 사양에 맞춘 커스터마이징 비즈니스로 전환되고 있다. 이는 장비 설계 난이도를 구조적으로 높이는 요인으로 작용하고 있으며, 고도화된 장비 설계-검증 역량을 보유한 동사에 유리하게 작용할 것으로 전망된다.

천천히 그리고 확실하게, 벌써 기대되는 2027년

올해도 일부 전방 업체들의 투자 회복이 나타날 것으로 예상하나, 본격적인 투자 사이클 진입은 2027년 이후로 전망한다. 지난해 대규모 수주의 매출 인식이 대부분 완료된 만큼, 올해 실적은 상저하고 흐름이 예상되며 '26년 별도 기준 매출액 614억원(+27.9% YoY), 영업이익 213억원(+66.9% YoY)을 전망한다. 다만 올해는 신규 수주 동향에 보다 주목할 필요가 있다고 판단되며, 하반기부터는 '27년 투자 사이클 진입을 대비한 대규모 수주 가능성이 점차 높아질 것으로 예상된다. 실적의 본격적인 레벨업은 투자 사이클이 가시화되는 '27년에 나타날 것으로 예상되며, '27년 별도 기준 매출액 945억원(+47.4% YoY), 영업이익 373억원(+75.0% YoY)을 전망한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	68.3	27.3	24.4	2,323	371.0	5,048	0.0	0.0	-1.0	56.3	13.6
2021	44.0	15.9	14.5	1,376	-40.8	5,826	0.0	0.0	-2.0	25.3	18.9
2022	99.7	33.8	27.8	2,633	91.3	9,464	0.0	0.0	-2.1	34.4	40.9
2023	91.4	35.0	32.7	2,745	4.3	16,773	26.9	4.4	23.5	20.9	6.2
2024	26.1	-1.8	3.4	269	-90.2	16,227	91.2	1.5	-189.5	1.6	11.7

Meritz Research 2026. 1. 22

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (1.21)	54,100원
상승여력	-

KOSDAQ	951.29pt
시가총액	6,858억원
발행주식수	1,268만주
유동주식비율	36.28%
외국인비중	4.57%
52주 최고/최저가	54,100원/22,500원
평균거래대금	28.0억원

주요주주(%)	
김종준 외 4인	60.89

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	79.4	107.3	68.8
상대주가	72.6	79.0	28.8

주가그래프

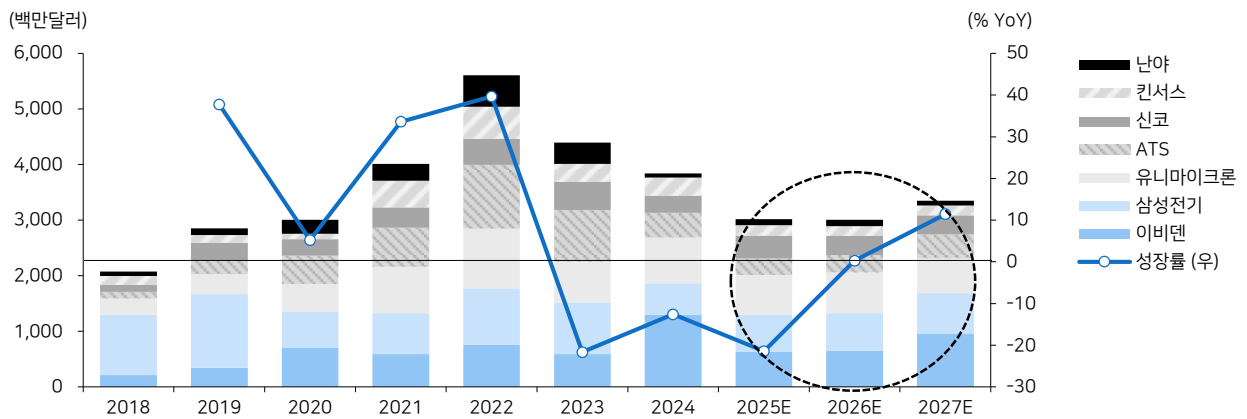


표1 기가비스 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2027E
환율	1,453	1,404	1,385	1,451	1,455	1,410	1,420	1,425	1,400	1,428	1,415
매출액	4.6	8.9	7.2	29.4	7.0	9.5	20.5	27.1	50.1	64.1	94.5
(% QoQ)	-32.9%	92.8%	-18.7%	306.2%	-76.2%	35.7%	115.8%	32.2%			
(% YoY)	-26.1%	-1.7%	81.2%	327.5%	51.8%	6.9%	183.5%	-7.7%	91.7%	27.9%	47.4%
영업이익	-1.9	2.0	0.9	11.8	0.5	2.4	7.6	10.8	12.8	21.3	37.3
(% QoQ)	적확	흑적	-0.6	12.6	-95.8%	380.0%	216.0%	42.9%			
(% YoY)	적확	480.0%	적확	흑전	흑전	18.2%	771.8%	-8.2%	흑전	66.9%	75.0%
영업이익률 (%)	-41.9%	22.8%	12.0%	40.2%	7.1%	25.3%	37.0%	40.0%	25.5%	33.3%	39.5%

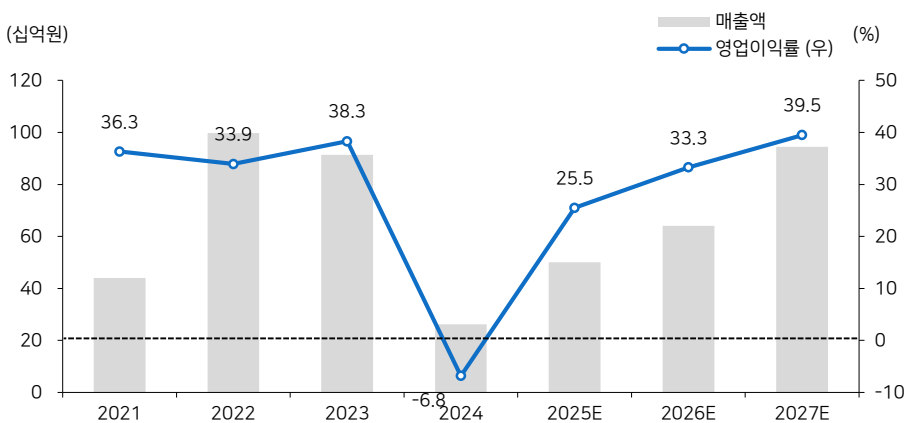
자료: 기가비스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 ABF 업체 합산 Capex 추이 및 전망



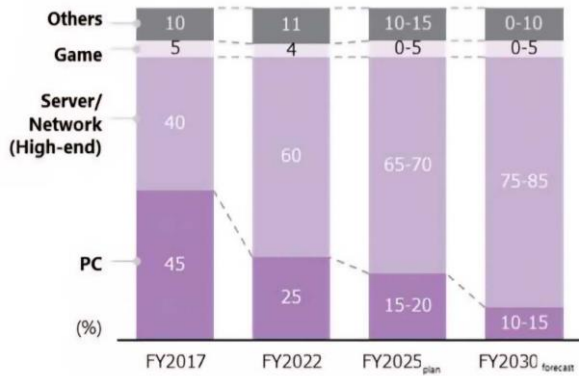
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 기가비스 실적 추이 및 전망



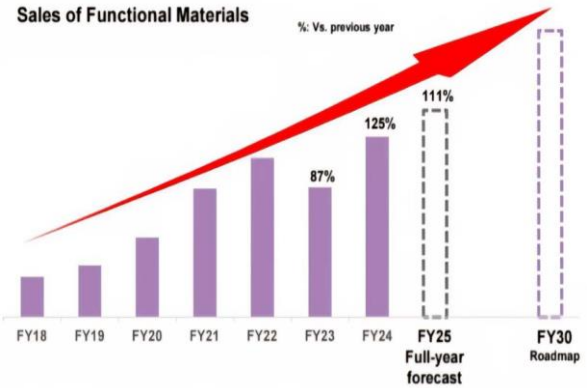
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Ajinomoto Build-up 필름 응용처별 판매 현황



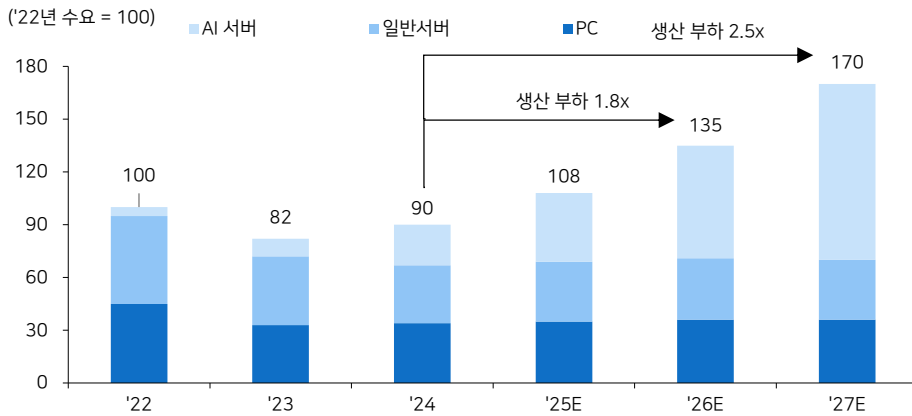
자료: Ajinomoto

그림4 Ajinomoto Build-up 판매량 추이



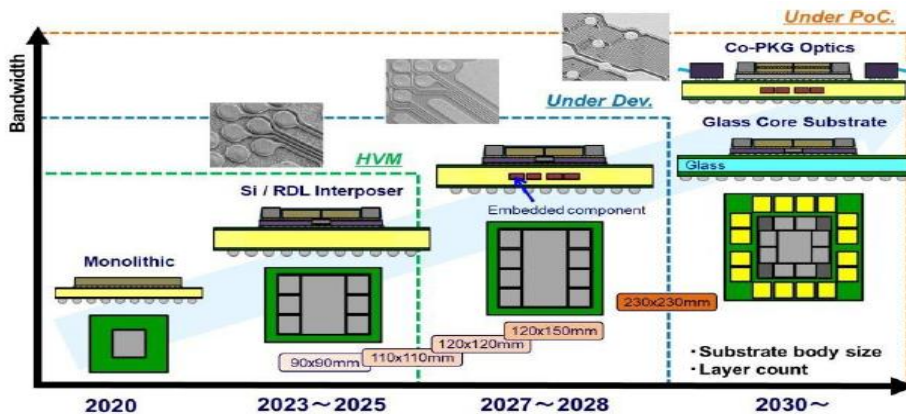
자료: Ajinomoto

그림5 Ibsiden ABF 기판 수요 전망



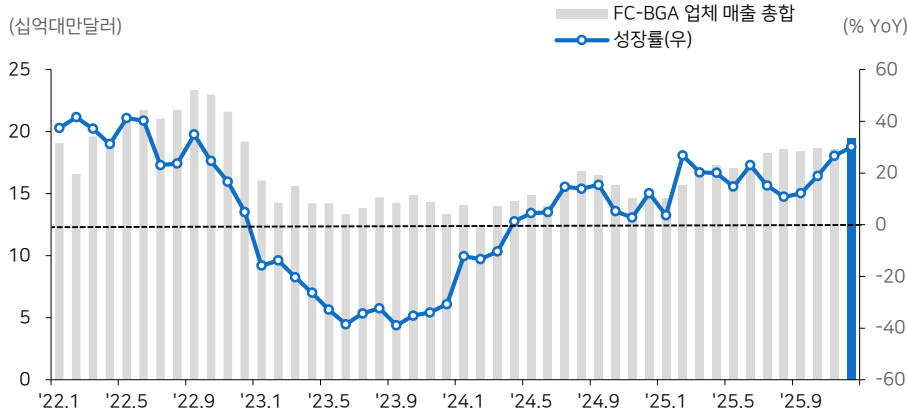
자료: Ibsiden, 메리츠증권 리서치센터

그림6 ABF 기판 기술 로드맵



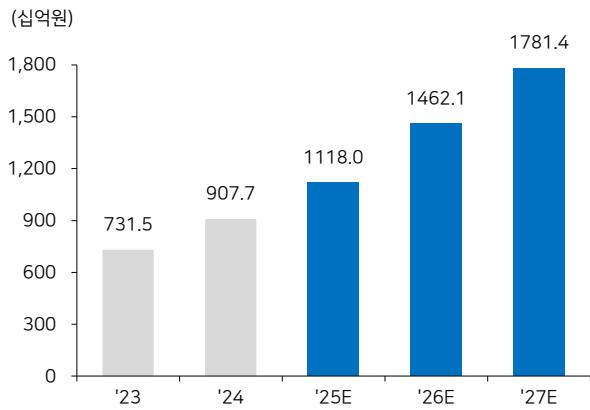
자료: Ibsiden

그림7 대만 FC-BGA (Unimicron, Nanya PCB, Kinsus) 합산 매출액 추이



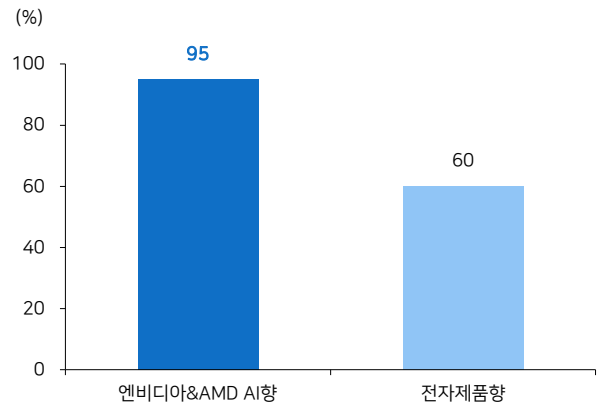
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전기 베트남 FC-BGA 매출액 추이



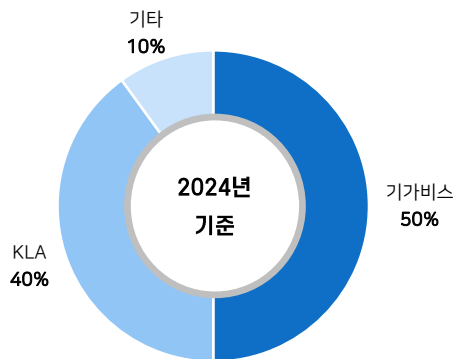
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 이비덴 가동률 현황



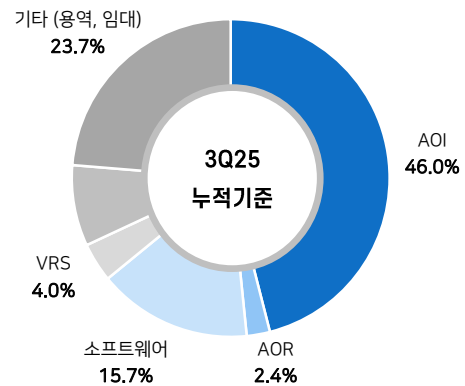
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 2024년 기준 FC-BGA AOI · AOR 시장 점유율.



자료: Prismark, 메리츠증권 리서치센터

그림11 기가비스, 3Q25 누적 기준 매출 비중



자료: 기가비스, 메리츠증권 리서치센터

표2 글로벌 AI용 ABF 기판 업체 밸류체인 정리

Player	Chip	Body size (mm ²)	Layer count	Suppliers
Nvidia	Hopper	55×55	12L	Ibiden, Unimicron, Kinsus
	Blackwell	80×75	14L	
	Rubin	80×100 - 90×110	18L	
AWS	Trainium 2	70×90	16L	Unimicron, SEMCO, AT&S
	Trainium 3	70×90	18-20L	
Google	TPU v6	70×75	18-20L	Unimicron, Toppan
	TPU v7	80×85	20-24L	
Meta	Meta MTIA (Athena)	75×75	>18L	Unimicron, NYPCB, SEMCO
	Meta MTIA (Iris)	80×90	>18L	
OpenAI	ASIC	>90×90	>20L	미정
Broadcom	Tomahawk 4	60×60	12-14L	NYPCB, Unimicron
	Tomahawk 5	80×80 - 90×90	14-16L	
	Tomahawk 6	>100×100	>20L	
AMD	MI300	55×55	12L	Ibiden, AT&S, Shinko
	MI400	80×90	14L	
Tesla	AI5	55×55	12L	SEMCO, Daeduck

자료: 메리츠증권 리서치센터

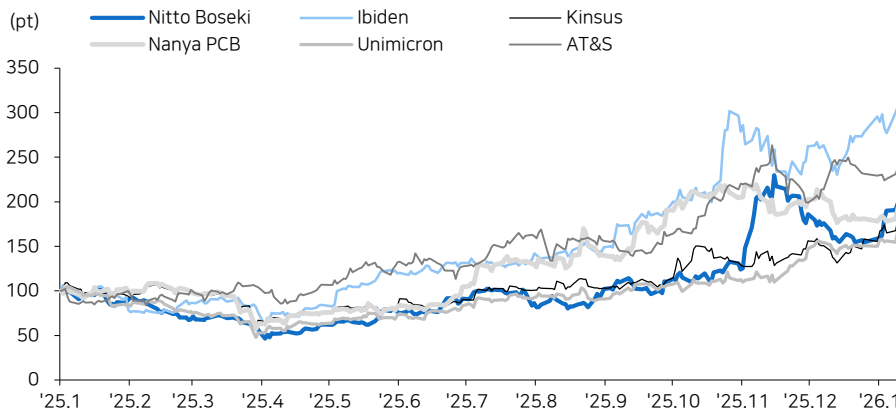
표3 ABF 기판 밸류체인 밸류에이션 비교

	시가총액 (백만달러)	P/E (배)		P/B(배)		EPS 증가율(%)		ROE(%)		매출액*		영업이익*		EV/EBITDA(배)		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
ABF Substrate	Ibiden	14,802	55.1	39.0	4.4	4.0	20.7	41.4	8.2	10.8	2,668	3,131	405	559	17.5	13.5
	Kinsus	2,887	56.4	28.2	2.7	2.5	3,170.5	100.0	4.3	8.4	1,235	1,461	86	161	11.7	9.3
	Nanya PCB	7,372	139.8	37.0	5.1	4.7	723.1	276.8	3.7	13.1	1,270	1,679	61	227	27.8	16.8
	Unimicron	15,984	92.9	33.0	5.1	4.5	5.6	182.6	5.4	14.4	4,160	5,062	213	572	20.6	13.8
	삼성전기	14,323	31.6	21.3	2.3	2.1	-8.7	48.5	7.5	10.4	11,251	12,684	1,266	1,576	8.9	7.8
	대덕전자	1,681	52.8	19.4	2.8	2.5	88.7	172.3	5.3	13.5	1,051	1,334	48	153	15.4	9.1
	AT&S	1,744	n/a	51.1	1.9	1.9	-232.3	-133.4	-11.4	5.8	2,032	2,474	28	168	8.4	6.2
소재	Ajinomoto	23,265	29.7	26.3	5.0	4.9	71.6	13.2	15.5	17.7	10,028	10,616	1,162	1,296	15.2	13.9
	쇼와덴코(레조낙)	9,323	49.8	14.9	2.2	2.0	-62.2	165.0	4.0	11.6	8,589	8,790	317	748	13.9	10.4
	Nitto Boseki	3,835	17.9	31.0	3.6	3.3	145.9	-42.3	21.7	11.7	767	849	129	164	21.0	16.2
	MGC	4,152	12.8	13.7	0.9	0.9	29.5	-30.1	7.2	0.2	5,485	4,663	392	291	9.3	9.9

주: 국내기업은 십억원, 해외기업은 백만달러 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 ABF 기판 밸류체인 상대주가



자료: 메리츠증권 리서치센터

기가비스 (420770)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	68.3	44.0	99.7	91.4	26.1
매출액증가율(%)	111.9	-35.6	126.8	-8.3	-71.4
매출원가	33.9	17.7	42.0	38.2	14.0
매출총이익	34.4	26.3	57.8	53.3	12.1
판매관리비	7.1	10.3	23.9	18.3	13.9
영업이익	27.3	15.9	33.8	35.0	-1.8
영업이익률(%)	40.0	36.2	33.9	38.3	-6.9
금융손익	0.4	0.3	0.5	4.5	4.1
중속/관계기업손익	-0.1	0.3	-0.1	0.8	-0.4
기타영업외손익	-0.9	0.4	-0.3	-0.1	2.6
세전계속사업이익	26.7	16.9	33.9	40.3	4.4
법인세비용	2.3	2.5	6.2	7.6	1.0
당기순이익	24.4	14.5	27.8	32.7	3.4
지배주주지분 순이익	24.4	14.5	27.8	32.7	3.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	18.5	10.0	35.8	13.2	3.0
당기순이익(손실)	24.4	14.5	27.8	32.7	3.4
유형자산상각비	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-7.9	-4.8	-11.7	-10.0	6.2
투자활동 현금흐름	-12.9	-8.5	-27.0	-80.8	-23.7
유형자산의증가(CAPEX)	-1.3	-0.5	-1.2	-4.4	-31.9
투자자산의감소(증가)	0.0	0.1	0.2	-65.9	65.9
재무활동 현금흐름	-5.0	-5.0	4.7	81.1	9.9
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
자본의 증가	0.0	0.0	15.9	89.0	0.0
현금의 증가(감소)	0.7	-3.5	12.8	13.1	-10.4
기초현금	7.6	8.3	4.7	17.5	30.6
기말현금	8.3	4.7	17.5	30.6	20.2

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	47.5	59.2	123.0	145.2	179.6
현금및현금성자산	8.3	4.7	17.5	30.6	20.2
매출채권	14.9	11.7	25.3	25.4	13.7
재고자산	3.8	14.0	21.5	17.9	18.2
비유동자산	12.7	13.6	18.5	80.6	50.1
유형자산	10.9	6.0	6.7	6.4	40.9
무형자산	0.0	0.1	0.1	0.7	1.5
투자자산	1.5	1.7	1.4	68.1	1.8
자산총계	60.2	72.8	141.5	225.9	229.7
유동부채	7.1	11.4	38.2	12.8	3.9
매입채무	2.8	5.3	9.3	2.7	1.3
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.1	0.2	2.9	0.4	20.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	20.0
부채총계	7.2	11.6	41.1	13.2	24.0
자본금	0.1	0.1	2.1	2.5	2.5
자본잉여금	0.0	0.0	13.8	102.5	102.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	52.9	61.1	84.4	107.6	100.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	53.0	61.2	100.4	212.6	205.7

Key Financial Data

	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	6,506	4,188	9,463	7,684	2,062
EPS(지배주주)	2,323	1,376	2,633	2,745	269
CFPS	2,511	1,691	4,711	3,010	-194
EBITDAPS	2,657	1,572	3,268	3,002	-79
BPS	5,048	5,826	9,464	16,773	16,227
DPS	857	476	750	800	800
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.1	3.3
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	0.0	26.9	91.2
PCR	0.0	0.0	0.0	24.5	-126.4
PSR	0.0	0.0	0.0	9.6	11.9
PBR	0.0	0.0	0.0	4.4	1.5
EBITDA(십억원)	27.9	16.5	34.4	35.7	-1.0
EV/EBITDA	-1.0	-2.0	-2.1	23.5	-189.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	56.3	25.3	34.4	20.9	1.6
EBITDA 이익률	40.8	37.5	34.5	39.1	-3.8
부채비율	13.6	18.9	40.9	6.2	11.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.1	0.0	2.5
이자보상배율(x)			253.5		-2.7
매출채권회전율(x)	6.6	3.3	5.4	3.6	1.3
재고자산회전율(x)	14.5	5.0	5.6	4.6	1.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.1%
중립	13.3%
매도	0.6%

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