

IT/전기전자

Leap of Faith

2026
연간전망

[Overweight]

2025.11.18



CONTENTS

01/	AI, 끝을 논하기엔 이르다	05
02/	IT 세트, 교체수요 너머엔	19
03/	기업분석	23

Leap of Faith

2025년 IT/전기전자 섹터의 주가 수익률은 AI 밸류체인과의 직접 연관도에 따라 크게 좌우되었으며, 2026년에도 현재 수준 이상의 대규모 CapEx가 유지될 것인지가 핵심 변수로 판단된다. AI는 여름 이후 급증한 추론 수요를 바탕으로 그 필요성이 재차 입증되고 있으나, OpenAI가 제시한 5단계 AGI 중 아직 3단계인 AI Agent 수준에 머물러 있어, AGI까지는 여전히 긴 여정이 남아 있다.

주요 하이퍼스케일러와 AI SW 기업들은 AGI 선점을 위한 본격적인 군비경쟁에 돌입했으며, 네오 클라우드까지 합산한 2026년 CapEx는 약 6천억달러로 예상된다. 기존에는 풍부한 잉여현금을 활용해 투자를 집행했으나, 2025년 누적 하이퍼스케일러 채권 발행액이 전년비 375% 증가한 660억달러에 이르며, AI 사이클은 본격적인 Debt Phase로 전환되는 중이다.

AI 버블 우려와 오라클 CDS 급등에도 불구하고 각 사 채권 발행마다 약 5배 수준의 수요가 유입되고, 취약한 재무구조에도 불구하고 OpenAI가 외부 자본조달을 통해 새로운 AI CapEx 축으로 부상하고 있다는 점, 그리고 해당 계약이 아직 시장 컨센서스에 충분히 반영되지 않았다는 점을 감안한다면, 현재 국면은 버블에 대한 공포보다는 구조적 AI 성장에 대한 신뢰가 더 중요한 구간으로 판단한다.

2026년 이후 전방의 투자 계획이 현실화될 경우 데이터센터 건설 병목이 심화되고, 단위 면적당 컴퓨팅 파워가 가장 높은 랙스케일 시스템 공급자가 프리미엄을 누릴 것으로 예상된다. 따라서 엔비디아 내 높은 CCL 점유율을 바탕으로 다가오는 CCL 슈퍼사이클의 최대 수혜주인 두산(000150.KS)을 섹터 내 최 선호주로 제시한다.

Executive Summary

by 이주형

01

AI,
끝을 논하기엔 이르다

내년에도 계속될 AI

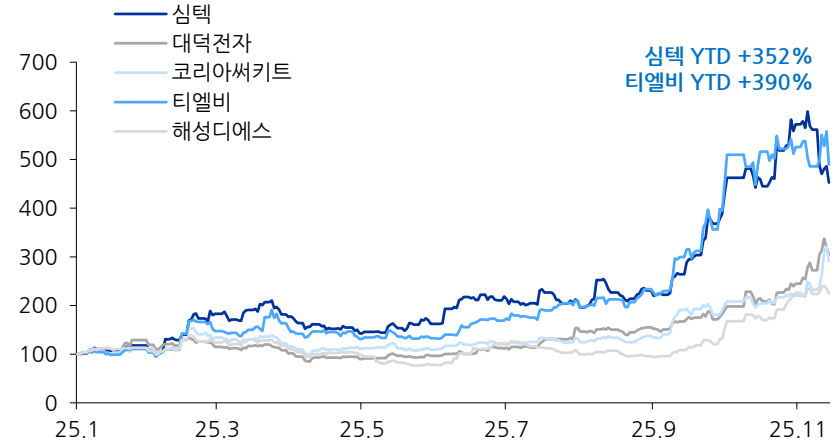
- 2025년은 AI 수혜를 보는 업체의 주가 수익률이 그렇지 못한 업체 대비 크게 아웃퍼폼. 대형주 중에서는 두산과 삼성전기가 돋보였음
- 반면 중소형주에서는 AI CapEx 증가에 따른 메모리 반도체 회복과 이에 따른 전통 기판 업체들이 아웃퍼폼하는 모습을 보임
- 지금과 같은 대규모 CapEx 집행이 지속된다면, 데이터센터 건설 병목이 더욱 심화될 우려가 있음
- 이에 대한 해법으로 고밀도 랙서버 시스템을 구현한 업체들과, 그 밸류체인 업체들이 더 높은 프리미엄을 부여 받을 것으로 예상
- 따라서 2026년 대형주에서는 두산, 중소형주에서는 대덕전자의 아웃퍼폼을 예상

전기전자 대형주 주가 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2025-01-01 = 100

전기전자 중형주 주가 추이

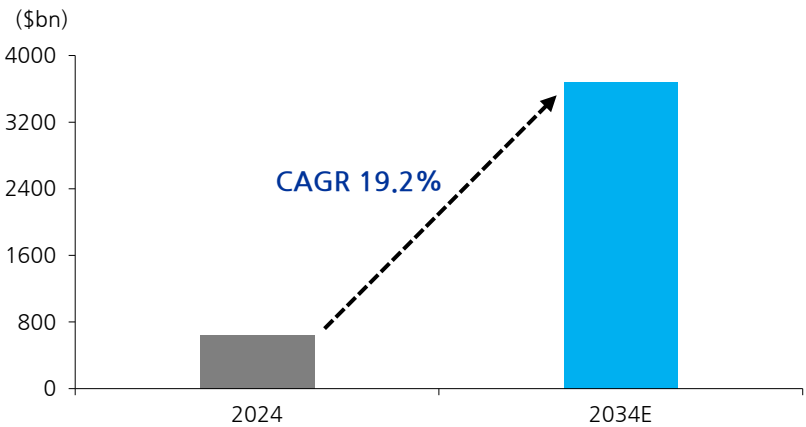


자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 2025-01-01 = 100

AI, 아직 갈 길이 먼 상황

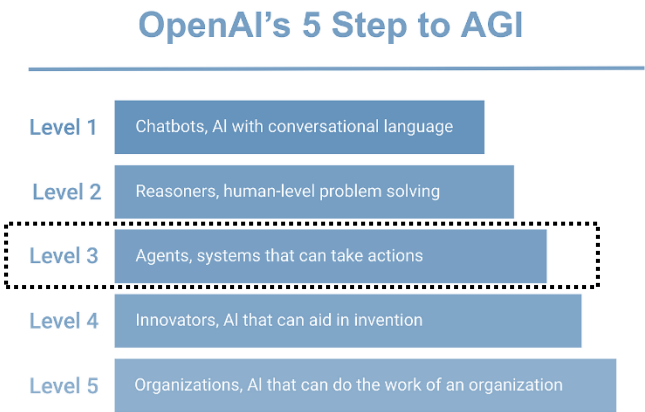
- ChatGPT로 촉발된 AI 열풍은 단순 LLM(텍스트)을 넘어 멀티모달(영상, 이미지)까지 확장되며 산업 전반의 핵심 인프라로 자리매김 하고 있음
- AI 시장의 본격적인 개화로 AI 산업은 2034년까지 연평균 19.2%의 고성장을 기록할 전망
- OpenAI는 AGI의 5단계를 제시, 아직까지 AI 모델은 3단계인 AI Agent에 진입하는 수준인 것으로 판단
- 주요 하이퍼스케일 기업들과 AI SW 기업들은 AGI 선점을 위한 본격적인 군비경쟁에 돌입

AI 산업 규모 전망



자료: Precedence Research, 유진투자증권

OpenAI가 제시한 AGI의 5단계

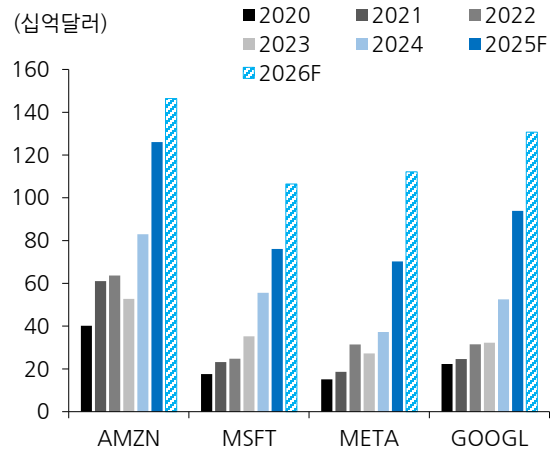


자료: Wired, 유진투자증권

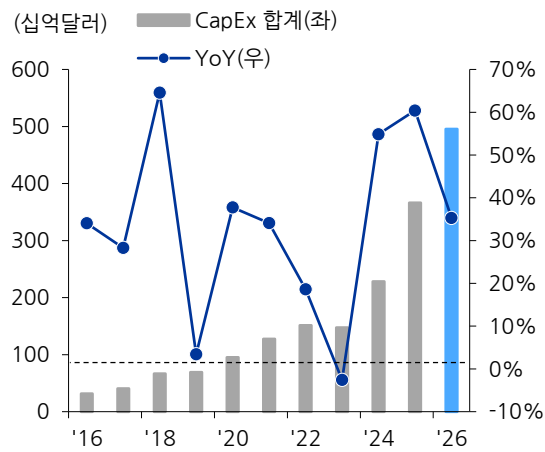
지속 상승하는 CSP의 CapEx

- 하이퍼스케일러들의 AI 인프라 군비경쟁에 오픈AI의 블록버스터급 계약들이 더해지며, 컴퓨팅파워 병목이 심화되고 있음
- 4대 하이퍼스케일 업체들은 CY3Q25 어닝콜에서 여전히 컴퓨팅 공급이 수요 대비 턱없이 부족함을 언급함
- 4사 모두 CY2025년 CAPEX 가이드스가 컨센스를 상회했으며, CY2026년에는 캐팹스가 더욱 증가할 것을 언급
- 4사의 어닝콜 상 CAPEX 가이드스를 종합해 보았을 때, CY2026년 합산 CAPEX는 5,000억달러를 초과할 전망

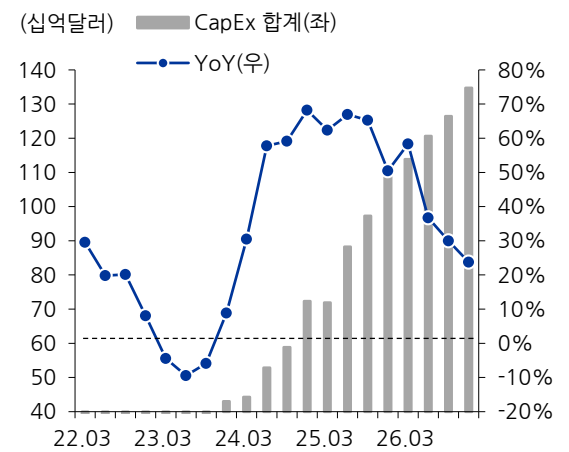
업체별 CapEx 추이



4사 합산 연간 CapEx 추이



4사 합산 분기 CapEx 추이



네오 클라우드란?

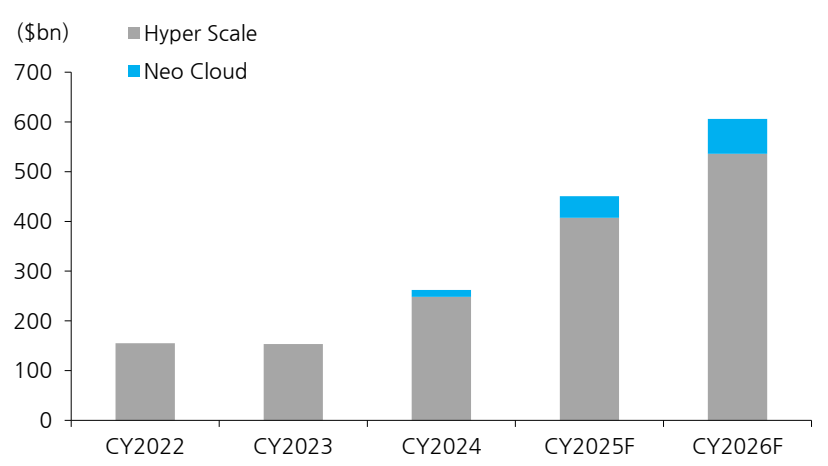
- 네오 클라우드는 하이퍼스케일러의 전통 클라우드와 다르게, GPU 서버를 중심으로 AI 클라우드를 제공하는 클라우드 업체를 칭함
- 엔터프라이즈용 S/W를 제공하던 오라클, 비트코인을 채굴하던 Coreweave, Nebius, Iris Energy, Cypher Mining 등이 대표적
- 네오 클라우드는 GPU 중심의 클라우드를 운영하기에, 기존 클라우드 대비 GPU 렌탈 비용이 저렴하다는 장점이 있음
- 또한 과감한 CAPEX 투자로 엔비디아의 첨단 GPU를 우선적으로 확보하여 오픈AI가 이끄는 AI 사이클의 핵심으로 자리 잡음
- 컴퓨팅 파워 병목으로 인해 하이퍼스케일러들 또한 네오클라우드와 2차적인 컴퓨팅 공급 계약을 추가로 체결하고 있음
- 하이퍼스케일러와 네오클라우드의 2026년 합산 CAPEX는 약 6,000억달러를 기록할 전망

네오 클라우드와 전통 클라우드의 차이

	전통 클라우드	네오 클라우드
인프라	CPU, GPU, 스토리지 인프라	GPU 집중 인프라
공급자	AWS, Azure, GCP, Oracle (범용)	Coreweave, Nebius, Oracle (네오)
사용자	일반 기업, AI 관련 기업	빅테크 AI 팀, AI 연구소, AI 스타트업
사용처	웹서비스, DB, SaaS, AI 등	AI 모델 학습/추론 특화
소프트웨어	DB, 범용 OS 등	PyTorch, TensorFlow 등의 AI 프레임워크
비용 구조	GPU 비용 상대적으로 고가	전통 클라우드 대비 30~50%
네트워킹	Ethernet 기반 표준 네트워킹	NVLink/Infiniband 기반의 초고속 네트워킹

자료: 유진투자증권

하이퍼스케일러와 네오클라우드 합산 CAPEX 전망

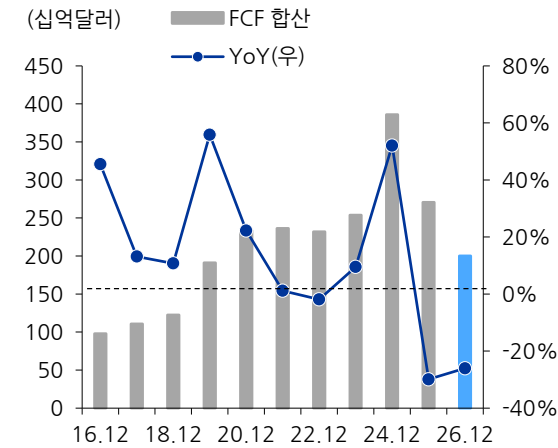


자료: Bloomberg, 유진투자증권

급증한 CapEx 부담은 채권발행으로 해소

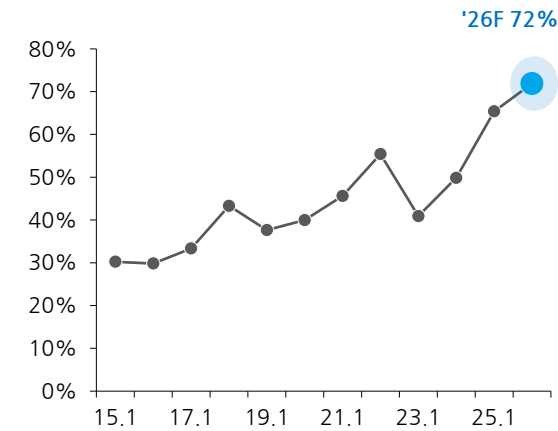
- 다만, 2024년부터 급증한 하이퍼스케일러들의 CapEx 부담으로 인해 4사 합산 FCF 추이는 2024년을 기점으로 크게 감소하는 추세
- 하이퍼스케일러 4개사의 연간 CapEx를 영업현금으로 나눈 비율도 2023년 41%에서 2026년 72%까지 증가할 전망
- 현금흐름의 압박 속, 지난 10월말 메타와 구글이 각각 250억달러 규모의 채권을 발행
- 이에 따라 하이퍼스케일러 채권 발행 규모는 지난해 대비 300% 이상 급증
- AI 버블에 대한 우려가 확산되고 있으나 각 업체의 채권 발행 금액 대비 5배수의 수요가 물리며 여전히 견조한 수요 상황을 반증

하이퍼스케일러 합산 FCF 추이



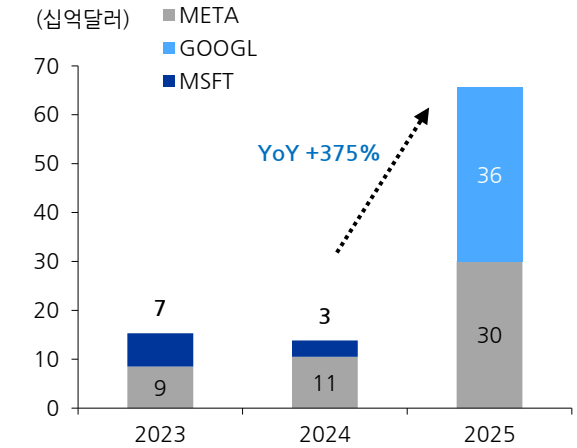
자료: Bloomberg, 유진투자증권

하이퍼스케일러 연간 CapEx to OCF



자료: Bloomberg, 유진투자증권

하이퍼스케일러 채권 발행 추이

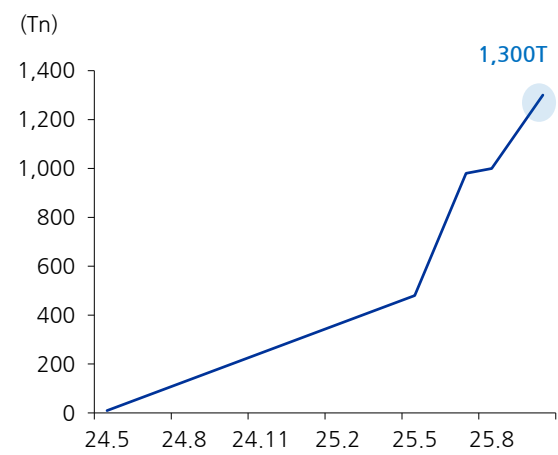


자료: Bloomberg, 유진투자증권

AI 추론 수요는 우상향

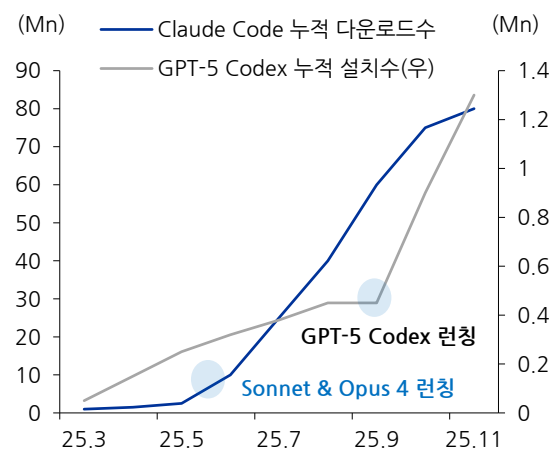
- AI 서버를 위한 투자가 지속되어야만 하는 근거는 우상향 중인 AI 추론 수요에서 찾을 수 있음
- 구글의 월별 토큰 처리량은 2024년 5월 ~ Tn에서 2025년 11월 기준 1,300T까지 급증하며 월평균 32%의 성장세를 보임
- AI 에이전트형 코딩 툴인 Claude Code와 GPT-5 Codex의 누적 다운로드수 역시 우상향 지속중
- 최근 x조원 규모의 신규 라운드를 완료한 미국의 의료 AI OpenEvidence 역시 유저수와 토큰 처리량 추이가 우상향 추세를 보이고 있음
- 특히 구글의 월별 토큰 처리량은 올해 5월을 기점으로 그 상승세가 매우 가팔라지는 중

구글 월별 토큰 처리량 추이



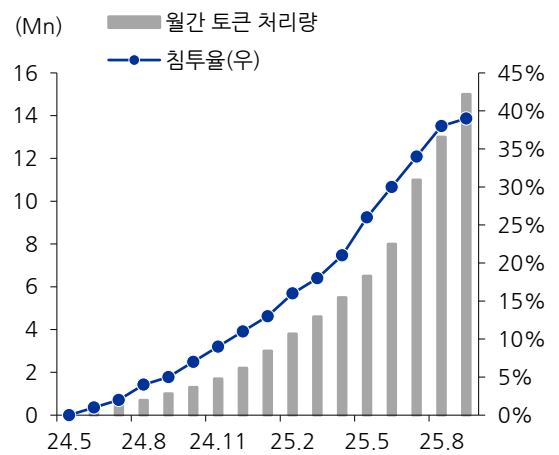
자료: GOOGLE, 유진투자증권

AI 에이전트형 코딩 툴 다운로드수 추이



자료:각 사, 유진투자증권

OpenEvidence 유저수 및 토큰 처리량 추이

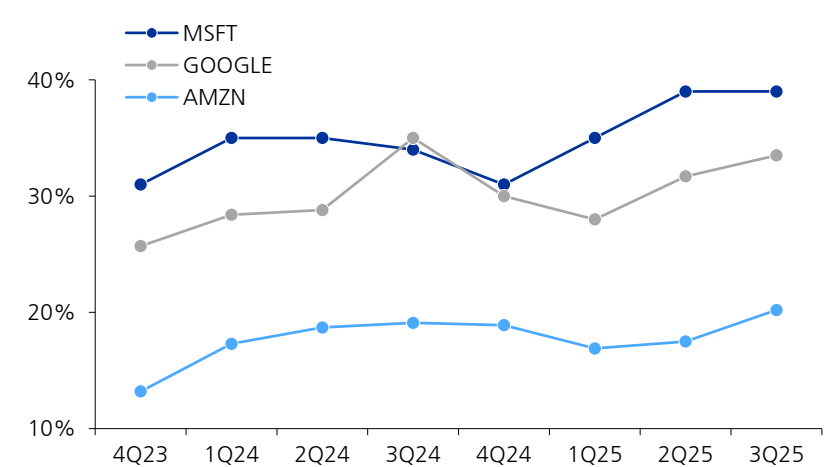


자료: OpenEvidence, 유진투자증권

하이퍼스케일러의 성장 가속화

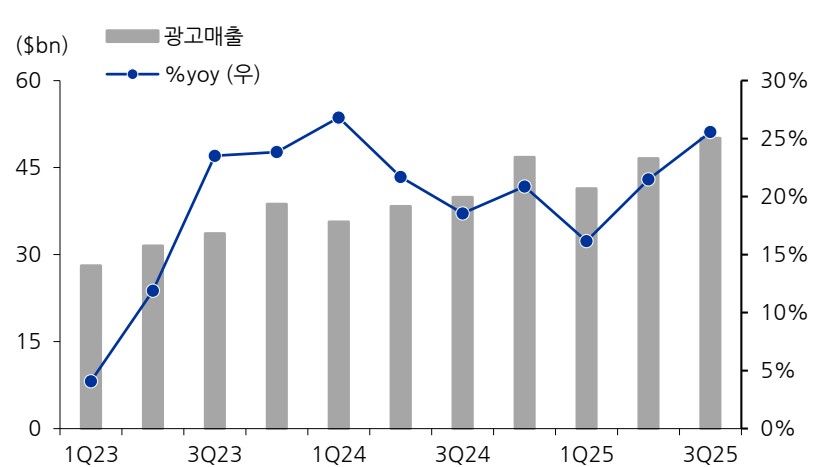
- 급증하는 CAPEX만큼 CSP 3사는 평균적으로 전년비 30% 수준의 높은 클라우드 성장률을 기록함
- 마이크로소프트의 Azure가 39%로 가장 높은 성장률을 기록했으며, 구글 클라우드, AWS가 뒤를 이음
- 그간 부진했던 AWS 또한 CY3Q25부터 다시 성장세로 진입하며 클라우드 열세 우려를 일부 해소함
- CAPEX로 광고 알고리즘을 개선시키는 메타 역시 광고 전환율과 단가 상승으로 광고 매출의 YoY 성장이 가속화 되는 중
- 견조한 AI 추론 수요와 CSP 업체들의 클라우드 성장률을 감안한다면, 높아진 CapEx to OCF에도 추가 투자 여력은 지속될 수 있을 것으로 전망

CSP 3사의 클라우드 YoY 성장률 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권

메타 광고 매출 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

AI 사이클의 다른 한 축, OpenAI

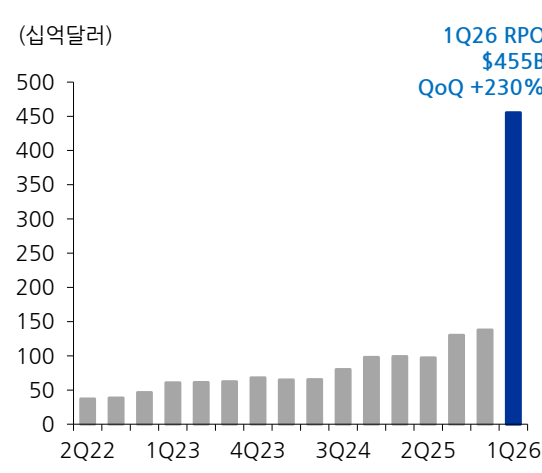
- 현재의 AI 사이클을 이끌어가는 한 축은 OpenAI(이하 OAI)
- OAI는 연초 스타게이트 프로젝트를 시작으로 적극적인 AI 인프라 구축의 의지를 드러냈으며, 가장 먼저 오라클과 3,000억 규모의 컴퓨팅 계약을 체결
- OAI는 지난 5월, 공익 기업(PBC)로의 전환 계획을 공식화하며 공격적인 컴퓨팅 계약과 자본 유치를 발표해옴
- 현시점 기준 OAI 생태계의 규모는 약 1조 달러로, 이는 NVDA 10GW, AMD 6GW, AVGO 10GW, ORCL 4.5GW 등 CSP부터 ASIC 설계까지 AI 밸류체인 전반에 걸쳐져 있음
- 특히, NVDA와 AMD의 경우 각각 내년 하반기 OAI향 첫 출하를 시작할 예정으로 그 규모는 1GW 수준(NVDA는 VR200, AMD는 MI450 기반 Helios 랙서버)
- 이는 각각 지난 10월과 11월 NVDA GTC, AMD 애널리스트 데이에서 각 업체의 가이드선 상향을 통해 일부 확인된 바 있음
- 정리하면, 오픈AI가 CapEx 투자의 한 축으로 급부상했고, 이를 기반으로 밸류체인 내 다양한 업체들의 이익 추정치가 상향되는 중

OpenAI 타임라인 정리

날짜	이벤트
2025-01-21	Stargate 프로젝트 발표, 4년간 최대 \$500B 투자
2025-05-05	PBC 전환 계획 공식화
2025-07-22	오라클 4.5GW 협력 발표
2025-09-22	엔비디아와 10GW, 최대 \$100B 투자 및 공급 LOI 체결
2025-09-25	코어위브와 \$6.5B 규모 추가 계약(YTD 누적 계약금액 \$22.4B)
2025-10-06	AMD와 6GW 다년 계약, 초기 1GW는 2H26 공급 시작
2025-10-28	PBC 전환 완료

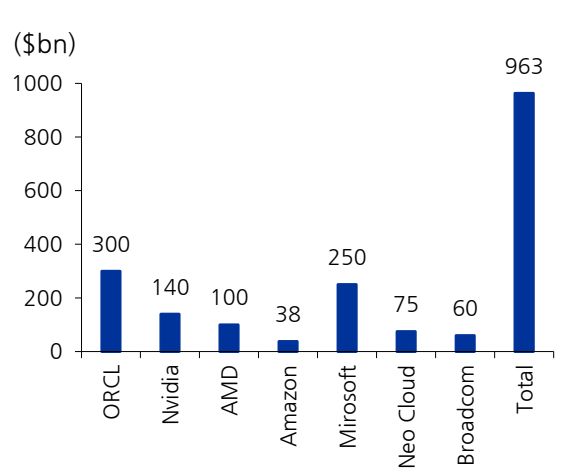
자료: 유진투자증권

오라클 RPO 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

OpenAI 생태계 계약 규모

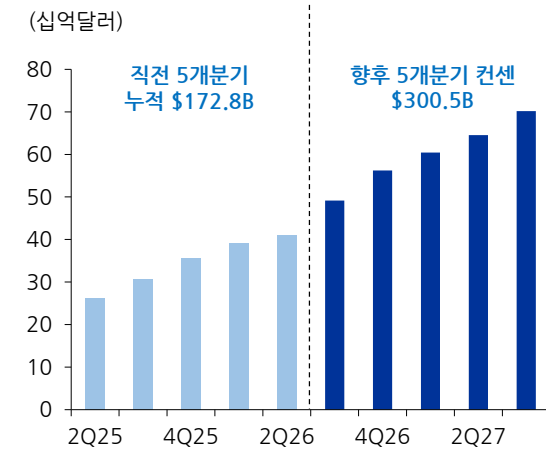


자료: 각 사, 유진투자증권

GTC 2025, AMD 애널리스트 데이

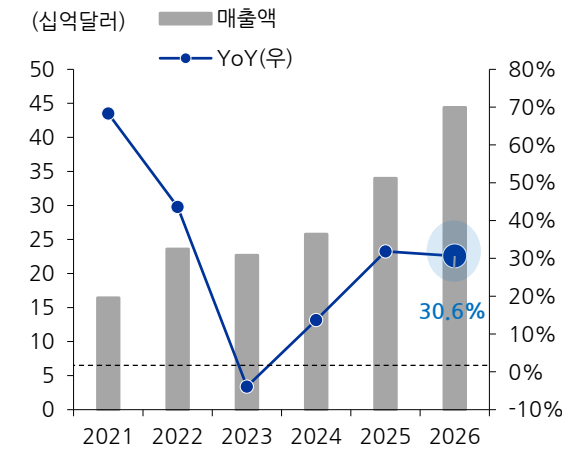
- 지난 10월 열린 GTC에서 젠슨황의 Keynote 연설에 따르면, 상위 6대 CSP(아마존, MSFT, 구글, META, 오라클 등)의 대규모 CapEx 증가를 바탕으로 2026년까지(향후 누적 5개 분기 동안) 블랙웰과 루빈의 초기 판매를 합쳐 \$500B의 매출액과 2,000만개의 GPU 출하를 언급
- 엔비디아의 최근 5개분기 데이터센터향 누적 매출액은 \$195B이며, 향후 5개분기 데이터센터향 누적 매출액 컨센서스(11/17 기준)는 \$300B으로, 젠슨황이 언급한 숫자와 컨센서스는 약 66%의 차이를 보임
- AMD는 지난 10월, 최초의 랙 스케일 시스템인 Helios를 공개했으며, AMD 최근 OAI와 6GW의 공급 계약, 오라클과 내년 3분기부터 MI450 기반의 서버 공급 계약을 체결
- AMD Analyst Day에서 이 같은 계약 내용을 반영하여, 향후 연평균 35%의 매출 CAGR 제시했으나, CY26 AMD 매출 컨센서스(11/17 기준)는 YoY 30.6% 증가하는 수준
- OAI 생태계와 Stargate 프로젝트의 진행이 가시화될수록 엔비디아, AMD의 컨센서스는 상승할 여지가 충분하다고 판단

엔비디아 DC향 매출 추이



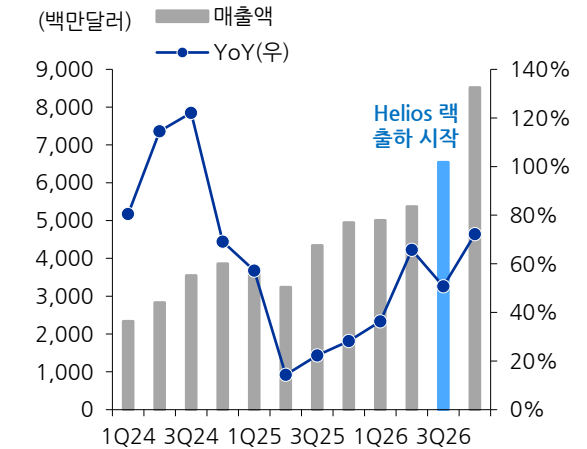
자료: Bloomberg, 유진투자증권

AMD 연간 매출 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

AMD DC향 매출 추이

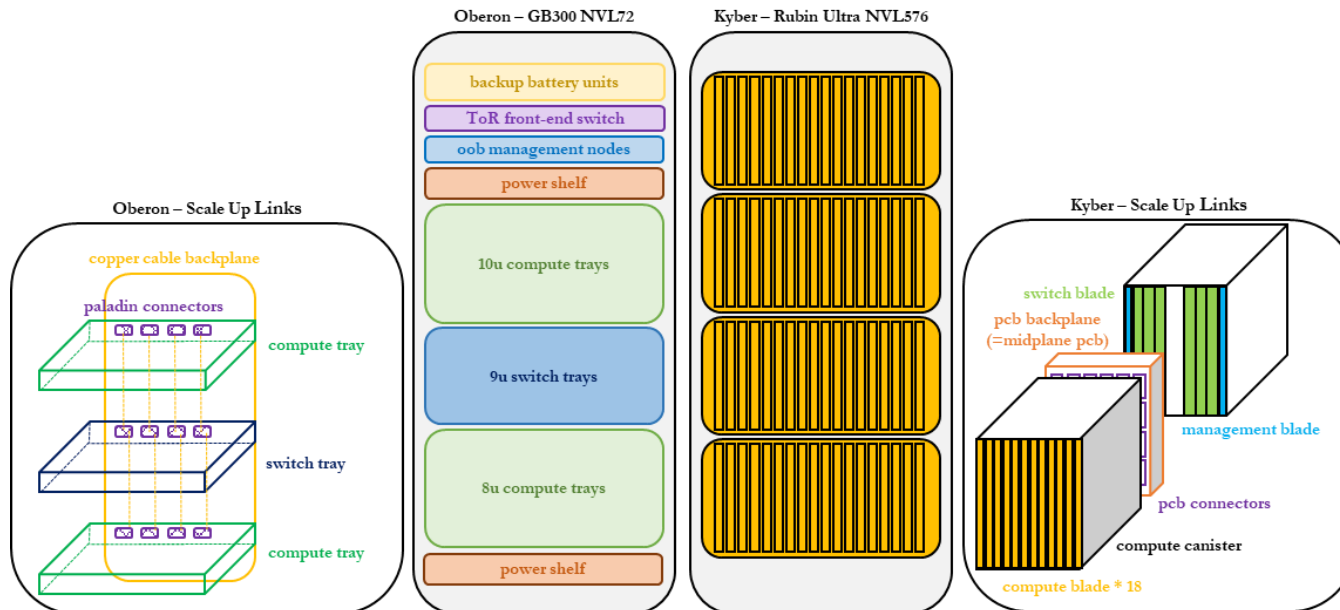


자료: Bloomberg, 유진투자증권

건설 병목과 엔비디아라는 해법

- OAI와 Stargate 프로젝트를 비롯한 대규모 CapEx 증가가 현실화된다면, 엔비디아, AMD 등 팹리스 업체부터 다운스트림 서버 ODM 업체까지 관련 매출이 급증할 것으로 예상
- 다만, 이 경우 데이터센터 건설 자체의 병목이 두드러질 것으로 전망됨
- 오라클은 지난 6월 실적발표에서 '데이터센터 건설 속도가 느린 것이 병목인 수준으로 컴퓨팅 파워에 대한 수요가 천문학적'이라고 언급
- 네오 클라우드 업체인 코어위브는 11월 10일 실적발표에서 데이터센터 제공업체의 '파워드 셸(Powered Shell, 전력 설비가 완비된 데이터센터 건물)'인도 지연으로 인해 FY25 매출가 이던스를 하향(-3%)조정하며 건설이 주요 병목임을 지목
- 이러한 방향성과 발맞추어 최근 2027년 하반기로 예정되어 있던 Kyber 랙의 출하가 내년 말로 앞당겨질 수 있다는 업계 소식이 등장
- 랙 스케일 레벨의 시스템 납품이 가능한 엔비디아, 그리고 후발주자인 AMD에게 AI 사이클 내 더 높은 프리미엄을 부여할 근거가 될 것으로 판단

Oberon 랙과 Kyber 랙 비교



자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

CCL: P, Q 모두 증가하는 슈퍼 사이클

- 더 많은 컴퓨팅 파워에 대한 수요 + 데이터센터 건설 병목에 따라 보다 높은 성능의 GPU 기반 랙서버 필요성 증대
- 이에, 엔비디아는 내년 2분기부터 루빈 GPU 기반의 Vera Rubin 플랫폼을 출하할 예정
- Vera Rubin 플랫폼용 통합보드 기판은 GB200/GB300 시리즈 대비 한 세대 높은 구리박을 사용(CCL 원가의 40%)
- 차세대 구리박 사용에 따라 약 16%의 가격 상승이 예상되며, 코어 기판의 층수 증가(12층 → 14층)에 따라 16.7%의 CCL 사용량 증가 예상
- Rubin Ultra GPU 기반의 Kyber랙의 경우, 개별 칩의 전력 사용량 증가에 따라 랙시스템 내에 구성되어있던 파워모듈을 별도의 파워랙으로 구성
- 이러한 구성을 채택함에 따라 Kyber 랙에서는 블랙웰 대비 4배의 Die Size를 가진 Rubin Ultra GPU가 144개까지 탑재될 것으로 예상

엔비디아 GPU 스펙

모델명	TDP (W)	메모리 규격	용량 (GB)	설계	랙당 GPU
P100	300	HBM2	16	-	-
V100	300	HBM2	32	-	-
A100	300	HBM2e	80	-	-
H100	350	HBM3	96	-	-
H200	650	HBM3e	141	-	-
B200	1,200	HBM3e	192	Oberon	72
Rubin	1,800	HBM4	288	Oberon	72
Rubin Ultra	2,300	HBM4e	1,000	Kyber	144

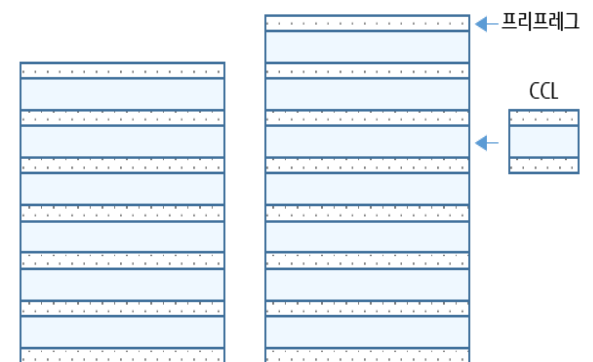
자료: NVDA, 유진투자증권

MEGTRON 등급에 따른 스펙 변화

등급	유전율 (Dk)	소실 계수 (Df)	유리 전이 온도 (Tg)
MEGTRON 2	4.0~4.1	0.01~0.013	170℃
MEGTRON 4	3.8	0.005~0.007	176℃
MEGTRON 6	3.4~3.7	0.001~0.002	185~210℃
MEGTRON 7	3.4~3.6	0.001~0.002	200℃ 이상
MEGTRON 8	3.3~3.4	0.001 이하	200℃ 이상
MEGTRON 9	-	-	-

자료:Panasonic, 유진투자증권

CCL in PCB



Oberon: 비앙카(Bianca) 보드
5 + 12(CCL 6장) + 5

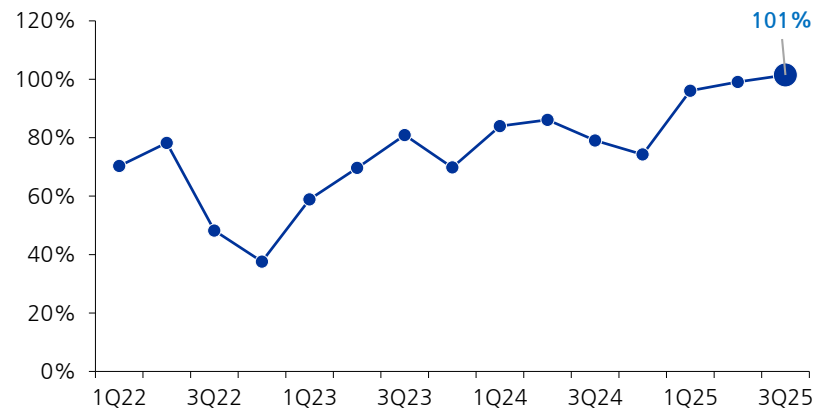
Kyber: 코델리아(Cordelia) 보드
6 + 14(CCL 7장) + 6

자료: 유진투자증권

MLCC: 또 다시 찾아온 기회

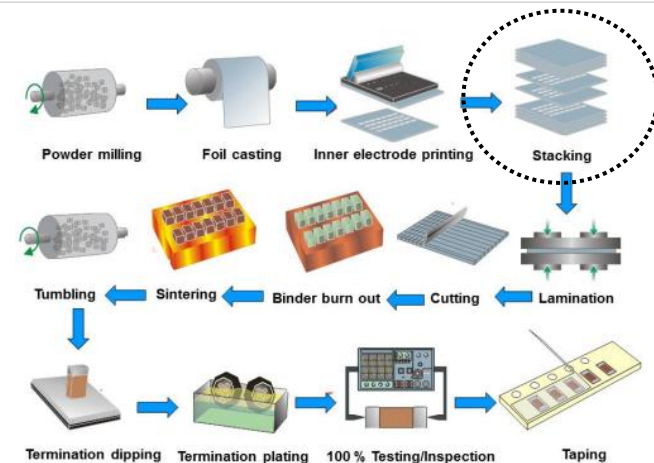
- 블랙웰 GPU 기반 랙스케일 시스템은 약 30만개의 MLCC를 탑재
- 다만 AI 서버용 MLCC는 용량 증가가 핵심. 이는 ①GPU 성능 상승 → ②전력 소비량 증가 → ③전압 강하폭 증가 → ④정전용량 증가를 통한 전압변동 완화로 이어지는 흐름
- AI 서버 내 각종 칩과 네트워크 모듈 등의 배치로 인해 MLCC에 허용된 공간은 제한적
- 사이즈는 동일하되, 용량은 두 배 이상인 MLCC 제조를 위해서는 극판과 유전체의 적층 공정의 반복회수가 증가하며 MLCC 생산능력 잠식이 일어남
- 무라타 역시 지난 실적발표에서 AI 서버용 MLCC 생산 부족으로 인해 하이엔드 시장 전반에 수급 영향 확산이 불가피하다고 언급
- 지속 증가하는 CapEx와 서버 ODM들의 랙서버 출하량을 감안한다면 타이트한 MLCC 수급 환경은 당분간 지속될 것으로 예상됨

삼성전기 컴포넌트 사업부 가동률 추이



자료: 삼성전기, 유진투자증권

고용량 MLCC 제조는 캐파 잠식 초래



자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

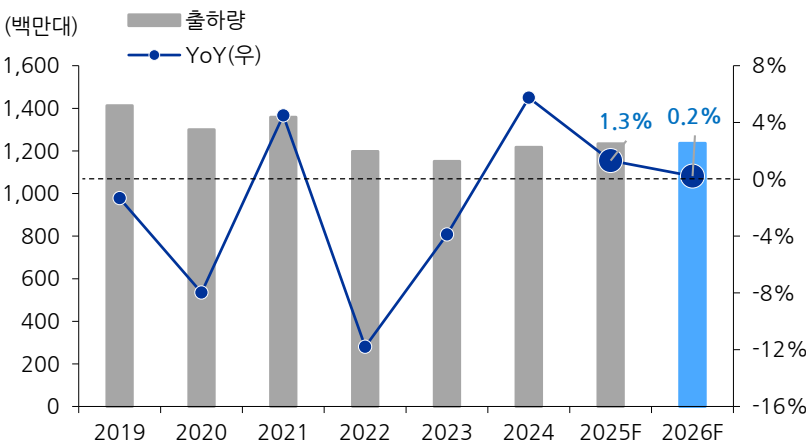
02

IT세트, 교체수요 너머엔

스마트폰: 완전한 교체수요 사이클

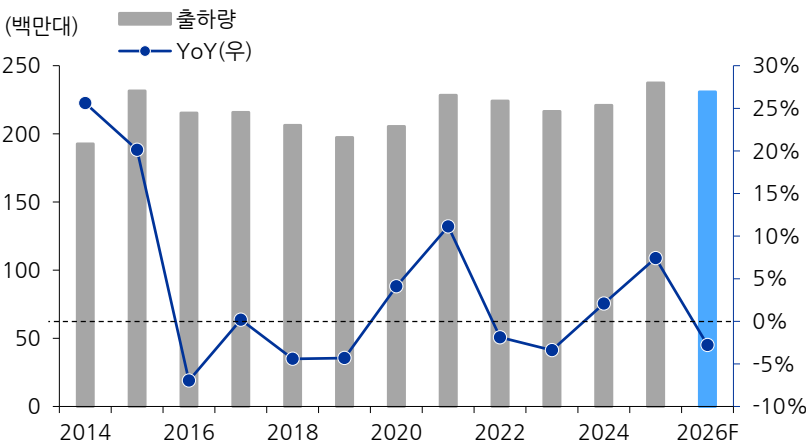
- 글로벌 스마트폰 출하량은 2025년 12억 3,400만대로 전년대비 1.3% 증가한 후, 2026년에는 0.2% 증가한 12억 3,700만대에 이를 것으로 예상
- 올해애플의 아이폰 출하량은 전년대비 7.4% 증가한 2억 3,740만대로 예상하며, 이는 2020~2021년 구매된 아이폰의 교체 사이클 본격화에 힘입은 것
- 다만올해 구형 아이폰의 교체가 상당부분 진행된 이후, 2026년에는 아이폰 출하량이 올해 대비 2.8% 감소한 2억 3,080만대 수준에 그칠 것으로 예상
- 스마트폰 산업 내 엣지 AI 기능은 이미 상당 부분 구현 및 탑재되고 있으나, 해당 기능이 소비자의 교체 수요를 유의미하게 자극해 시장 성장을 이끌지는 못하고 있음
- 내년 출시가예상되는 애플의 '개인화된 Siri' 기능이 추가적인 아이폰 교체 수요를 견인할 수 있는지가 중요할 것
- 다만애플의 AI 기능이 시장에서 높은 호응을 얻더라도, 애플 인텔리전스 자체는 구형 하드웨어에도 적용되어 신제품 수요 진작 효과는 제한적일 것으로 예상

글로벌 스마트폰 출하량 추이



자료: Tech Insights, 유진투자증권

애플 아이폰 출하량 추이

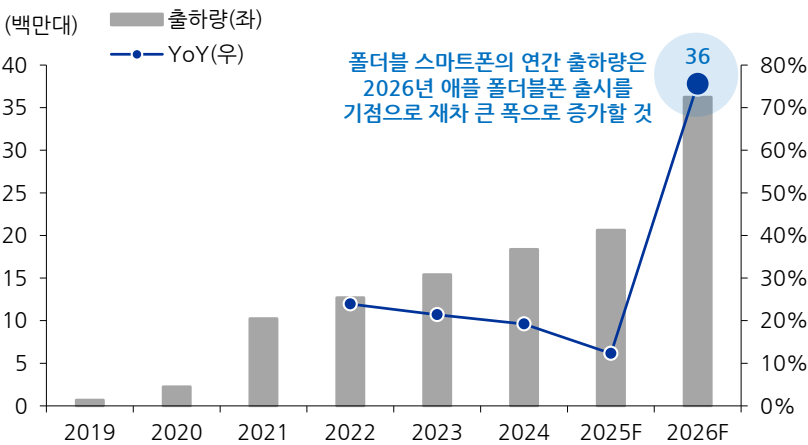


자료: Tech Insights, 유진투자증권

애플 폴더블이 온다

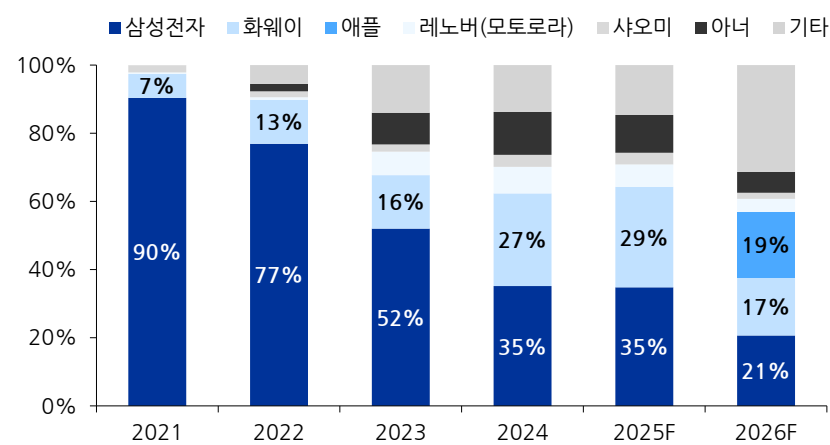
- Bar 타입 스마트폰 시장의 경쟁심화와 출하량 하락세 지속. 시장 전반의 역성장 속에서 출하량이 증가하는 유일한 세그먼트는 폴더블폰
- 2019년 삼성전자 Z폴드를 시작으로 시장이 개화, 올해까지는 YoY 성장을 둔화가 필연적이나, 내년 애플의 1세대 폴더블폰 출시와 함께 시장이 급격히 성장할 것으로 전망
- 출시 예상 시기는 기존 넘버링 시리즈 발표시기인 9월이며, 최근 수많은 노이즈에도 불구하고 2026년 SDC의 애플 폴더블폰 패널 출하량은 1천만대 수준으로 예상됨
- 다양한 부품들 중 SDC와의 오랜 협력관계를 기반으로 독점에 가까운 점유율을 확보한 비에이치와 내장 힌지에서의 기술력을 바탕으로 한 파인애플의 수혜 예상

연간 폴더블폰 출하량



자료: Tech Insights, 유진투자증권

폴더블폰 시장 점유율



자료: Tech Insights, 유진투자증권

커버리지 기업 한눈에 보기

(십억원, 원, 배)	★두산		대덕전자		해성디에스		삼성전기		LG이노텍		LG전자		비에이치	
투자이견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	1,370,000		62,000		73,000		270,000		295,000		107,000		22,000	
YTD 주가 추이														
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	19,373	21,257	1,048	1,257	652	846	11,221	12,057	21,639	21,773	89,276	90,754	1,830	1,811
YoY	7%	10%	17%	20%	8%	30%	9%	7%	2%	0.6%	2%	2%	4%	-1%
영업이익	1,313	2,082	50	151	43	104	888	1,084	672	818	2,564	3,397	46	109
YoY	31%	59%	3,723%	203%	-24%	141%	21%	22%	-5%	22%	-25%	32%	-47%	134%
지배순익	43	597	43	108	28	77	643	806	427	569	1,723	847	17	73
EPS	2,028	28,774	837	2,100	1,646	4,546	8,289	10,391	18,044	24,055	10,530	5,176	493	2,177
PER	481	34	61	24	34	12	26	21	14	10	9	18	33	7
BPS	47,632	66,333	16,996	17,379	33,580	37,666	121,358	130,212	237,666	261,390	122,347	126,046	20,486	22,431
PBR	20.5	14.7	3.0	3.5	1.7	1.5	1.8	1.7	1.0	0.9	0.7	0.7	0.8	0.7

자료: 유진투자증권

03

기업분석

두산

(000150)

투자의견
BUY
(유지)

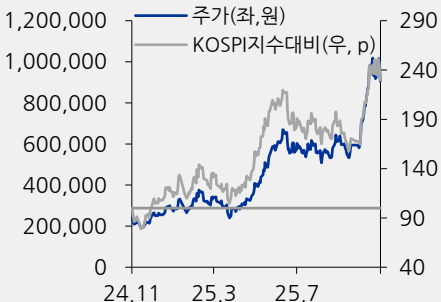
목표주가
1,370,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	30.8	85.4	241.3
절대기준(%)	39.9	141.0	310.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	1,370,000	1,370,000	-
영업이익(25)	1,337	1,484	▼
영업이익(26)	2,082	2,082	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

현재주가(25.11.17)	975,000원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	161,107	목표주가(12M)	1,370,000원
발행주식수(천주)	16,524천주		
52주 최고가(원)	1,082,000원		
최저가(원)	187,900원		
52주 일간 Beta	1.61		
60일 일평균거래대금(억원)	1,062억원		
외국인 지분율(%)	15.3%		
배당수익률(2025F)(%)	0.2%		
주주구성(%)			
박정원(외 27인)	40.1		
자사주	17.9		



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,362	21,257	23,235
영업이익	1,436	1,004	1,337	2,082	2,508
세전손익	451	593	1,072	2,010	2,441
당기순이익	272	302	660	1,524	1,850
EPS(원)	-18,133	-10,562	2,028	28,774	44,809
증감률(%)	na	na	흑전	1,319.1	55.7
PER(배)	na	na	446.8	31.5	20.2
ROE(%)	-22.7	-14.6	2.9	33.8	36.6
PBR(배)	1.8	5.3	19.0	13.7	9.5
EV/EBITDA(배)	2.7	5.6	12.4	10.0	8.1

자료: 유진투자증권

모든 PCB는 저를 통합니다

Investment Point

- P와 Q가 모두 오르는 CCL 슈퍼 사이클: 내년 출시가 예상되는 북미 최대 고객사의 차세대 아키텍처 내 과반 이상의 CCL 점유율 예상. 구리박 스펙 상향과 코어층 층수 증가에 따라 P와 Q 모두 각각 16%, 16.7% 상승 예상
- 서프라이즈는 패키지에서: Prefill 전용 칩에 탑재될 국내 메모리 업체의 그래픽 디램용 CCL은 현재 추정치에 미반영. 내년 관련 제품 출하 상황에 따라 실적 서프라이즈 요소로 작용할 가능성
- 경쟁사 대비 여전히 저렴한 밸류에이션: 단위 면적당 높은 컴퓨팅 파워를 구현하는 것이 AI 사이클의 당면 과제. 북미 고객사 내 높은 점유율을 보유한 두산 전자BG의 밸류에이션 프리미엄이 정당화되는 구간이라고 판단

최근 실적 및 이슈

- 3Q25 Re: 두산 전자BG 3분기 매출액 4,399억, 영업이익 1,039억 원을 기록. 최종 고객사의 제품 전환(GB200→GB300)에 따른 고부가 제품 매출 비중 감소가 실적 하회의 주요 원인
- 4Q25F: 신제품의 순조로운 양산 확대와 기존 양산 제품의 램프업 등에 힘입어 두산 전자BG의 4분기 실적은 매출액 5,499억원, 영업이익 1,652억원예상

두산 연결기준 세부 실적 추이

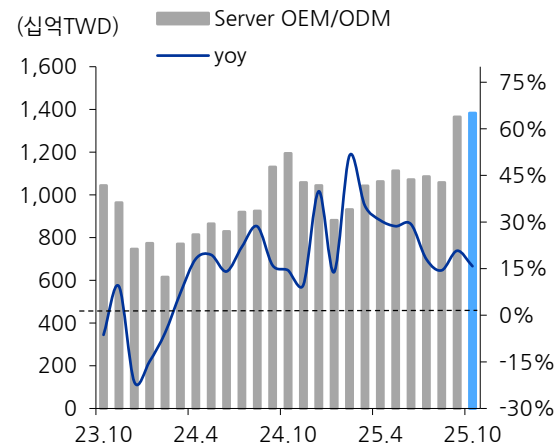
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	4,462	4,592	3,879	5,200	4,299	5,346	4,452	5,264	18,133	19,373	21,257
YoY	3%	-8%	-15%	-1%	-4%	16%	15%	1%	-5%	7%	10%
QoQ	-15%	3%	-16%	34%	-17%	24%	-17%	18%			
자체사업	264	317	328	427	485	559	524	641	1,336	2,208	2,766
두산에너지빌리티	4,098	4,151	3,396	4,589	3,749	4,569	3,880	4,557	16,233	16,755	18,060
두산로보틱스	11	14	10	12	5	5	10	10	47	44	65
오리콤	43	52	62	58	46	63	56	56	215	215	215
매출비중											
자체사업	6%	7%	8%	8%	11%	10%	12%	12%	7%	11%	13%
두산에너지빌리티	92%	90%	88%	88%	87%	85%	87%	87%	90%	86%	85%
두산로보틱스	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
오리콤	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
영업이익	348	337	110	209	198	358	231	550	1,004	1,313	2,082
YoY	3%	-34%	-66%	-22%	-43%	6%	110%	163%	-30%	31%	59%
QoQ	31%	-3%	-67%	90%	-5%	80%	-35%	138%			
자체사업	25	39	35	44	121	142	109	165	143	537	776
두산에너지빌리티	358	310	115	235	143	271	137	382	1,018	932	1,435
두산로보틱스	-7	-8	-10	-17	-12	-16	-15	3	-41	-40	-14
오리콤	-1	4	2	7	-1	4	1	1	12	12	12
영업이익률	7.8%	7.3%	2.8%	4.0%	4.6%	6.7%	5.2%	10.4%	5.5%	6.8%	9.8%
영업외손익	-13	-33	-137	-228	-93	38	-63	-148	-411	-265	-72
세전이익	335	304	-27	-19	106	396	168	402	593	1,071	2,010
YoY	47%	0%	적전	-92%	-68%	30%	흑전	흑전	31%	81%	88%
QoQ	흑전	-9%	적전	-29%	흑전	274%	-58%	139%			
지배주주순이익	5	21	-88	-163	24	79	121	-181	-226	43	597
NPM	0%	0%	-2%	-3%	1%	1%	3%	-3%	-1%	0%	3%
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	N/A	N/A	N/A	흑전	1297%
EPS(원)	233	963	-4,125	-7,633	1,104	3,670	5,656	-8,435	-10,562	2,028	28,774
YoY	흑전	흑전	N/A	N/A	375%	281%	N/A	N/A	N/A	흑전	1319%

자료: 유진투자증권

두산 전자BG 세부 실적 추이

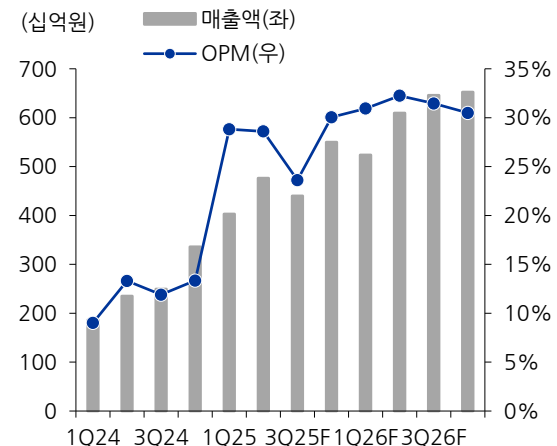
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	439.9	549.9	1,007.2	1,868.9	2,431.7
YoY	10%	12%	13%	58%	116%	102%	76%	64%	24%	86%	30%
QoQ	-12%	26%	6%	35%	20%	18%	-7.6%	25%			
영업이익	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	103.9	165.2	122.6	521.4	760.8
OPM	9%	13%	12%	13%	29%	29%	24%	30%	12%	28%	31%
YoY	249%	83%	94%	흑전	591%	335%	250%	269%	254%	325%	46%
QoQ	흑전	86%	-5%	51%	159%	17%	-23.7%	59%			
감가상각비	8.3	7.7	8.5	9.1	9.0	8.7	10.7	10.7	33.5	39.1	48.9
EBITDA	25.1	39.0	38.2	53.9	125.1	144.9	114.6	175.9	156.1	560.5	809.6
EBITDA Margin	13%	17%	15%	16%	31%	30%	26%	32%	16%	30%	33%
N사향 매출					161.2	181.0	127.6	222.0		691.7	1,075.2
비중					40%	38%	29%	40%		37%	44%
YoY											55%
기타 매출					241.7	295.2	312.3	327.9	1,007.2	1,177.2	1,356.6
비중					60%	62%	71%	60%	100%	63%	56%
YoY										17%	15%

서버 ODM 업체 월별 합산 매출액 추이



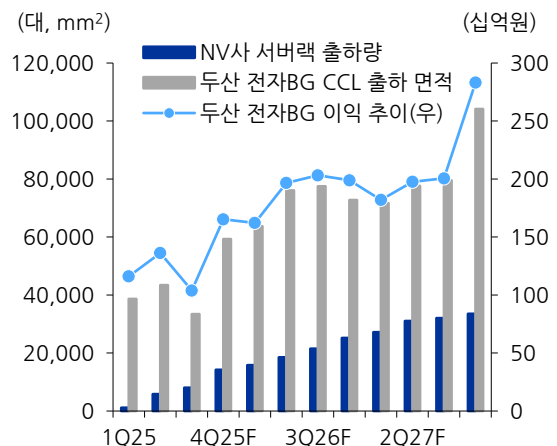
자료: MOPS, 유진투자증권

두산 전자BG 실적 추이



자료:유진투자증권

랙서버 출하량과 두산 전자BG CCL 출하면적



자료: 유진투자증권

두산(000150.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	28,287	30,143	30,664	31,029	32,323
유동자산	11,446	11,913	12,380	12,627	13,801
현금성자산	3,878	4,137	6,635	6,800	7,480
매출채권	3,652	3,868	2,884	2,912	3,183
재고자산	2,927	3,136	1,961	1,980	2,164
비유동자산	16,840	18,230	18,285	18,401	18,523
투자자산	2,299	2,671	2,878	2,995	3,117
유형자산	6,509	7,013	6,979	6,980	6,981
기타	8,032	8,547	8,428	8,426	8,425
부채총계	17,080	18,254	18,848	18,633	19,031
유동부채	11,439	11,024	11,403	11,111	11,428
매입채무	4,994	4,337	3,461	3,145	3,437
유동성이자부채	4,218	4,281	5,511	5,511	5,511
기타	2,226	2,407	2,431	2,455	2,480
비유동부채	5,641	7,229	7,445	7,523	7,603
비유동이자부채	3,719	5,063	5,196	5,196	5,196
기타	1,922	2,166	2,250	2,327	2,407
자본총계	11,207	11,889	11,816	12,396	13,293
자배지분	1,624	1,480	1,476	2,055	2,952
자본금	124	124	124	124	124
자본잉여금	1,881	1,928	1,935	1,935	1,935
이익잉여금	208	(82)	(74)	506	1,403
기타	(589)	(490)	(510)	(510)	(510)
비자배지분	9,583	10,409	10,341	10,341	10,341
자본총계	11,207	11,889	11,816	12,396	13,293
총차입금	7,938	9,344	10,706	10,706	10,706
순차입금	4,060	5,207	4,072	3,907	3,227

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,909	308	1,493	345	869
당기순이익	272	302	660	1,524	1,850
자산상각비	704	767	422	73	78
기타비현금성손익	1,350	1,037	(1,015)	(1,971)	(1,988)
운전자본증감	433	(1,053)	810	(375)	(176)
매출채권감소(증가)	(58)	(70)	900	(28)	(271)
재고자산감소(증가)	(296)	81	1,012	(19)	(184)
매입채무증가(감소)	592	(819)	(2,128)	(316)	293
기타	194	(244)	1,027	(12)	(13)
투자현금	(1,106)	(995)	(490)	(188)	(198)
단기투자자산감소	(111)	(39)	(86)	(26)	(27)
장기투자증권감소	(10)	(117)	5	(18)	(20)
설비투자	584	710	228	65	68
유형자산처분	13	71	18	0	0
무형자산처분	(230)	(218)	(152)	(8)	(9)
재무현금	636	574	1,395	(18)	(18)
차입금증가	94	881	1,484	0	0
자본증가	(119)	(190)	(175)	(18)	(18)
배당금지급	119	125	36	18	18
현금 증감	1,465	165	2,290	139	653
기초현금	2,074	3,539	3,704	5,995	6,134
기말현금	3,539	3,704	5,995	6,134	6,786
Gross Cash flow	2,326	2,107	1,114	720	1,045
Gross Investment	563	2,009	(407)	537	347
Free Cash Flow	1,764	98	1,521	183	698

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	19,130	18,133	19,362	21,257	23,235
증가율(%)	12.6	(5.2)	6.8	9.8	9.3
매출원가	15,885	15,171	16,169	17,726	19,406
매출총이익	3,245	2,962	3,193	3,531	3,829
판매 및 일반관리비	1,809	1,958	1,856	1,449	1,321
기타영업손익	6	8	(5)	(22)	(9)
영업이익	1,436	1,004	1,337	2,082	2,508
증가율(%)	27.6	(30.1)	33.2	55.7	20.5
EBITDA	2,141	1,771	1,759	2,155	2,586
증가율(%)	22.7	(17.3)	(0.7)	22.5	20.0
영업외손익	(985)	(411)	(265)	(72)	(67)
이자수익	106	145	60	10	10
이자비용	466	492	243	15	17
자본비용	(44)	21	23	28	28
기타영업외손익	(582)	(85)	(105)	(94)	(88)
세전순이익	451	593	1,072	2,010	2,441
증가율(%)	흑전	31.5	80.8	87.6	21.4
법인세비용	179	291	411	486	591
당기순이익	272	302	660	1,524	1,850
증가율(%)	흑전	11.1	118.5	130.7	21.4
지배주주지분	(388)	(226)	43	597	915
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,296.9	53.2
비지배지분	660	528	618	927	935
EPS(원)	(18,133)	(10,562)	2,028	28,774	44,809
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,319.1	55.7
수정EPS(원)	(18,133)	(10,562)	1,552	28,286	44,308
증가율(%)	적지	적지	흑전	1,722.4	56.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(18,133)	(10,562)	2,028	28,774	44,809
BPS	51,273	47,781	47,632	66,333	95,293
DPS	2,000	2,000	2,020	2,040	2,061
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	446.8	31.5	20.2
PBR	1.8	5.3	19.0	13.7	9.5
EV/ EBITDA	2.7	5.6	12.4	10.0	8.1
배당수익률	2.1	0.8	0.2	0.2	0.2
PCR	0.9	2.6	17.1	26.1	17.7
수익성(%)					
영업이익률	7.5	5.5	6.9	9.8	10.8
EBITDA이익률	11.2	9.8	9.1	10.1	11.1
순이익률	1.4	1.7	3.4	7.2	8.0
ROE	(22.7)	(14.6)	2.9	33.8	36.6
ROIC	5.9	3.3	5.3	10.6	12.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	36.2	43.8	34.5	31.5	24.3
유동비율	100.1	108.1	108.6	113.7	120.8
이자보상배율	3.1	2.0	5.5	138.5	148.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.5	4.8	5.7	7.3	7.6
재고자산회전율	6.7	6.0	7.6	10.8	11.2
매입채무회전율	4.1	3.9	5.0	6.4	7.1

대덕전자

(353200)

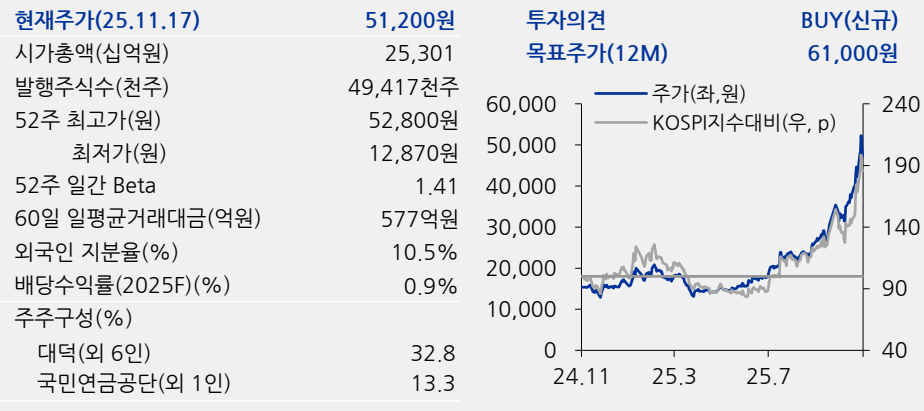
투자의견
BUY
(신규)

목표주가
62,000원
(신규)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	49.4	185.4	164.6
절대기준(%)	58.5	241.1	233.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	-
목표주가	62,000	-	-
영업이익(25)	50	-	-
영업이익(26)	151	-	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	1,049	1,257	1,493
영업이익	24	11	50	151	212
세전손익	28	30	49	143	203
당기순이익	25	24	43	108	154
EPS(원)	493	461	837	2,100	2,991
증감률(%)	-86.2	-6.4	81.5	150.9	42.4
PER(배)	54.9	33.6	56.4	22.5	15.8
ROE(%)	2.9	2.7	4.9	11.4	14.4
PBR(배)	1.6	0.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	8.5	4.5	15.6	9.1	6.7

자료: 유진투자증권

세 개의 심장

Investment Point

- **AI 플라이휠 가속:** CSP와 네오클라우드, OAI 등 전방의 CapEx 확대에 따라 메모리, 비메모리, MLB 사업 전반 호조. 특히, 데이터센터와 서버 컨트롤러에 활용되는 FC-BGA 기판 수요의 빠른 개선에 따라 분기 BEP 도달 시점도 계속해서 앞당겨지는 중
- **북미 A사의 통합보드 파트너:** 현재 단일 GPU 메인보드 기판을 납품하고 있는 북미 A사향으로 2026년 MLB 사업의 빠른 확대가 예상됨. 북미 A사는 Stargate 프로젝트의 일환으로 오라클과 OAI에서 MI450 기반의 Helios 랙을 수주. 내년 3분기 첫 출하가 예상되며, 이 때 동사는 엔비디아의 VGT, UMT와 동일한 역할을 수행할 것으로 기대. 다소 제한적인 MLB 캐파 확장 속도는 아쉽지만, AI 밸류체인에 직접적으로 포함되기 전 환점이라고 판단. UMT, VGT, 이수페타시스를 동사의 Peer 업체로 선정

최근 실적 및 이슈

- **3Q25 Re:** 매출액 2,456억원, 영업이익 244억원으로 시장 컨센서스를 크게 상회하는 서프라이즈를 기록. eSSD향 FC-CSP 기판의 수요 증가와 FC-BGA 가동률 개선에 따라 3분기 전사 이익률은 전기비 7.8%p 상승. 네트워크용 기판 수요 꾸준히 유지되며 MLB 매출 역시 전기비 12% 증가
- **2026F:** 매출액 1조 2,565억원, 영업이익 1,508억원(OPM 12%)전망. 북미 고객사향 MLB 기판 물량 확대 및 FC-BGA 사업의 이익 기여, 메모리 패키지 기판의 지속 호조에 힘입어 올해 대비 약 200% 증가한 영업 이익 실현할 것으로 기대

대덕전자 세부 실적 추이

(사업원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	215.3	245.6	286.2	301.3	255.4	295.7	342.4	363.0	892.4	1,048.4	1,256.5
YoY	0%	3%	23%	46%	19%	20%	20%	20%	-2%	17%	20%
QoQ	4%	14%	17%	5%	-15%	16%	16%	6%			
패키지	176.5	207.8	243.8	253.2	200.5	232.1	269.0	278.8	769.0	881.3	980.3
메모리	101.3	127.1	158.0	163.0	106.4	133.5	165.9	171.2	476.4	549.4	576.9
비메모리	75.3	80.7	85.8	89.6	94.1	98.5	103.0	107.5	292.4	331.4	403.2
MLB	38.8	37.8	42.4	48.1	54.9	63.7	73.4	84.2	123.4	167.1	276.2
매출비중											
메모리	47%	52%	55%	54%	42%	45%	48%	47%	53%	52%	46%
비메모리	35%	33%	30%	30%	37%	33%	30%	30%	33%	32%	32%
MLB	18%	15%	15%	16%	22%	22%	21%	23%	14%	16%	22%
영업이익	-6.2	1.9	24.4	29.6	14.0	34.3	46.6	56.0	1.3	49.7	150.8
YoY	NA	90%	165%	흑전	흑전	1704%	91%	89%	-95%	3723%	203%
QoQ	NA	흑전	1184%	21%	-53%	145%	36%	20%			
영업이익률	-2.9%	0.8%	8.5%	9.8%	5.5%	11.6%	13.6%	15.4%	0.1%	4.7%	12.0%
영업외손익	0	-4	4	-2	-5	-3	4	-4	19	-1	-8
세전이익	-6	-2	29	28	9	32	50	52	30	49	143
YoY	적전	적전	342%	393%	흑전	흑전	74%	87%	6%	61%	194%
QoQ	적전	-70%	흑전	-3%	-68%	258%	58%	4%			
지배주주순이익	-5.7	4.4	23.3	21.1	6.7	24.0	38.0	39.4	23.8	43.1	108.2
NPM	-3%	2%	8%	7%	3%	8%	11%	11%	3%	4%	9%
QoQ	적전	흑전	428%	-9%	-68%	258%	58%	4%			
EPS(원)	-111	86	452	410	130	466	738	766	461	837	2,100
YoY	적전	-64%	349%	382%	흑전	445%	63%	87%	-6%	82%	151%

자료: 유진투자증권

대덕전자(353200.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,128	1,089	1,219	1,337	1,519
유동자산	433	466	601	701	874
현금성자산	203	221	310	353	470
매출채권	129	135	165	199	232
재고자산	91	101	112	135	158
비유동자산	694	623	619	636	645
투자자산	52	44	38	40	41
유형자산	629	568	567	584	592
기타	13	11	14	12	11
부채총계	259	213	324	342	379
유동부채	177	160	285	302	338
매입채무	111	103	198	215	250
유동성이자부채	7	9	39	39	39
기타	59	47	48	48	49
비유동부채	82	54	39	40	41
비유동이자부채	13	7	3	3	3
기타	69	47	36	37	37
자본총계	868	876	895	995	1,140
자배지분	868	876	895	995	1,140
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	297	302	324	424	569
기타	1	3	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	868	876	895	995	1,140
총차입금	20	16	42	42	42
순차입금	(183)	(205)	(267)	(310)	(428)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	181	98	169	142	213
당기순이익	25	24	43	108	154
자산상각비	115	117	85	73	78
기타비현금성손익	47	21	6	(8)	(9)
운전자본증감	40	(64)	23	(40)	(20)
매출채권감소(증가)	64	(1)	(32)	(34)	(33)
재고자산감소(증가)	13	(16)	(22)	(23)	(22)
매입채무증가(감소)	9	(4)	84	17	36
기타	(45)	(43)	(7)	(0)	(0)
투자현금	(197)	(116)	(99)	(98)	(95)
단기투자자산감소	(1)	(0)	(3)	(8)	(8)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	117	60	75	81	76
유형자산처분	1	2	0	0	0
무형자산처분	(4)	(3)	(9)	(8)	(9)
재무현금	(29)	(21)	6	(9)	(9)
차입금증가	(8)	(5)	26	0	0
자본증가	(21)	(15)	(21)	(9)	(9)
배당금지급	21	15	21	9	9
현금 증감	(46)	(38)	76	35	109
기초현금	122	77	38	114	149
기말현금	77	38	114	149	258
Gross Cash flow	188	163	142	182	232
Gross Investment	156	180	73	130	106
Free Cash Flow	32	(18)	69	52	126

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	1,049	1,257	1,493
증가율(%)	(30.9)	(1.9)	17.6	19.8	18.8
매출원가	835	831	939	1,034	1,195
매출총이익	75	62	110	223	298
판매 및 일반관리비	51	50	60	72	86
기타영업손익	(20)	(2)	20	19	19
영업이익	24	11	50	151	212
증가율(%)	(89.8)	(52.6)	341.5	203.4	40.6
EBITDA	139	129	134	224	290
증가율(%)	(58.9)	(7.3)	4.3	66.9	29.2
영업외손익	5	19	(1)	(8)	(9)
이자수익	6	8	6	6	6
이자비용	1	1	7	15	17
자본법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	12	(0)	1	2
세전순이익	28	30	49	143	203
증가율(%)	(88.4)	6.3	61.0	193.9	42.4
법인세비용	3	6	5	35	49
당기순이익	25	24	43	108	154
증가율(%)	(86.2)	(6.4)	81.5	150.9	42.4
지배주주지분	25	24	43	108	154
증가율(%)	(86.2)	(6.4)	81.5	150.9	42.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	493	461	837	2,100	2,991
증가율(%)	(86.2)	(6.4)	81.5	150.9	42.4
수정EPS(원)	493	461	855	2,172	3,100
증가율(%)	(86.2)	(6.4)	85.4	153.9	42.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	493	461	837	2,100	2,991
BPS	16,857	16,996	17,379	19,311	22,132
DPS	300	400	404	408	412
밸류에이션(배, %)					
PER	54.9	33.6	56.4	22.5	15.8
PBR	1.6	0.9	2.7	2.4	2.1
EV/ EBITDA	8.5	4.5	15.6	9.1	6.7
배당수익률	1.1	2.6	0.9	0.9	0.9
PCR	7.4	4.9	17.1	13.3	10.5
수익성(%)					
영업이익률	2.6	1.3	4.7	12.0	14.2
EBITDA이익률	15.3	14.4	12.8	17.8	19.4
순이익률	2.8	2.7	4.1	8.6	10.3
ROE	2.9	2.7	4.9	11.4	14.4
ROIC	3.1	1.3	6.9	17.6	23.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(21.1)	(23.4)	(29.9)	(31.2)	(37.5)
유동비율	245.0	291.7	210.9	232.2	258.6
이자보상배율	25.8	16.5	6.7	10.0	12.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	5.6	6.8	7.0	6.9	6.9
재고자산회전율	8.6	9.3	9.9	10.2	10.2
매입채무회전율	6.6	8.3	7.0	6.1	6.4

해성디에스

(195870)

투자의견
BUY
(유지)

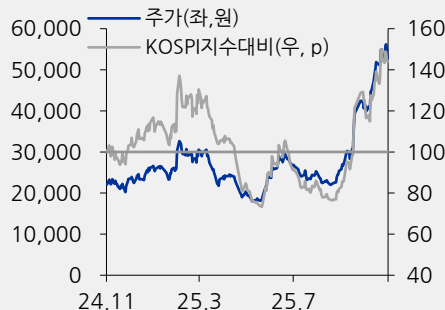
목표주가
73,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	30.9	131.2	83.9
절대기준(%)	40.0	186.9	153.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	73,000	73,000	-
영업이익(25)	43	43	-
영업이익(26)	104	104	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

현재주가(25.11.17)	55,800원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	949	목표주가(12M)	73,000원
발행주식수(천주)	17,000천주		
52주 최고가(원)	58,200원		
최저가(원)	17,850원		
52주 일간 Beta	2.13		
60일 일평균거래대금(억원)	103억원		
외국인 지분율(%)	11.3%		
배당수익률(2025F)(%)	1.4%		
주주구성(%)			
해성산업(외 3인)	36.3		
우리사주(외 1인)	1.9		



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	672	603	650	846	950
영업이익	103	57	43	104	123
세전손익	106	67	36	102	120
당기순이익	84	59	28	77	91
EPS(원)	4,966	3,453	1,646	4,546	5,356
증감률(%)	-1.3	-30.5	-52.3	176.2	17.8
PER(배)	11.2	6.8	33.9	12.3	10.4
ROE(%)	17.5	11.0	5.0	12.8	13.4
PBR(배)	3.4	1.3	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	6.0	4.1	10.1	5.8	4.7

자료: 유진투자증권

화려한 부활

Investment Point

- **패키지 기판 사업의 완전한 회복:** 올해 4월 주요 고객사의 국내 공장 향 양산 시작. 이후 3분기부터 중국 공장향 물량이 반영되며, 지난 2분기 두 자릿수 적자폭을 기록했던 패키지 기판 사업부의 빠른 실적 개선 진행중
- **리드프레임 단가 상승의 시작:** 지난 10월 대만 리드프레임 제조업체인 CWTC, SDI Corp 등이 10~30% 내외의 리드프레임 단가 인상을 공식화하며, 코로나 이후 최초로 리드프레임 단가 상승이 진행. 주요 원재료인 구리 가격 상승 폭 고려시, 2분기말 기준 7달러 중반이었던 리드프레임 가격은 최대 10달러까지 상승할 수 있을 것으로 예상

최근 실적 및 이슈

- **3Q25 Re:** 3분기 실적은 매출액 1,786억원, 영업이익 161억원 기록. 패키지 기판 사업부는 빠른 물량 증가에 따라 기존 예상(2Q26)보다 빠르게 오는 4분기 중 BEP 달성이 가능할 것으로 예상
- **넥스페리아 사태:** 넥스페리아 사태로 말미암은 네덜란드와 중국의 무역 분쟁에 따라 업스트림 부품 조달 안정성 제고를 위한 공급망 조정이 예상되며, 동사의 주요 고객사인 유럽 IDM 업체들의 반사수혜 기대

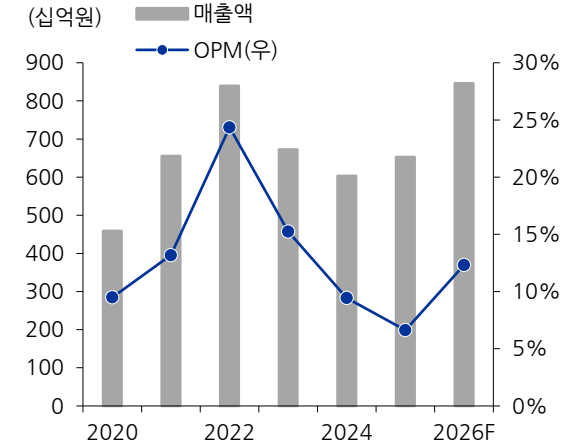
해성디에스 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	137.5	157.4	178.6	176.5	184.2	206.6	238.6	216.9	603.0	652.7	846.3
YoY	-11%	3%	20%	22%	34%	31%	34%	23%	-10%	8%	30%
QoQ	-5%	14%	13%	-1%	4%	12%	15%	-9%			
리드프레임	110	123	135	125	131	149	174	159	435	493	613
전장	74	81	85	80	89	96	112	104	288	320	401
IT	36	43	50	45	42	53	63	55	147	175	212
패키지	27	34	47	51	53	58	64	58	147	175	212
매출비중											
리드프레임	80%	78%	75%	71%	71%	72%	73%	73%	72%	76%	72%
전장	54%	51%	47%	46%	48%	47%	47%	48%	48%	49%	47%
IT	27%	27%	28%	26%	23%	26%	26%	25%	24%	27%	25%
패키지	20%	22%	26%	29%	29%	28%	27%	27%	24%	27%	25%
영업이익	0.4	8.2	16.1	18.6	21.0	25.2	31.3	26.7	56.9	43.2	104.2
YoY	-98%	-54%	37%	196%	5895%	206%	95%	44%	-45%	-24%	141%
QoQ	-94%	2251%	96%	15%	13%	20%	24%	-15%			
영업이익률	0.3%	5.2%	9.0%	10.5%	11.4%	12.2%	13.1%	12.3%	9.4%	6.6%	12.3%
영업외손익	0	-9	3	0	-1	0	0	-1	10	-7	-2
세전이익	0.0	-0.8	18.8	18.1	20.0	24.8	31.2	25.9	67.0	36.1	101.9
YoY	-100%	적전	187%	23%	199977%	흑전	66%	43%	-37%	-46%	182%
QoQ	-100%	적전	흑전	-4%	10%	24%	26%	-17%			
지배주주순이익	0.6	-0.4	14.1	13.7	15.2	18.8	23.6	19.7	58.7	28.0	77.3
NPM	0.4%	NA	7.9%	7.8%	8.2%	9.1%	9.9%	9.1%	9.7%	4.3%	9.1%
YoY	-97%	적전	137%	12%	2515%	흑전	68%	43%	-30%	-52%	176%
EPS(원)	34	-26	829	808	892	1,107	1,391	1,156	3,453	1,646	4,546
YoY	-97%	적전	137%	12%	2515%	흑전	68%	43%	-30%	-52%	176%

자료: 유진투자증권

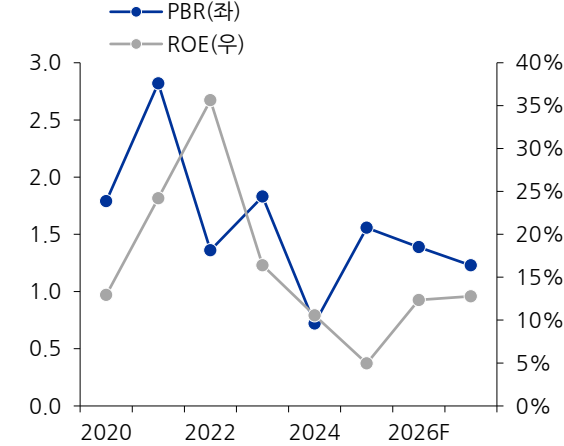
해성디에스 주요 차트

연간 실적 추이



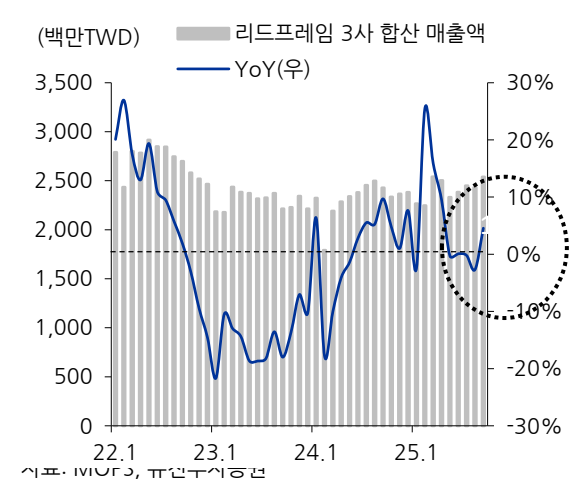
자료: 유진투자증권

PBR, ROE 추이

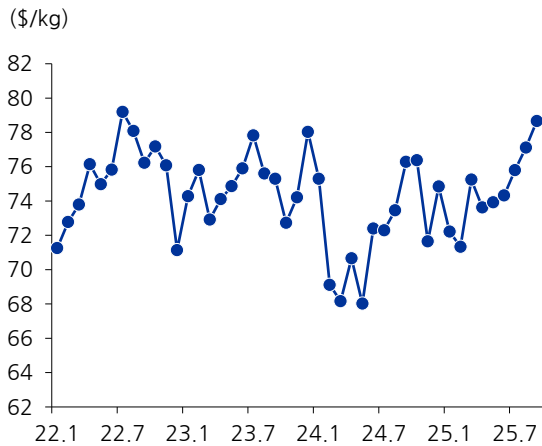


자료: 유진투자증권

대만 리드프레임 3사 합산 월 매출 추이

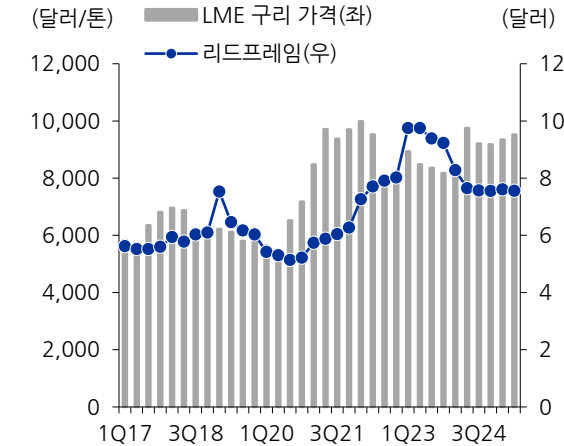


리드프레임 수출 단가 추이

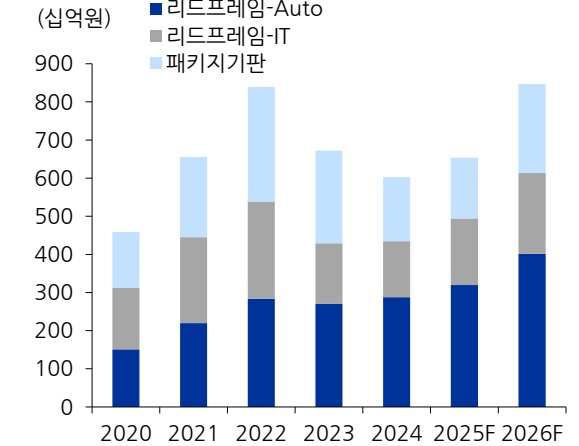


자료: KITA, 유진투자증권

LME 구리 가격과 리드프레임 단가 추이



제품별 매출액 추이



자료: 유진투자증권

해성디에스(195870.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	689	794	850	938	1,034
유동자산	344	322	344	410	492
현금성자산	140	84	155	183	236
매출채권	106	122	97	119	135
재고자산	90	107	66	81	92
비유동자산	345	472	506	527	543
투자자산	16	15	13	13	14
유형자산	306	425	462	482	495
기타	23	32	31	33	34
부채총계	174	238	279	297	311
유동부채	132	201	164	182	195
매입채무	59	79	78	96	108
유동성이자부채	43	96	60	60	60
기타	30	26	26	27	27
비유동부채	42	36	115	115	116
비유동이자부채	37	31	109	109	109
기타	5	5	6	6	7
자본총계	515	556	571	640	723
자배지분	515	556	571	640	723
자본금	85	85	85	85	85
자본잉여금	22	22	22	22	22
이익잉여금	408	449	463	533	616
기타	0	1	1	1	1
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	515	556	571	640	723
총차입금	80	127	169	169	169
순차입금	(60)	43	13	(14)	(67)

현금흐름표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	143	61	187	115	140
당기순이익	84	59	28	77	91
자산상각비	45	50	52	57	64
기타비현금성손익	37	23	1	(39)	(40)
운전자본증감	30	(60)	102	(20)	(15)
매출채권감소(증가)	31	(12)	19	(22)	(16)
재고자산감소(증가)	22	(21)	40	(15)	(11)
매입채무증가(감소)	4	(9)	33	18	13
기타	(27)	(18)	9	(1)	(1)
투자현금	(68)	(144)	(145)	(79)	(79)
단기투자자산감소	0	0	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	94	149	122	74	74
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(4)	(11)	(4)	(4)	(4)
재무현금	(11)	27	30	(8)	(8)
차입금증가	4	42	43	0	0
자본증가	(15)	(15)	(14)	(8)	(8)
배당금지급	15	15	14	8	8
현금 증감	63	(56)	71	28	53
기초현금	76	140	84	155	183
기말현금	140	84	155	183	236
Gross Cash flow	166	132	93	135	155
Gross Investment	38	204	43	99	94
Free Cash Flow	128	(72)	50	36	61

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	672	603	650	846	950
증가율(%)	(19.9)	(10.3)	7.8	30.2	12.2
매출원가	512	492	552	668	746
매출총이익	161	111	98	178	204
판매 및 일반관리비	58	55	54	74	81
기타영업손익	(4)	(6)	(0)	36	10
영업이익	103	57	43	104	123
증가율(%)	(49.9)	(44.5)	(23.8)	140.5	18.2
EBITDA	147	107	95	161	187
증가율(%)	(39.5)	(27.3)	(10.9)	69.1	15.7
영업외손익	3	10	(7)	(2)	(3)
이자수익	4	3	3	6	6
이자비용	5	3	10	15	17
자본비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	10	(1)	7	8
세전순이익	106	67	36	102	120
증가율(%)	(48.4)	(36.8)	(45.9)	181.5	17.8
법인세비용	21	8	8	25	29
당기순이익	84	59	28	77	91
증가율(%)	(47.0)	(30.5)	(52.3)	176.2	17.8
지배주주지분	84	59	28	77	91
증가율(%)	(47.0)	(30.5)	(52.3)	176.2	17.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	4,966	3,453	1,646	4,546	5,356
증가율(%)	(1.3)	(30.5)	(52.3)	176.2	17.8
수정EPS(원)	4,966	3,453	1,646	4,546	5,356
증가율(%)	(1.3)	(30.5)	(52.3)	176.2	17.8

주요투자지표	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,966	3,453	1,646	4,546	5,356
BPS	16,260	17,957	33,580	37,666	42,557
DPS	900	800	808	816	824
밸류에이션(배.%)					
PER	11.2	6.8	32.0	11.6	9.8
PBR	3.4	1.3	1.6	1.4	1.2
EV/ EBITDA	6.0	4.1	9.5	5.5	4.4
배당수익률	1.6	3.4	1.5	1.5	1.6
PCR	5.7	3.0	9.6	6.6	5.8
수익성(%)					
영업이익률	15.2	9.4	6.7	12.3	13.0
EBITDA이익률	21.9	17.8	14.7	19.1	19.7
순이익률	12.6	9.7	4.3	9.1	9.6
ROE	17.5	11.0	5.0	12.8	13.4
ROIC	18.8	9.5	5.7	13.1	14.6
안정성 (배.%)					
순차입금/자기자본	(11.6)	7.8	2.4	(2.2)	(9.3)
유동비율	261.1	159.7	210.0	225.5	251.8
이자보상배율	22.0	17.9	4.5	6.9	7.3
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	5.5	5.3	5.9	7.9	7.5
재고자산회전율	6.5	6.1	7.5	11.5	11.0
매입채무회전율	12.0	8.7	8.3	9.8	9.3

삼성전기 (009150)

투자의견
BUY
(유지)

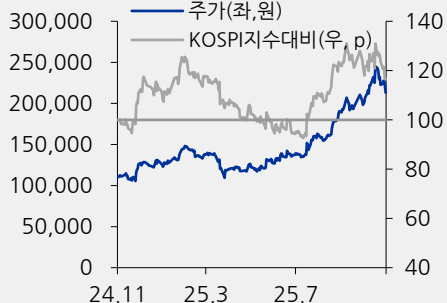
목표주가
270,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-5.0	20.1	26.5
절대기준(%)	4.1	75.8	95.7

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	270,000	270,000	-
영업이익(25)	888	1,084	-
영업이익(26)	888	1,084	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com

현재주가(25.11.17)	215,500원	투자의견	BUY(유지)
시가총액(십억원)	16,096	목표주가(12M)	270,000원
발행주식수(천주)	74,694천주		
52주 최고가(원)	250,500원		
최저가(원)	105,600원		
52주 일간 Beta	1.11		
60일 일평균거래대금(억원)	1,025억원		
외국인 지분율(%)	39.0%		
배당수익률(2025F)(%)	0.8%		
주주구성(%)			
삼성전자(외 6인)	23.8		
국민연금공단(외 1인)	10.8		



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892	10,294	11,221	12,057	13,286
영업이익	661	735	888	1,084	1,306
세전손익	563	797	830	1,026	1,243
당기순이익	450	703	672	832	1,007
EPS(원)	5,450	8,752	8,289	10,391	12,638
증감률(%)	-56.9	60.6	-5.3	25.4	21.6
PER(배)	28.1	14.1	26.0	20.7	17.1
ROE(%)	5.5	8.2	7.2	8.5	9.6
PBR(배)	1.5	1.1	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	7.7	5.7	8.8	7.3	5.8

자료: 유진투자증권

AI 사이클에 힘입은 MLCC 호황

Investment Point

- **AI가 유발한 MLCC 캐파 잠식:** 삼성전기의 3분기 컴포넌트 사업부 가동률은 101%에 도달. AI 서버용 MLCC는 동일 사이즈를 유지하면서도 두 배 이상의 정전용량을 요구. 이를 대응하기 위해서는 극판과 유전체 적층 수를 늘려야하며, MLCC 제조 공정 중 스테킹에서 병목이 발생. 지속 상향 조정되는 CSP CapEx 가이드선스와 서버 ODM들의 랙 서버 출하량을 감안한다면 고부가 제품군 위주 MLCC 가격 상승 개연성 높은 것으로 판단
- **우호적인 FC-BGA 업황:** ASIC, GPU 등 AI 가속기 수요 증대에 따라 하이엔드 FC-BGA 기판 산업 내 수급 상황이 빠르게 개선되는 중. 특히 과거와 달리 칩 성능의 빠른 개선에 따라 FC-BGA 기판의 요구 면적이 증가하는 중

최근 실적 및 이슈

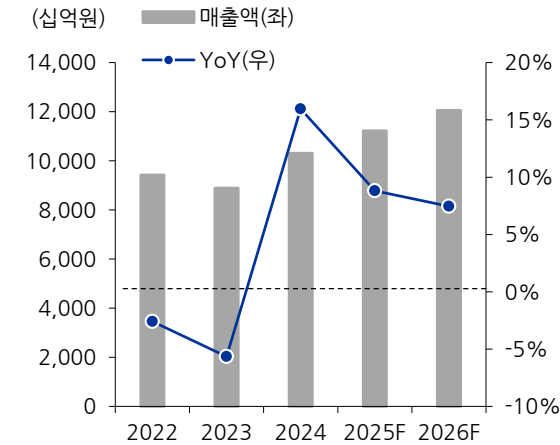
- **3Q25 Re:** 3분기 매출액 2조 8,890억원, 영업이익 2,603억원을 기록. 전 사업부에서 당사 추정치를 상회하는 양호한 수익성 기록
- **4Q25F:** 4분기 예상 실적은 매출액 2조 8,083억원, 영업이익 2,145억원으로 IT 연말 재고조정 영향으로 전기대비 매출액은 소폭 감소할 예정. 그러나 2021년 이후 3년만에 4분기 중 컴포넌트 사업부 두 자릿수 이익률을 기록할 전망. MLCC 호황을 반증하는 구체적인 증거라고 판단

삼성전기 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	2,739	2,785	2,889	2,808	3,015	2,922	3,067	3,054	10,312	11,221	12,057
YoY	4%	8%	10.5%	12.7%	10%	5%	6%	9%	16%	8.8%	7%
QoQ	10%	2%	3.8%	-2.8%	7%	-3%	5%	0%			
컴포넌트	1,216	1,281	1,381	1,317	1,384	1,389	1,501	1,441	4,462	5,195	5,714
광학솔루션	1,023	939	915	903	1,067	912	884	980	3,815	3,780	3,844
패키지솔루션	499	565	593	588	564	621	682	633	2,035	2,246	2,499
매출비중											
컴포넌트	44%	46%	48%	47%	46%	48%	49%	47%	43%	46%	47%
광학솔루션	37%	34%	32%	32%	35%	31%	29%	32%	37%	34%	32%
패키지솔루션	18%	20%	21%	21%	19%	21%	22%	21%	20%	20%	21%
영업이익	201	213	260	215	257	255	320	252	735	888	1,084
YoY	11%	2%	12.4%	86%	28%	19%	23%	17%	11%	20.9%	22%
QoQ	74%	6%	22.2%	-18%	20%	-1%	26%	-21%			
컴포넌트	134	157	201	168	178	188	229	192	440	659	787
광학솔루션	44	32	22	15	50	21	29	20	138	112	121
패키지솔루션	23	25	38	32	29	45	62	40	158	117	176
영업이익률	7.3%	7.6%	9.0%	7.6%	8.5%	8.7%	10.4%	8.3%	7.1%	7.9%	9.0%
컴포넌트	11.0%	12.2%	14.5%	12.8%	12.9%	13.5%	15.2%	13.3%	9.9%	12.7%	13.8%
광학솔루션	4.3%	3.4%	2.4%	1.6%	4.7%	2.3%	3.3%	2.0%	3.6%	3.0%	3.1%
패키지솔루션	4.6%	4.4%	6.4%	5.4%	5.1%	7.3%	9.1%	6.3%	7.7%	5.2%	7.0%
영업외손익	-27	-42	21	-11	-13	-19	-12	-13	62	-58	-57
세전이익	174	171	282	203	244	236	308	239	797	830	1,026
YoY	-23%	-26%	97%	3%	40%	38%	9%	17%	42%	4%	24%
QoQ	-12%	-1%	64%	-28%	20%	-3%	30%	-22%			
지배주주순이익	134	130	220	160	193	183	240	190	679	643	806
NPM	4.9%	4.7%	7.6%	5.7%	6.4%	6.3%	7.8%	6.2%	6.6%	5.7%	6.7%
YoY	-27%	-25%	91%	-23%	44%	41%	9%	19%	61%	-5%	25%
EPS(원)	1,723	1,672	2,832	2,062	2,489	2,360	3,091	2,450	8,752	8,289	10,391
YoY	-27%	-25%	91%	-23%	44%	41%	9%	19%	61%	-5%	25%

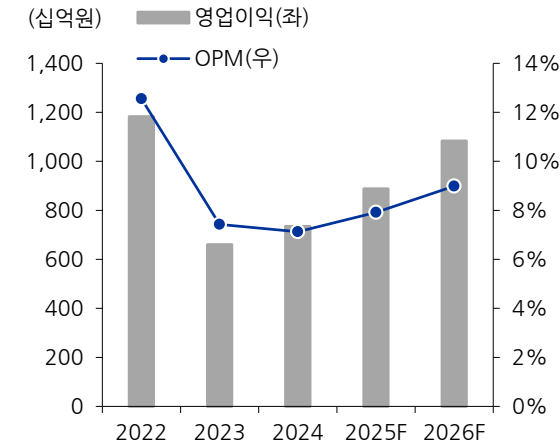
삼성전기 주요 차트

전사 매출액 추이



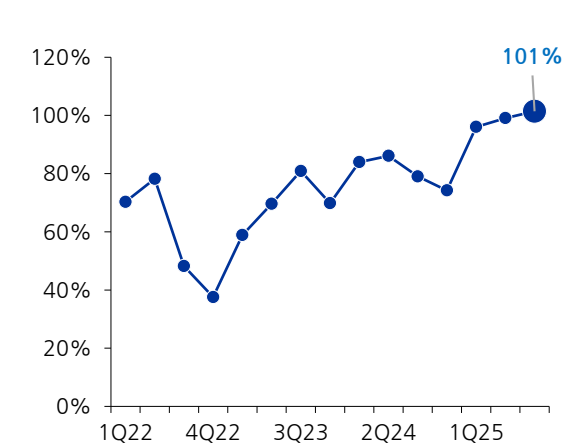
자료: 유진투자증권

전사 영업이익 추이



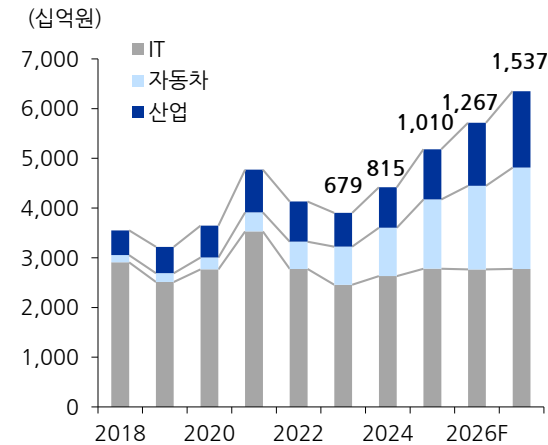
자료: 유진투자증권

컴포넌트 사업부 가동률 추이



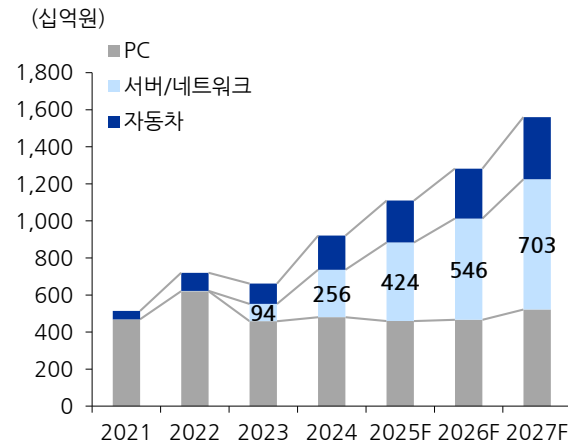
자료: 유진투자증권

컴포넌트 사업부 세그먼트별 매출 추이



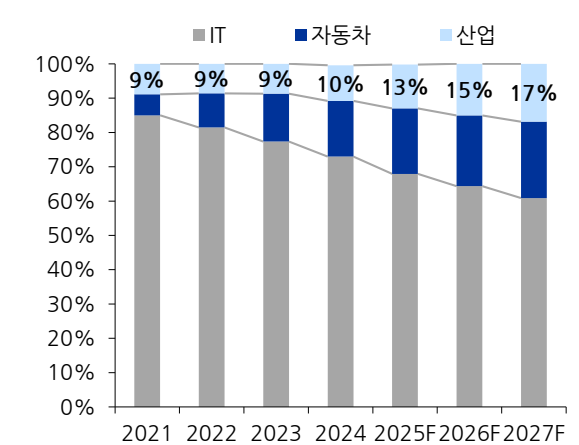
자료: 유진투자증권

FC-BGA 기판 세그먼트별 매출 추이



자료: 유진투자증권

전사 세그먼트별 매출 비중 추이



자료: 유진투자증권

삼성전기(009150.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	11,658	12,792	14,048	15,038	16,268
유동자산	5,208	5,892	7,285	8,264	9,607
현금성자산	1,728	2,028	3,079	3,700	4,709
매출채권	1,241	1,492	1,662	1,807	1,943
재고자산	2,120	2,251	2,421	2,633	2,830
비유동자산	6,449	6,901	6,763	6,774	6,661
투자자산	695	822	863	881	899
유형자산	5,603	5,933	5,759	5,746	5,611
기타	151	146	141	147	150
부채총계	3,628	3,777	4,697	5,018	5,406
유동부채	2,900	3,057	3,840	3,953	4,059
매입채무	1,325	1,212	1,262	1,372	1,475
유동성이자부채	1,330	1,580	2,311	2,311	2,311
기타	245	264	267	270	272
비유동부채	727	720	857	1,065	1,347
비유동이자부채	267	56	177	177	177
기타	460	664	680	889	1,171
자본총계	8,030	9,016	9,351	10,020	10,862
자배지분	7,848	8,789	9,168	9,837	10,679
자본금	388	388	388	388	388
자본잉여금	1,054	1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금	5,873	6,490	6,997	7,666	8,508
기타	533	857	729	729	729
비자배지분	183	227	183	183	183
자본총계	8,030	9,016	9,351	10,020	10,862
총차입금	1,597	1,636	2,488	2,488	2,488
순차입금	(132)	(392)	(591)	(1,212)	(2,221)

현금흐름표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	1,180	1,430	1,306	1,766	2,163
당기순이익	450	703	672	832	1,007
자산상각비	837	840	916	995	1,128
기타비현금성손익	328	217	40	(142)	(68)
운전자본증감	(301)	(319)	(536)	(245)	(229)
매출채권감소(증가)	(229)	(38)	(326)	(145)	(135)
재고자산감소(증가)	(283)	(130)	(326)	(212)	(197)
매입채무증가(감소)	111	(260)	204	110	103
기타	101	108	(87)	1	1
투자현금	(1,023)	(806)	(961)	(1,007)	(1,016)
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	1,210	776	982	955	965
유형자산처분	5	4	1	0	0
무형자산처분	(47)	(51)	(36)	(33)	(31)
재무현금	(173)	(309)	719	(137)	(139)
차입금증가	77	(123)	906	0	0
자본증가	(160)	(89)	(136)	(137)	(139)
배당금지급	160	89	136	137	139
현금 증감	(8)	344	1,049	621	1,009
기초현금	1,677	1,669	2,013	3,062	3,683
기말현금	1,669	2,013	3,062	3,683	4,692
Gross Cash flow	1,616	1,760	1,871	2,011	2,392
Gross Investment	1,324	1,125	1,497	1,253	1,244
Free Cash Flow	292	635	374	759	1,147

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	8,892	10,294	11,221	12,057	13,286
증가율(%)	(5.6)	15.8	9.0	7.5	10.2
매출원가	7,173	8,335	9,012	9,569	10,466
매출총이익	1,719	1,959	2,209	2,488	2,820
판매 및 일반관리비	1,059	1,224	1,320	1,404	1,515
기타영업손익	(2)	16	8	6	8
영업이익	661	735	888	1,084	1,306
증가율(%)	(44.2)	11.3	20.9	22.0	20.5
EBITDA	1,497	1,575	1,805	2,079	2,433
증가율(%)	(27.4)	5.2	14.6	15.2	17.1
영업외손익	(97)	62	(58)	(57)	(62)
이자수익	56	72	72	71	71
이자비용	68	73	83	78	85
지분법손익	(4)	(1)	(5)	(1)	(1)
기타영업외손익	(82)	64	(42)	(49)	(48)
세전순이익	563	797	830	1,026	1,243
증가율(%)	(52.5)	41.6	4.1	23.6	21.1
법인세비용	86	132	158	195	236
당기순이익	450	703	672	832	1,007
증가율(%)	(54.7)	56.1	(4.4)	23.7	21.1
지배주주지분	423	679	643	806	981
증가율(%)	(56.9)	60.6	(5.3)	25.4	21.6
비지배지분	28	24	29	25	26
EPS(원)	5,450	8,752	8,289	10,391	12,638
증가율(%)	(56.9)	60.6	(5.3)	25.4	21.6
수정EPS(원)	5,450	8,752	8,540	10,723	13,057
증가율(%)	(56.9)	60.6	(2.4)	25.6	21.8

주요투자지표	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,450	8,752	8,289	10,391	12,638
BPS	103,878	116,340	121,358	130,212	141,356
DPS	1,150	1,800	1,820	1,840	1,860
밸류에이션(배, %)					
PER	28.1	14.1	25.7	20.5	16.9
PBR	1.5	1.1	1.8	1.6	1.5
EV/ EBITDA	7.7	5.7	8.6	7.2	5.7
배당수익률	0.8	1.5	0.9	0.9	0.9
PCR	7.4	5.5	8.8	8.2	6.9
수익성(%)					
영업이익률	7.4	7.1	7.9	9.0	9.8
EBITDA이익률	16.8	15.3	16.1	17.2	18.3
순이익률	5.1	6.8	6.0	6.9	7.6
ROE	5.5	8.2	7.2	8.5	9.6
ROIC	7.6	7.7	8.7	10.5	12.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(1.6)	(4.3)	(6.3)	(12.1)	(20.4)
유동비율	179.6	192.7	189.7	209.1	236.7
이자보상배율	9.8	10.1	10.7	13.8	15.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	7.7	7.5	7.1	7.0	7.1
재고자산회전율	4.4	4.7	4.8	4.8	4.9
매입채무회전율	6.9	8.1	9.1	9.2	9.3

LG이노텍

(011070)

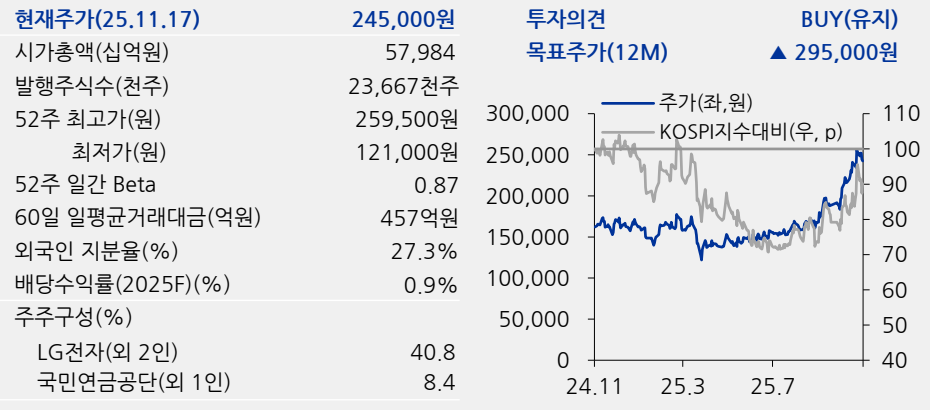
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
295,000원
(상향)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	7.9	10.4	-18.1
절대기준(%)	16.9	66.1	51.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	295,000	265,000	▲
영업이익(25)	672	672	-
영업이익(26)	818	818	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	20,605	21,201	21,639	21,773	22,935
영업이익	831	706	672	818	989
세전손익	639	589	545	751	967
당기순이익	565	449	427	569	733
EPS(원)	23,881	18,983	18,043	24,055	30,957
증감률(%)	-42.3	-20.5	-5.0	33.3	28.7
PER(배)	10.0	8.5	13.6	10.2	7.9
ROE(%)	12.6	8.9	7.8	9.6	11.2
PBR(배)	1.2	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	3.8	2.6	3.9	3.6	3.0

자료: 유진투자증권

신사업 모멘텀에 주목

Investment Point

- **본업 우려 해소:** 북미 고객사 내 카메라모듈 점유율은 1Q25 QoQ 소폭 증가하며 저점을 확인했으며, 추가적인 점유율 하락 가능성은 현저히 낮은 것으로 판단. 내년과 내후년 고객사 CCM 내 추가 컴포넌트 탑재에 따라 광학솔루션 사업부 Blended ASP 긍정적인 추이 예상
- **ROE 개선세 예상:** 2024년을 기점으로 전사 감가상각비 피크아웃. 내년까지 지속 감소하여('24 1조 2,290억원 → '26F 8,930억원)전사 영업이익률과 ROE 개선에 기여할 것으로 예상(ROE: '25 7.6% → '27F 10.5%)

최근 실적 및 이슈

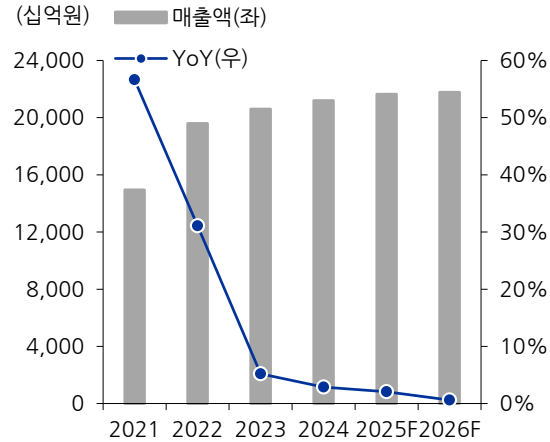
- **3Q25 Re:** 매출액 5조 3,695억원, 영업이익 2,037억원으로 컨센서스를 크게 상회. 북미 주요 고객사 신제품 판매 호조와 우호적 환율 환경에 힘입어 광학솔루션 사업부 영업이익률이 전년 동기 대비 1%p 개선
- **4Q25F:** 북미 주요 고객사 신제품의 하반기 출하량은 전년 동기 대비 약 9% 증가한 9,600만대로 예상되며, 이를 반영하여 LG이노텍 4분기 실적은 매출액 7조 3,518억원, 영업이익 3,320억원을 전망
- **신사업 모멘텀:** FC-BGA 사업의 제품 포트폴리오 확장 및 시장 기대보다 빠른 BEP 도달을 예상. 전장 사업부에서도 북미 고객사향 차량용 AP 모듈 양산 물량 반영됨에 따라 2026년 연중 사업부 수익성 개선될 것으로 전망

LG이노텍 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	4,983	3,935	5,370	7,352	4,782	4,027	5,700	7,264	21,201	21,639	21,773
YoY	15%	-14%	-6%	11%	-4%	2%	6%	-1%	2.9%	2.1%	0.6%
QoQ	-25%	-21%	36%	37%	-35%	-16%	42%	27%			
광학솔루션	4,138	3,053	4,481	6,428	3,899	3,129	4,708	6,256	17,800	18,100	17,992
기판소재	377	416	438	469	437	443	491	493	1,460	1,700	1,864
전장부품	467	466	451	455	446	455	500	515	1,941	1,839	1,917
매출비중											
광학솔루션	83%	78%	83%	87%	82%	78%	83%	86%	84%	84%	83%
기판소재	8%	11%	8%	6%	9%	11%	9%	7%	7%	8%	9%
전장부품	9%	12%	8%	6%	9%	11%	9%	7%	9%	8%	9%
영업이익	125	11	204	332	154	75	247	343	706	672	818
YoY	-29%	-92%	56%	34%	23%	554%	21%	3%	-15.0%	-5%	22%
QoQ	-50%	-91%	1687%	63%	-54%	-51%	232%	39%			
광학솔루션	73	-31	154	276	84	21	168	269	597	472	543
기판소재	29	21	31	48	47	32	52	56	71	129	186
전장부품	23	21	18	9	23	21	27	18	39	71	89
영업이익률	2.5%	0.3%	3.8%	4.5%	3.2%	1.9%	4.3%	4.7%	3.3%	3.1%	3.8%
광학솔루션	1.8%	-1.0%	3.4%	4.3%	2.2%	0.7%	3.6%	4.3%	3.4%	2.6%	3.0%
기판소재	7.6%	5.1%	7.2%	10.2%	10.6%	7.3%	10.5%	11.3%	4.8%	7.6%	10.0%
전장부품	4.9%	4.5%	4.0%	1.9%	5.1%	4.7%	5.5%	3.4%	2.0%	3.9%	4.6%
영업외손익	-21	-19	-47	-39	-5	-4	56	-25	-117	-127	21
세전이익	103.8	-7.7	156.9	292.5	149.9	71.9	208.8	320.5	589	545.5	751.1
YoY	-37%	적전	26%	66%	44%	흑전	33%	10%	-7.9%	-7.4%	37.7%
QoQ	-41%	적전	흑전	86%	-49%	-52%	190%	53%			
순이익	85.6	-8.7	128.4	221.7	113.6	54.5	158.3	242.9	449	427.1	569.3
NPM	2%	0%	2%	3%	2%	1%	3%	3%	-20.5%	-4.9%	33.3%
YoY	-38%	적전	25%	77%	19%	흑전	11%	2%			
EPS(원)	3,617	-367	5,425	9,368	4,800	2,303	6,688	10,265	18,985	18,044	24,055
YoY	-38%	적전	22%	107%	33%	흑전	23%	10%	-21%	-5%	33%

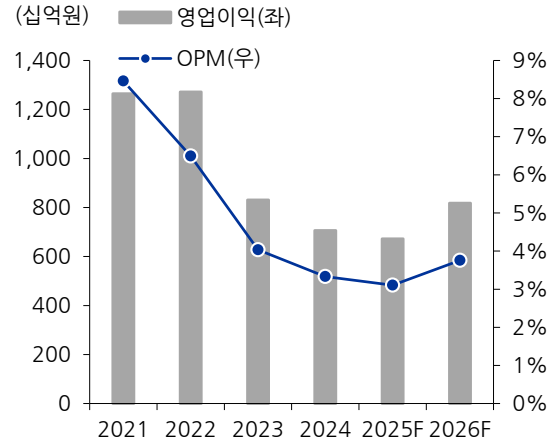
LG이노텍 주요 차트

전사 매출액 추이



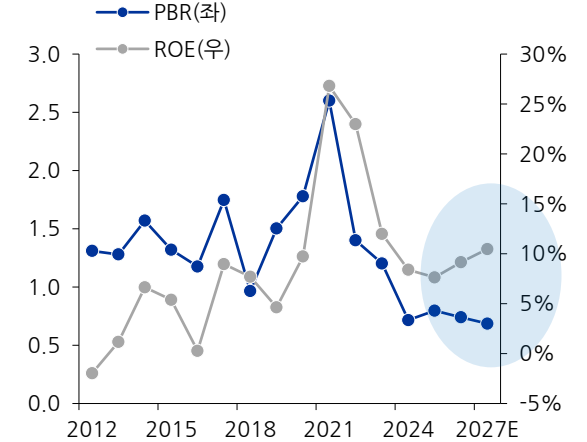
자료: 유진투자증권

전사 영업이익 추이



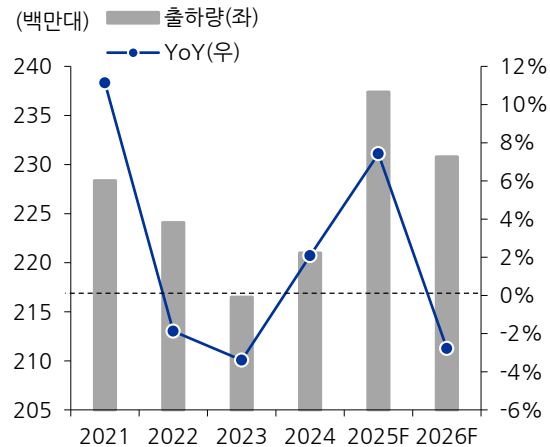
자료: 유진투자증권

PBR, ROE 추이



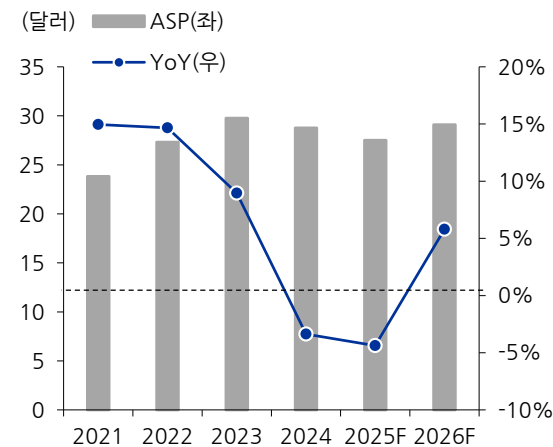
자료: 유진투자증권

아이폰 출하량



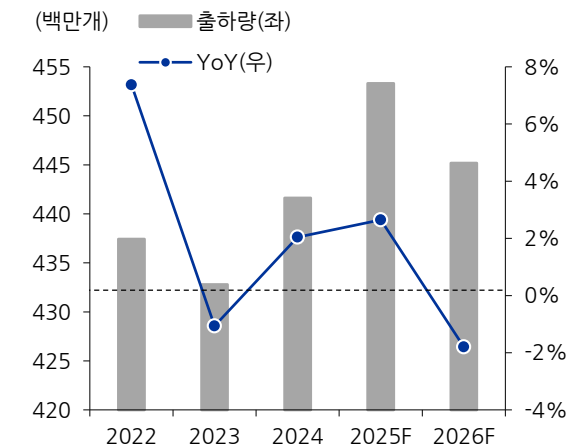
자료: Tech Insights, 유진투자증권

카메라모듈 Blended ASP



자료: 유진투자증권

주요 고객사향 카메라모듈 출하량



자료: 유진투자증권

LG이노텍(011070.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	11,204	11,378	11,870	12,390	13,261
유동자산	5,349	5,853	6,703	7,208	8,043
현금성자산	1,399	1,340	1,126	1,689	2,305
매출채권	2,293	2,810	3,170	3,132	3,256
재고자산	1,572	1,575	2,247	2,220	2,308
비유동자산	5,855	5,525	5,167	5,182	5,218
투자자산	778	826	817	850	885
유형자산	4,856	4,480	4,091	4,056	4,042
기타	222	219	259	276	291
부채총계	6,490	6,024	6,245	6,204	6,350
유동부채	4,219	3,955	4,503	4,461	4,607
매입채무	3,474	3,063	3,679	3,635	3,779
유동성이자부채	557	693	624	624	624
기타	189	198	200	202	204
비유동부채	2,271	2,069	1,743	1,743	1,744
비유동이자부채	2,213	2,007	1,683	1,683	1,683
기타	58	63	60	60	61
자본총계	4,715	5,354	5,625	6,186	6,911
자배지분	4,715	5,354	5,625	6,186	6,911
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,134	1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금	3,414	3,868	4,263	4,825	5,550
기타	49	234	109	109	109
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,715	5,354	5,625	6,186	6,911
총차입금	2,769	2,700	2,307	2,307	2,307
순차입금	1,371	1,360	1,181	618	1

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	2,104	1,110	1,149	1,554	1,599
당기순이익	565	449	427	569	733
자산상각비	1,046	1,280	1,096	968	939
기타비현금성손익	297	267	70	1	1
운전자본증감	341	(816)	(346)	16	(73)
매출채권감소(증가)	(516)	(285)	(450)	38	(124)
재고자산감소(증가)	365	9	(700)	27	(88)
매입채무증가(감소)	485	(494)	765	(44)	144
기타	7	(45)	38	(5)	(5)
투자현금	(1,904)	(969)	(917)	(984)	(975)
단기투자자산감소	0	0	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	1	(1)	(2)	(2)
설비투자	1,799	879	795	881	871
유형자산처분	11	7	0	0	0
무형자산처분	(83)	(70)	(91)	(70)	(70)
재무현금	608	(220)	(422)	(8)	(8)
차입금증가	707	(158)	(373)	0	0
자본증가	(98)	(62)	(49)	(8)	(8)
배당금지급	98	62	49	8	8
현금증감	812	(60)	(212)	563	616
기초현금	578	1,390	1,329	1,118	1,681
기말현금	1,390	1,329	1,118	1,681	2,297
Gross Cash flow	1,909	1,996	1,595	1,538	1,672
Gross Investment	1,563	1,785	1,264	967	1,048
Free Cash Flow	345	211	331	571	625

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	20,605	21,201	21,639	21,773	22,935
증가율(%)	5.2	2.9	2.1	0.6	5.3
매출원가	18,742	19,457	19,885	19,871	20,809
매출총이익	1,863	1,744	1,753	1,902	2,126
판매 및 일반관리비	1,032	1,038	1,081	1,084	1,137
기타영업손익	(6)	0	4	0	5
영업이익	831	706	672	818	989
증가율(%)	(34.7)	(15.0)	(4.8)	21.6	21.0
EBITDA	1,877	1,986	1,769	1,786	1,928
증가율(%)	(13.0)	5.8	(10.9)	1.0	7.9
영업외손익	(192)	(117)	(127)	(67)	(23)
이자수익	34	39	25	6	6
이자비용	102	113	51	15	17
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(124)	(43)	(101)	(57)	(12)
세전순이익	639	589	545	751	967
증가율(%)	(43.7)	(7.9)	(7.4)	37.7	28.7
법인세비용	74	140	118	182	234
당기순이익	565	449	427	569	733
증가율(%)	(42.3)	(20.5)	(5.0)	33.3	28.7
지배주주지분	565	449	427	569	733
증가율(%)	(42.3)	(20.5)	(5.0)	33.3	28.7
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	23,881	18,983	18,043	24,055	30,957
증가율(%)	(42.3)	(20.5)	(5.0)	33.3	28.7
수정EPS(원)	23,881	18,983	18,043	24,055	30,957
증가율(%)	(42.3)	(20.5)	(5.0)	33.3	28.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	23,881	18,983	18,043	24,055	30,957
BPS	199,204	226,215	237,666	261,390	292,014
DPS	2,610	2,090	2,111	2,132	2,153
밸류에이션(배,%)					
PER	10.0	8.5	13.4	10.1	7.8
PBR	1.2	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	3.8	2.6	3.9	3.6	3.0
배당수익률	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
PCR	3.0	1.9	3.6	3.7	3.4
수익성(%)					
영업이익율	4.0	3.3	3.1	3.8	4.3
EBITDA이익율	9.1	9.4	8.2	8.2	8.4
순이익율	2.7	2.1	2.0	2.6	3.2
ROE	12.6	8.9	7.8	9.6	11.2
ROIC	12.5	8.5	7.8	9.2	11.0
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	29.1	25.4	21.0	10.0	0.0
유동비율	126.8	148.0	148.9	161.6	174.6
이자보상배율	8.2	6.2	13.2	54.4	58.5
활동성(회)					
총자산회전율	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8
매출채권회전율	10.0	8.3	7.2	6.9	7.2
재고자산회전율	11.6	13.5	11.3	9.7	10.1
매입채무회전율	6.1	6.5	6.4	6.0	6.2

LG전자

(066570)

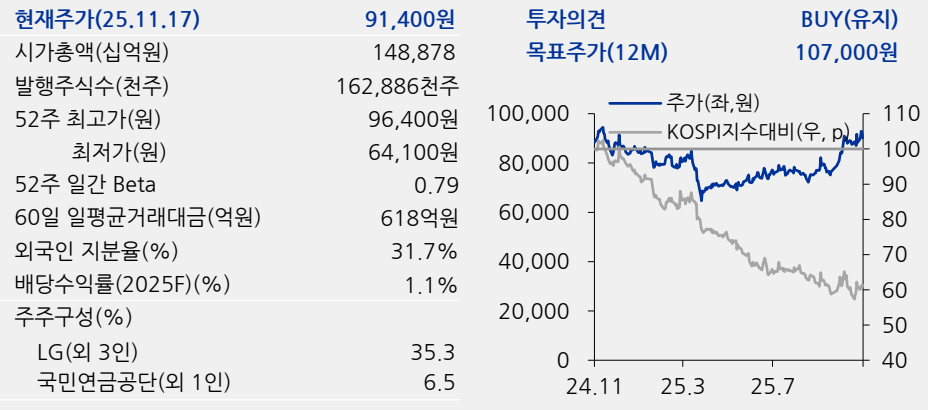
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
107,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-0.5	-27.5	-65.9
절대기준(%)	8.6	28.2	3.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	107,000	107,000	-
영업이익(25)	2,563	2,563	-
영업이익(26)	3,397	3,397	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	82,263	87,728	88,856	90,754	93,656
영업이익	3,653	3,420	2,563	3,397	3,860
세전손익	2,015	1,336	2,362	2,419	2,965
당기순이익	1,151	591	1,882	1,763	2,160
EPS(원)	4,356	2,246	10,579	5,200	7,967
증감률(%)	-40.4	-48.4	371.1	-50.8	53.2
PER(배)	23.4	37.2	8.6	17.6	11.5
ROE(%)	3.7	1.8	8.0	3.8	5.6
PBR(배)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	3.4	3.0	4.4	3.8	3.5

자료: 유진투자증권

내실을 다지는 4분기

Investment Point

- **전사 희망퇴직을 통한 고정비 개선:** 지난 3분기 MS 사업부 위주의 희망퇴직이 시작되며 약 1천억원 규모의 일회성 비용이 발생. 4분기 전 사업부로 희망퇴직 확대되며 일회성 비용 부담은 전기비 3~4배 수준까지 확대될 가능성. 그러나 인력 감축을 통한 고정비 개선 효과로 2026년 LG전자 별도법인 영업이익률은 YoY 0.8%p 개선된 3.7%를 예상
- **사업 포트폴리오의 질적 성장 지속:** 스마트팩토리는 기존 계열사 중심에서 외부 고객 대상 수주를 빠르게 확대 중이며, 데이터센터향 칠러의 올해 신규 수주금액은 전년비 3배 이상 증가 예상. 연내 CDU 상업화를 통해 기존 공랭식에서 DTC 냉각 시장까지 사업 포트폴리오 확대 예정

최근 실적 및 이슈

- **3Q25 Re:** 별도 기준 매출액 16조 6,326억원, 영업이익 4,851억원으로 당사 추정치를 상회. 3분기 관세 부담 본격화에도 글로벌 생산 거점 활용, 판가 인상 등의 대응을 통해 이를 상쇄. HS, VS, ES 사업부 모두 우수한 수익성을 시현
- **4Q25F:** 4분기 전사 차원의 희망퇴직 진행으로 별도 법인 기준 영업적자 전환은 불가피. 다만, 고정비 구조 개선 효과에 힘입어 2026년 LG전자 별도 영업이익 2조 5,789억원(YoY +36%, OPM 3.7%)을 기록할 것으로 예상

LG전자 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
연결 매출액	22,740	20,735	21,874	23,507	23,377	21,252	22,467	23,659	87,728	89,276	90,754
YoY	8%	-4%	-1%	3%	3%	2%	3%	1%	7%	2%	2%
QoQ	0%	-9%	5%	7%	-1%	-9%	6%	5%			
별도 매출액	17,910	16,940	16,633	16,156	18,595	17,225	16,767	16,395	67,264	67,638	68,981
YoY	6%	-2%	-0.3%	-1%	4%	2%	1%	1%	9%	1%	2%
QoQ	10%	-5%	-2%	-3%	15%	-7%	-3%	-2%			
HS	6,697	6,594	6,580	6,038	7,233	6,792	6,607	6,068	24,806	25,909	26,700
MS	4,950	4,393	4,653	5,444	4,802	4,349	4,746	5,580	20,889	19,440	19,477
VS	2,843	2,849	2,647	2,602	3,042	2,963	2,673	2,680	10,621	10,942	11,359
ES	3,054	2,644	2,167	1,555	3,146	2,671	2,167	1,524	8,821	9,421	9,508
LG이노텍	4,983	3,935	5,369	7,352	4,782	4,027	5,700	7,264	21,201	21,639	21,773
기타	365	458	586	516	373	449	574	542	2,128	1,925	1,937
연결 영업이익	1,259	639	689	-24	1,423	789	788	396	3,420	2,564	3,397
YoY	-6%	-47%	-8%	적전	13%	23%	14%	흑전	-6%	-25%	32%
QoQ	831%	-49%	8%	적전	흑전	-45%	0%	-50%			
별도 영업이익	1,134	628	485	-356	1,270	715	541	53	2,714	1,891	2,579
YoY	-2%	-40%	-22%	적지	12%	14%	12%	흑전	-4%	-30%	36%
QoQ	흑전	-45%	-23%	적전	흑전	-44%	-24%	-90%			
HS	645	440	366	-34	714	436	363	-28	1,301	1,416	1,484
MS	5	-192	-303	-170	-60	-55	-26	-9	268	-660	-150
VS	125	126	150	28	155	69	31	38	116	429	293
ES	407	251	133	-147	449	250	130	-11	675	643	818
LG이노텍	125	11	204	332	154	75	247	343	706	672	818
기타	-47	-1	132	-32	12	15	44	63	349	51	135
연결 영업이익률	5.5%	3.1%	3.1%	-0.1%	6.1%	3.7%	3.5%	1.7%	3.9%	2.9%	3.7%
별도 영업이익률	6.3%	3.7%	2.9%	-2.2%	6.8%	4.2%	3.2%	0.3%	4.0%	2.8%	3.7%
HS	9.6%	6.7%	5.6%	-0.6%	9.9%	6.4%	5.5%	-0.5%	5.2%	5.5%	5.6%
MS	0.1%	-4.4%	-6.5%	-3.1%	-1.2%	-1.3%	-0.6%	-0.2%	1.3%	-3.4%	-0.8%
VS	4.4%	4.4%	5.7%	1.1%	5.1%	2.3%	1.2%	1.4%	1.1%	3.9%	2.6%
ES	13.3%	9.5%	6.1%	-9.4%	14.3%	9.4%	6.0%	-0.7%	7.7%	6.8%	8.6%
LG이노텍	2.5%	0.3%	3.8%	4.5%	3.2%	1.9%	4.3%	4.7%	3.3%	3.1%	3.8%
기타	-13.0%	-0.3%	22.6%	-6.3%	3.3%	3.4%	7.7%	11.7%	16.4%	2.7%	7.0%
영업외손익	-141	122	-122	-61	-375	-268	-226	-109	-2,084	-201	-978
세전이익	1,118	762	567	-85	1,049	522	562	287	1,336	2,362	2,419
YoY	12%	-15%	6%	적지	-6%	-31%	-1%	흑전	-34%	77%	2%
QoQ	흑전	-32%	-25%	적전	흑전	-50%	8%	-49%			
지배주주순이익	799	605	385	-65	315	157	208	168	368	1,723	847
NPM	4.5%	3.6%	2.3%	NA	1.7%	0.9%	1.2%	1.0%	0.5%	2.5%	1.2%
YoY	68%	8%	693%	적지	-61%	-74%	-46%	흑전	-48%	369%	-51%
EPS(원)	4,882	3,695	2,353	-400	1,925	957	1,269	1,024	2,246	10,530	5,176
YoY	68%	8%	693%	적지	-61%	-74%	-46%	흑전	-48%	369%	-51%

자료: 유진투자증권

LG전자(066570.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	60,241	65,630	62,707	63,583	65,186
유동자산	30,341	33,924	31,419	32,108	33,381
현금성자산	8,558	8,469	2,880	3,372	4,021
매출채권	9,844	11,345	13,535	13,622	13,940
재고자산	9,125	10,729	11,590	11,665	11,937
비유동자산	29,900	31,706	31,288	31,476	31,805
투자자산	10,213	11,112	11,409	11,872	12,354
유형자산	16,819	17,075	16,033	15,468	15,067
기타	2,868	3,519	3,846	4,136	4,384
부채총계	36,742	40,418	36,518	36,728	37,214
유동부채	24,160	27,307	23,973	24,124	24,547
매입채무	17,595	19,401	16,018	16,122	16,498
유동성이자부채	2,948	3,278	3,280	3,280	3,280
기타	3,618	4,629	4,675	4,722	4,769
비유동부채	12,582	13,110	12,544	12,604	12,667
비유동이자부채	11,628	12,025	10,970	10,970	10,970
기타	954	1,086	1,574	1,634	1,697
자본총계	23,499	25,212	26,190	26,856	27,972
자배지분	19,665	20,995	22,031	22,697	23,814
자본금	904	904	904	904	904
자본잉여금	3,025	2,970	3,038	3,038	3,038
이익잉여금	16,201	16,353	18,064	18,730	19,846
기타	(466)	768	25	25	25
비자배지분	3,834	4,217	4,158	4,158	4,158
자본총계	23,499	25,212	26,190	26,856	27,972
총차입금	14,576	15,302	14,250	14,250	14,250
순차입금	6,018	6,833	11,370	10,877	10,228

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	5,914	3,843	(916)	4,392	4,577
당기순이익	1,151	591	1,882	1,763	2,160
자산상각비	3,217	3,534	3,598	3,648	3,603
기타비현금성손익	3,902	4,607	216	(1,207)	(1,355)
운전자본증감	(1,218)	(3,797)	(6,732)	(46)	(201)
매출채권감소(증가)	(896)	(871)	(3,515)	(87)	(318)
재고자산감소(증가)	307	(1,154)	(1,209)	(75)	(272)
매입채무증가(감소)	1,190	(701)	2,232	103	376
기타	(1,820)	(1,071)	(4,239)	13	13
투자현금	(5,290)	(4,212)	(2,592)	(3,720)	(3,749)
단기투자자산감소	0	0	(1)	(2)	(2)
장기투자증권감소	101	(562)	60	(8)	55
설비투자	3,270	2,356	2,452	2,438	2,516
유형자산처분	47	41	62	0	0
무형자산처분	(853)	(1,286)	(1,049)	(935)	(935)
재무현금	1,503	(705)	(1,162)	(181)	(181)
차입금증가	1,680	(164)	(986)	0	0
자본증가	(241)	(317)	(181)	(181)	(181)
배당금지급	241	317	181	181	181
현금 증감	2,165	(915)	(4,736)	490	647
기초현금	6,322	8,488	7,573	2,837	3,327
기말현금	8,488	7,573	2,837	3,327	3,974
Gross Cash flow	8,270	8,732	6,434	4,438	4,778
Gross Investment	6,508	8,009	9,323	3,765	3,948
Free Cash Flow	1,762	723	(2,889)	673	830

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	82,263	87,728	88,856	90,754	93,656
증가율(%)	(1.4)	6.6	1.3	2.1	3.2
매출원가	62,461	66,349	68,210	68,992	70,657
매출총이익	19,801	21,379	20,646	21,761	22,999
판매 및 일반관리비	16,148	17,960	18,083	18,365	19,139
기타영업손익	(3)	11	1	2	4
영업이익	3,653	3,420	2,563	3,397	3,860
증가율(%)	2.9	(6.4)	(25.0)	32.5	13.6
EBITDA	6,870	6,954	6,161	7,044	7,463
증가율(%)	5.1	1.2	(11.4)	14.3	5.9
영업외손익	(1,638)	(2,084)	(201)	(978)	(895)
이자수익	440	501	449	495	510
이자비용	535	571	587	574	574
자본비용	(1,045)	(992)	380	117	185
기타영업외손익	(498)	(1,021)	(443)	(1,015)	(1,015)
세전순이익	2,015	1,336	2,362	2,419	2,965
증가율(%)	(20.7)	(33.7)	76.8	2.4	22.6
법인세비용	757	463	475	656	805
당기순이익	1,151	591	1,882	1,763	2,160
증가율(%)	(38.2)	(48.6)	218.2	(6.3)	22.5
지배주주지분	713	368	1,723	847	1,298
증가율(%)	(40.4)	(48.4)	368.9	(50.8)	53.2
비지배지분	438	224	159	916	863
EPS(원)	4,356	2,246	10,579	5,200	7,967
증가율(%)	(40.4)	(48.4)	371.1	(50.8)	53.2
수정EPS(원)	4,356	2,246	10,469	5,089	7,856
증가율(%)	(40.4)	(48.4)	366.1	(51.4)	54.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	4,356	2,246	10,579	5,200	7,967
BPS	108,745	116,100	122,347	126,046	132,248
DPS	800	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	23.4	37.2	8.5	17.3	11.3
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/ EBITDA	3.4	3.0	4.4	3.8	3.5
배당수익률	0.8	1.2	1.1	1.1	1.1
PCR	2.2	1.7	2.5	3.7	3.4
수익성(%)					
영업이익율	4.4	3.9	2.9	3.7	4.1
EBITDA이익율	8.4	7.9	6.9	7.8	8.0
순이익율	1.4	0.7	2.1	1.9	2.3
ROE	3.7	1.8	8.0	3.8	5.6
ROIC	9.1	8.1	6.5	7.2	8.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	25.6	27.1	43.4	40.5	36.6
유동비율	125.6	124.2	131.1	133.1	136.0
이자보상배율	6.8	6.0	4.4	5.9	6.7
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
매출채권회전율	8.8	8.3	7.1	6.7	6.8
재고자산회전율	8.9	8.8	8.0	7.8	7.9
매입채무회전율	4.9	4.7	5.0	5.6	5.7

비에이치

(090460)

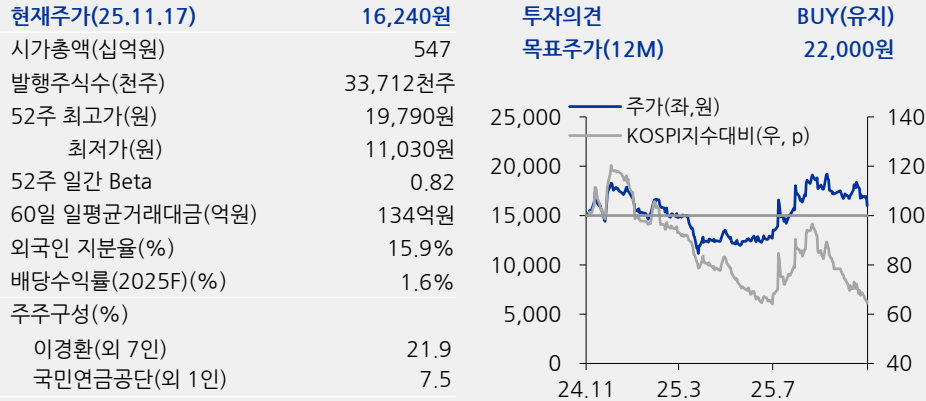
투자의견
BUY
(유지)

목표주가
22,000원
(유지)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-14.2	-31.7	-60.6
절대기준(%)	-5.1	24.0	8.6

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	22,000	22,000	-
영업이익(25)	46	46	-
영업이익(26)	108	108	-

IT/전기전자 이주형_02)368-6190_jhlee2207@eugenefn.com



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,592	1,754	1,828	1,810	2,302
영업이익	85	87	46	108	167
세전손익	97	105	38	100	159
당기순이익	85	78	22	76	121
EPS(원)	2,863	2,164	493	2,177	3,477
증감률(%)	-37.0	-24.4	-77.2	341.6	59.8
PER(배)	7.4	8.0	32.9	7.5	4.7
ROE(%)	15.1	9.9	2.4	10.1	14.5
PBR(배)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	5.7	4.2	5.2	3.0	1.9

자료: 유진투자증권

한 걸음씩 차근차근

Investment Point

- **FPCB ASP 상승:** 국내 고객사 폴더블 신제품은 전작 대비 FPCB 층수가 50% 이상 증가. 보급형 모델에도 와이옥타 패널 채택을 통해 FPCB 제품의 전반적인 ASP 상승이 예상됨
- **IT OLED:** OLED 패널을 탑재한 IT 제품군 수요 부진으로 인해 분기 BEP 수준에 여전히 도달하지 못하고 있는 상황. 다만 내년부터 북미 주요 고객사의 신제품 내 OLED 패널이 탑재될 예정으로 3Q26 IT OLED 부문의 BEP 도달을 예상

최근 실적 및 이슈

- **3Q25 Re:** 매출액 5,624억원, 영업이익 345억원으로 컨센서스와 당사 추정치 모두 하회. 9월 공개된 북미 고객사 신제품의 긍정적 판매 추이에도 불구하고, IT OLED 적자폭 확대, BH EVS 수익성 훼손으로 전사 영업이익률 YoY 4.4%p 감소
- **4Q25F:** 4분기에도 지속될 북미 고객사향 교체 수요에 힘입어 매출액 5,435억원, 영업이익 213억을 기록할 것으로 예상. 2025년 연간 실적을 저점으로 IT OLED, 폴더블 등 모멘텀에 힘입어 내년부터 재차가파른 성장세 이어질 것

비에이치 세부 실적 추이

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	334.4	389.7	562.4	543.5	324.0	419.6	541.1	526.7	1,754.4	1,830.0	1,811.4
YoY	12%	-17%	13%	11%	-3%	8%	-4%	-3%	10%	4%	-1%
QoQ	-31%	17%	44%	-3%	-40%	30%	29%	-3%			
FPCB	241	291	472	469	244	331	439	434	1,397	1,473	1,447
BH EVS	89	92	84	70	75	80	86	72	349	336	314
IT OLED	5	6	6	4	5	8	16	21	8	21	51
매출비중											
FPCB	72%	75%	84%	86%	75%	79%	81%	82%	80%	81%	80%
BH EVS	27%	24%	15%	13%	23%	19%	16%	14%	20%	18%	17%
IT OLED	1%	2%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	0%	1%	3%
영업이익	-25.4	16.0	34.5	21.3	9.4	25.7	56.3	17.1	87.1	46.4	108.5
YoY	적전	-49%	-34%	흑전	흑전	60%	63%	-20%	3%	-47%	134%
QoQ	적지	흑전	115%	-38%	-56%	173%	119%	-70%			
영업이익률	-7.6%	4.1%	6.1%	3.9%	2.9%	6.1%	10.4%	3.2%	5.0%	2.5%	6.0%
영업외손익	1	-11	1	1	-2	-3	0	-2	18	-8	-7
세전이익	-24.5	5.4	35.8	21.8	7.4	22.0	55.9	14.7	105.5	38.5	100.1
YoY	적전	-84%	-26%	213%	흑전	311%	56%	-32%	9%	-64%	160%
QoQ	적전	흑전	568%	-39%	-66%	196%	154%	-74%			
지배주주순이익	-28.3	2.1	26.3	16.7	5.5	15.7	41.3	10.9	67.0	16.9	73.4
NPM	-8.5%	0.5%	4.7%	3.1%	1.7%	3.7%	7.6%	2.1%	3.8%	0.9%	4.1%
YoY	적전	-92%	-23%	흑전	흑전	642%	57%	-35%	-26%	-75%	335%
EPS(원)	-913	68	781	496	164	464	1,224	324	2,164	493	2,177
YoY	적전	-92%	-28%	흑전	흑전	582%	57%	-35%	-24%	-77%	341%

자료: 유진투자증권

비에이치 (090460.KS) 재무제표

대차대조표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,089	1,320	1,371	1,391	1,552
유동자산	575	752	812	828	984
현금성자산	140	229	215	243	316
매출채권	206	247	298	289	335
재고자산	137	171	202	196	228
비유동자산	514	568	558	563	568
투자자산	115	117	120	125	130
유형자산	272	320	300	301	303
기타	128	130	138	136	135
부채총계	439	579	650	605	656
유동부채	419	472	556	511	562
매입채무	190	270	357	312	362
유동성이자부채	195	161	158	158	158
기타	34	41	41	42	42
비유동부채	20	107	94	94	95
비유동이자부채	4	88	81	81	81
기타	15	19	12	13	13
자본총계	651	741	721	786	896
자배지분	640	715	691	756	866
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	91	94	95	95	95
이익잉여금	572	627	636	701	811
기타	(40)	(23)	(57)	(57)	(57)
비자배지분	11	26	30	30	30
자본총계	651	741	721	786	896
총차입금	199	249	239	239	239
순차입금	59	20	24	(4)	(77)

현금흐름표 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	112	187	91	112	162
당기순이익	85	78	22	76	121
자산상각비	53	59	64	73	78
기타비현금성손익	24	40	(19)	(46)	(47)
운전자본증감	(34)	41	9	(34)	(32)
매출채권감소(증가)	(54)	(28)	(78)	9	(47)
재고자산감소(증가)	(39)	(11)	(52)	6	(32)
매입채무증가(감소)	18	57	133	(46)	50
기타	41	22	6	(4)	(4)
투자현금	(53)	(89)	(115)	(78)	(82)
단기투자자산감소	18	(1)	258	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(3)	(2)	(2)
설비투자	65	77	64	65	68
유형자산처분	1	1	1	0	0
무형자산처분	(7)	(10)	(15)	(8)	(9)
재무현금	(10)	(10)	(22)	(8)	(8)
차입금증가	(2)	6	(10)	0	0
자본증가	(8)	(16)	(11)	(8)	(8)
배당금지급	8	8	8	8	8
현금 증감	49	89	(46)	26	72
기초현금	90	139	227	181	207
기말현금	139	227	181	207	279
Gross Cash flow	161	176	108	146	194
Gross Investment	105	47	364	110	113
Free Cash Flow	56	130	(256)	35	81

자료: 유진투자증권

손익계산서 (단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,592	1,754	1,828	1,810	2,302
증가율(%)	(5.3)	10.2	4.2	(1.0)	27.1
매출원가	1,436	1,588	1,694	1,618	2,026
매출총이익	156	166	134	192	276
판매 및 일반관리비	71	79	88	85	109
기타영업손익	15	12	11	(4)	29
영업이익	85	87	46	108	167
증가율(%)	(35.4)	2.7	(46.7)	131.7	55.5
EBITDA	137	146	110	181	245
증가율(%)	(21.6)	6.2	(24.6)	64.3	35.4
영업외손익	12	18	(8)	(7)	(8)
이자수익	4	5	5	6	6
이자비용	10	13	13	15	17
지분법손익	4	3	1	2	2
기타영업외손익	14	24	(1)	0	1
세전순이익	97	105	38	100	159
증가율(%)	(40.9)	8.6	(63.5)	160.0	59.1
법인세비용	12	28	17	24	39
당기순이익	85	78	22	76	121
증가율(%)	(39.7)	(8.6)	(71.7)	245.9	59.1
지배주주지분	91	67	17	73	117
증가율(%)	(37.0)	(26.1)	(74.8)	334.7	59.8
비지배지분	(6)	11	5	2	3
EPS(원)	2,863	2,164	493	2,177	3,477
증가율(%)	(37.0)	(24.4)	(77.2)	341.6	59.8
수정EPS(원)	2,863	2,164	493	2,177	3,477
증가율(%)	(37.0)	(24.4)	(77.2)	341.6	59.8

주요투자지표	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,863	2,164	493	2,177	3,477
BPS	20,195	23,083	20,486	22,431	25,674
DPS	250	250	253	255	258
밸류에이션(배,%)					
PER	7.4	8.0	32.5	7.4	4.6
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	5.7	4.2	5.1	3.0	1.9
배당수익률	1.2	1.4	1.6	1.6	1.6
PCR	4.1	3.0	5.1	3.7	2.8
수익성(%)					
영업이익률	5.3	5.0	2.5	5.9	7.3
EBITDA이익률	8.6	8.3	6.0	10.0	10.6
순이익률	5.3	4.4	1.2	4.2	5.2
ROE	15.1	9.9	2.4	10.1	14.5
ROIC	12.4	9.8	4.0	12.1	17.9
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	9.1	2.7	3.3	(0.4)	(8.6)
유동비율	137.2	159.4	146.0	162.1	175.2
이자보상배율	8.9	6.6	3.6	7.2	9.9
활동성 (회)					
총자산회전율	1.5	1.5	1.4	1.3	1.6
매출채권회전율	8.8	7.8	6.7	6.2	7.4
재고자산회전율	13.4	11.4	9.8	9.1	10.9
매입채무회전율	8.4	7.6	5.8	5.4	6.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 객관적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 개제된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대역할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

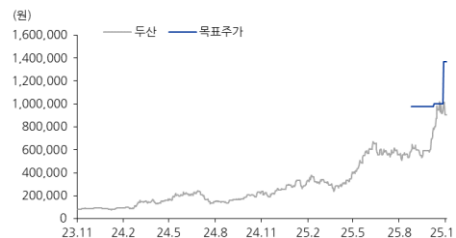
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)	당사 투자건의 비율 (%)
· STRONG BUY(매수) 추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수) 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립) 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도) 추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

과거 2년간 투자자의 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표가격 (₩)	목표가격 대상시점	이리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2025-09-08	Buy	980,000	1년	-37.3	-19.3
2025-10-23	Buy	1,000,000	1년	-6.5	1.8
2025-11-11	Buy	1,370,000	1년	-29.2	-25.8
2025-11-18	Buy	1,370,000	1년		

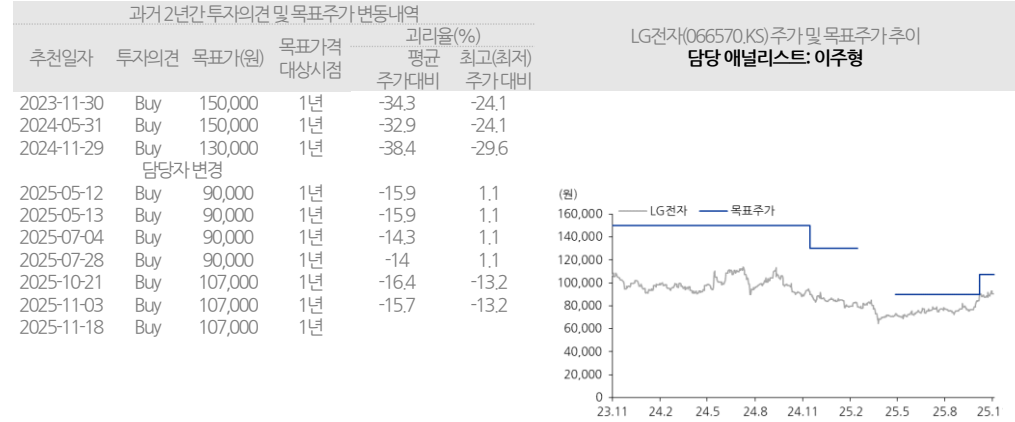
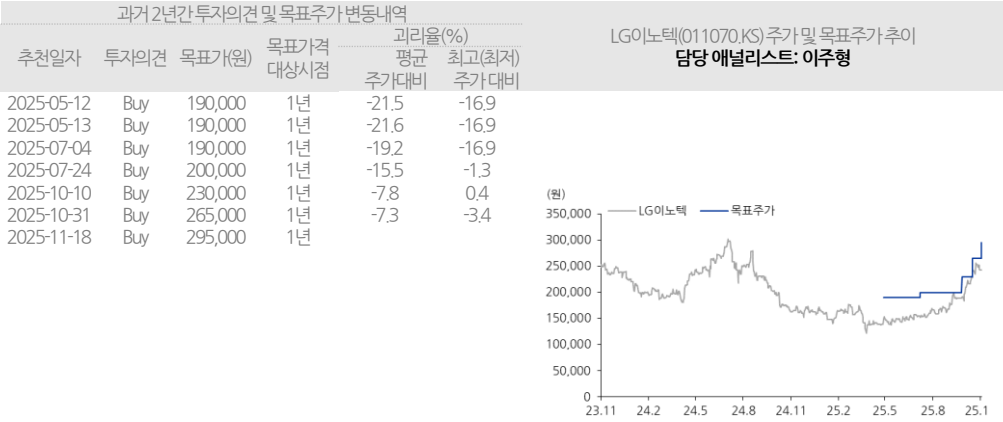
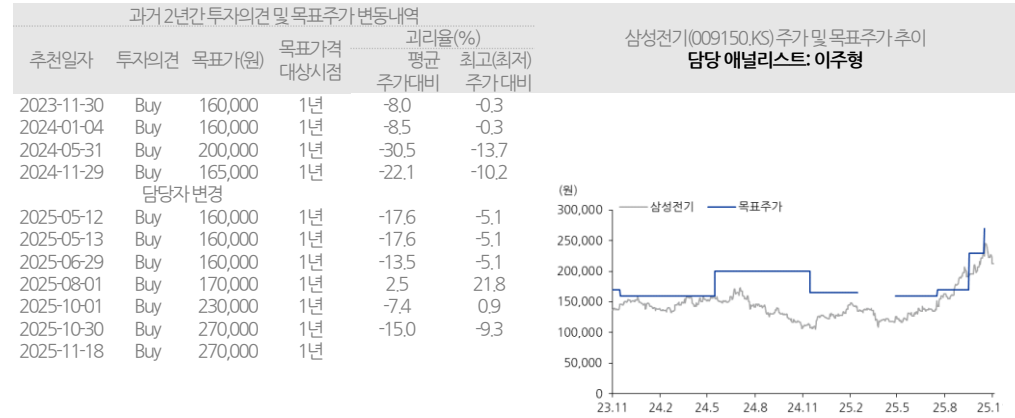
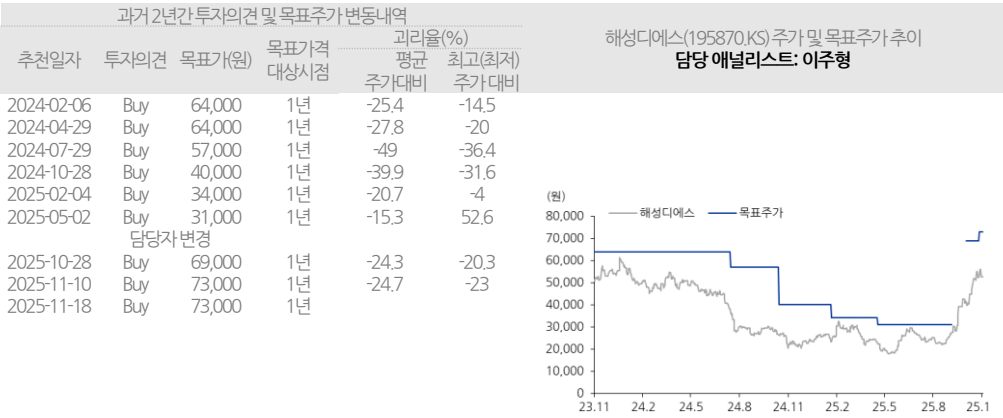
두산(000150.KS)주가및 목표주가추이
담당 애널리스트: 이주형



과거 2년간 투자자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자자의견	목표가격 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2025-11-18	Buy	62,000	1년		

대덕전자(353200.KS) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 이주형





과거 2년간 투자 의견 및 목표주가 변동 내역					
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2025-05-12	Buy	17,000	1년	-22.8	-2.4
2025-05-13	Buy	17,000	1년	-22.9	-2.4
2025-07-06	Buy	17,000	1년	-17.4	-2.4
2025-08-05	Buy	19,000	1년	-7.4	1.1
2025-10-10	Buy	22,000	1년	-21.9	-16.5
2025-11-05	Buy	22,000	1년	-23.7	-22.2
2025-11-18	Buy	22,000	1년		

