

iM증권 리서치본부 하이테크부 | 2025.06.04

[전기전자] 고의영 2122-9179 ey.ko@imfnsec.com / [IT] 손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

iM증권

[2025년 하반기]

전기전자 (Overweight)

# 정체된 디바이스, 가속하는 AI 인프라





# CONTENTS

## [산업분석]

Summary	3
Ⅰ. 업황에 대한 판단: 관세의 상흔	4
Ⅱ. 정체된 디바이스, 가속하는 AI 인프라	12
Ⅲ. PCB와 MLCC의 새로운 궤도	32

## [기업분석]

LG전자 (066570) / BUY / 100,000원 (유지)
삼성전기 (009150) / BUY / 180,000원 (유지)
LG이노텍 (011070) / BUY / 225,000원 (유지)
대덕전자 (353200) / BUY / 21,000원 (유지)
솔루엠 (248070) / BUY / 23,000원 (유지)
아모텍 (052710) / BUY / 12,000원 (유지)
Ibiden (4062 JP) / Not Rated
Gold Circuit Electronics (2368 TW) / Not Rated

## Summary

### 업황에 대한 판단: 관세의 상흔

- ① 탈동조화: 미국 스마트폰, PC 수입액이 이례적으로 크게 늘었음. 관세를 피하기 위한 수요 때문임. 인도의 스마트폰, 베트남의 PC가 중국산을 대체하였고, 지난 20년 넘게 동행해온 미국의 IT 세트 수입액과 중국의 IT세트 수출액 데이터가 탈동조화 됨. 기업들의 생산지 전략에 부담이 생길 수 밖에 없음
- ② 선행수요: 소비자들의 선행 수요도 있었던 만큼 하반기 미국의 IT세트 소비 불확실성도 커짐. 반면 중국의 IT세트 소비는 이구환신 정책에 힘입어 견조한 흐름이고, 하반기까지도 이 같은 분위기가 이어질 전망. 다만 인위적인 부양인 만큼 지속성에 대한 고민은 지속

### 정체된 디바이스, 가속하는 AI 인프라

- ① 스마트폰: 연간 출하 성장률을 Flat으로 전망. 기존 +2% YoY 대비 하향. 2H25 iPhone 가격이 +5% 상승할 것으로 전망하며, 수요는 -3% 내외 하락할 전망. 업황은 어려우나 관련주에 대한 촉매로 Apple의 AI 전략 변화 (Gemini 탑재 및 Apple Intelligence 외부 개방), 중국산 부품 배제 가능성 기대
- ② PC: 스마트폰과 마찬가지로 선행 비축 수요가 컸고, 미국 내 재고도 많이 쌓임. 이 또한 하반기 부품 수요에 대한 불확실성을 키우는 요인. AI PC와 WoA에 대한 기대감도 낮아졌음. 생태계를 키울 Nvidia-Mediatek 연합의 참전을 기대하나, 2026년까지 유의미한 촉매는 없을 것으로 보임
- ③ 서버: 4대 CSP의 Capex/Revenue 비율은 최고점 수준. 그럼에도 CSP들은 '인프라 우선 전략'을 밀어 붙이고 있음. 이들은 공격적인 인프라 확장이 향후 AI 시장의 지배력과 장기 수익성을 결정짓는 핵심 요소가 될 것으로 판단하고 있는 것. 이는 비단 CSP의 경쟁에만 국한되지 않음. 현재까지 발표된 국가, 혹은 다자 간 연합 주도의 데이터센터 프로젝트만 보더라도, 2026~2029년 총 투자액이 4대 CSP의 동기간 투자 대비 절반 수준에 이를 전망

### PCB와 MLCC의 새로운 궤도

- ① PCB: MLB 업체들의 매출은 평균적으로 3년 CAGR +25%, PKG 업체들은 동기간 +9%의 성장이 전망됨. MLB는 AI 인프라 수요를 중심으로 견고할 것이고, PKG 역시 재고조정이 마무리된 상황에서 GPU, ASIC 중심의 신규 프로젝트가 있는 업체 중심으로 차별화될 것으로 전망됨
- ② MLCC: 전체 MLCC 시장은 장기적으로 CAGR +9%의 성장할 전망이며, 부문별로 서버용 +21%, 전장용 +11%, IT용 +6% 성장할 전망. IT세트에 대한 수요 불확실성이 관련 주식들의センチ먼트를 크게 훼손했으나, AI서버, 전장 중심으로 사업을 전개하고 있는 국내 업체들을 긍정적으로 평가함
- ③ 투자전략: AI 인프라에 대한 노출도 높은 종목을 유지하되, IT세트에 대한 노출도로 인해 무차별하게 빠진 종목 중 AI서버·전장 중심의 사업 재편이 순조로운 업체를 모아가야 한다고 판단함. 삼성전기, 대덕전자, 아모텍, 이수페타시스(비커버리지) 등을 긍정적으로 평가함



## **I . 업황에 대한 판단: 관세의 상흔**

## 관세 회피를 위한 선행 비축이 얼마나 강했나

- 미국의 IT 세트 수입액은 1월, 2월, 3월 각각 +45%, +20%, +37% YoY 급증
- 특히 스마트폰, 노트북, 데스크탑을 중심으로 수입액이 크게 늘었음

<그림1> 미국의 월별 주요 IT세트 수입액: 스마트폰, 노트북, 데스크탑 등에서 수입액이 크게 증가했음

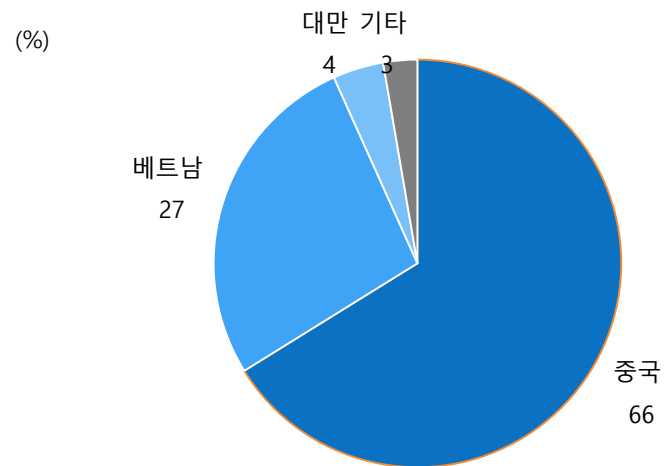
(MnUSD, %)	스마트폰	YoY	노트북	YoY	데스크탑	YoY	TV	YoY	합산	YoY
23.01	6,349	-3	3,195	-26	107	-68	812	-30	10,356	-15
23.02	3,796	-11	2,866	-19	133	-52	752	-28	7,413	-17
23.03	3,722	-34	3,487	-35	182	-28	884	-29	8,093	-34
23.04	4,206	-12	3,529	-5	163	-18	831	-22	8,567	-10
23.05	3,952	-26	4,737	29	247	48	968	1	9,657	-2
23.06	3,600	-31	4,325	-22	197	-7	970	11	8,896	-23
23.07	4,225	-2	4,033	-24	157	-35	938	11	9,196	-12
23.08	3,312	-25	3,853	-25	167	-38	1,095	-5	8,260	-23
23.09	7,328	-7	3,817	-13	358	81	1,359	-6	12,504	-8
23.10	7,463	12	4,514	-12	385	158	1,485	-3	13,462	3
23.11	6,149	48	4,241	8	264	81	1,094	-6	11,484	25
23.12	4,982	-16	3,217	-14	205	84	593	-21	8,792	-14
24.01	3,808	-40	3,181	0	235	121	776	-4	7,764	-24
24.02	3,372	-11	3,300	15	141	6	698	-7	7,370	0
24.03	3,140	-16	3,759	8	170	-6	780	-12	7,678	-5
24.04	3,430	-18	3,895	10	247	52	891	7	8,216	-3
24.05	3,881	-2	4,656	-2	179	-27	920	-5	9,457	-3
24.06	3,067	-15	4,276	-1	244	24	843	-13	8,186	-7
24.07	3,710	-12	5,031	25	174	11	913	-3	9,654	5
24.08	3,348	1	4,203	9	137	-18	1,165	6	8,716	5
24.09	5,924	-19	4,311	13	260	-27	1,369	1	11,604	-8
24.10	6,948	-7	4,694	4	238	-38	1,488	0	13,130	-3
24.11	5,495	-11	4,386	3	206	-22	1,166	7	11,047	-4
24.12	4,825	-3	3,658	14	326	59	687	16	9,170	6
25.01	5,285	39	5,249	65	201	-14	874	13	11,408	45
25.02	5,044	50	3,132	-5	181	28	692	-1	8,868	20
25.03	5,814	85	4,027	7	233	37	655	-16	10,495	37
25.04										

자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 미국은 IT세트를 어디서 조달해왔나

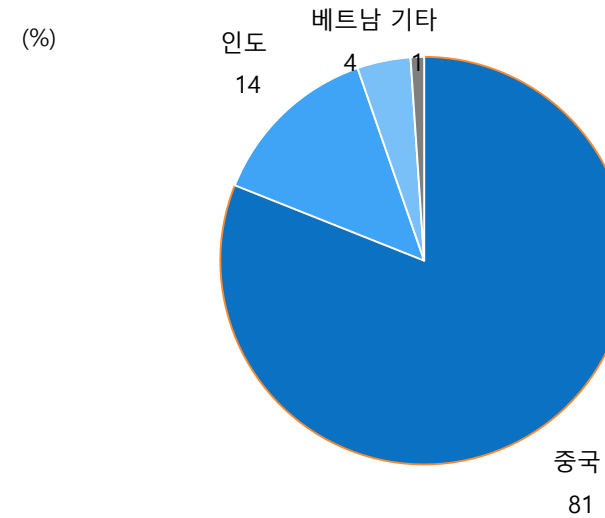
- 2024년 기준 미국은 스마트폰, PC의 대부분을 중국으로부터 수입[그림2, 3]
- 따라서 미-중 갈등에 따른 관세 우려가 클 수 밖에 없고, 강력한 선행 비축 움직임이 나타난 것
- 반면, TV는 멕시코산 비중이 크기 때문에 비축 수요가 상대적으로 크지 않았음[그림4]

<그림3> 2024년 기준 미국의 PC 수입국 비중



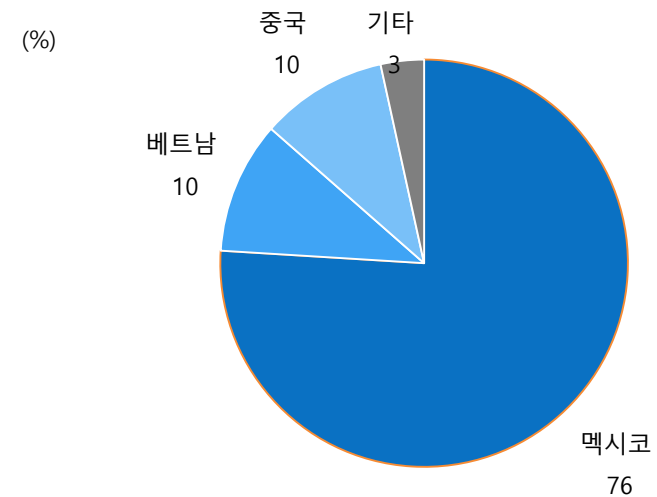
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림2> 2024년 기준 미국의 스마트폰 수입국 비중



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림4> 2024년 기준 미국의 TV 수입국 비중

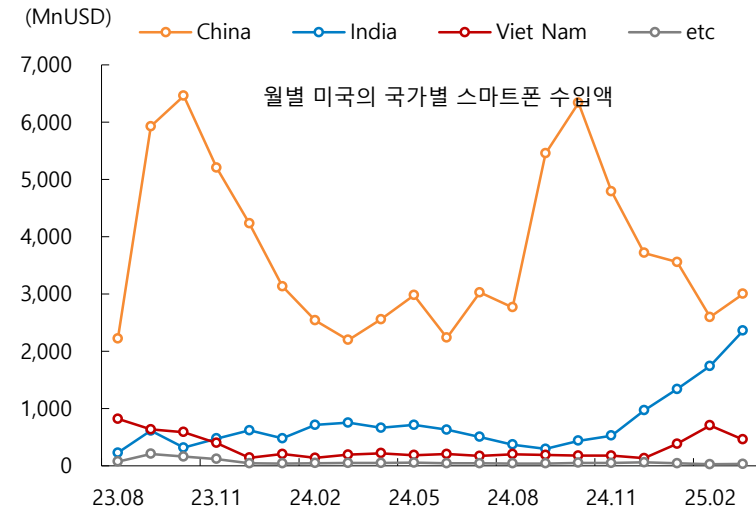


자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 떠오르는 인도의 스마트폰, 베트남의 PC

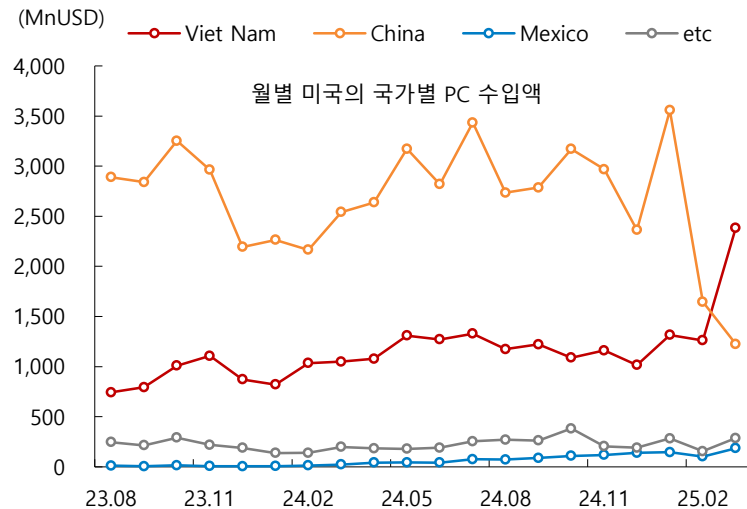
- 미국은 예상대로 중국산 조달 비중을 줄이고, 여타 지역에서의 조달 비중을 빠르게 늘리고 있음
- 실제로 연초 이후 미국의 인도산 스마트폰 수입액, 베트남산 PC 수입액이 급증하고 있는 추세임[그림5, 6]
- 미·중 간 일시적인 화해 분위기에도 불구하고, 이미 시작된 공급망 다변화 움직임은 쉽게 되돌려지지 않을 것으로 판단

<그림5> 미국의 인도산 스마트폰 수입액이 급증하고 있음



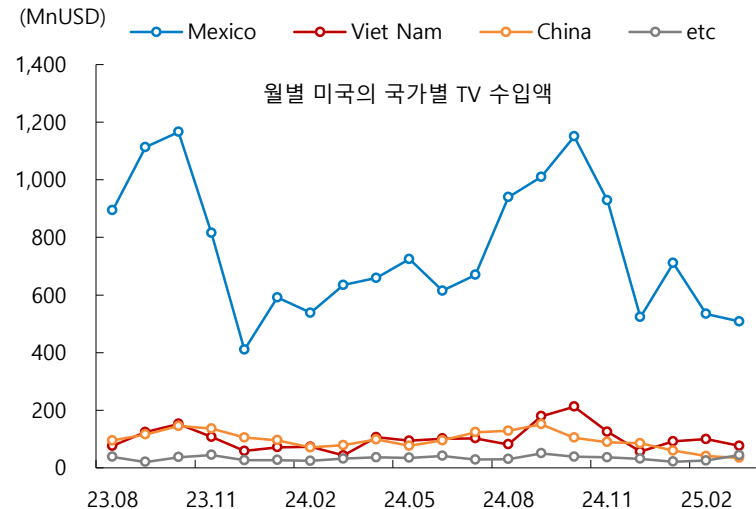
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림6> 마찬가지로 미국의 베트남산 PC 수입액도 급증



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림7> TV의 경우 멕시코산 비중이 크다 보니 큰 움직임이 없음



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 중국 IT 수출액의 급락

- 이처럼 미국이 스마트폰과 PC의 조달처를 중국에서 다른 국가로 전환하면서 중국의 IT 세트 수출 데이터는 부진함
- 특히 관세 영향이 본격화한 4월의 수출액 감소폭은 상당했음[그림8]. 스마트폰 -21% YoY, 노트북 -15% 등으로 집계됨

<그림8> 중국의 월별 주요 IT세트 수출액 동향

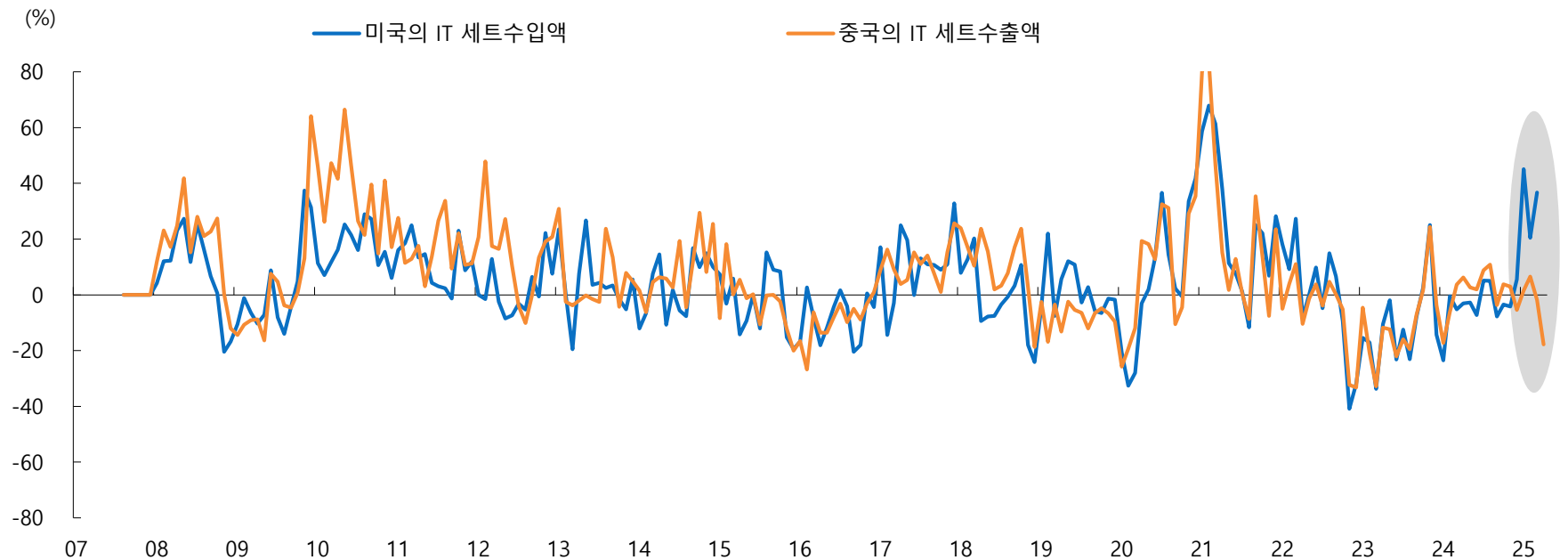
(MnUSD, %)	스마트폰	YoY	노트북	YoY	데스크탑	TV	YoY	합산	YoY
23.01	14,775	23	7,582	-34	n/a	1,065	-1	23,422	-5
23.02	8,585	-12	6,624	-32	n/a	847	-3	16,056	-21
23.03	8,270	-33	8,271	-36	n/a	1,179	7	17,720	-33
23.04	8,798	-13	8,176	-12	n/a	1,107	-1	18,081	-12
23.05	8,096	-25	8,870	2	n/a	1,034	-1	18,001	-12
23.06	7,934	-23	9,069	-25	n/a	1,219	16	18,222	-22
23.07	9,031	3	8,505	-32	n/a	1,220	7	18,757	-16
23.08	6,966	-20	8,402	-23	n/a	1,374	12	16,742	-20
23.09	15,790	-7	8,983	-11	n/a	1,474	27	26,247	-7
23.10	18,566	23	8,372	-28	n/a	1,179	21	28,117	2
23.11	16,858	56	8,395	-11	n/a	1,130	15	26,383	24
23.12	13,292	0	8,191	-11	n/a	1,159	16	22,641	-4
24.01	11,356	-23	6,942	-8	n/a	1,084	2	19,383	-17
24.02	7,704	-10	6,420	-3	n/a	953	13	15,077	-6
24.03	8,505	3	8,656	5	n/a	1,215	3	18,376	4
24.04	9,490	8	8,342	2	n/a	1,376	24	19,209	6
24.05	8,788	9	8,419	-5	n/a	1,276	23	18,483	3
24.06	8,103	2	9,121	1	n/a	1,356	11	18,579	2
24.07	9,506	5	9,484	12	n/a	1,417	16	20,408	9
24.08	8,192	18	8,812	5	n/a	1,562	14	18,567	11
24.09	14,975	-5	8,762	-2	n/a	1,549	5	25,286	-4
24.10	18,467	-1	9,214	10	n/a	1,518	29	29,198	4
24.11	16,801	0	9,052	8	n/a	1,325	17	27,179	3
24.12	11,188	-16	8,967	9	n/a	1,256	8	21,411	-5
25.01	9,908	-13	8,623	24	n/a	1,161	7	19,691	2
25.02	8,542	11	6,632	3	n/a	898	-6	16,071	7
25.03	9,193	8	7,650	-12	n/a	1,197	-1	18,039	-2
25.04	7,466	-21	7,114	-15	n/a	1,222	-11	15,801	-18

자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 유의미한 탈동조화의 발생

- 결론적으로 미국의 IT 세트 수입액, 중국의 IT 세트 수출액 간 드라마틱한 탈동조화 현상으로 나타나고 있음[그림9]
- 전자부품 업체들의 공급망 관리 및 생산지 전략에 고민이 생길 수 밖에 없으며, 이로 인해 단기적으로 비용 부담 발생할 가능성도 있음
- 예컨대, 삼성전기는 추후 필리핀을 중심으로 생산 능력 확보를 검토 중이며, 후술할 중국의 PCB 업체들은 “China+1” 전략에 따라 태국 등 동남아 시장에서의 생산 능력 확보를 더욱 공격적으로 추진할 전망이다

<그림9> 미국의 IT세트 수입액 성장률과 중국의 IT세트 수출액 성장률에서 유의미한 탈동조화가 나타나고 있음

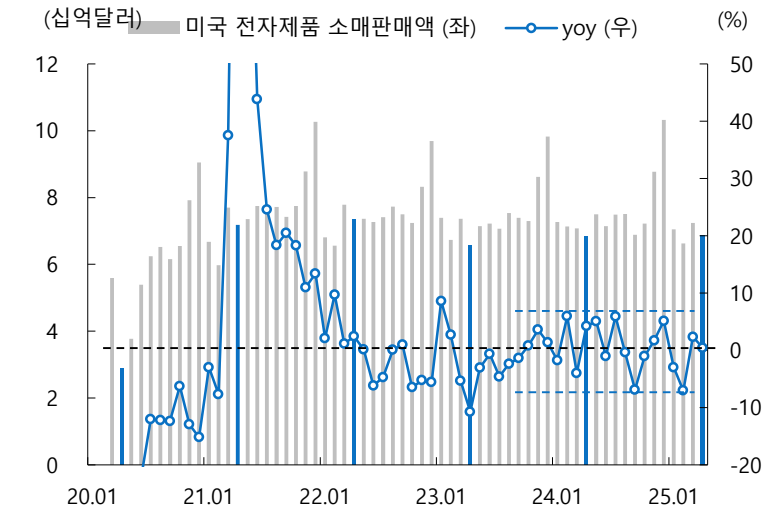


자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 애플 스토어로 달려가는 미국 소비자들

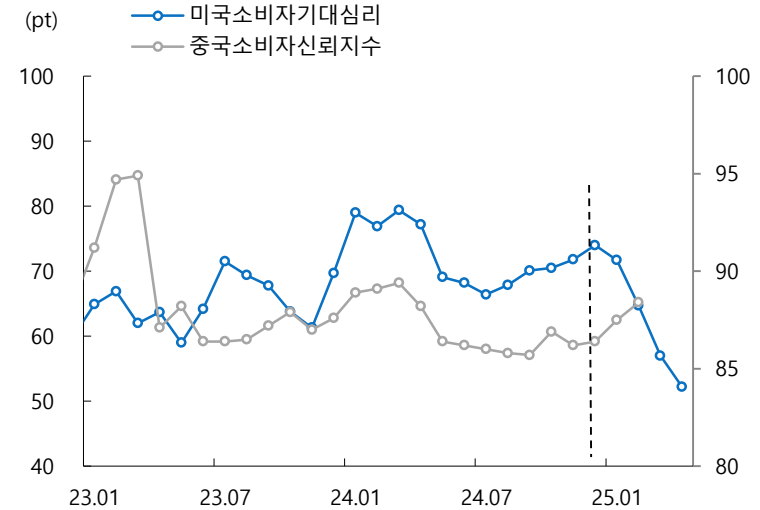
- 미국의 소비심리는 지난해 연말 이후 급락하는 모양새인데, 관세 정책에 따라 변동성이 클 수 있음[그림10]
- 미국의 전자제품 소비 역시 연초 급락하는 모습을 보였으나, 이후 보험권에서 버티는 흐름[그림11]. Bloomberg 등 언론에 따르면 관세로 인한 가격 인상 우려가 소비자들의 선구매 행렬로 이어짐
- 실제로 4월 미국의 스마트폰 판매량은 +15% YoY로 집계되었음[그림12]. 이는 하반기 수요 가시성을 떨어뜨리는 요인으로 작용할 것

<그림11> 최근 미국의 전자제품 소매판매는 상대적으로 견조한 모습



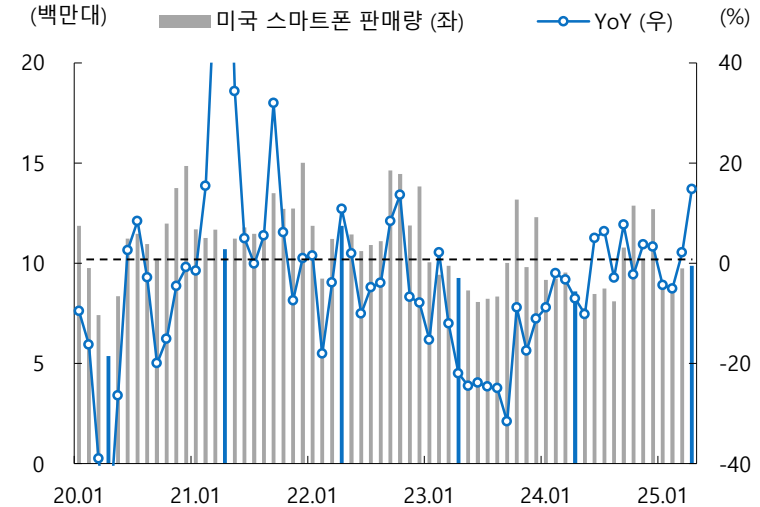
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림10> 미국의 소비심리는 지난해 연말을 기점으로 급락



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 미시간대 소비심리 기준

<그림12> 4월 미국의 스마트폰 판매량은 +15% YoY 급증했음

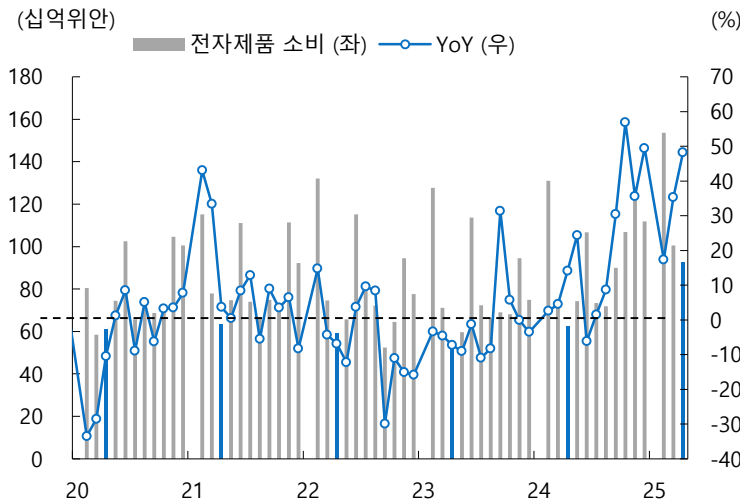


자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

## 중국은 정책 효과를 통해 견조한 모습

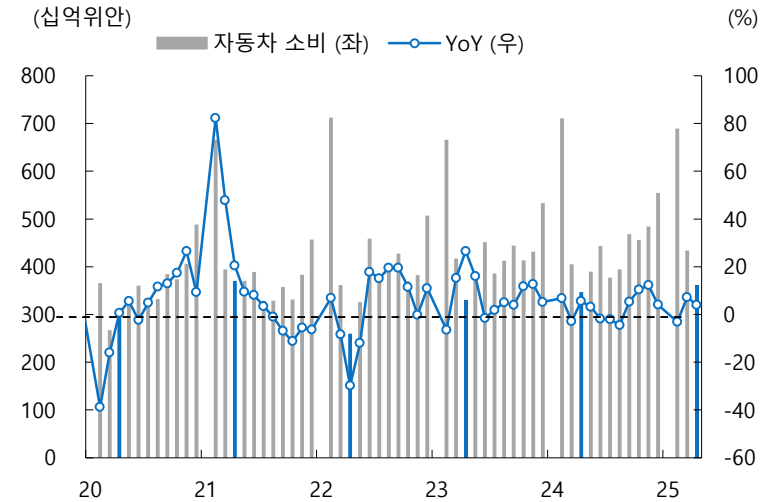
- 중국은 상당히 견조함. 일부 시장조사기관의 부진한 데이터와 달리, 중국 IT 내구재 소비액은 강하게 나타나고 있음
- 4월 중국의 자동차, 전자제품, 통신기기 소비액 YoY 성장률은 각각 +2%, 전자제품 +50%, 통신기기 +30%로 각각 집계됨[그림13~15]. 보조금 지급 효과가 전자제품과 통신기기를 중심으로 수요 진작에 기여하고 있음을 보여줌
- 중국 정부의 부양 기조를 감안하면, 이러한 소비 흐름은 하반기 까지 이어질 가능성이 높음. 다만, 이구환신이 교체 수요를 인위적으로 앞당기는 정책인 만큼, 향후 역기저 부담이 확대될 수밖에 없다는 점에 유의

<그림14> 중국의 4월 전자제품 소비는 +50% YoY로 강한 모습



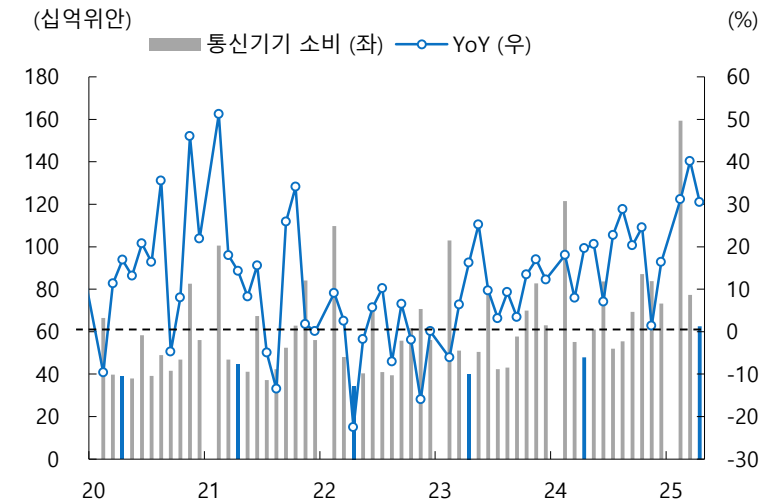
자료 : CEIC, iM증권 리서치본부

<그림13> 중국의 4월 자동차 소비는 +2% YoY로 큰 방향성 없음



자료 : CEIC, iM증권 리서치본부

<그림15> 중국의 4월 통신기기 소비 역시 +30% YoY로 강한 모습



자료 : CEIC, iM증권 리서치본부



## II . 정체된 디바이스, 가속하는 AI 인프라

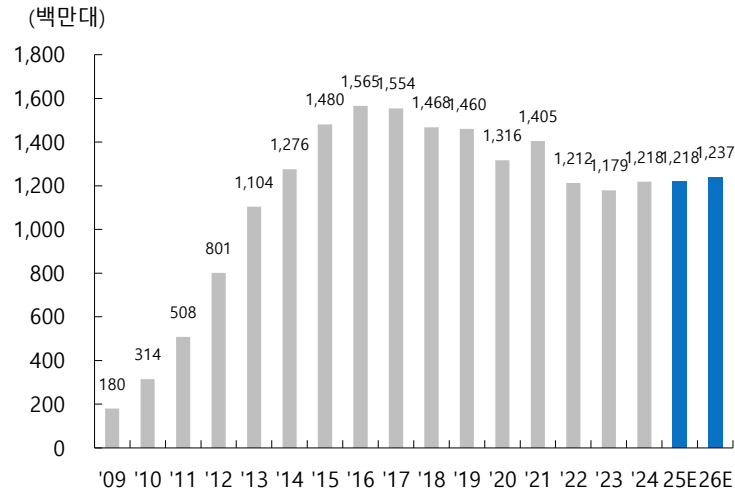
## 스마트폰: 글로벌 스마트폰 출하 성장률 Flat 전망

- 당초 스마트폰 시장 성장률을 +2% YoY로 전망했으나, 이제는 Flat으로 하향 조정함[그림16]
- 하반기는 선구매 수요 소진에 따른 역기저, 관세로 인한 판가 인상 및 소비 심리 위축 등으로 험난한 환경이 예상됨
- 벤더별로는 삼성과 애플이 역성장할 것으로 전망. HOVX 포함 중화권 업체들은 자국 내 정책 효과와 및 신흥 시장 점유율 확대를 통해 성장할 전망

<그림 16> 주요 스마트폰 업체들의 Sell-in 추이 및 전망																				
(백만개)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	'21	'22	'23	'24	25E	26E		
SEC	61	54	59	53	60	54	58	52	61	52	56	50	273	260	227	224	219	221		
AAPL	58	45	49	74	51	46	51	74	58	41	48	71	238	225	226	221	218	224		
HOVX	105	108	128	124	124	130	136	133	125	134	139	133	599	490	465	523	531	539		
기타	48	63	64	87	58	67	62	64	58	66	62	64	295	238	262	250	250	253		
합산	272	270	300	337	292	296	307	323	302	293	305	318	1,405	1,212	1,179	1,218	1,218	1,237		
YoY																				
SEC	-19%	-14%	-8%	-9%	-1%	1%	-2%	-2%	2%	-4%	-3%	-4%	7%	-5%	-13%	-1%	-2%	1%		
	▶ 갤럭시 판매부진								▶ 신규팩터?											
AAPL	-2%	-3%	-1%	6%	-13%	1%	4%	0%	14%	-10%	-6%	-4%	18%	-6%	1%	-2%	-1%	3%		
	▶ iPhone 시리즈 빌드업								▶ SE & 선구매				▶ 1H의 역기저?							
HOVX	-18%	-12%	0%	10%	18%	20%	7%	8%	1%	3%	2%	0%	1%	-18%	-5%	13%	2%	2%		
	▶ 1H24 Huawei 부활 & Xiaomi 성장								▶ 이구환신 효과의 지속											
기타	-18%	-2%	29%	34%	20%	6%	-4%	-26%	1%	-1%	1%	0%	12%	-19%	10%	-4%	0%	1%		
	▶ Transsion의 약진																			
합산	-15%	-9%	3%	10%	7%	10%	2%	-4%	3%	-1%	-1%	-2%	7%	-14%	-3%	3%	0%	2%		
QoQ																				
SEC	4%	-12%	11%	-11%	13%	-10%	7%	-10%	17%	-15%	8%	-11%								
AAPL	-17%	-22%	8%	51%	-32%	-10%	12%	45%	-22%	-29%	17%	49%								
HOVX	-6%	3%	18%	-3%	0%	5%	5%	-2%	-6%	7%	4%	-4%								
기타	-26%	31%	1%	36%	-34%	16%	-8%	4%	-9%	17%	-9%	3%								
합산	-11%	-1%	11%	13%	-13%	1%	4%	5%	-7%	-3%	4%	4%								

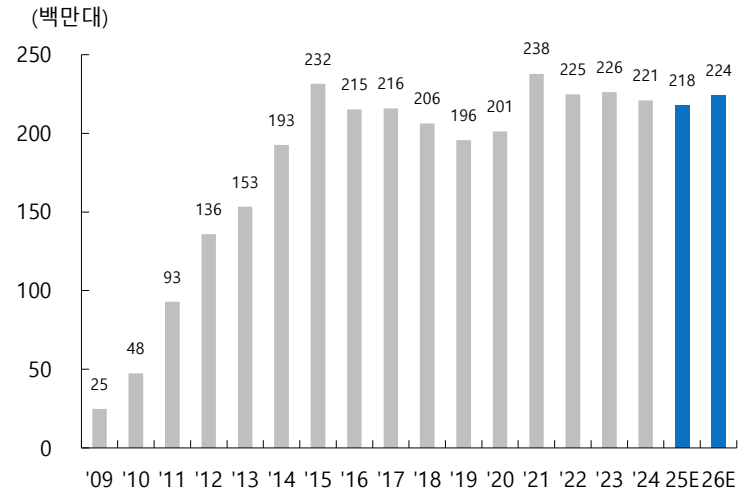
## (참고) 글로벌 및 벤더별 연간 스마트폰 출하량 추이 및 전망

<그림17> 글로벌 스마트폰 출하 성장률은 12억대에서 정체



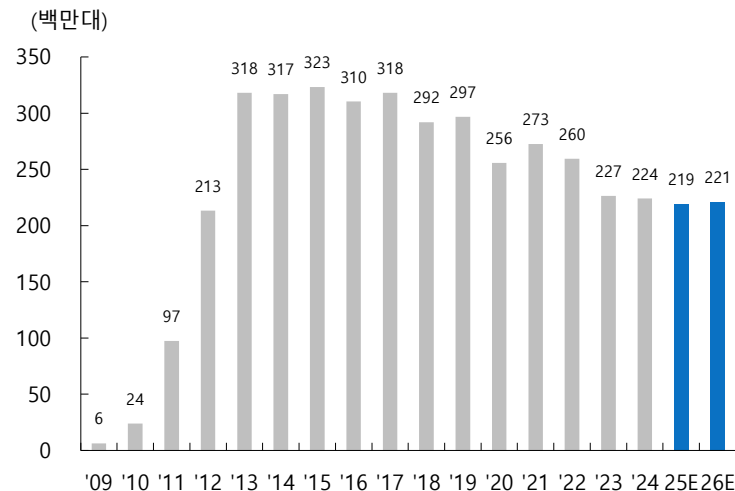
자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림18> Apple은 올해 관세의 영향으로 역성장할 전망이고,



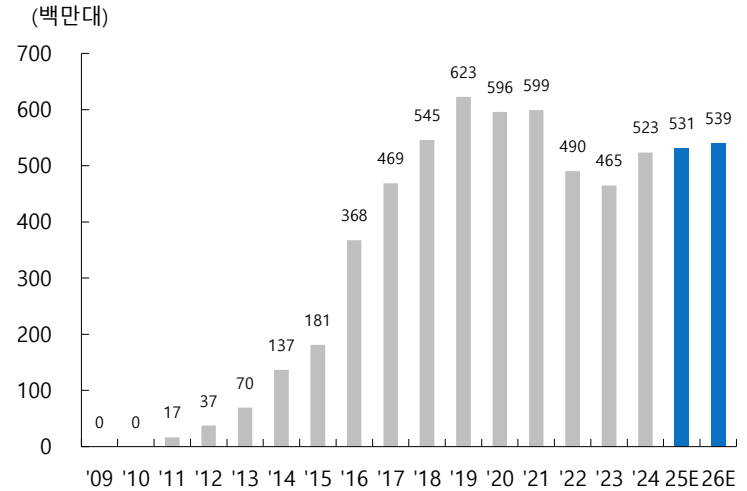
자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림19> 삼성은 관세 영향 + 중저가 점유율 하락이 문제...



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림20> HOVX는 자국 시장의 보조금과 신흥국 중저가 점유율 확대

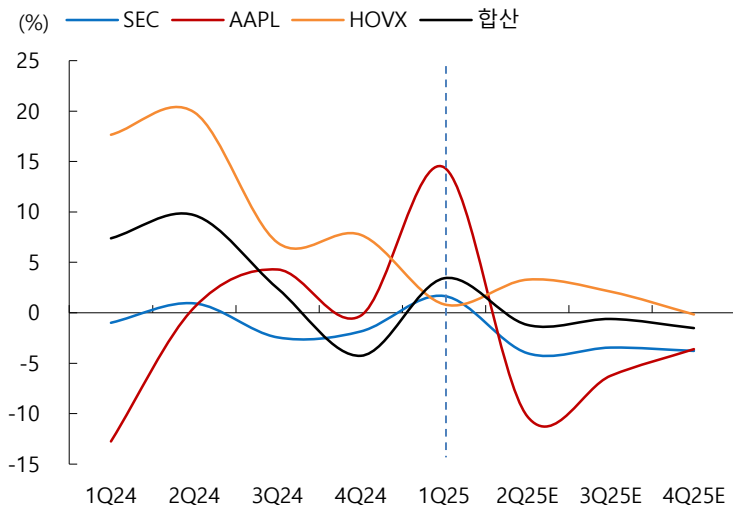


자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

## 스마트폰: 정해진 상고하저, iPhone 가격은 변수

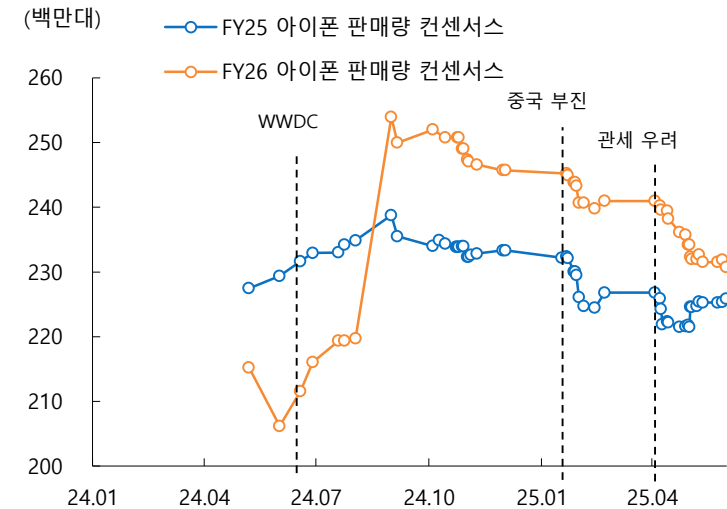
- 업황은 상고하저로 흐름으로 굳어지는 양상[그림21]. Apple은 관세로 인한 소비악화, HOVX는 이구환신 효과가 약화될 가능성이 잠재 위험
- 다만, 이러한 위험은 이미 시장에 널리 인식된 상수에 가까운 요인. 예컨대 iPhone 판매량에 대한 기대치는 연초 이후 꾸준히 하향 조정됨[그림22]
- 여전히 남아있는 가장 큰 변수 중 하나는, 관세 영향에 따라 iPhone의 가격 정책이 어떻게 변화할 것인가 하는 점. 만약 가격 인상이 불가피해질 경우 CY4Q25~1H26까지의 눈높이가 추가적으로 낮아질 수 있음

<그림21> 주요 벤더의 분기 출하량 YoY 성장률 추이 및 전망



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부 전망

<그림22> 아이폰 판매량에 대한 기대치는 우려를 반영해 나가는 중

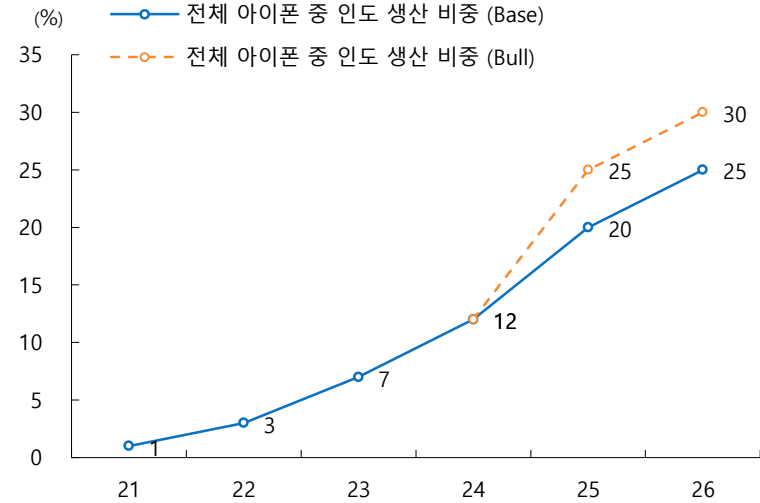


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 스마트폰: 관세가 BoM에 미치는 영향

- 올해 전체 iPhone 생산량 중 인도산 비중은 20~25%로 전망[그림23].
- 반면, 전체 iPhone 판매량 중 미국 시장이 차지하는 비중은 약 30%에 달함. 따라서 하반기로 갈수록 인도산 물량만으로 미국 내 수요를 모두 충당하기 어려울 전망이다
- iPhone 17 Pro의 BoM은 약 \$466 수준으로, 주로 DRAM 업그레이드에 따라 전작 대비 +2% 올라갈 것으로 전망되나, 여기에 만약 +20%의 펜타닐 관세가 적용될 경우 원가는 \$559로 크게 올라가게 됨[그림24]

<그림23> 올해 인도산 아이폰 비중 20~25% (vs. 중국산 75~80%)



자료 : iM증권 리서치본부

<그림24> iPhone Pro 모델 기준 BoM: iPhone 17 Pro의 BoM은 기본적으로 전작 대비 큰 차이가 없을 것이나, 펜타닐 관세 20% 부과 시 부담이 매우 커짐

(단위: USD)	iXS	i11P	i12P	i13P	i14P	i15P	i16P	i17P
AP	56	55	94	105	115	145	146	153
Display	105	98	80	74	82	75	72	70
Camera	49	57	63	63	71	72	87	84
Memory	58	37	31	49	36	24	31	37
Build & Material	35	35	30	39	40	37	36	36
PCB/Passives/PMIC	29	31	31	28	29	27	27	28
PM/RF/PA	16	19	29	29	26	24	20	20
Connectivity/Audio	17	15	18	18	18	20	22	21
Battery	10	14	10	11	12	12	14	15
Others	15	21	17	22	13	12	2	2
Total (관세부과전)	390	382	402	438	440	447	456	466
YoY (관세부과전)		-2.1	5.3	8.8	0.5	1.6	2.0	2.3
								559

펜타닐 관세 20% 감안 ▶

자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부 추정

## 스마트폰: iPhone 가격과 수요의 향방

- 펜타닐 관세 20%, 중국 생산 비중 80%, 미국 판매 비중 30%, 공헌이익률 50%를 가정할 경우, iPhone 17 Pro의 가격 인상분은 +\$45 수준이 될 것으로 전망됨. 만약 모든 모델의 가격이 +\$50 인상된다고 가정하고, 가격탄력성을 0.6 수준으로 적용할 경우, 신규 iPhone의 출하 전망치는 약 -3% 조정 받을 전망[그림25]
- 단, 관세 부과 그 자체가 소비 심리를 위축시킬 수 있다는 점을 감안하면, 실제 하향 조정 폭은 이보다 더 클 수 있음. 일부 부품사는 내부 iPhone 출하 전망치를 약 -4% 하향 조정한 것으로 파악됨
- 한편, 최근 트럼프가 해외 생산 스마트폰에 대해 25%의 관세를 부과하겠다고 밝힌 발언은, 실현 가능성이 낮은 정치적 수사에 가깝다고 판단함

<그림25> 관세로 인한 세트 가격, 수요 변화 시나리오

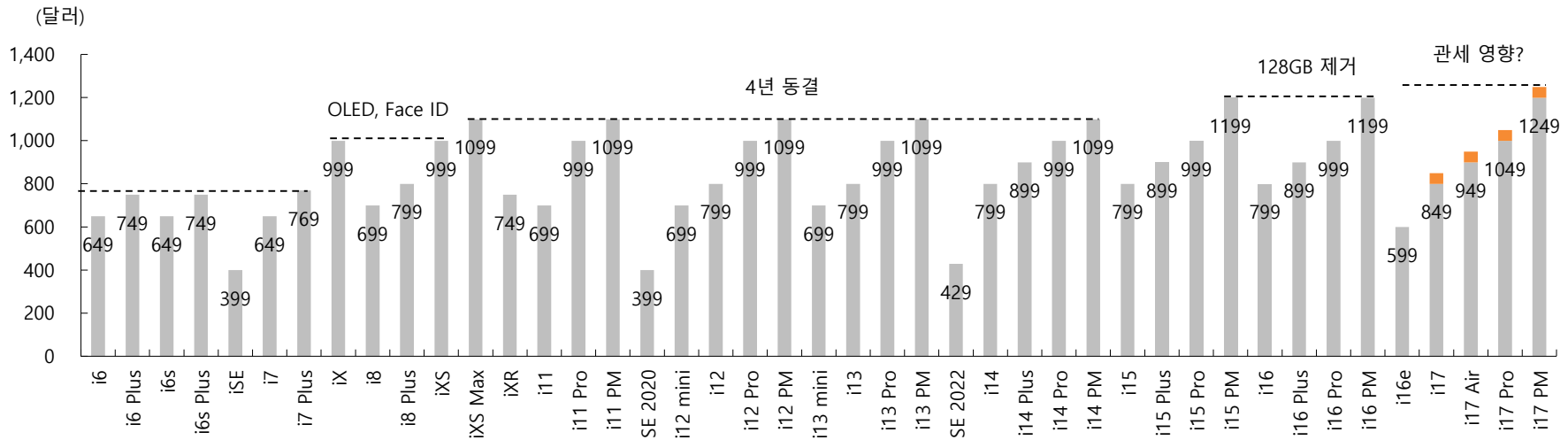
항목	가정치	산식
① iPhone 17 Pro의 BoM Cost	466	
② 중국산 iPhone에 대한 펜타닐 관세 20%	93.2	①*0.2
③ 전체 iPhone 중 중국 생산량	80%	
④ 전체 iPhone 중 미국 판매량	30%	
⑤ 관세로 인한 원가 부담분	22	②*③*④
⑥ 세트가격 인상분 (공헌이익률 50% 가정)	45	
A. 기존 예상 가격 (전작과 동결된다는 가정)	999	
B. 관세 기준 가격 (⑥의 \$47을 반올림)	1049	
C. 인상률	5%	B/A-1

신모델 출하가정 (만대)		가격탄력성 가정				
		0.2	0.4	0.6	0.8	1.0
	8,500	8,415	8,330	8,245	8,160	8,075
	9,000	8,910	8,820	8,730	8,640	8,550
	9,500	9,405	9,310	9,215	9,120	9,025

자료 : iM증권 리서치본부 추정

<그림26> iPhone 모델별 가격 추이 및 전망



자료 : iM증권 리서치본부

## (참고) iPhone 스펙 추이 및 전망

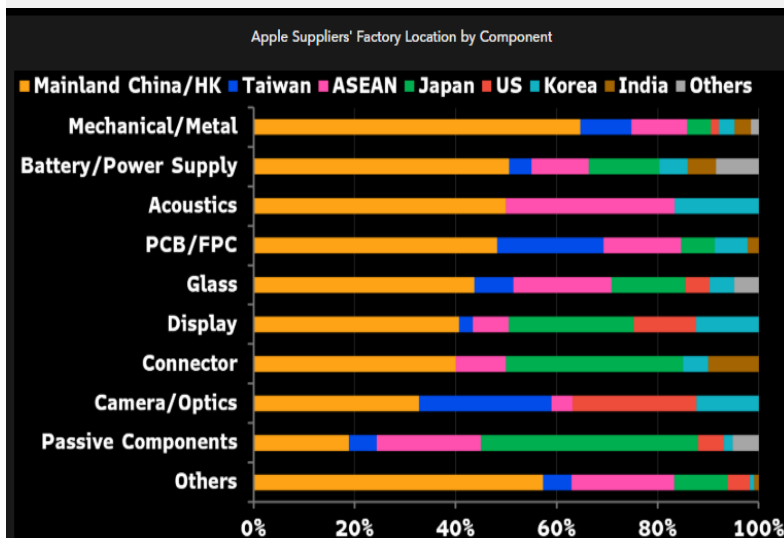
&lt;그림27&gt; AI 기능을 강화하기 위한 BoM 배분 전망

	모델명	가격(\$)	후면카메라 구성	메인센서	AP / nm	DRAM / NAND	화면	화면 타입	배터리 용량	마케팅 포인트
2017	iX	999	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/3.0	A11 Bionic 10	3 64/256	5.8	OLED	2716	Face ID, 전/후면 글래스, OLED
2017	i8	699	12MP (OIS)	1/3.0	A11 Bionic 10	2 64/256	4.7	LCD	1821	
2017	i8 Plus	799	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/3.0	A11 Bionic 10	3 64/256	5.5	LCD	2675	
2018	iXS	999	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/2.55	A12 Bionic 7	4 64/256/512	5.8	OLED	2658	빅센서
2018	iXS Max	1099	12MP (OIS) + 12MP 2x	1/2.55	A12 Bionic 7	4 64/256/512	6.5	OLED	3179	빅센서
2018	iXR	749	12MP (OIS)	1/2.55	A12 Bionic 7	3 64/128/256	6.1	LCD	2942	다양한 색상, 빅센서
2019	i11	699	12MP (OIS) + 12MP UW	1/2.55	A13 Bionic 7	4 64/256/512	6.1	LCD	3110	듀얼카메라
2019	i11 Pro	999	12MP (OIS) + 12MP UW + 12MP 2x (OIS)	1/2.55	A13 Bionic 7	4 64/256/512	5.8	OLED	3046	트리플카메라, 듀얼OIS
2019	i11 PM	1099	12MP (OIS) + 12MP UW + 12MP 2x (OIS)	1/2.55	A13 Bionic 7	4 64/256/512	6.5	OLED	3174	
2020	iSE 2020	399	12MP (OIS)	1/2.55	A13 Bionic 7	3 64/128/256	4.7	LCD	1821	iPhone 8의 디자인 계승
2020	i12 mini	699	12MP (OIS) + 12MP UW	1/2.55	A14 Bionic 5	4 64/128/256	5.4	OLED	2227	5G, 맥세이프, 전면 세라믹실드, OLED
2020	i12	799	12MP (OIS) + 12MP UW	1/2.55	A14 Bionic 5	4 64/128/256	6.1	OLED	2815	
2020	i12 Pro	999	12MP (OIS) + 12MP UW + 12MP 2x (OIS) + LiDAR	1/2.55	A14 Bionic 5	6 128/256/512	6.1	OLED	2775	5G, LiDAR, 4K HDR 촬영
2020	i12 PM	1099	12MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 2.5x (OIS) + LiDAR	1/1.9	A14 Bionic 5	6 128/256/512	6.7	OLED	3687	센서시프트OIS, 5G, LiDAR, 4K HDR 촬영, 빅센서
2021	i13 mini	699	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.9	A15 Bionic 5	4 128/256/512	5.4	OLED	2406	센서시프트OIS
2021	i13	799	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.9	A15 Bionic 5	4 128/256/512	6.1	OLED	3240	
2021	i13 Pro	999	12MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.7	A15 Bionic 5	6 128/256/512/1TB	6.1	OLED	3095	3배줌, 빅센서, ProMotion, 빅센서
2021	i13 PM	1099	12MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.7	A15 Bionic 5	6 128/256/512/1TB	6.7	OLED	3687	3배줌, 빅센서, ProMotion, 빅센서
2022	iSE 2022	429	12MP (OIS)	1/2.55	A15 Bionic 5	4 64/128/256	4.7	LCD	2018	5G 지원
2022	i14	799	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.65	A15 Bionic 5	6 128/256/512	6.1	OLED	3279	위성통신
2022	i14 Plus	899	12MP (SSO) + 12MP UW	1/1.65	A15 Bionic 5	6 128/256/512	6.7	OLED	4325	
2022	i14 Pro	999	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.28	A16 Bionic 4	6 128/256/512/1TB	6.1	OLED	3200	LTPO, Dynamic Island, 48MP 메인카메라
2022	i14 PM	1099	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.28	A16 Bionic 4	6 128/256/512/1TB	6.7	OLED	4352	
2023	i15	799	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	A16 Bionic 4	6 128/256/512	6.1	OLED	3349	Dynamic Island, 48MP 메인카메라
2023	i15 Plus	899	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	A16 Bionic 4	6 128/256/512	6.7	OLED	4383	
2023	i15 Pro	999	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 3x (OIS) + LiDAR	1/1.28	A17 Pro 3	8 128/256/512/1TB	6.1	OLED	3274	티타늄프레임, 빅센서
2023	i15 PM	1199	48MP (SSO) + 12MP UW + 12MP 5x (SSO) + LiDAR	1/1.28	A17 Pro 3	8 256/512/1TB	6.7	OLED	4441	티타늄프레임, 5x 광학줌, 빅센서
2024	i16	799	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	A18 3	8 128/256/512	6.1	OLED	3561	AI, 카메라컨트롤
2024	i16 Plus	899	48MP (SSO) + 12MP UW	1/1.56	A18 3	8 128/256/512	6.7	OLED	4674	
2024	i16 Pro	999	48MP (SSO) + 48MP UW + 12MP 5x (SSO)	1/1.28	A18 Pro 3	8 128/256/512/1TB	6.3	OLED	3582	AI, 카메라컨트롤, 48MP 초광각, 5x 광학줌
2024	i16 PM	1199	48MP (SSO) + 48MP UW + 12MP 5x (SSO)	1/1.28	A18 Pro 3	8 256/512/1TB	6.9	OLED	4685	AI, 카메라컨트롤, 48MP 초광각
2025	i16e	599	48MP	1/1.255	A18 3	8 128/256/512GB	6.1	OLED	n/a	Apple Intelligence, C1 (자체모델)
2025	i17	849	48MP (SSO) + 48MP UW	n/a	A19 3	8 n/a	6.3	OLED	n/a	
2025	i17 Air	949	48MP (SSO)	n/a	A19 3	8 n/a	6.7	OLED	n/a	얇은 두께, 싱글카메라로의 회귀
2025	i17 Pro	1049	48MP (SSO) + 48MP UW + 48MP 5x (SSO)	n/a	A19 Pro 3	12 n/a	6.3	OLED	n/a	AI 고도화 (개인화된 Siri, 글로벌 언어 지원)
2025	i17 PM	1249	48MP (SSO) + 48MP UW + 48MP 5x (SSO)	n/a	A19 Pro 3	12 n/a	6.9	OLED	n/a	AI 고도화 (개인화된 Siri, 글로벌 언어 지원)
2026	i18	n/a	48MP (SSO) + 48MP UW	n/a	A20 3	8 n/a	6.3	OLED	n/a	
2026	i18 Air	n/a	48MP (SSO)	n/a	A20 3	8 n/a	6.7	OLED	n/a	
2026	i18 Pro	n/a	48MP (Variable Aperture) + 48MP UW + 48MP 5x (SSO)	n/a	A20 Pro 2	12 n/a	6.3	OLED	n/a	가변조리개, LLM Siri, WMCM?
2026	i18 PM	n/a	48MP (Variable Aperture) + 48MP UW + 48MP 5x (SSO)	n/a	A20 Pro 2	12 n/a	6.9	OLED	n/a	가변조리개, LLM Siri, WMCM?

## 스마트폰:WWDC와 중국 공급망 배제?

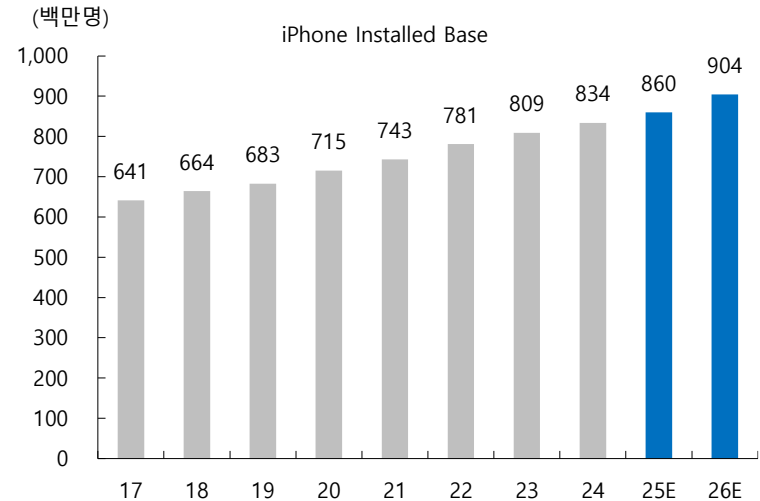
- 어려운 환경이지만, 그럼에도 기대요인을 찾자면...
- ① Bloomberg에 따르면, Apple이 자체 LLM을 외부 개발자에게 개방할 가능성이 제기. Apple의 폐쇄성을 감안하면 이례적인 소식. AI 경쟁에서 뒤처지고 있다는 위기 의식과, 디바이스에 최적화된 AI 개발 생태계를 확대하고자 하는 의도가 반영된 것으로 보임. WWDC에서 이와 관련된 회사의 공식적인 발표가 있기를 기대함. AI 생태계가 확보될 경우, Apple의 광범위한 유저베이스는 여전히 강력한 해자가 될 수 있음[그림28]
- ② 만약 원산지 규정이 강화되는 등 미·중 갈등 격화 시 국내 부품 업체에 기회. 현재 iPhone 부품의 40~50%가 중국에서 생산 중[그림29]. 국내 업체들의 밸류에이션은 Peer 대비 크게 낮아져 있는데, 이는 중국 업체와 경쟁 과정에서 수익성이 훼손되었기 때문이기도 함[그림30]

<그림29> 기회② Apple 공급망의 탈중국을 추진한다면...



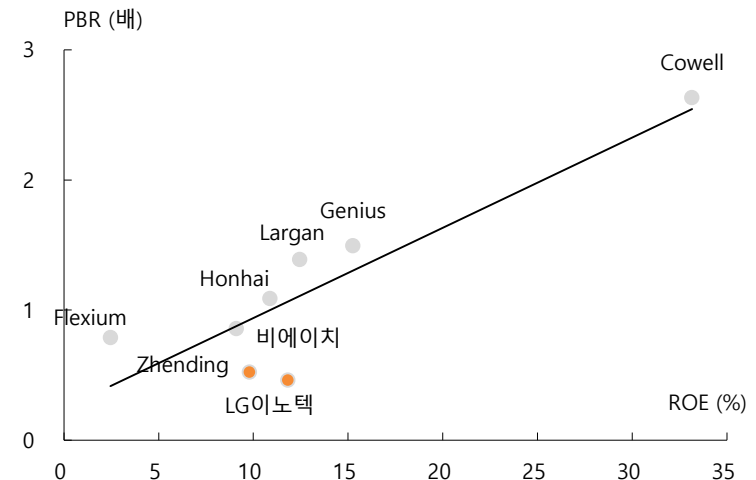
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림28> 기회① Apple의 유저베이스에 AI 접근성을 높인다면...



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림30> 주요 Apple 벤더들의 26년 기준 ROE-PBR 매트릭스

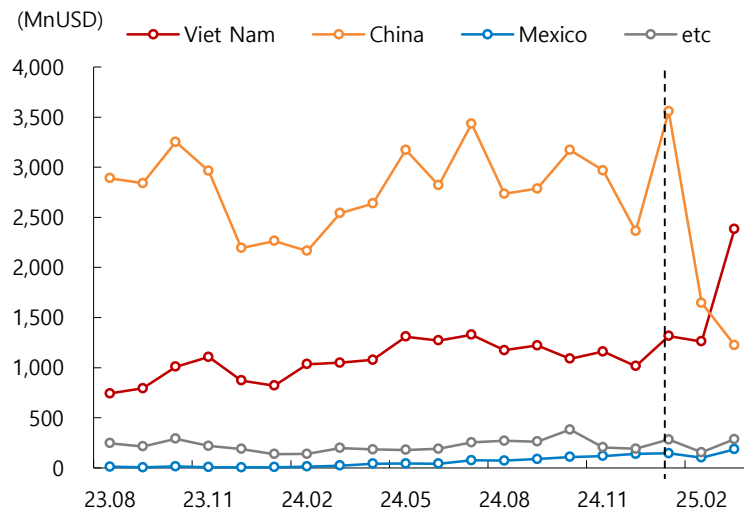


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## PC: 스마트폰만큼이나 선행 비축이 컸음

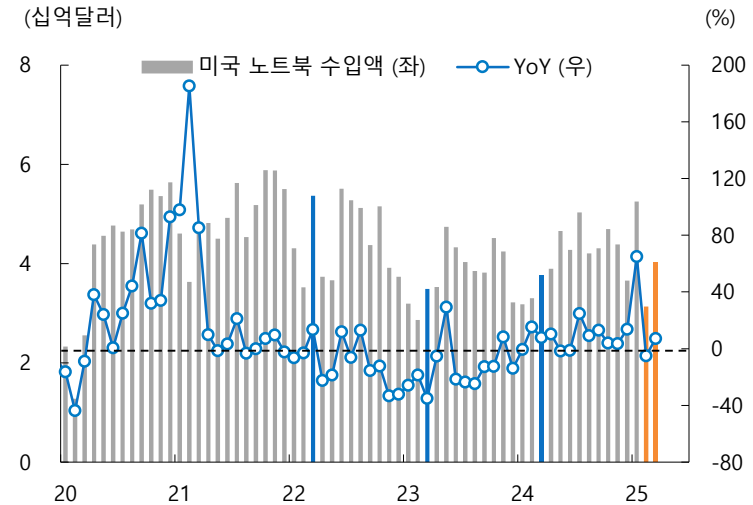
- PC도 스마트폰 만큼이나 관세를 피하기 위한 선행 비축이 컸음
- 1Q25 미국의 PC 수입액은 +21% YoY 증가했음. 월별로 보면 1월 +65% YoY, 2월 -5% YoY, 3월 +7% YoY로, 1월의 급증 이후 다소 하향 안정화되는 흐름임[그림31]
- 특히 서두에 언급했듯, 1월 이후 베트남으로부터의 수입이 크게 늘었음[그림32]. Apple, Dell, HP 등 동남아에 생산 능력을 확보한 업체들이 관세 부과 전에 선제적으로 움직인 결과임
- 한편, 중국산 생산량과 미국 내 판매 비중을 종합적으로 고려할 때, 산술적으로 관세 부과에 따른 피해를 많이 입는 순서는 Apple > HP > Dell > Lenovo인 것으로 추산됨[그림33]

<그림32> 미국의 국가별 노트북 수입액: 베트남으로부터의 수입 ↑



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림31> 미국 노트북 수입: 1월 +65%, 2월 -5%, 3월 +7%



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림33> 주요 브랜드 PC 업체들의 주요 생산지 및 생산 비중

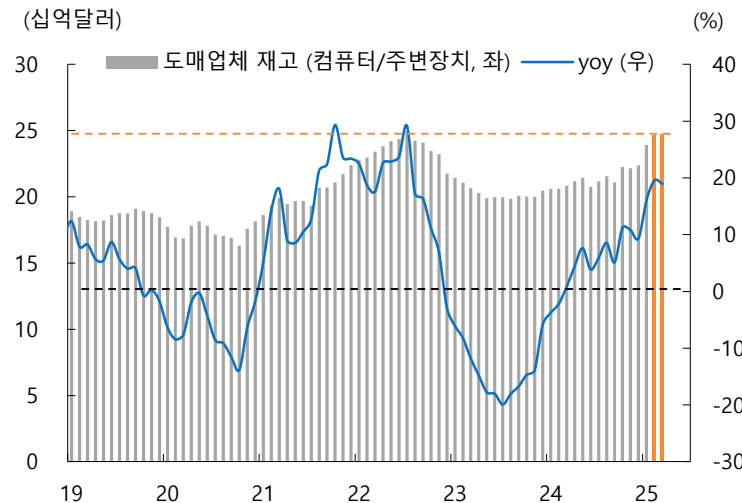
	생산지역	2023	2024	2025F	미국 판매비중
Apple	중국	100%	89%	80%	46%
	동남아		9%	20%	
Dell	중국	90%	86%	75%	30%
	동남아	10%	14%	25%	
HP	중국	98%	89%	75%	33%
	동남아	2%	11%	25%	
Lenovo	중국	100%	100%	90%	20%
	동남아			10%	

자료 : Omdia (2025.03), iM증권 리서치본부

## PC: 코로나19 당시 만큼 쌓인 재고

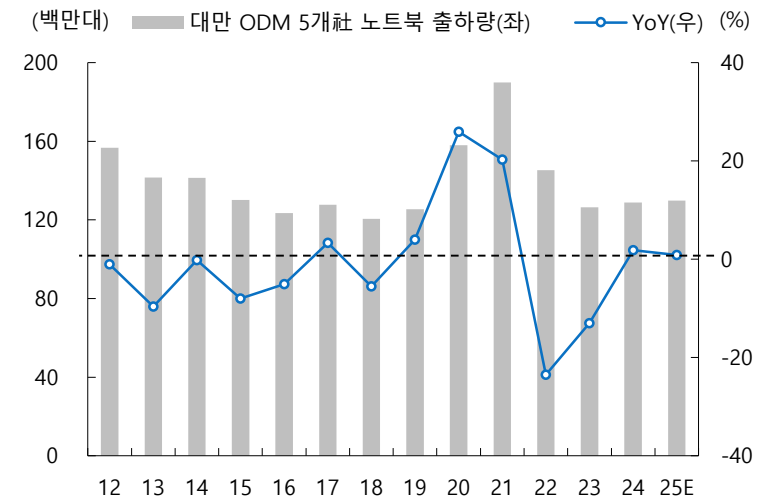
- 선행 비축의 결과로 미국 도매상의 컴퓨터 재고액은 코로나19의 후폭풍이 컸던 2H22에 근접함[그림34]. 미국은 글로벌 PC 수입액의 30%를 차지하는 주요 시장이므로, 이러한 재고 누적은 전자 부품 업계의 2H25 수요 가시성을 저하시키는 요인이 될 전망
- 일부 업체들은 중국산 PC에 대해 미국 수출 가격을 10% 이상 인상했으며, 이에 따라 가격 민감도가 높은 소비자용 PC 수요가 상대적으로 더 타격을 받을 것으로 판단. 반면, 기업용 PC 수요는 팬데믹 기간 중 구매한 노트북의 교체 시점 도래, Windows 10 지원 종료가 맞물리며 비교적 견조할 것
- 현재 전체 PC 시장에서 소비자용이 약 60%, 기업용이 40% 비중을 차지하고 있으며, 이에 따라 B2C 수요 부진과 B2B 수요 회복이 혼재된 흐름이 전개될 것으로 판단. 이러한 배경 속에서, 대만 EMS들의 노트북 출하량은 2025년에도 전년 대비 Flat~+1% 수준의 제한적 성장에 그칠 전망[그림35]

<그림34> 미국 도매업체의 PC 보유재고는 상당히 큰 폭으로 증가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림35> 대만 EMS의 노트북 출하량은 +1% YoY 성장할 전망



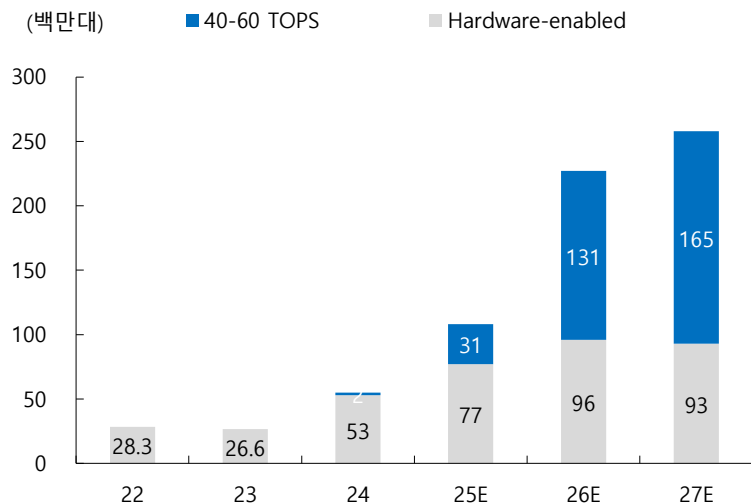
자료 : iM증권 리서치본부

주: Quanta, Compal, Inventec, Wistron, Pegatron 출하 데이터를 합산

## PC: AI PC에 대한 현실 검증 시간

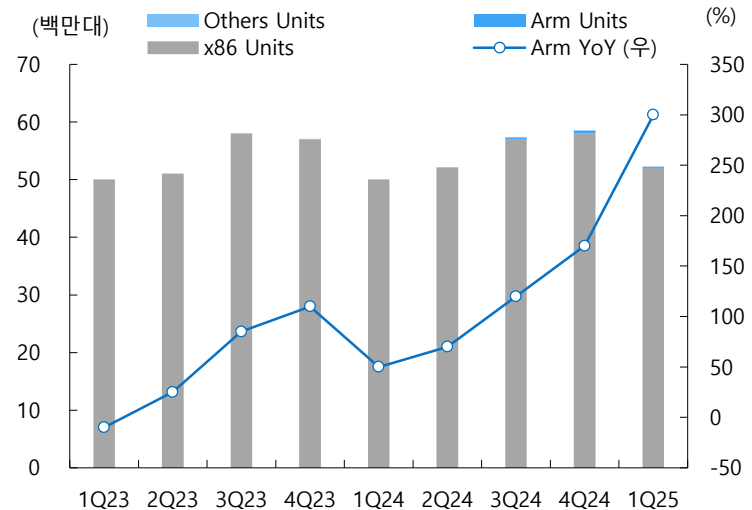
- AI PC의 확산 속도도 기대보다 더딤. AI PC가 새로운 수요를 창출하기 보다는, 기존에 교체를 고려하던 소비자들이 AI PC를 선택하는 수준에 머무르고 있음. 이미 하드웨어 성능이 충분하므로, AI PC만을 위한 전용 S/W 및 생태계 구축이 필요하다는 공감대가 형성되고 있음. 대표적으로 Asustek CEO는 2026년까지 AI PC 시장의 특별한 모멘텀이 기대되지 않는다고 전망하며, 써드파티 개발자들의 킬러 어플리케이션 개발이 절실함을 언급
- Windows on ARM (WoA) 역시 Qualcomm SD X Elite 기반의 노트북이 출시되었을 당시 대비 관심이 떨어짐. 호환성 문제가 발목을 잡고 있음. 1Q25 WoA PC의 출하 성장률은 +300%를 상회했으나, 여전히 전체 PC 시장 내 점유율은 1% 미만으로 존재감은 미미함[그림37]. Qualcomm 단독으로는 생태계 확장이 더딘 상황에서, PC OEM과 Microsoft는 시장 확대를 위한 새로운 반도체 업체의 진입을 원하고 있음
- 이러한 맥락에서 기대를 모았던 Nvidia-Mediatek의 N1X(노트북), N1(데스크톱)이 Computex 2025에서 공개되지 않은 점은 아쉬운 대목임. 현재로서는 2026년 상용화를 기대하고 있음. Microsoft 역시 WoA 플랫폼 내에서 AI Copilot 기능 고도화, 엣지 디바이스에서의 추론 수요 확대를 필요로 하는 만큼, 향후 이와 같은 신규 SoC 진영의 등장을 적극적으로 지원할 것으로 전망

<그림36> AI PC 출하량 추이 및 전망



자료 : IDC, Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림37> WoA 성장률은 인상적이거나, 여전히 존재감이 없음

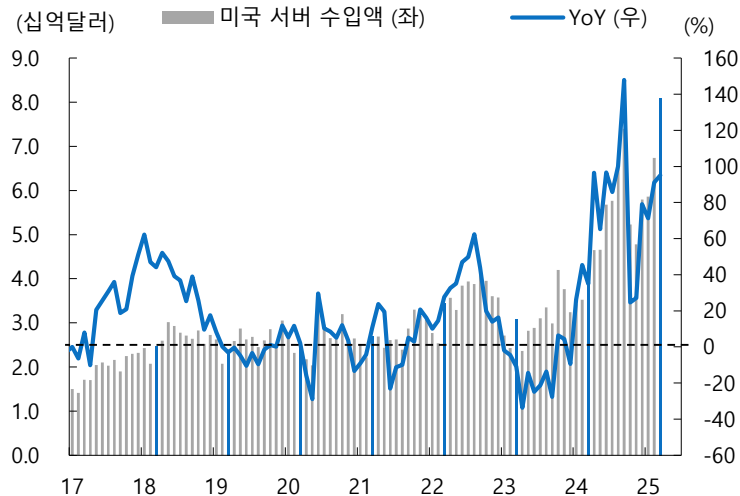


자료 : IDC, Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 서버: 역대 최대치를 갱신하는 데이터들

- 앞서 살펴보았듯, 스마트폰과 PC는 선수요 발생의 영향으로 하반기 불확실성이 커진 반면, 서버는 AI 수요 증가에 따라 성장을 지속할 전망
- 미국의 3월 서버 수입액은 +95% YoY로 집계되며 역대 최대치를 갱신함[그림39]. 생산 차질을 겪었던 GB200이 3월부터 출하되었고, 4월부터 대량 양산이 시작된 점을 감안하면, 2분기 이후 흐름은 더욱 강할 것
- 중국의 4월 서버 수입액 역시 전년 동기 대비 +173% 증가하며, 사상 최대치를 갱신함[그림40]. DeepSeek의 등장 이후 중국 내 AI 경쟁이 가속화되고 있는 점이 영향을 미치고 있음
- 한편, 싱가포르와 홍콩의 서버 수입액이 크게 줄었음[그림38]. 이는 미국의 수출 규제 영향으로, 고성능 서버가 중국으로 우회 수출되는 것을 차단하기 위한 조치의 영향인 것으로 추측됨

<그림39> 미국 서버 수입액: GB200 본격 양산에 따라 더 강해질 듯



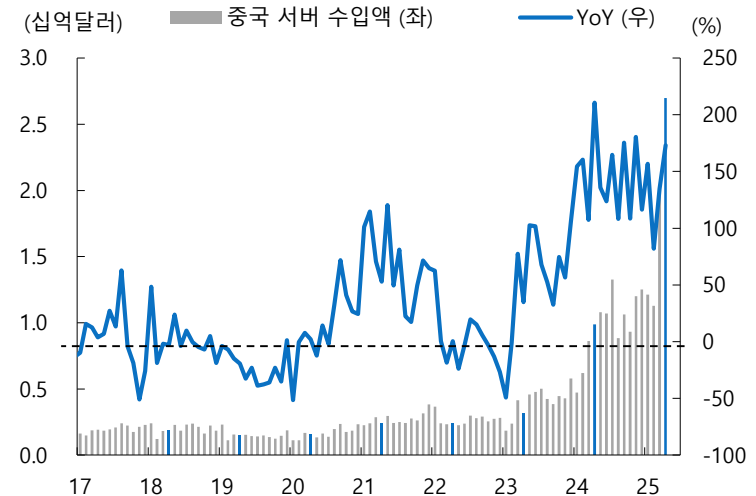
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림38> 국가별 서버 수입액: 전반적으로 강한 모습을 보임

(MnUSD)	1Q25	4Q24	1Q24	YoY	QoQ
USA	20,754	15,856	11,143	86.3	30.9
China	4,362	3,383	1,952	123.4	28.9
Malaysia	3,022	1,725	1,680	79.9	75.2
Japan	1,700	1,434	1,252	35.8	18.6
UK	1,599	1,355	797	100.7	18.0
Germany	1,438	1,459	1,217	18.2	-1.4
Singapore	1,256	2,000	2,430	-48.3	-37.2
Hong Kong	1,149	1,626	1,125	2.1	-29.3
Thailand	1,100	421	285	285.8	161.6
Canada	826	758	551	49.9	9.1
Korea	725	808	454	59.7	-10.2
Taipei	577	463	402	43.5	24.6
Ireland	558	512	401	39.2	9.0
Australia	448	674	396	13.0	-33.6
etc.	2,216	3,079	1,534	44.5	-28.0

자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림40> 중국 서버 수입액: Deepseek 등장 이후 추론 수요 급증

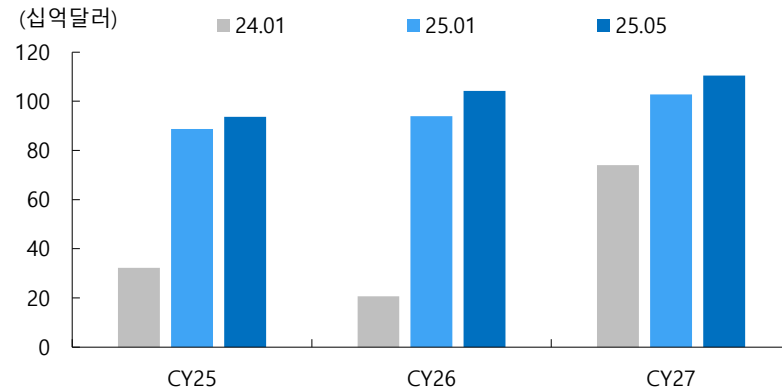


자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## 서버: CSP의 Capex는 상향 일변도?

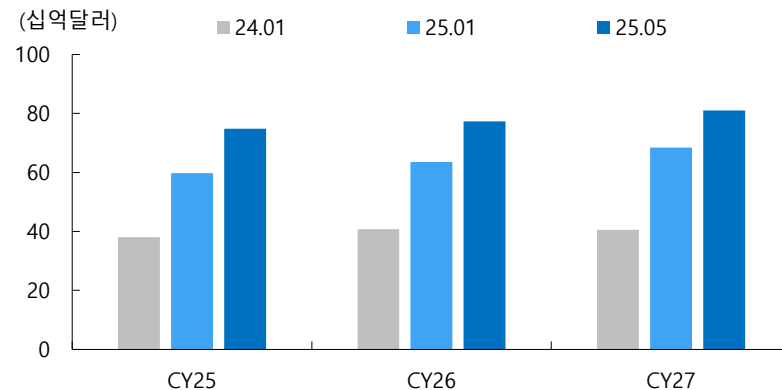
- 미국 4대 CSP의 합산 Capex는 \$3,000억에 달할 전망. 이는 연초 대비 +18% 상향된 것
- DeepSeek 등장 당시의 우려가 무색하게, CY1Q25 실적 이후 가속화되는 흐름임

<그림41> Microsoft Capex 전망치 변화: 연초 대비 +6% 상향



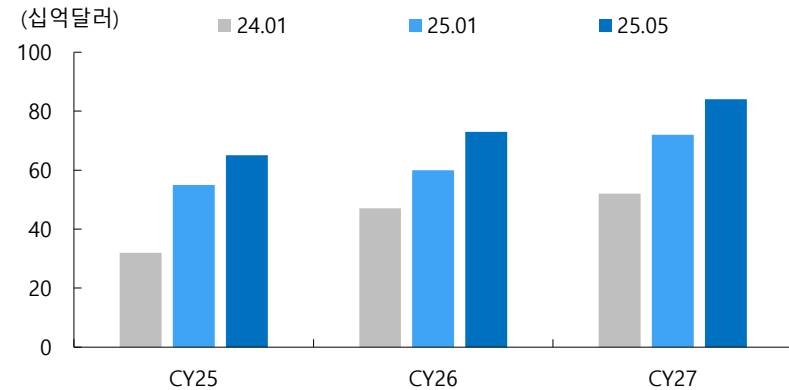
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 리스 포함

<그림43> Google Capex 전망치 변화: 연초 대비 +25% 상향



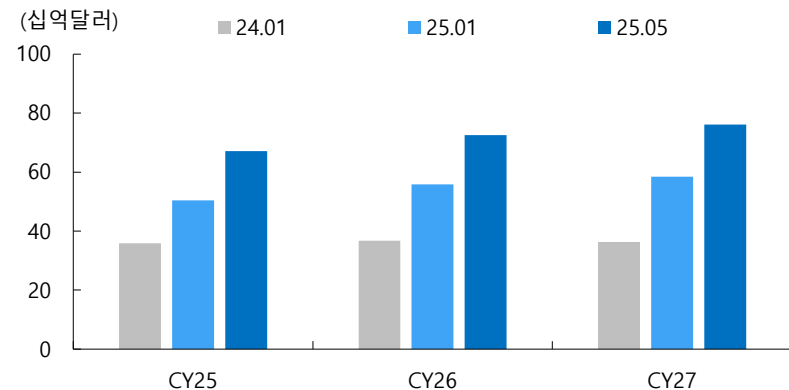
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림42> AWS Capex 전망치 변화: 연초 대비 +18% 상향



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: Amazon Capex 중 AWS만 구분

<그림44> Meta Capex 전망치 변화: 연초 대비 +33% 상향



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 서버: 추론 워크로드의 급증

- 주요 CSP 업체들은 추론 워크로드에 따라 AI 인프라 확장이 시급함을 강조하고 있음
- ① Microsoft: 지난 분기동안 토큰 100조개 처리. 전년 동기 대비 5배 증가한 것. 지난 한 달에만 50조개 처리함
- ② Amazon: 연간 AI 사업 수십억 달러 규모의 매출 (run rate 기준). 내부 AI 활용 사례 1,000개 이상
- ③ Google: AI Studio 및 Gemini API 활성사용자 수 연초 대비 +200% 급증
- ④ Meta: Meta AI 월간 사용자 10억명, Threads 및 Reels에서 AI 추천 개선 (Threads 월간 사용자 3.5억명 & 이용 시간 +35% 증가)

<그림45> CY1Q 주요 빅테크의 추론 컴퓨팅, AI 수요, 응용 사례 정리

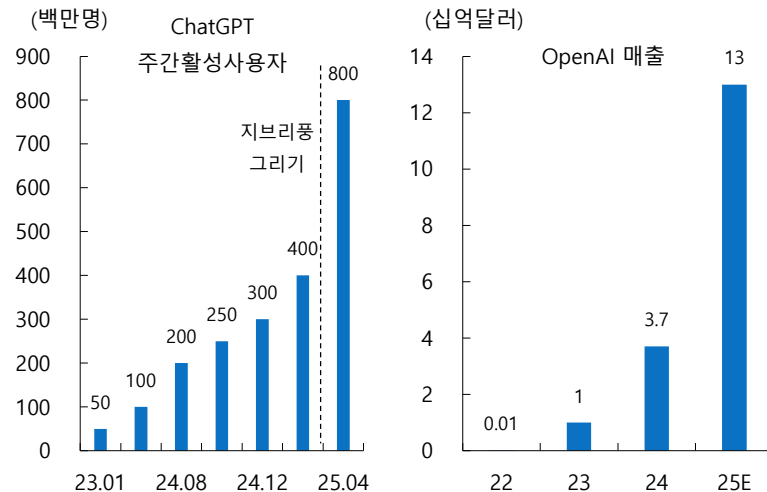
회사명	추론컴퓨팅관련코멘트	토큰/AI수요관련코멘트	응용사례	CapEx관련코멘트
Microsoft	동일 전력 AI 성능 30% 향상 토큰당 비용 50% 이상 절감	분기 동안 100조개 토큰 처리 (전년 대비 5배 증가) 지난 한 달 동안에만 50조개 토큰 처리	4개월 만에 10,000개 이상의 조직이 자사 에이전트 서비스를 사용하여 에이전트 개발, 배포함 Copilot 사용자 1,500만 명 (전년 대비 4배 증가) 최근 분기에 커스텀 에이전트 100만 개 생성	2H 설비투자 계획 유지 FY26 Capex 증가율은 FY 대비 둔화
Amazon	Trainium 2, GPU 比 30~40% 우 수한 가격 대비 성능 제공 →추론 비용 절감 목표	n/a	연간 run-rate 기준 AI 사업 수십억 달러 규모, (전년 대비 세 자릿수 성장률) 내부 AI 활용 사례 1,000개 이상	인프라 현대화 진행 중 ASIC 투자 확대 AWS AI 인프라/클라우드 투자 확대
Google	7세대 TPU 'Ironwood' 전 세대 대비 연산 성능 10배, 전력 효율 2배 →추론 최적화	AI Studio 및 Gemini API 활성사용자 수 연초 이후 +200%	Gemini 적용된 구글 제품 15개 이상 Workspace 내 AI 지원 월 20억 건 AI Overviews 월간 사용자 15억 명 Circle to Search 2.5억대 기기에서 작동 Lens (Visual Search): 10월 이후 50억 건 이상	25년 Capex 750억 달러 유지
Meta	인프라 가속화 중점	Meta AI 월간 사용자 약 10억명	Reels 광고모델 전환율 5% 증가 Threads 및 Reels에서 AI 추천 개선 (Threads 월간 사용자 3.5억 명 & 이용 시간 35% 증가) 미국 내 동영상 시청 시간 두 자릿수 % 증가	연간 AI 인프라 Capex \$640~720억 (기존 대비 상향)
NVIDIA	추론이 컴퓨팅의 주요 동력으로 부상, 매일 수조 개 토큰 추론, 추론 수요가 학습 수요 초과 →추론 워크로드 급속 확장		Copilot, AI 검색, 에이전트, 엣지 추론(공장, 병원), 디지털 휴먼	역사상 가장 강력함; 모든 하이퍼스케일러가 AI 팩토리로 전환 중

자료 : 각 사 CY1Q 컨퍼런스콜, iM증권 리서치본부

## 서버: 제번스의 역설

- 토큰당 추론 비용은 크게 하락하고 있음[그림46] 그럼에도 전체 추론 사용량은 더 빠르게 증가하고 있으며, 이는 인프라 확장의 필요성으로 이어짐. 제번스의 역설을 경험하고 있는 것
- ① 지난 3월 OpenAI가 '지브리풍 그림 그리기' 기능을 출시한 이후 ChatGPT의 주간 사용자는 두 배 증가[그림47]
- ② Nvidia는 스스로 문제를 단계별로 나누어서 해결하는 reasoning 기반 Agentic AI가 단발성 추론 대비 작업당 100~1000배의 토큰을 필요로 함을 강조[그림48]

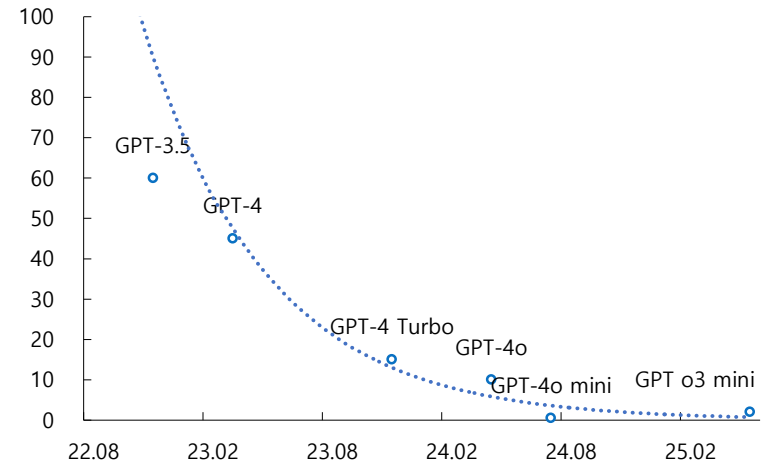
<그림47> ChatGPT의 주간 액티브 유저: 지브리 유행 이후 급증



자료 : demandsage, iM증권 리서치본부

<그림46> 토큰당 추론 비용이 급격히 하락하고 있음

(백만토큰당 추론비용)



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림48> 단발성 추론 vs. reasoning 기반의 Agentic AI

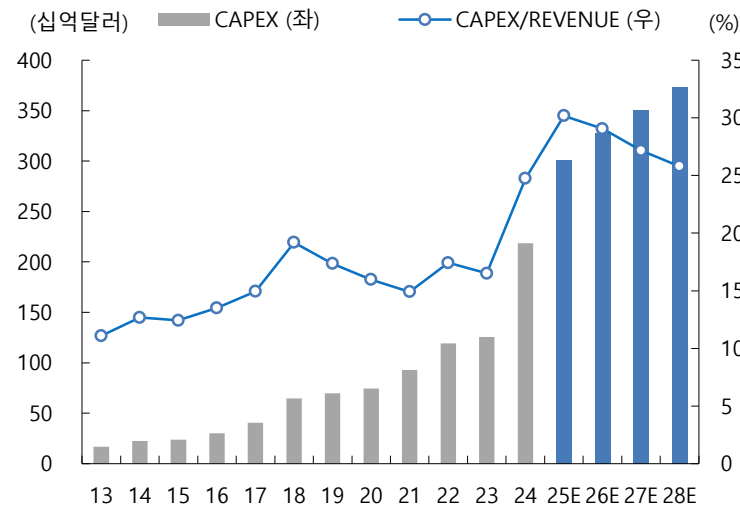
구분	One-shot Inference	Agentic AI (Reasoning 기반 AI)
추론 방식	단발성 추론, 입력 → 즉시 출력	단계별 추론, 계획 → 실행 → 종합 출력
작업 구조	단일 태스크, 고정된 연산 흐름	복합 태스크, 경로 탐색 및 반복 수행
계획 수립	없음	가능 (태스크 분해 및 순차 실행)
연산 자원	낮음 (수백~수천 토큰 수준)	높음 (수만~수십만 토큰, 반복 연산)
도구 활용	제한적 또는 없음	가능 (API 호출, 검색, 코드 실행 등 외부 도구 통합)
상태 유지	Stateless (이전 문맥 기억 못함)	Stateful (문맥 유지 및 활용)
작업 예시	텍스트 요약, 이미지 생성, 간단한 질문 응답	에이전트 기반 자동화, 문서 분석 후 의사결정, 도구 호출, 연속 작업

자료 : GPT-o3로 정리, iM증권 리서치본부

## 서버: 인프라 우선 전략 지속

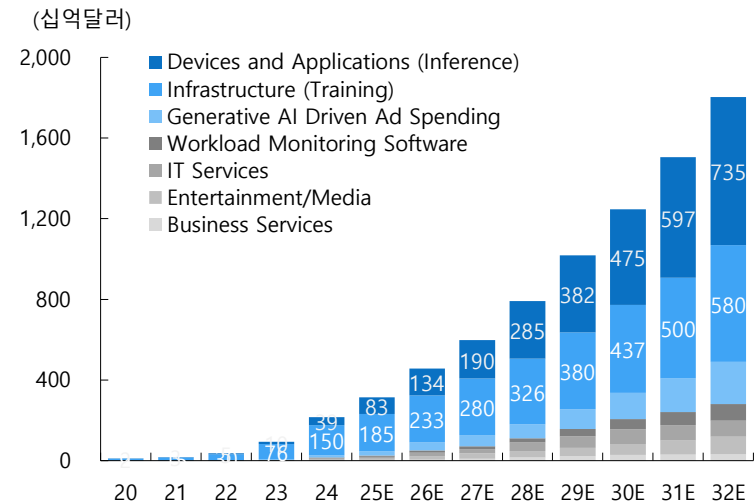
- 사실 4대 CSP의 Capex/Revenue 비율은 매우 높은 수준[그림49]. 토큰당 추론 비용이 크게 하락하고 있고 AI 관련 수익이 빠르게 증가하고 있음에도 불구하고, 이러한 수익이 대규모 투자를 감내하기 어려운 수준인 것. 이 비율은 점진적으로 내려갈 가능성이 높음
- 그럼에도 CSP들은 Cloud 개화기와 마찬가지로 '인프라 우선 전략'을 밀어 붙이며, '절대 투자 규모'를 늘릴 전망이다. 이들은 공격적인 인프라 확장이 향후 AI 시장의 지배력과 장기 수익성을 결정짓는 핵심 요소가 될 것으로 판단하고 있는 것
- 특히, Agentic AI 기반 추론의 시대에서는 인프라 격차가 곧 경쟁력 격차. 인프라가 부족한 업체들은 고성능 모델 제공, 빠른 응답 속도, 원활한 사용자 경험 등의 측면에서 일정 부분 타협을 강요 받을 수 있음
- 참고로, Bloomberg 전망치 기준 2029년이면 추론 시장 규모가 훈련 시장 규모를 앞지를 것으로 전망됨[그림50]

<그림49> 4대 CSP의 Capex/Revenue는 정점, 절대 투자규모는 ↑



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림50> AI 응용처 매출 전망: 2029년 학습과 추론의 크로스오버

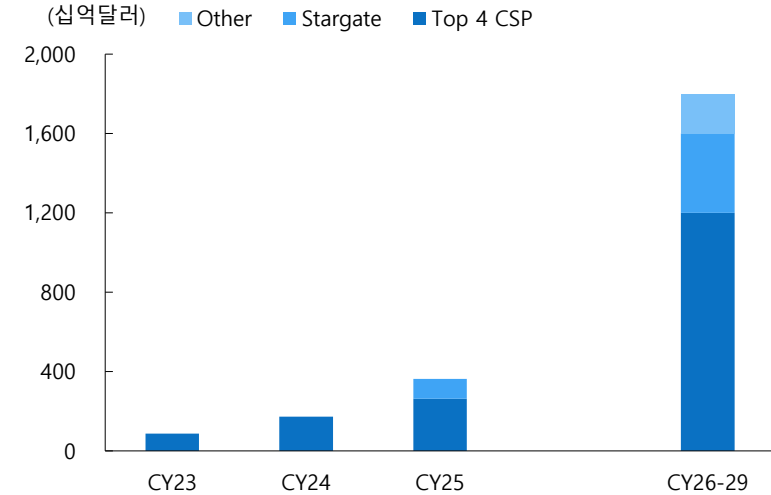


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 서버: 소버린AI의 부각

- 이는 비단 CSP의 경쟁에만 국한되지 않음. 국가 차원에서도 AI 데이터센터는 전략 자산으로 인식됨. 최근 소버린 AI 및 다자간 연합이 CSP를 잇는 새로운 수요 축으로 부상 중. 데이터 주권 확보와 국가 경쟁력 강화를 위한 핵심 수단으로 자리잡고 있는 것
- 현재까지 발표된 국가, 혹은 다자 간 연합 주도의 데이터센터 프로젝트만 보더라도, 2026~2029년 총 투자액이 4대 CSP의 동기간 투자 대비 절반 수준에 이를 전망[그림51]
- 향후 국가 주도형 AI 인프라 투자에 참여하는 국가가 더욱 늘어날 것으로 예상되는 만큼, 글로벌 AI 인프라 시장에서 소버린AI의 비중과 영향력은 더 확대될 가능성

<그림51> 국가, 혹은 다자 간 연합 주도의 AI 투자가 늘어날 것



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림52> 국가, 지역별 주요 AI 데이터센터 투자 및 자금 조달 프로젝트

프로젝트	예상 투자 규모	일정	주요 참여자	설명
UAE & Saudi	연 50만 개 H100급 GPU (G42에 10만 개 할당)	2025~2027 (초기 분)	Nvidia, G42, OpenAI, Humain (PIF), 사우디 및 UAE 정부, AMD	UAE의 데이터센터 (10만 개는 G42에) 및 사우디 Humain 빌드에 활용 사우디의 경우 중장기적으로는 1.9GW (~30년), 6.6GW (~34년) 목표
Stargate (Oracle)	5,000억 달러 (2025년에 1,000억 달러 포함)	2025~2030 (5년간)	Oracle, Nvidia, OpenAI, Arm, Softbank	오라클이 Nvidia와 협업하여 대규모 AI 데이터센터 구축 예정
EU InvestAI 이니셔티브	2,000억 유로 자금 조달	진행 중	유럽연합, 다양한 민간 섹터	EU 전역에 걸쳐 4개의 미래 'AI 기가팩토리'에 자금을 지원 기가팩토리에는 약 10만 개의 최신 AI 칩이 설치될 예정 *AI기가팩토리는 기존 시팩토리의 4배 규모
BlackRock-Microsoft AI 인프라 펀드	300억 달러 (부채 포함 최대 1,000억달러 조달)	진행 중	BlackRock, Microsoft, Nvidia, xAI, Elon Musk	AI 인프라(데이터센터 및 에너지 시스템) 공동 투자. Nvidia 및 Elon Musk의 xAI도 참여
G42 (UAE)	15억 달러 (Microsoft 투자)	진행 중	G42, Microsoft	Microsoft가 UAE 기반 G42에 투자 Azure 기반의 AI 솔루션을 공동 개발 4억 명이 넘는 아랍어 사용자에게 생성 AI 제공
프랑스 AI 투자 계획	1,090억 유로	2030년까지	프랑스 정부, 브룩필드, UAE	초기 자금은 1,000억 달러 규모의 아부다비 MGX, 펀드에서 조달 이후 프랑스 기업 컨소시엄이 투자에 참여

자료 : Bloomberg, 언론 정리, iM증권 리서치본부

## 서버: 뜨거워진 대만의 IT 공급망

- 이 같은 AI 수요에 힘입어 대만 IT 공급망의 매출은 전년의 높은 기저에도 견조한 모습. 특히 서버 조립 업체의 코멘트에 이목이 쏠림
- ① Hon hai: GB200 병목 해소. 2Q25 AI 서버 매출이 전분기 및 전년동기 대비 2배 성장할 전망. 2Q 서버 매출 중 절반이 AI서버
- ② Quanta: 2025년 서버 매출 중 AI 비중 70% 전망. AI 서버 매출은 전년대비 세 자릿수 성장. GB200 서버 3월말부터 출하 시작. 2분기부터 본격 확대. GB300 서버 9월 출하 개시, 4분기 대량 공급 예상. 4대 CSP 수요 내년까지 견조할 전망
- ③ Wiiwyn: 2025년 AI 서버 매출 비중 50% 이상. 대형 고객 수요 여전히 강력하며 데이터센터 투자는 연평균 25% 성장세 유지

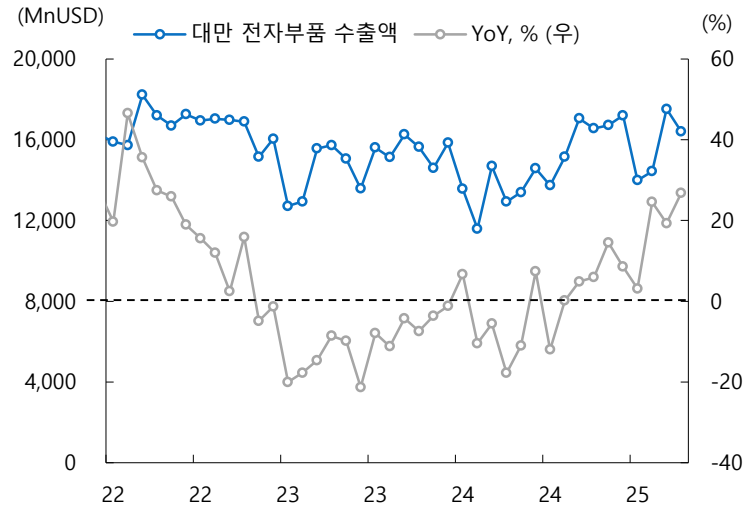
<그림53> 대만 IT 서브 섹터별 월별 매출 YoY 증감률 추이: 전년의 높은 기저에도 전반적으로 견조한 모습

%YoY	23.5	23.6	23.7	23.8	23.9	23.10	23.11	23.12	24.1	24.2	24.3	24.4	24.5	24.6	24.7	24.8	24.9	24.10	24.11	24.12	25.1	25.2	25.3	25.4
Foundry	-7%	-13%	-7%	-15%	-15%	12%	-8%	-9%	7%	11%	31%	54%	28%	28%	41%	31%	36%	28%	32%	54%	33%	40%	43%	45%
DRAM	-44%	-33%	-26%	-17%	-10%	0%	-1%	9%	32%	19%	20%	28%	24%	13%	12%	9%	3%	-8%	-9%	-11%	-13%	-7%	-5%	-3%
Back-end	-19%	-21%	-20%	-13%	-12%	-14%	-12%	-4%	6%	2%	2%	9%	3%	-4%	2%	1%	1%	1%	2%	8%	6%	11%	14%	17%
LCD	0%	5%	18%	36%	33%	16%	10%	18%	22%	7%	11%	19%	9%	2%	6%	3%	1%	-2%	11%	4%	15%	28%	8%	-1%
Motherboard	-3%	-20%	-7%	-10%	2%	13%	5%	-18%	3%	-14%	-7%	10%	17%	7%	16%	12%	1%	-3%	4%	25%	1%	28%	16%	19%
PC/Server OEM	-6%	-22%	-18%	-10%	-15%	-8%	-5%	-10%	5%	3%	1%	17%	14%	10%	21%	19%	22%	24%	21%	31%	27%	38%	43%	34%
iPhone EMS	-7%	-20%	-4%	-10%	-16%	-4%	14%	-25%	-18%	-14%	4%	14%	18%	11%	20%	26%	7%	7%	3%	41%	2%	51%	22%	24%
PCB	-23%	-30%	-22%	-21%	-23%	-17%	-10%	-15%	5%	-10%	2%	17%	10%	12%	15%	13%	4%	-1%	1%	10%	-1%	28%	19%	18%
Passive	-15%	-16%	-11%	-7%	-5%	-4%	-4%	0%	20%	-8%	6%	16%	15%	11%	19%	12%	9%	12%	6%	8%	2%	19%	12%	8%
LED	-21%	-17%	-15%	-4%	0%	-4%	-10%	11%	36%	1%	4%	28%	11%	15%	20%	15%	4%	2%	3%	7%	-9%	12%	2%	-7%
Fabless	-30%	-17%	-11%	0%	-23%	34%	17%	12%	75%	20%	13%	28%	19%	8%	29%	1%	16%	14%	5%	0%	15%	24%	13%	15%
CCL	-10%	-6%	11%	20%	29%	40%	40%	59%	104%	59%	66%	80%	63%	63%	59%	48%	37%	33%	50%	49%	56%	87%	65%	42%
Lens	-15%	-15%	-3%	12%	15%	18%	29%	21%	39%	35%	24%	46%	50%	45%	46%	24%	1%	-4%	-13%	7%	9%	30%	25%	17%
MCU	-56%	-52%	-56%	-54%	-48%	-56%	-53%	-55%	-39%	-60%	-25%	-11%	0%	-3%	4%	2%	19%	28%	54%	45%	54%	148%	43%	45%
Total	-9%	-19%	-9%	-10%	-13%	-1%	3%	-16%	-4%	-4%	5%	19%	17%	12%	22%	20%	12%	12%	11%	34%	13%	40%	29%	28%

자료 : MOPS, iM증권 리서치본부

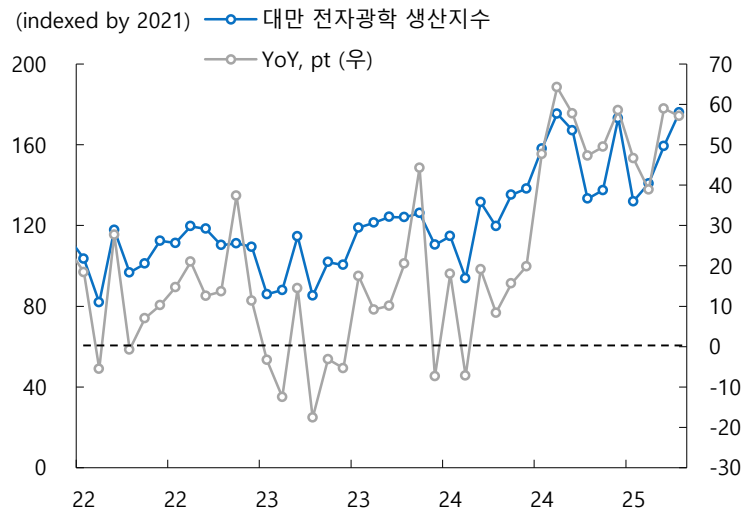
## 서버: 대만 테크 지표들도 건전하게 유지

<그림54> 대만 전자부품 수출액은 건조한 흐름이고,



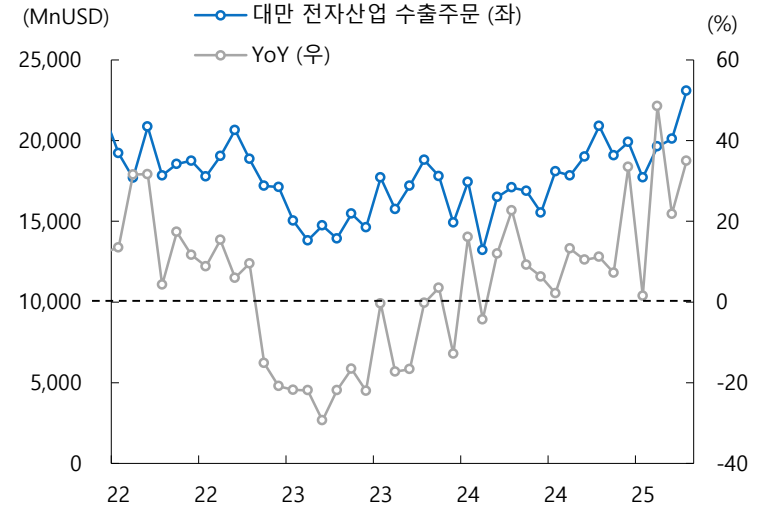
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

<그림56> 마찬가지로, 대만 전자·광학기기 생산지수는 건조



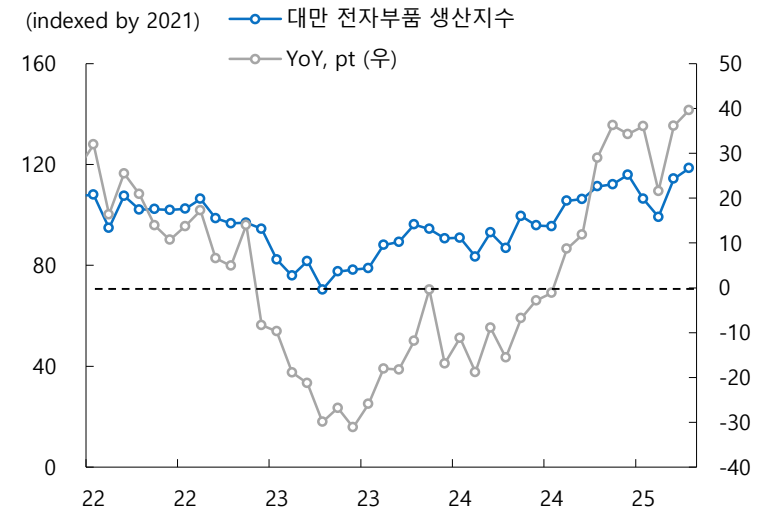
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

<그림55> 전자산업 수출주문도 더 강한 모습임



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

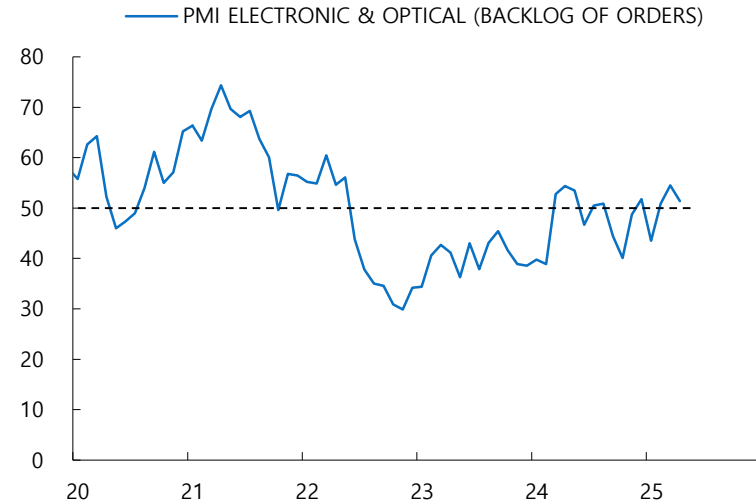
<그림57> 전자부품 생산지수도 우상향



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

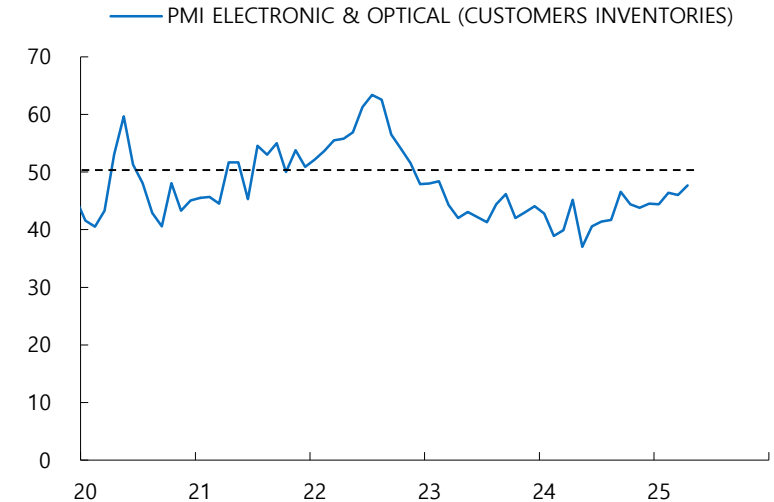
## 서버: 대만 전자광학 PMI의 6개월 전망이 낮아진 부분은 경계

<그림58> 대만 전자광학 백로그는 쌓여 있는 것으로 보이는데,



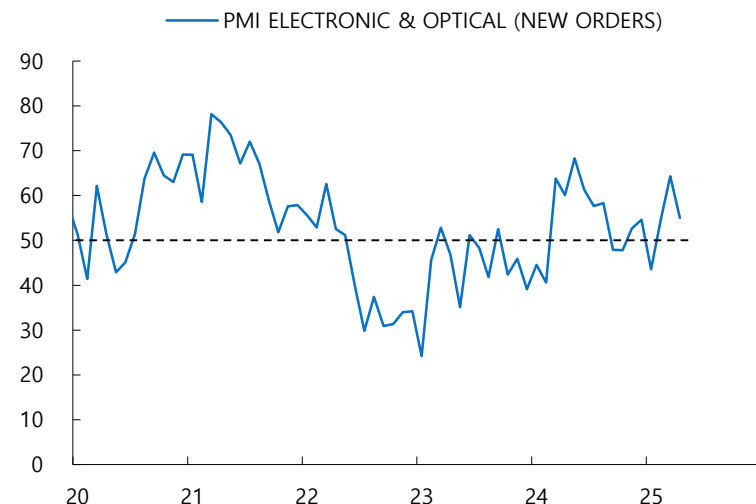
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

<그림59> 고객사의 재고는 아직 많지 않은 것으로 판단되고,



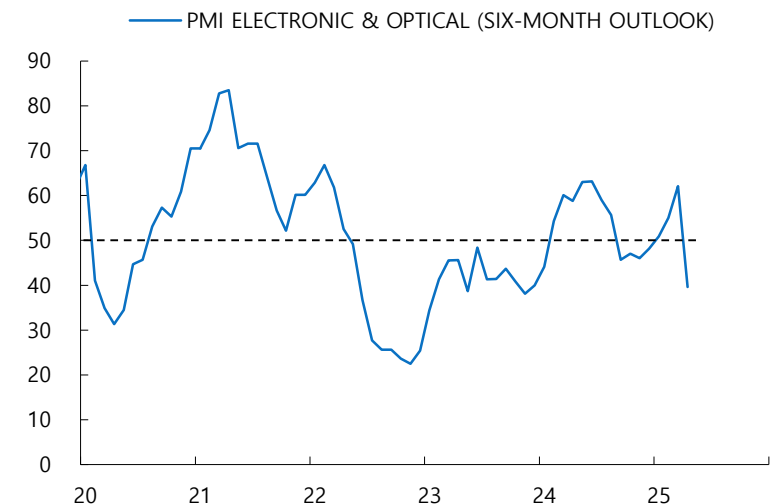
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

<그림60> 4월에 조금 꺾이긴 했지만 신규 수주에 대한 판단도 견조



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

<그림61> 다만 향후 6개월 전망은 크게 안 좋아짐 (관세 때문인 듯)



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: 4월까지 업데이트

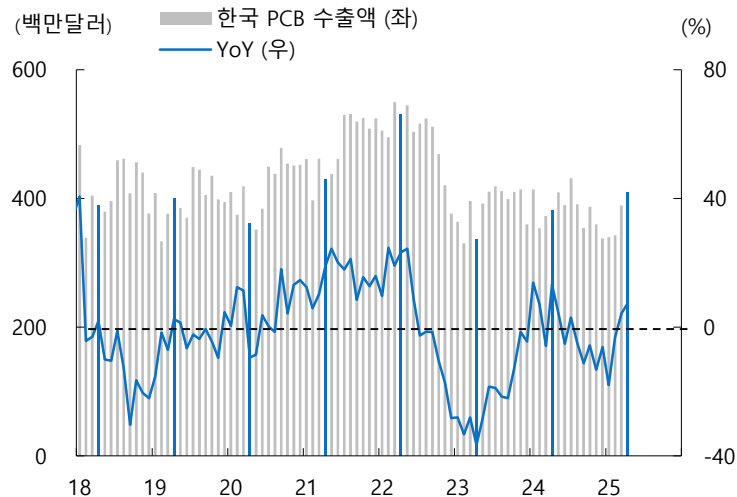


### III . PCB와 MLCC의 새로운 궤도

## PCB: AI 인프라 중심으로 개선

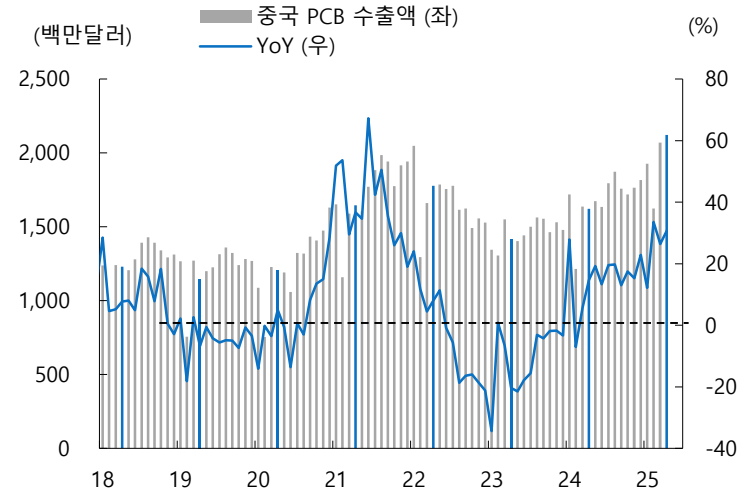
- 한·중·일 등 주요 국가의 PCB 수출액은 전년도의 높은 기저에도 불구하고 반등세를 보이고 있으며, 이는 AI 인프라 관련 견조한 수요에 기인
- 특히 중국의 PCB 수출액이 강함[그림62]. 이는 MLB 업체들의 생산 거점이 중국에 집중되어 있기 때문. 실제로 중국의 PCB 생산의 90%가 MLB 및 HDI이며, PKG기판은 10%에 불과함
- 반면 한국, 일본의 PCB 수출액은 상대적으로 개선 속도가 더딘 편임[그림63, 64]. 이는 두 국가 모두 PKG기판 생산 비중이 높으며, 최근까지도 PKG기판의 가동률 회복이 더디기 때문임. 참고로, 일본의 PCB 생산의 51%가 PKG이고, 나머지 49%가 MLB 및 HDI임

<그림63> 한국의 PCB 수출액은 3월, 4월 각각 +4%, +7% YoY



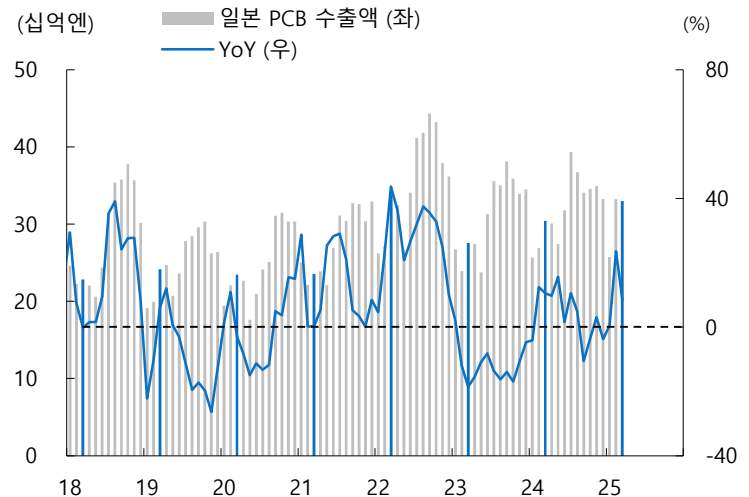
자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림62> 중국의 PCB 수출액은 MLB를 중심으로 크게 개선 중



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

<그림64> 일본의 PCB 수출액은 2월, 3월 각각 +24%, +8% YoY



자료 : KITA, iM증권 리서치본부

## PCB: MLB +25%, PKG +9%

- AI 수요에 힘입은 MLB 업체들은 '23년~26년 CAGR 매출 성장률이 평균 +25%에 달함. 이는 20배 이상의 고멀티플의 논거. 한편, PKG 업체들은 낮은 기저 속 업황의 점진적 회복에 힘입어 평균 +9% 성장할 전망

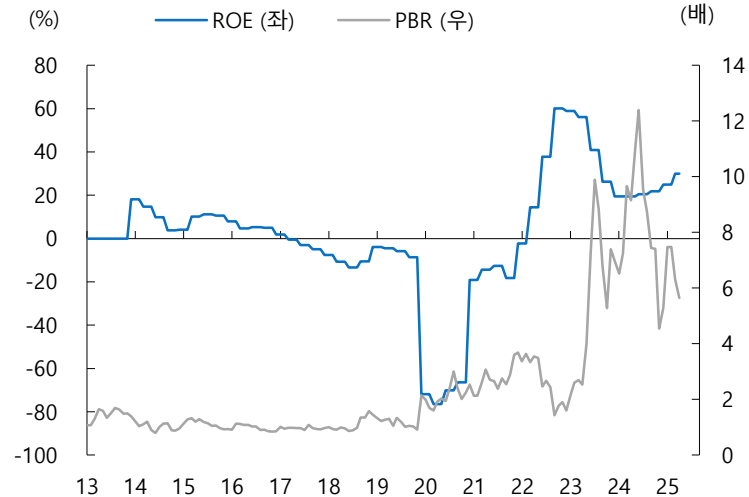
&lt;그림65&gt; 주요 PKG기판, MLB 업체들의 매출과 영업이익 추이

주요 PKG, MLB 업체의 매출 추이											
단위: Mn	분기					연간					
	1Q25	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	2023	2024	2025E	2026E	23~26 CAGR	
IBIDEN (JPY)	99,099	88,752	90,344	<div><div></div></div> 11.7	<div><div></div></div> 9.7	381,035	360,681	415,641	458,238	<div><div></div></div> 6.3	
SHINKO (JPY)	40,405	26,992	34,038	<div><div></div></div> 49.7	<div><div></div></div> 18.7	105,771	112,783	124,861	134,371	<div><div></div></div> 8.3	
UMTC (TWD)	30,090	29,381	26,403	<div><div></div></div> 2.4	<div><div></div></div> 14.0	104,036	115,373	134,851	155,257	<div><div></div></div> 14.3	
KINSUS (TWD)	8,620	8,043	6,994	<div><div></div></div> 7.2	<div><div></div></div> 23.2	26,832	30,535	36,450	38,964	<div><div></div></div> 13.2	
NYPKB (TWD)	8,458	7,870	7,101	<div><div></div></div> 7.5	<div><div></div></div> 19.1	42,253	32,283	37,317	44,172	<div><div></div></div> 1.5	
DDE (KRW)	215,376	206,477	214,766	<div><div></div></div> 4.3	<div><div></div></div> 0.3	909,651	892,136	953,500	1,116,300	<div><div></div></div> 7.1	
SIMTECH (KRW)	303,597	301,112	293,867	<div><div></div></div> 0.8	<div><div></div></div> 3.3	1,041,896	1,231,421	1,297,441	1,506,144	<div><div></div></div> 13.1	
ISU (KRW)	252,490	226,104	199,610	<div><div></div></div> 11.7	<div><div></div></div> 26.5	675,333	836,867	1,046,577	1,226,274	<div><div></div></div> 22.0	
GCE (TWD)	12,063	9,856	9,066	<div><div></div></div> 22.4	<div><div></div></div> 33.1	30,044	38,952	52,763	59,425	<div><div></div></div> 25.5	
TTM (USD)	649	651	570	<div><div></div></div> -0.4	<div><div></div></div> 13.8	2,233	2,443	2,660	2,802	<div><div></div></div> 7.9	
WUS (CNY)	4,038	4,331	2,584	<div><div></div></div> -6.8	<div><div></div></div> 56.3	8,938	13,342	17,002	20,215	<div><div></div></div> 31.3	
VICTORY (CNY)	4,312	3,034	2,392	<div><div></div></div> 42.1	<div><div></div></div> 80.3	7,931	10,731	18,266	22,953	<div><div></div></div> 42.5	
SCC (CNY)	4,783	4,858	3,961	<div><div></div></div> -1.5	<div><div></div></div> 20.7	13,526	17,907	21,382	24,849	<div><div></div></div> 22.5	
주요 PKG, MLB 영업이익 추이											
단위: Mn	분기					연간					
	1Q25	4Q24	1Q24	QoQ	YoY	2023	2024	2025E	2026E	23~26 CAGR	
IBIDEN (JPY)	12,764	6,345	10,621	<div><div></div></div> 101	<div><div></div></div> 20	48,134	45,478	51,454	65,505	<div><div></div></div> 11	
SHINKO (JPY)	7,009	2,982	5,377	<div><div></div></div> 135	<div><div></div></div> 30	10,215	14,102	16,899	18,892	<div><div></div></div> 23	
UMTC (TWD)	1,267	679	1,578	<div><div></div></div> 86	<div><div></div></div> -20	8,920	5,117	10,964	17,786	<div><div></div></div> 26	
KINSUS (TWD)	501	-3	321	<div><div></div></div> 흑전	<div><div></div></div> 56	1,042	1,095	2,913	4,002	<div><div></div></div> 57	
NYPKB (TWD)	33	-391	-794	<div><div></div></div> 흑전	<div><div></div></div> 흑전	6,330	-1,267	1,567	3,896	<div><div></div></div> -15	
DDE (KRW)	-6,202	-5,976	-2,886	<div><div></div></div> 적지	<div><div></div></div> 적지	23,732	11,259	21,460	66,300	<div><div></div></div> 41	
SIMTECH (KRW)	-16,324	-36,156	-14,934	<div><div></div></div> 적지	<div><div></div></div> 적지	-88,124	-46,969	18,627	123,618	<div><div></div></div> 흑전	
ISU (KRW)	47,684	25,937	22,989	<div><div></div></div> 84	<div><div></div></div> 107	62,169	102,342	180,935	224,277	<div><div></div></div> 53	
GCE (TWD)	2,543	1,636	1,727	<div><div></div></div> 55	<div><div></div></div> 47	5,136	8,067	11,732	14,162	<div><div></div></div> 40	
TTM (USD)	50	9	17	<div><div></div></div> 457	<div><div></div></div> 194	42	116	281	310	<div><div></div></div> 94	
WUS (CNY)	863	771	520	<div><div></div></div> 12	<div><div></div></div> 66	1,619	2,796	4,017	5,013	<div><div></div></div> 46	
VICTORY (CNY)	1,120	392	261	<div><div></div></div> 186	<div><div></div></div> 329	772	1,301	4,167	5,541	<div><div></div></div> 93	
SCC (CNY)	535	402	394	<div><div></div></div> 33	<div><div></div></div> 36	1,428	2,071	2,591	3,149	<div><div></div></div> 30	

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

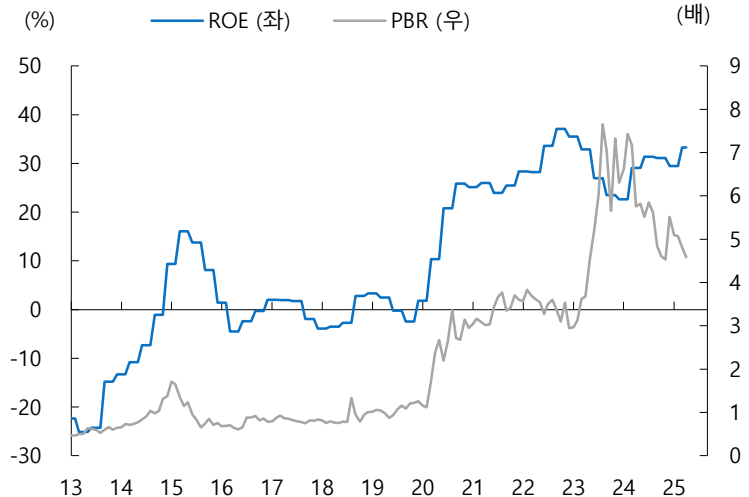
## PCB: 고다층 MLB 업체들은 급격한 ROE 개선과 멀티플 리레이팅

&lt;그림66&gt; 이수페타시스 분기 ROE와 P/B 추이



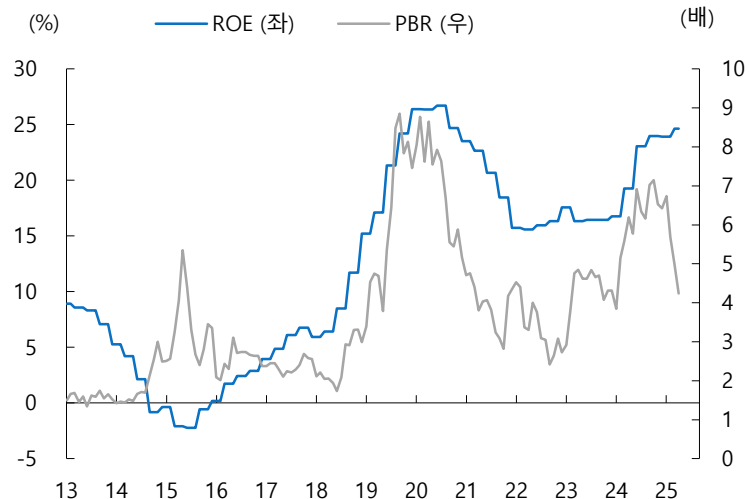
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림67&gt; GCE의 분기 ROE와 P/B 추이



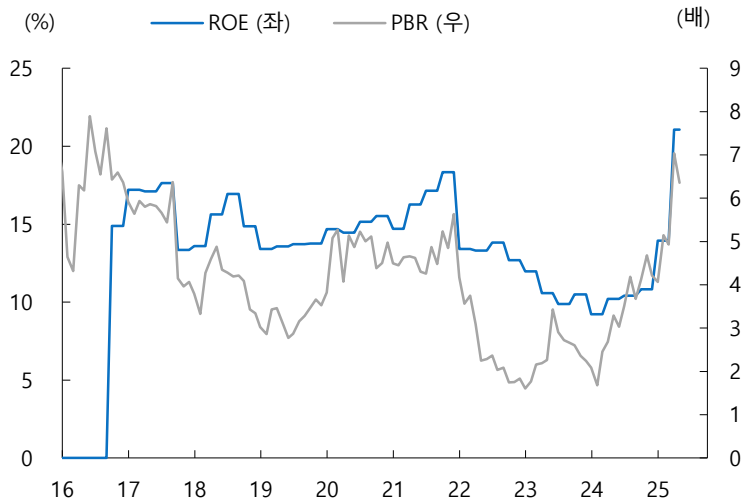
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림68&gt; WUS Kunshan의 분기 ROE와 P/B 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

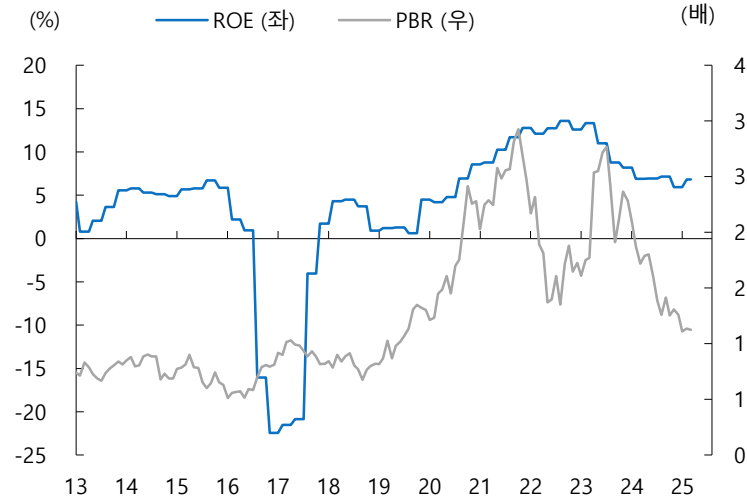
&lt;그림69&gt; Victory Giant의 분기 ROE와 P/B 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

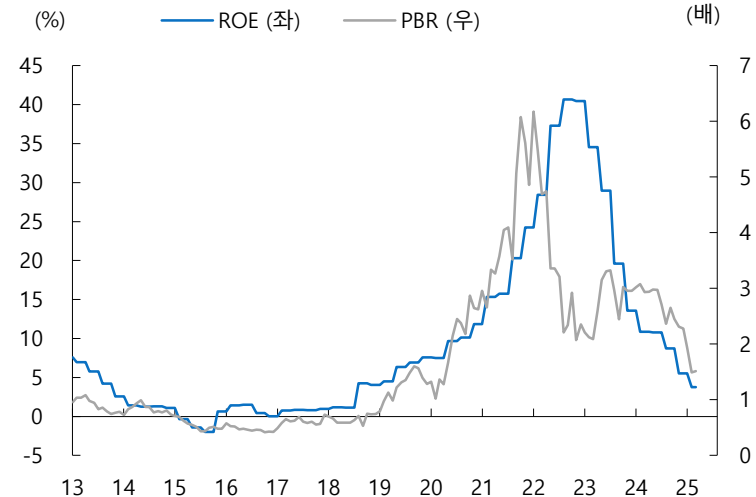
## PCB: 산이 높았던 만큼 골이 깊은 PKG 업체들. 대부분 P/B 1.0배 내외로 회귀

&lt;그림70&gt; Ibiden의 분기 ROE와 P/B 추이



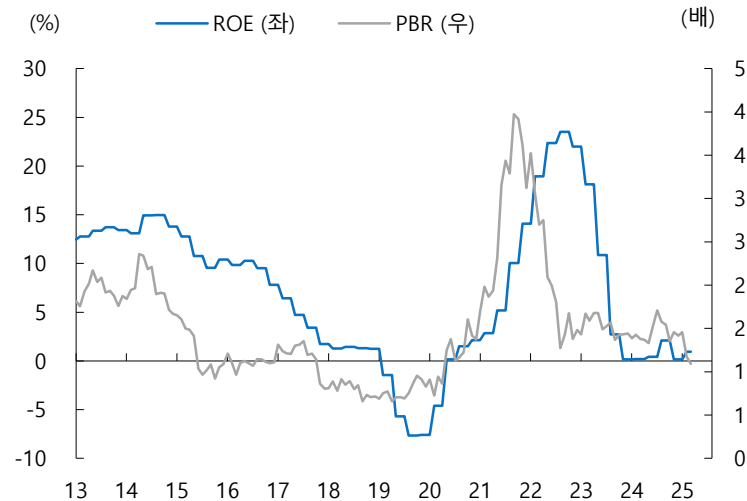
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림71&gt; Unimicron의 분기 ROE와 P/B 추이



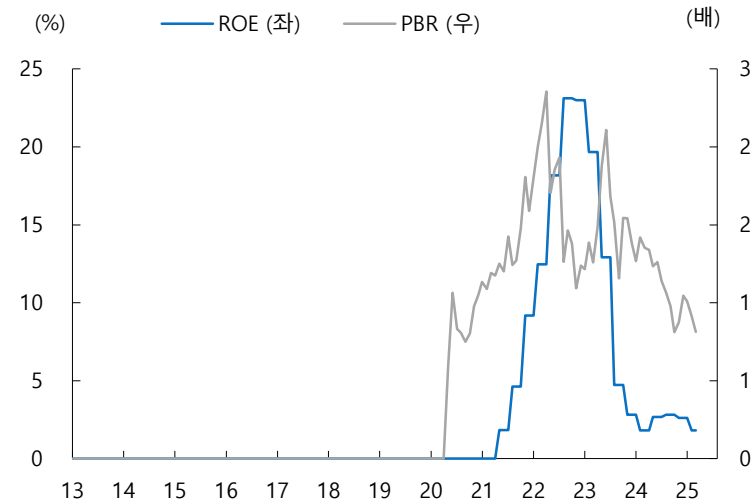
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림72&gt; Kinsus의 분기 ROE와 P/B 추이



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

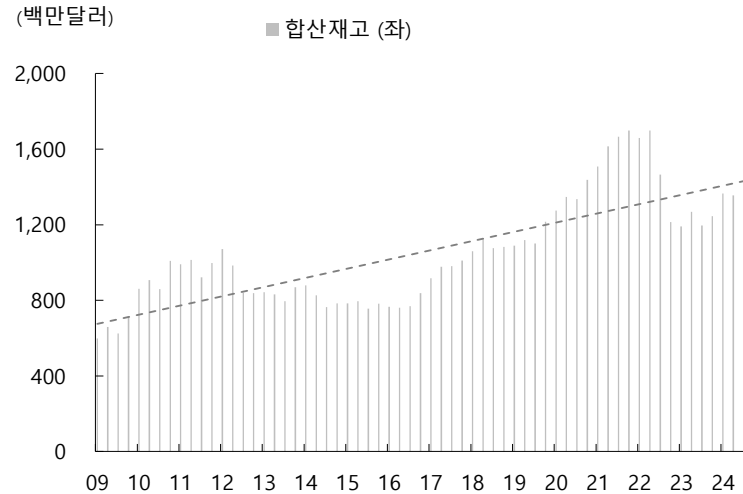
&lt;그림73&gt; 대덕전자의 분기 ROE와 P/B 추이



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

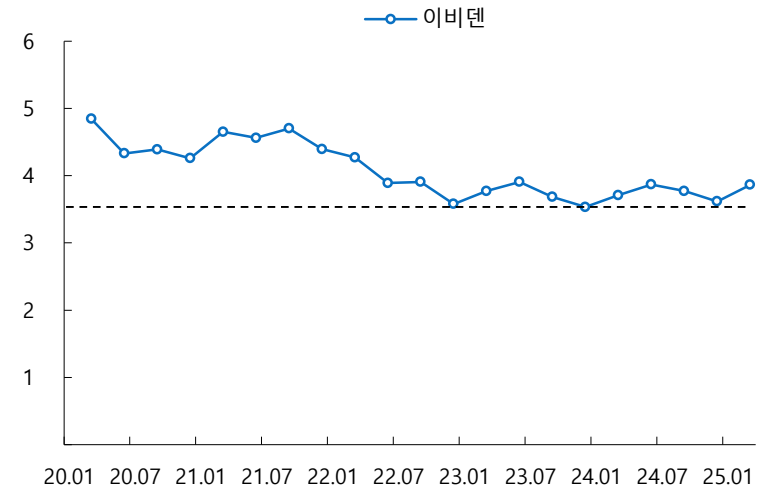
## PCB: PKG 업체들의 재고회전율을 보면, 개선 속도 더디나 바닥은 친 듯

&lt;그림74&gt; 주요 PKG 업체들의 합산 재고 추이



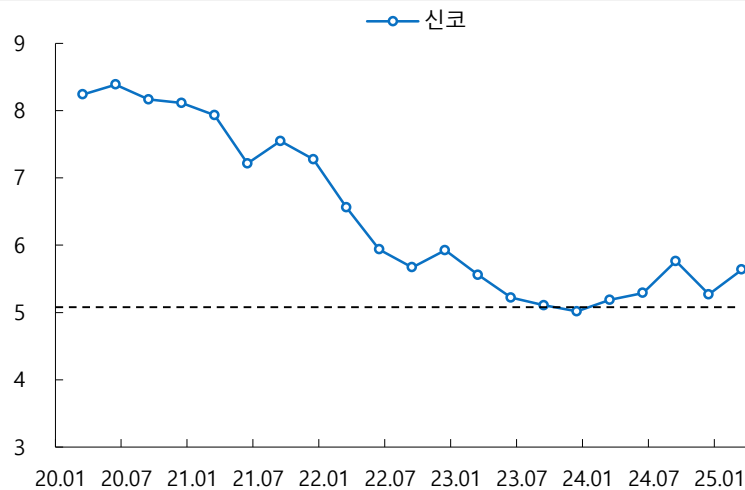
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부 | 주: Ibiden, UPMC, Kinsus, Shinko, NYPCB

&lt;그림75&gt; Ibiden의 재고회전율



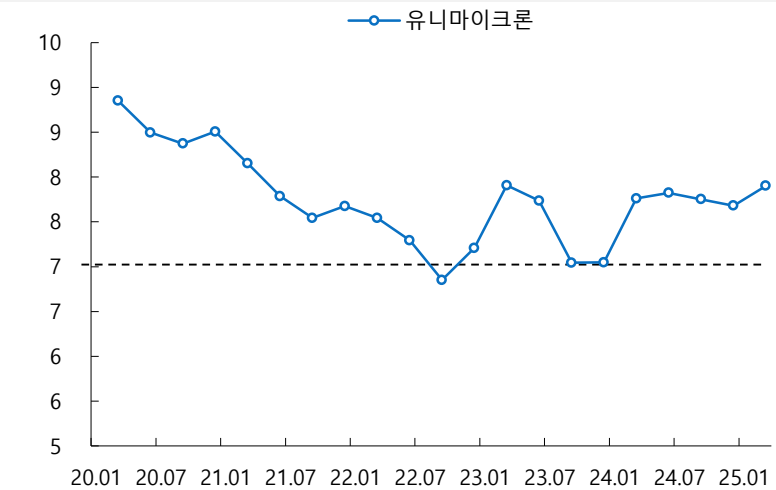
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림76&gt; Shinko의 재고회전율



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림77&gt; Unimicron의 재고회전율

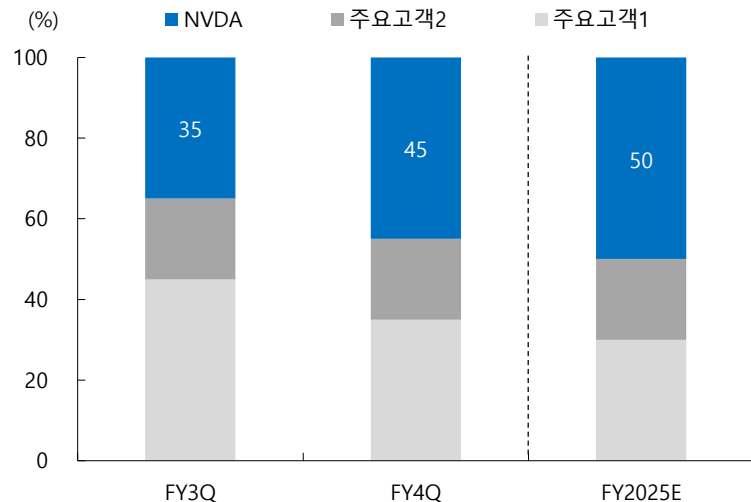


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## PCB: 지옥에서 돌아온 Ibiden

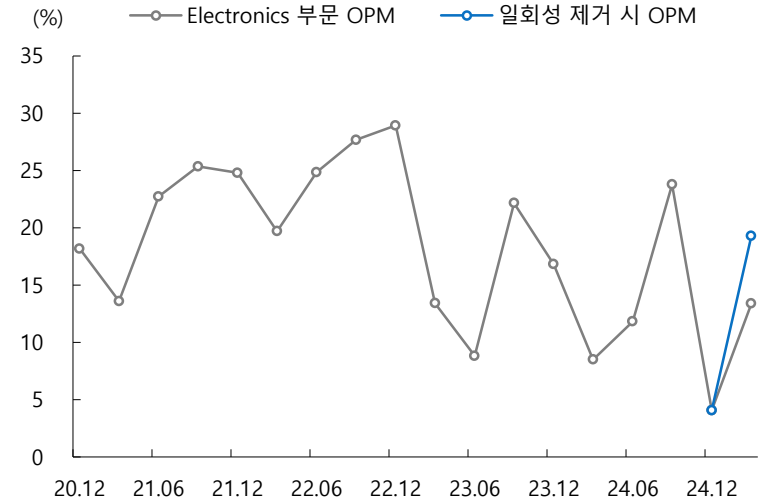
- 전체 PKG기판 시장의 회복 속도는 더디지만, AI 서버향 ABF기판 수요는 강함. 이와 관련하여 Ibiden의 수익성 개선이 두드러지고 있으며, 이는 NVIDIA향 매출 비중 확대에 기인[그림78]
- Ibiden의 반도체 기판 매출 중 NVIDIA가 차지하는 비중은 2024년 20~30% 수준에서, 2025년에는 절반에 가까운 수준으로 확대될 것으로 전망됨[그림79]. 특히 GB200용 ABF 기판 공급망 내에서 Ibiden의 점유율은 80% 이상으로 파악되며, 이원화 공급업체로는 Unimicron과 Kinsus임
- 참고로 지난 4월 Unimicron의 CEO 또한 하이엔드 ABF 기판 시장이 강한 회복세를 보이고 있으며, 내년까지의 주문 가시성이 확보된 상태라고 언급한 바 있음

<그림79> 올해 Ibiden ABF기판 매출 중 NVDA 비중이 절반



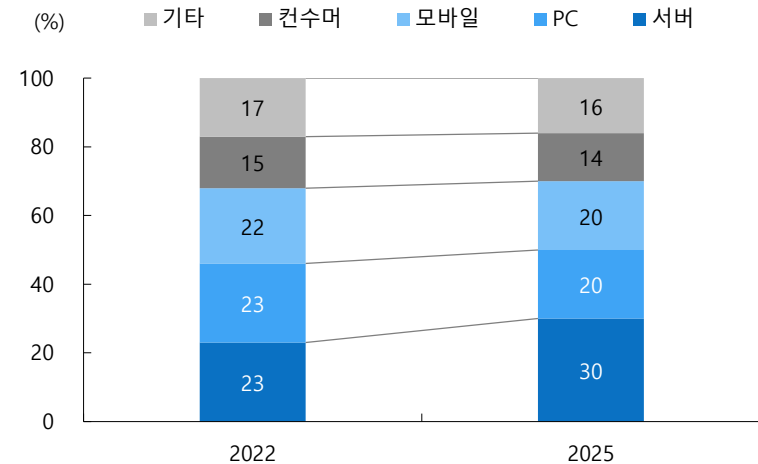
자료: Ibiden, iM증권 리서치본부

<그림78> Ibiden 기판 부문 OPM은 AI 가속기 비중확대에 따라 개선



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림80> 적용처별 PKG기판 시장 비중을 보면, 여전히 PC와 모바일이 큼. 다만 AI 수요를 바탕으로 한 서버향 비중 확대가 지속될 전망

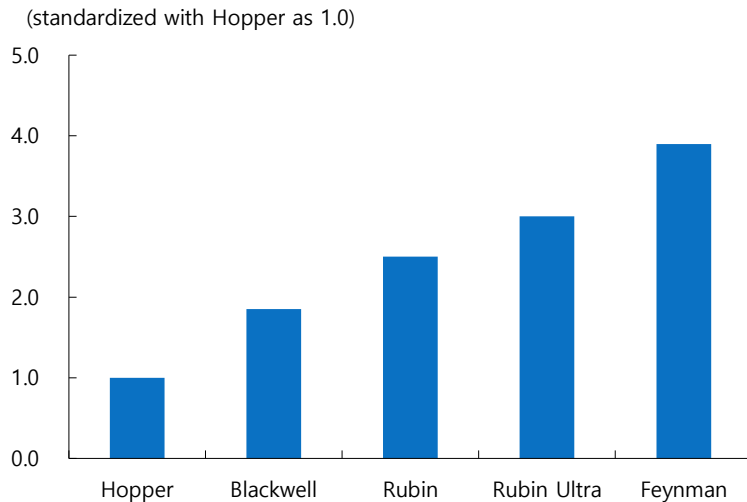


자료: 산업 자료, iM증권 리서치본부

## PCB: PKG 대형화, 고다층화의 점화

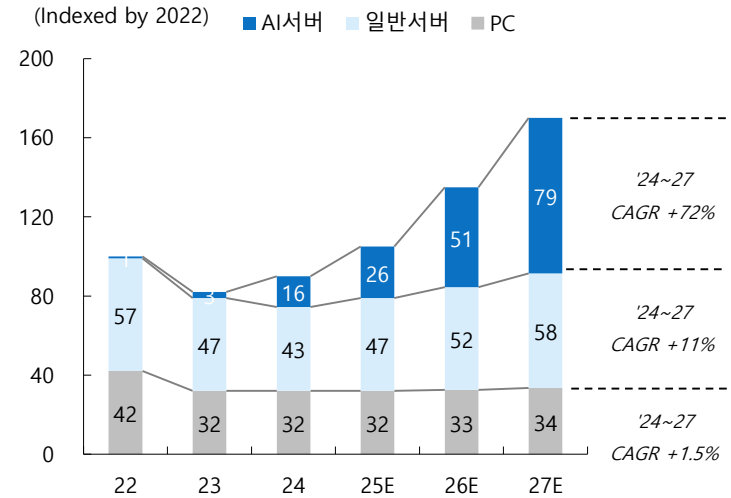
- 또한, Ibiden은 AI용 ABF 기판 양산에 필요한 SAP 수요가 2024년부터 2027년까지 CAGR +72% 급성장할 것으로 전망하고 있음[그림81]. 이는 기판의 고다층화 및 대면적화 트렌드에 따른 것으로, AI 칩의 고성능화가 덕분
- 예컨대, Hopper의 기판 size를 1.0으로 봤을 때, Blackwell은 1.8, Rubin은 2.5, Rubin Ultra는 3.0, Feynman은 4.0에 달하는 면적을 가질 것으로 전망됨[그림82]
- ABF 기판 시장의 신흥 강자인 Zhen Ding은 '26년 기준 ABF 기판의 크기 및 적층 수가 각각 최대 120x140mm, 28층 이상일 것으로 전망함. 이는 '20년의 75x60mm, 20층 대비 크게 업그레이드되는 것[그림83]

<그림82> Nvidia GPU별 기판 size 비교 (Hopper를 1.0로 비교)



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

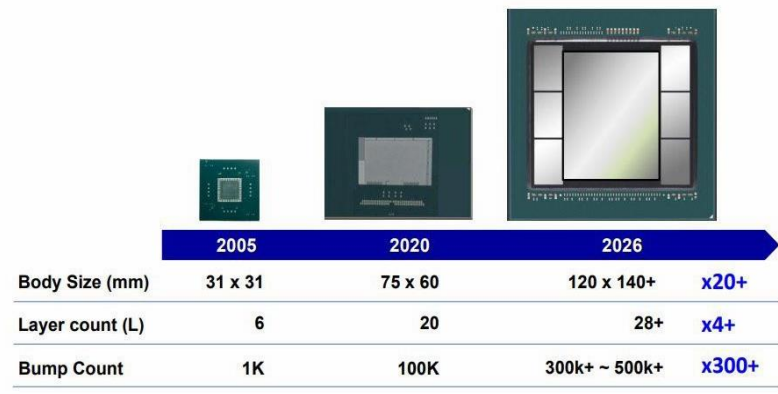
<그림81> Ibiden의 ABF 공정 수요 전망: AI 서버 중심으로 크게 개선



자료 : Ibiden, iM증권 리서치본부

<그림83> Zhen ding은 2026년 120x140mm 로드맵을 제시

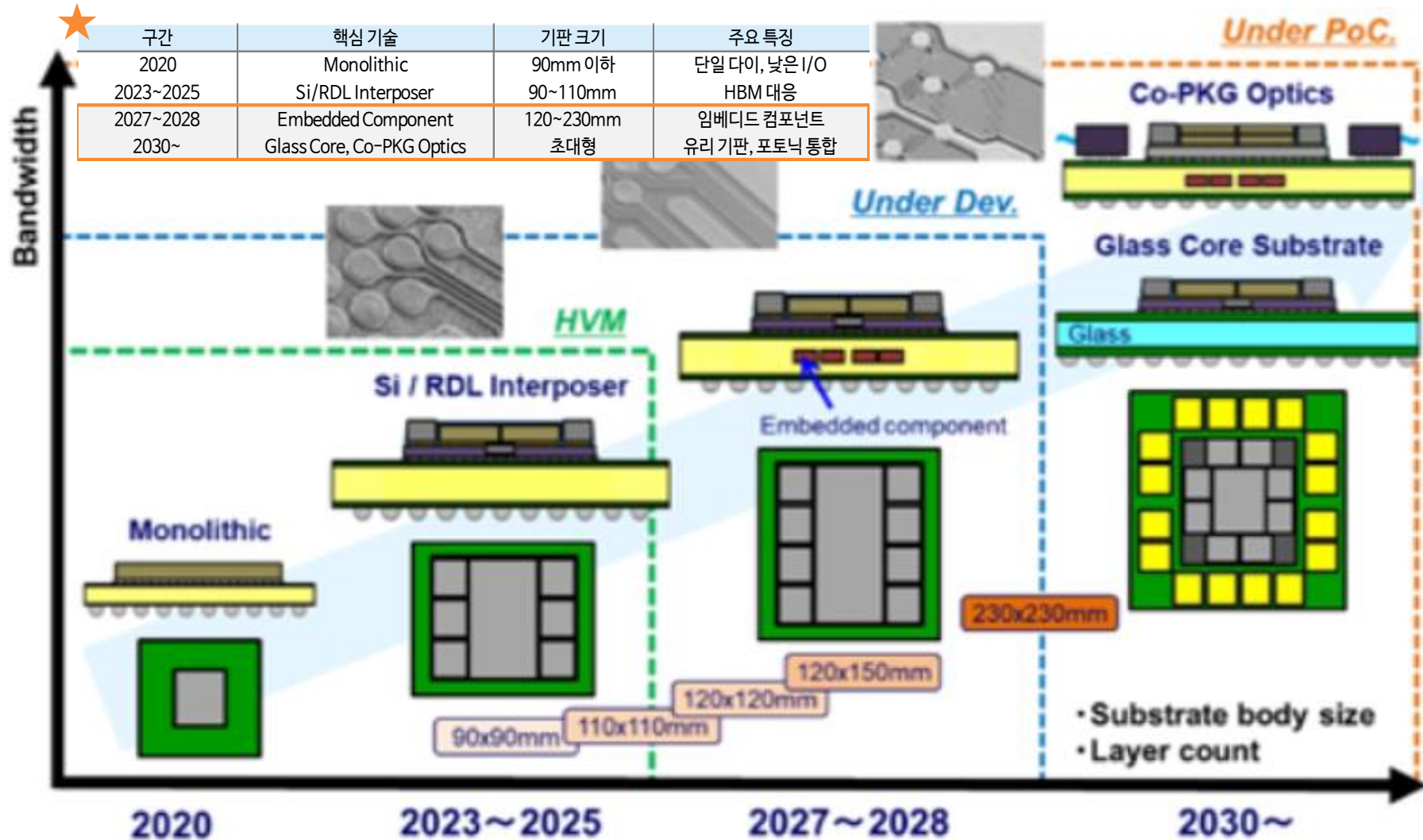
**High layer counts, Large body size, Flat surface,**  
**Accurate production precision**



자료 : Zhen Ding Technology, iM증권 리서치본부

## PCB: 고성능 AI 칩셋 위한 ABF 기판의 대형화 → 비우호적 업황임에도 구조적 성장 포인트

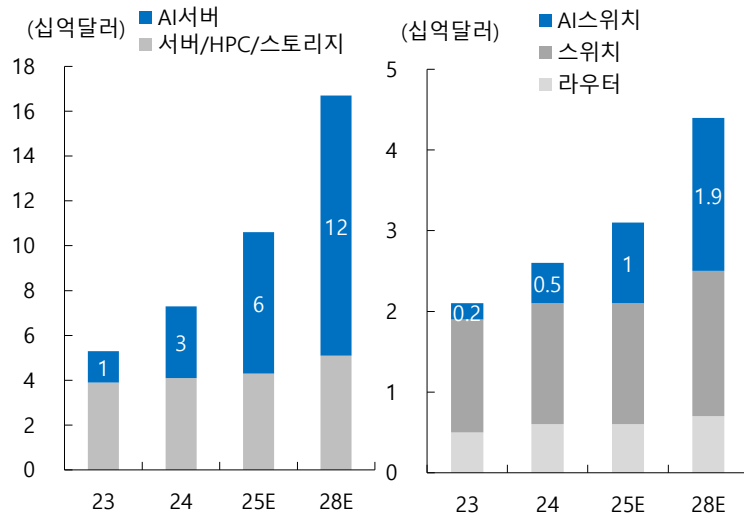
<그림84> Ibiden이 제시하는 반도체기판의 개발 로드맵: 고성능 AI 칩셋+HBM을 수용하기 위해 기판의 물리적 크기가 급격히 커짐 (유리기판은 2030년 언급)



## PCB: 고다층 MLB 시장 CAGR +20% 이상 성장

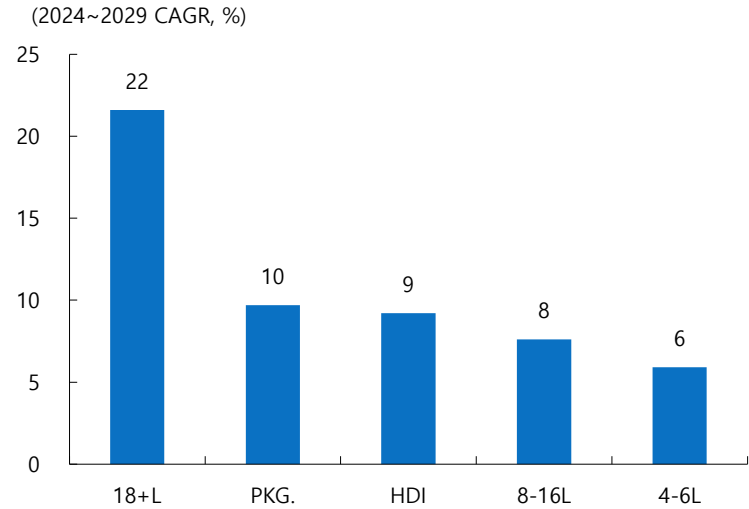
- 한편, 18층 이상 고다층 MLB는 AI 가속기 및 네트워크 스위치를 중심으로 2024~2029년 CAGR +20% 이상의 높은 성장이 전망됨[그림85]. 이는 PKG 기판의 +10%, 중저층 PCB의 +5~8% 성장률을 크게 상회하는 것. PKG 및 중저층 PCB가 상대적으로 컨수머 IT 비중이 높은 반면, 고다층 MLB는 AI 인프라 수요에 직접적으로 연동되기 때문임
- AI 서버의 경우, 전력 및 고속 신호의 간섭을 최소화하기 위해 신호 분리 배선이 필요하며, 이에 따라 고다층 설계가 필수적. 또한 데이터 트래픽의 급증으로 인해 800G 스위치 채택이 확산되면서, 고밀도 배선이 가능한 PCB 수요가 가파르게 확대되는 추세
- 이를 방증하듯, 고다층 MLB 전문 업체인 GCE의 매출은 AI 서버 및 네트워크 인프라를 중심으로 빠르게 확대되고 있는 상황[그림87]

<그림86> 이는 가속기와 스위치 수요 급증 덕분



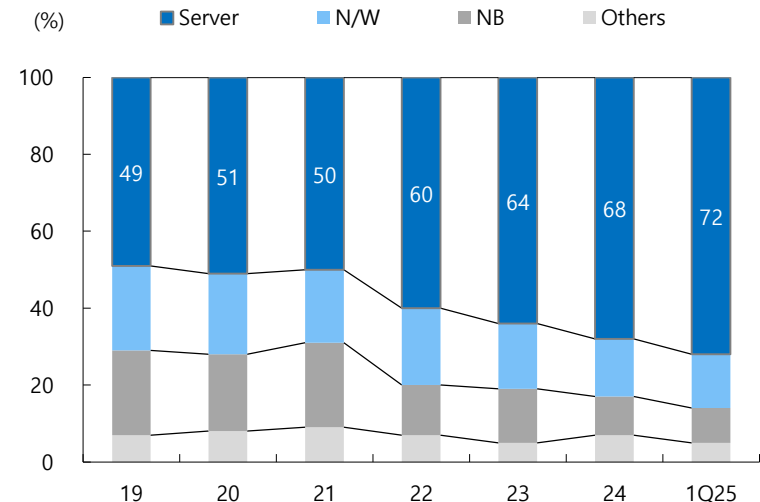
자료 : RCD Strategic Advisors, 이수페타시스, iM증권 리서치본부

<그림85> 18+ 이상 고다층 MLB 수요 성장률이 가장 돋보일 것



자료 : iM증권 리서치본부

<그림87> GCE의 매출을 보면 서버를 중심으로 비중이 확대

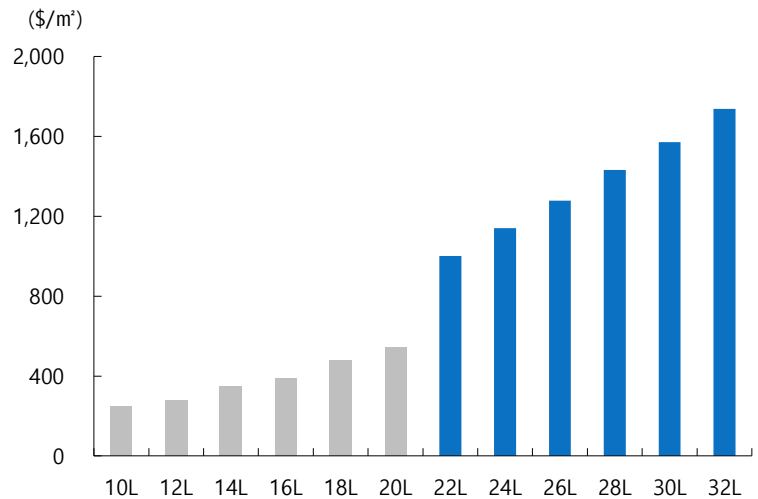


자료 : Gold Circuit, iM증권 리서치본부

## PCB: 22층+ MLB 판가는 2배 이상

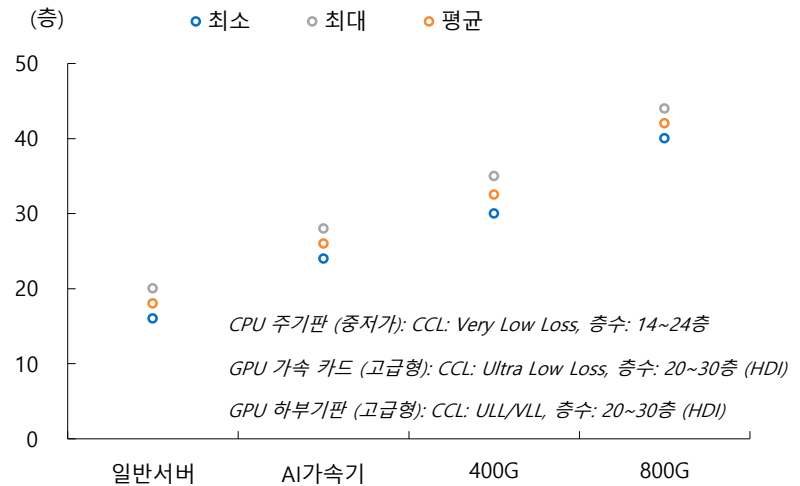
- MLB는 더욱 고다층화 되고 있음. 일반 서버의 MLB 층수는 16~20층 수준이나 AI 서버는 24~28층, 400G 스위치 30~35층, 800G 스위치 40~44층으로 사양 업그레이드가 대폭 개선[그림88]
- 고다층 MLB는 단위 면적당 가격도 높음. EMS 업체인 Jiepei에 따르면, 22층 이상 고다층 MLB의 가격은 \$550/m<sup>2</sup> 으로, 20층 미만 대비 두 배 이상 높고, 32층은 \$1,800/m<sup>2</sup>에 달함[그림89]. 공정, 소재 특성 구현, 신호 처리 등에서 복잡성이 급격히 증가하기 때문임. 참고로, 1Q25 이수페타시스의 ASP는 \$3,000/m<sup>2</sup> 이상이었음. 스위치를 중심으로 상당히 고부가 제품을 양산 중인 것으로 가늠할 수 있음[그림90]
- 종합하면, 고다층화가 진행됨에 따라 수요가 증가하는 동시에, 단위 면적당 판가 역시 함께 상승하는 구조

<그림89> 22층 이상 고다층 MLB부터 단위 면적당 판가가 크게 증가



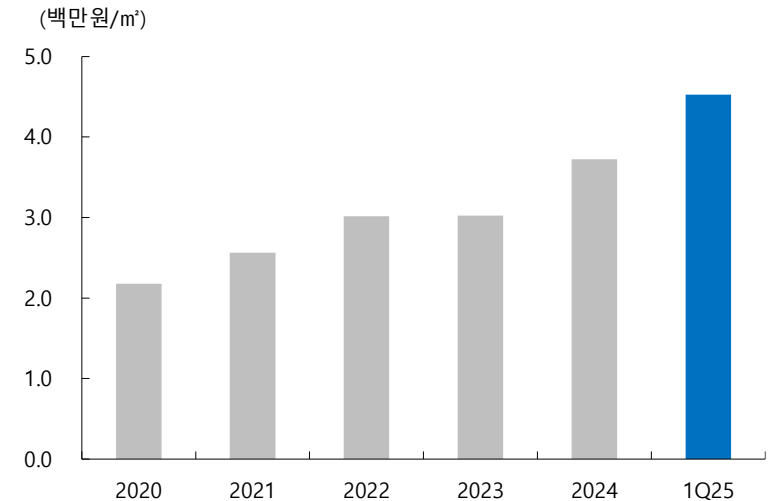
자료 : Jiepei, iM증권 리서치본부 자료

<그림88> MLB의 고다층화 추이



자료: 이수페타시스, iM증권 리서치본부

<그림90> 이수페타시스 ASP도 견조한 흐름을 시험하고 있음



자료 : 이수페타시스, iM증권 리서치본부

## PCB: 잠재 위험은 중국 업체들의 공격적인 증설

&lt;그림91&gt; 주요 중국 MLB 업체들의 동남아 증설분은 2025년부터 가동되기 시작함

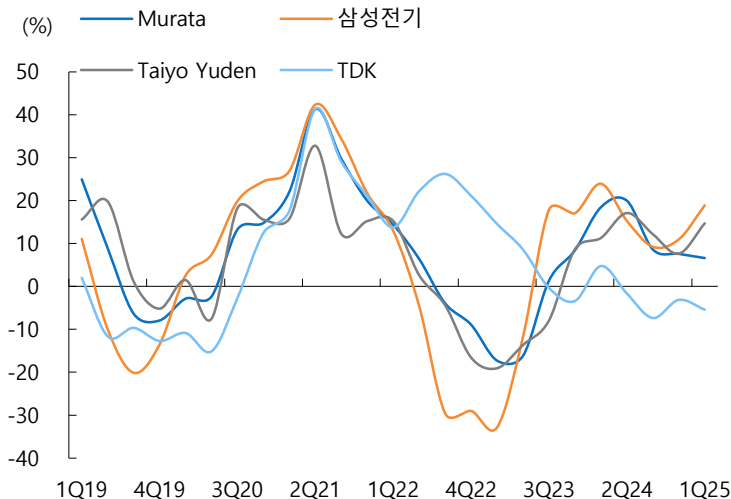
업명	위치	생산 제품/분야	설비 내용 및 투자 계획	투자 시점 및 규모
WUS Kunshan (MLB)	중국 쿤산	서버, AI, 고속 컴퓨팅용 고다층 PCB	1단계 증설분은 2028년 가동 계획. 증설 캐파 연 18만m <sup>2</sup> 2단계 증설분은 2032년 준공 계획. 증설 캐파 연 11만m <sup>2</sup>	1단계 28년, 2단계 32년
Victory Giant (MLB)	중국/베트남 박닌/ 태국 아유타야	HDI, MLB, AI/서버용 고다층 PCB	베트남 HDI 기지에 2.53억 달러 투자 태국 MLB/HLC 기지에 1.95억 달러 투자 → 연간 1.5만 m <sup>2</sup> 생산능력 증설 (서버, 스위치)	베트남·태국 증설 진행 중 (2025~)
Kinwong (MLB)	중국 장시성 신평	고다층 PCB (통신, 의료, 산업 제어 등)	n/a	n/a
Shengyi Electronics (MLB)	중국 광둥성 둥청	AI 컴퓨팅용 고다층 PCB	신공장에 14억 위안 투자, 총 2단계 확장 계획 1단계: 2025년 시험 생산, 연간 15만 m <sup>2</sup> 2단계: 2027년 가동, 연간 10만 m <sup>2</sup>	2025년~2027년 순차 확장
Gold Circuit (MLB)	대만, 중국, 태국	서버/네트워크용 PCB	2025년 상반기 태국 공장에서 중층 PCB 시험 생산 개시, 이후 고층 PCB로 확장 예정 (1단계 증설 3Q25 완료, 2단계 증설 2026년 완료) 쑤저우 공장 생산 능력 확대도 진행	태국: 2025년 상반기 시험 생산 시작 쑤저우: 25년말 기준 Capa 40% 확대
Shennan Circuits (MLB/PKG)	중국 강소성 난통	any-layer HDI (AI, 모바일, 컴퓨팅 모듈)	Phase 4 신규 공장에 HDI 생산 캐파 추가 예정 데이터센터, 산업·의료·차량용 고밀도 기판 대응 계획	증설 진행 중 (규모 모름) 현재 가동률 90% 이상
Unimicron (MLB/PKG)	태국 / 대만 신주	AI/HPC, 자동차, 게이밍 기기용 PCB 및 PKG	태국 신규 공장: 2025년 하반기 시험 생산 및 고객 품질 인증 시작 예정 (주로 스위치, 광트랜시버, LEO 대응). 대만 Guangfu 공장 내 PKG 양산 설비도 2025년 중 가동	2025년 하반기 태국 공장 가동
Nan Ya PCB (PKG)	대만 중심	ABF (~50%), BT (30~35%), PCB (15~20%)	ABF 회복 지연으로 2025년 Capex는 1.25억 달러로, 전년(1.56억 달러) 대비 축소. 주로 생산 장비 업그레이드용만 최소한 대응	전년 대비 Capex 축소
Kinsus (PKG)	대만 내 증설 / 중국 사업 철수	ABF 중심	중국 BT 자회사 지분 80.5% (2.12억 달러)을 매각할 계획이었으나 결렬되었음	신규 증설계획 없음

자료 : 현지 언론 정리, iM증권 리서치본부

## MLCC: Murata가 끼얹은 찬물

- MLCC 업체들의 1Q25 가동률은 대체로 기대치에 부합하였으며, 2Q25 가이드언스 또한 견조한 수준으로 제시되었음[그림92]. TDK를 제외한 대부분 업체의 매출 YoY 증감률도 점진적인 개선 흐름을 보이고 있음[그림93]
- 다만 Murata의 Capacitor 연간 매출 가이드언스는 +2% YoY에 그쳤음[그림94]. Murata는 고급 스마트폰을 중심으로 선제적 재고 비축이 있음을 언급하였으며, 이에 따라 2H25 부품 수요 둔화를 전망하는 것으로 보임
- 관세 회피 목적의 비축 수요를 고려할 때 2H25 IT 세트용 부품 수요 기대치를 낮추는 것은 합리적. 다만 전장 및 서버용 수요가 견조함을 감안하면 상당히 보수적인 가이드언스인 것으로 판단됨

<그림93> MLCC 업체들의 매출 YoY 증감률: 4Q22 이래로 개선



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림92> 주요 MLCC 업체의 분기 가동률 추이: 대체로 견조함

업체명	분기별 가동률 추이 및 전망			
	CY3Q24	CY4Q24	CY1Q25	CY2Q25E
삼성전기	85% (하회)	77% (하회)	85% (상회)	88%
Murata	85~90% (부합)	85~90% (부합)	85~90% (부합)	85~90%
Taiyo Yuden	80~85%	75%	80%	85%
Yageo (커머리티 기준)	65% (부합)	65% (부합)	60% (부합)	65%

자료 : 각 사, iM증권 리서치본부

<그림94> 그러나 Murata는 전반적으로 보수적 가이드언스를 제시함

사업 부문	FY25 YoY	세부 항목	매출 전망 요인
Capacitors	2.0%	MLCC	AI 서버 등 IT 인프라 투자 확대 및 xEV 비중 증가, 자율주행, ADAS 발전에 따라 매출 증가 예상
Inductors / EMI filters	1.7%	EMI 억제 필터	xEV 비중 증가와 자율주행, ADAS 발전에 따라 매출 증가 예상
High-Frequency Device / Comm. Module	-22.7%	고주파 모듈, 다층수지기판	스마트폰에 채택되는 제품 수 감소로 매출 감소 예상
Battery and Power supply	-15.2%	리튬이온 이차전지	비디오 게임 콘솔 수요 감소 및 제품 가격 하락으로 매출 감소 예상
Functional Device	-1.5%	액추에이터	HDD 수요 증가로 매출 증가 예상
		센서, 타이밍 디바이스	엔화 강세로 인한 매출 감소 예상

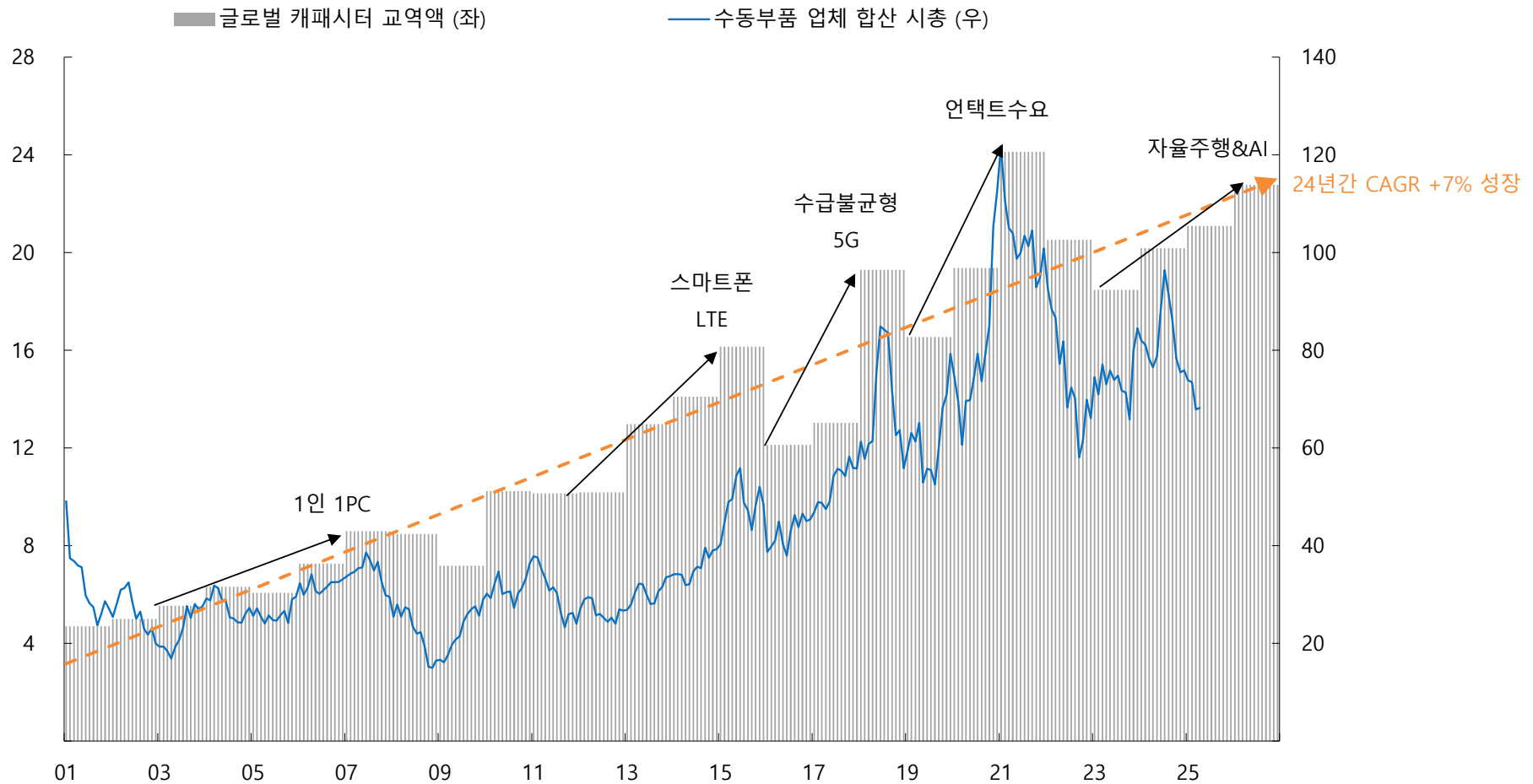
자료 : Murata, iM증권 리서치본부

## MLCC: 관세로 인한 하반기 IT 수요 불확실성으로 수동부품 업체의 합산 시총은 크게 하락

<그림95> 캐패시터 시장은 CAGR +7% 성장해왔으며, 2026년 기존 성장의 추세로 회귀할 전망. 그러나, 합산 시총은 관세로 인한 수요 불확실성으로 크게 조정

(십억달러)

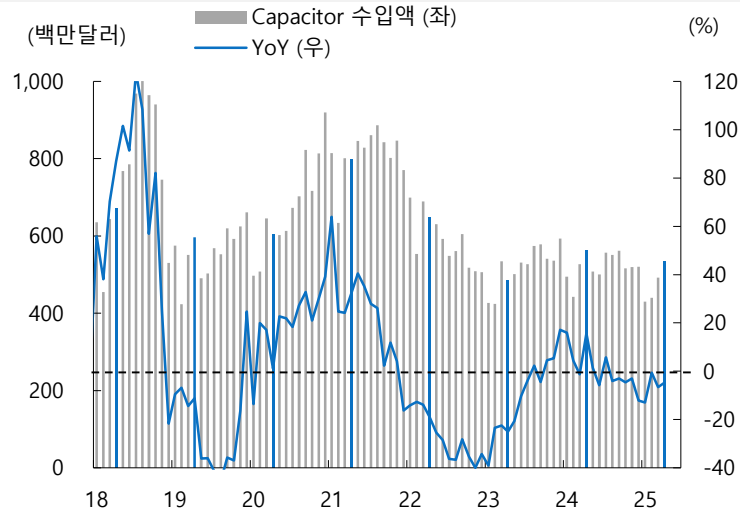
(십억달러)



자료 : ITC, iM증권 리서치본부

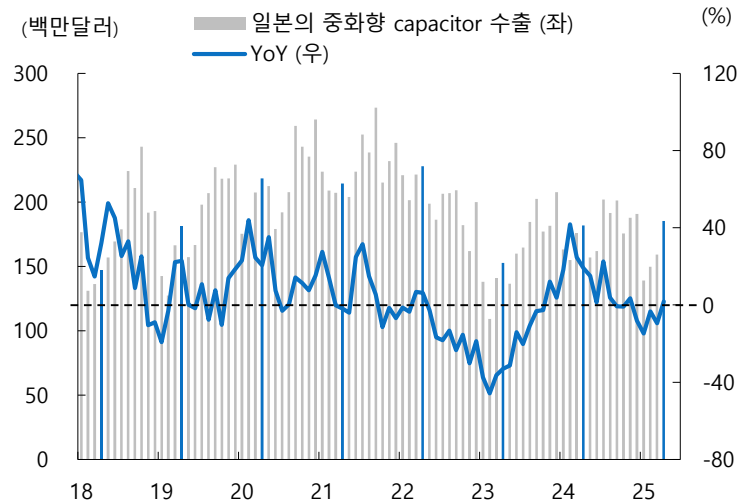
## 중화 MLCC 수출입은 부진하고(≒레거시IT), 대만 및 동남아는 견조함(≒AI서버와 중국 우회)

<그림96> 중국의 Capacitor 수입액은 상대적으로 부진하고,



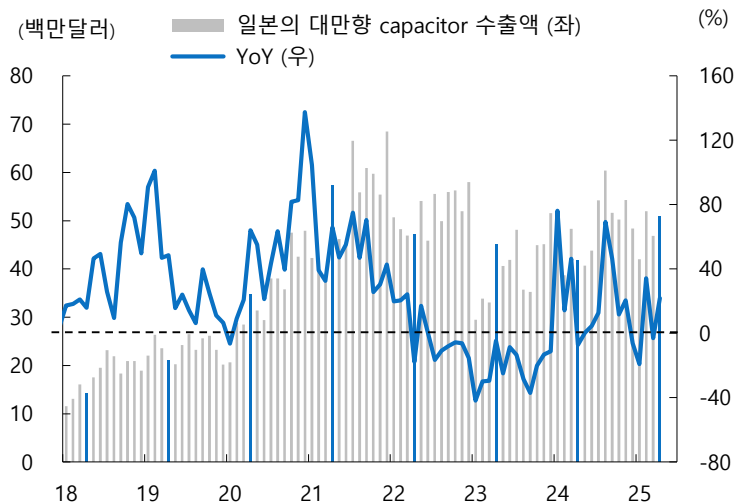
자료 : CEIC, iM증권 리서치본부

<그림97> 당연히(?) 일본의 중화향 Capacitor 수출도 회복이 더딘데



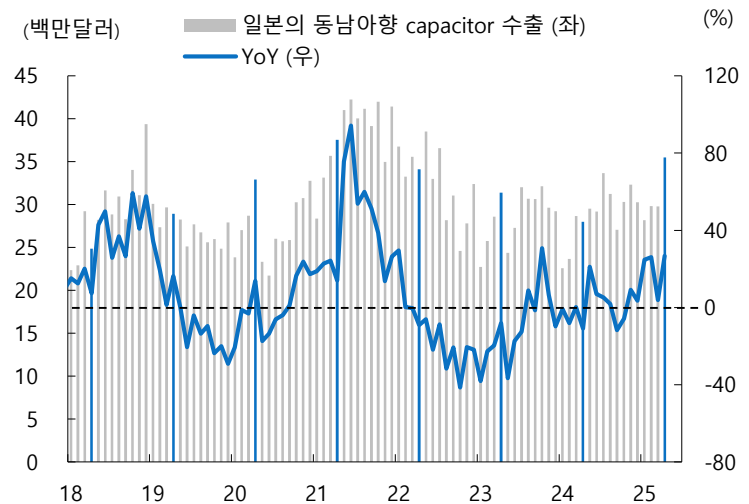
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림98> 일본의 대만향 Capacitor 수출액은 좋고, (서버 중심일듯)



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림99> 일본의 동남아향 Capacitor도 좋음 (중국 우회 노력?)



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## MLCC: AI서버와 전장을 중심으로 2024년~30년 CAGR +9% 전망

- MLCC 시장은 2024~30년 CAGR +9% 성장할 전망. 적용처별로 IT용 +6%, 전장용 +11%, 서버 +21% 등
- 특히 서버는 AI서버 출하확대, 전장은 자율주행 고도화에 따라 대당 콘텐츠 성장이 빠르게 발생할 것으로 전망됨
- IT세트에 대한 수요 불확실성이 겹치면, 이러한 구조적 성장 포인트에 주목하게 될 것

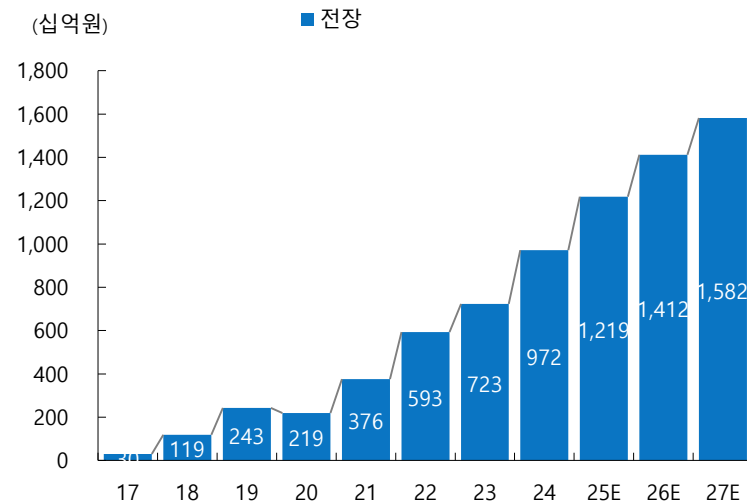
<그림100> MLCC 시장 전망: 2025년 기준 시장 규모는 +5% YoY 성장한 17.2조원 (IT 6.8조, 전장 5.4조, 서버 0.9조, 기타 4.1조원 등)									
(백만개, 백만원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	CAGR (24~30)
핸드셋	1,326	1,366	1,366	1,379	1,393	1,407	1,421	1,435	1%
AI 핸드셋		150	285	385	500	625	750	863	42%
PC&태블릿	490	505	505	510	515	520	525	530	1%
AI PC & 태블릿		10	83	155	210	275	335	368	106%
자동차	88	91	89	90	90	91	91	91	0%
EV+HEV	14	18	22	26	30	35	39	44	20%
서버	12	13	13	14	14	14	14	15	3%
AI서버		0.7	1.1	1.5	2.0	2.4	2.9	3.3	35%
IT용 MLCC 출하량	1,994,810	2,141,176	2,241,768	2,370,564	2,512,316	2,675,303	2,854,181	3,036,770	7%
IT용 MLCC ASP (원)	3.3	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	-1%
IT용 MLCC 시장	6,484,459	6,751,439	6,856,561	7,214,238	7,607,397	8,060,423	8,556,370	9,058,222	6%
전장용 MLCC 출하량	427,560	477,435	513,810	562,230	615,582	672,785	734,154	799,181	11%
전장용 MLCC ASP (원)	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5	0%
전장용 MLCC 시장	4,489,380	5,013,072	5,395,000	5,903,413	6,463,612	7,064,241	7,708,612	8,391,399	11%
서버 MLCC 출하량	59,870	88,750	106,580	126,638	151,958	175,423	204,777	234,568	21%
서버 MLCC ASP (원)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	0%
서버 MLCC 시장	536,435	795,200	954,957	1,134,678	1,361,543	1,571,794	1,834,804	2,101,733	21%
기타 MLCC 시장	3,699,764	3,884,752	4,078,990	4,282,939	4,497,086	4,721,940	4,958,037	5,205,939	6%
총 MLCC 시장	15,210,038	16,444,463	17,285,508	18,535,269	19,929,638	21,418,399	23,057,823	24,757,294	9%
삼성전기 전장용 MLCC 점유율	16%	19%	23%	27%	25%	25%	25%	25%	
삼성전기 전장용 MLCC 매출	722,543	972,082	1,218,603	1,581,656	1,615,903	1,766,060	1,927,153	2,097,850	17%

자료 : iM증권 리서치본부

## MLCC: 돈보이는 국내 업체들

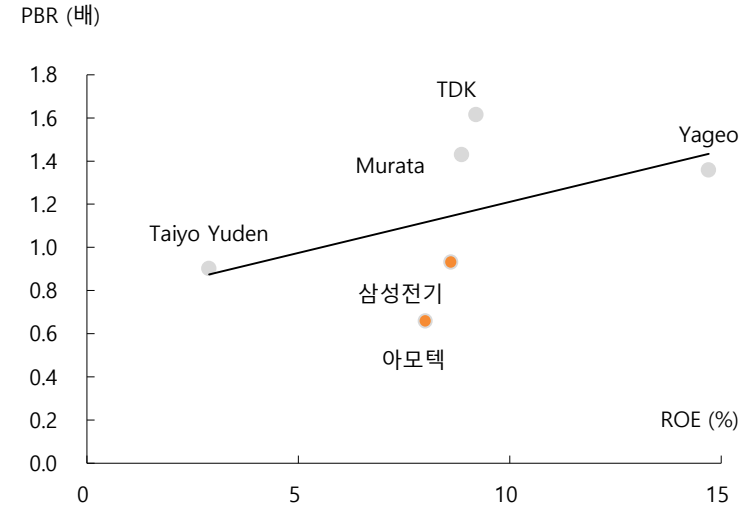
- 삼성전기와 아모텍은 해외 경쟁사들 대비 저평가 받고 있지만, 두 업체 모두 올해 전장용 MLCC를 중심으로 업계 평균을 상회하는 성장을 시현할 전망[그림101~103]
- ① 삼성전기의 전장용 MLCC 매출은 2023년 7,200억원, 2024년 9,700억원, 2025년 1.2조원으로 성장할 것이고, 이 경우 동사 전체 MLCC 매출에서 차지하는 비중은 각각 21%, 24%, 27%에 달할 전망. 특히 중화 EV향 중심으로 빠르게 성장
- ② 아모텍 역시 지난해 연말부터 중국 최대 EV 업체향 MLCC 양산을 재개하며 1Q25 턴어라운드 성공했으며, 2H25 중국 2위 전기차 업체향 MLCC에 대한 초도 양산을 시작할 계획

<그림102> 삼성전기의 전장용 MLCC 매출 추이: +20~30% 성장



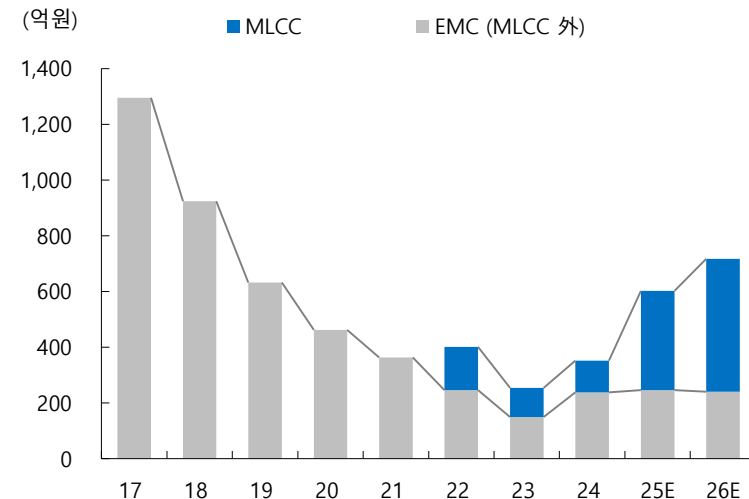
자료: 삼성전자, iM증권 리서치본부

<그림101> MLCC 업체의 '26년 ROE-PBR 비교: 국내 업체 저평가



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

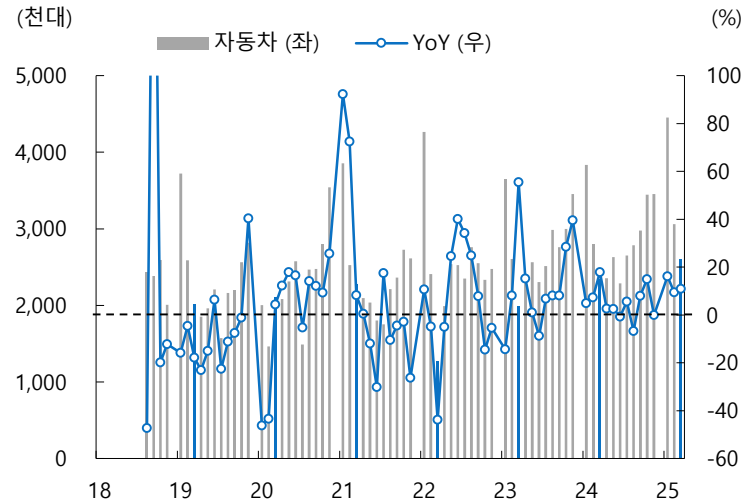
<그림103> 아모텍의 MLCC 매출 추이: 중국 EV 중심의 성장 시작



자료: 아모텍, iM증권 리서치본부

## (참고) 중국 EV 및 자율주행 관련 데이터; 최근 전장용 MLCC 수요 급증의 이유

&lt;그림104&gt; 4월 중국의 자동차 생산량은 +11% YoY 수준이었는데,



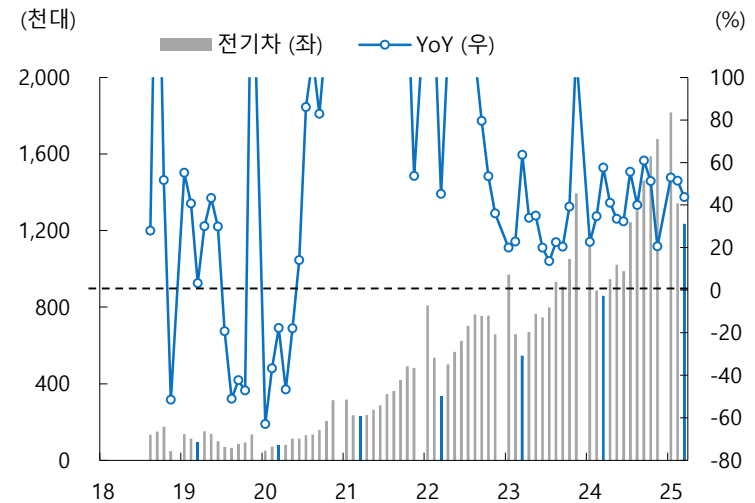
자료 : CEIC, iM증권 리서치본부

&lt;그림106&gt; BYD의 NOA 침투율은 '24년 1% → '25년 60% 전망

(단위: 만대)	L2/L2+ ADAS 탑재량	L2/L2+ ADAS 침투율 (%)	NOA 기능 포함 모델 판매량	NOA 침투율 (%)
BYD	152.3	42%	5.1	1%
Geely Auto	109.3	58%	2.2	1%
Chery Auto	57.6	45%	7.4	2%
Great Wall	56.6	39%	5	2%
Changan Auto	54.7	39%	2.8	6%
Li Auto	50.4	100%	50.4	100%
Seres	38.8	94%	36.6	88%
GAC Group	23.7	35%	2.6	2%
NIO	22.7	100%	20.6	91%
Xpeng	19.6	79%	12.1	71%
SAIC Motor	15.5	12%	0.9	2%
Dongfeng	14.3	40%	0.9	1%
Xiaomi	13.7	100%	-	-
BAIC Group	12	60%	0.8	4%

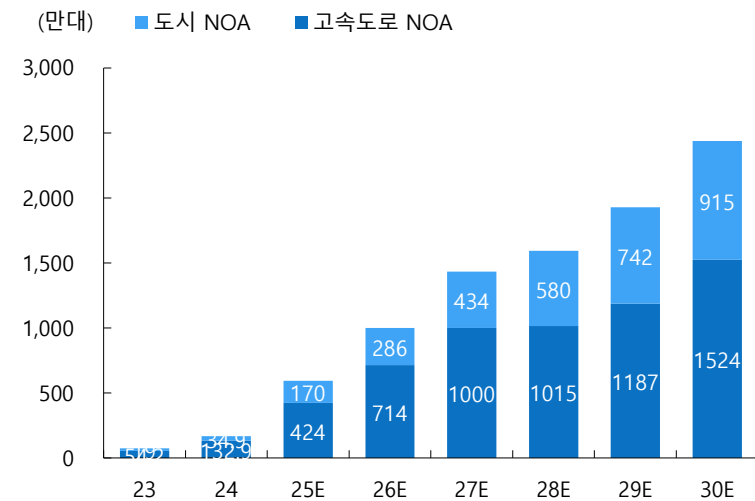
자료 : Gasgoo, iM증권 리서치본부

&lt;그림105&gt; 4월 중국의 전기차 생산량은 +44% YoY에 달했음



자료 : CEIC, iM증권 리서치본부

&lt;그림107&gt; 중국내 NOA 탑재 차량 급증 → ADAS용 MLCC 수요 ↑

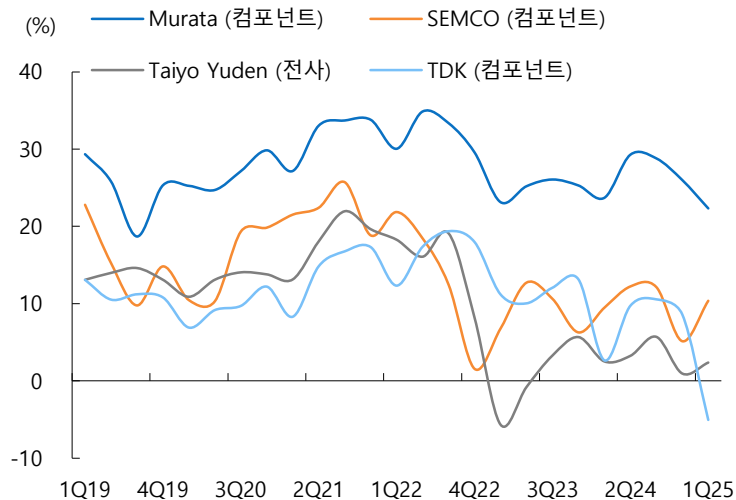


자료 : Gasgoo, iM증권 리서치본부

## MLCC: 잠재 위험은 경쟁에 따른 수익성 악화, 중국 업체의 위협

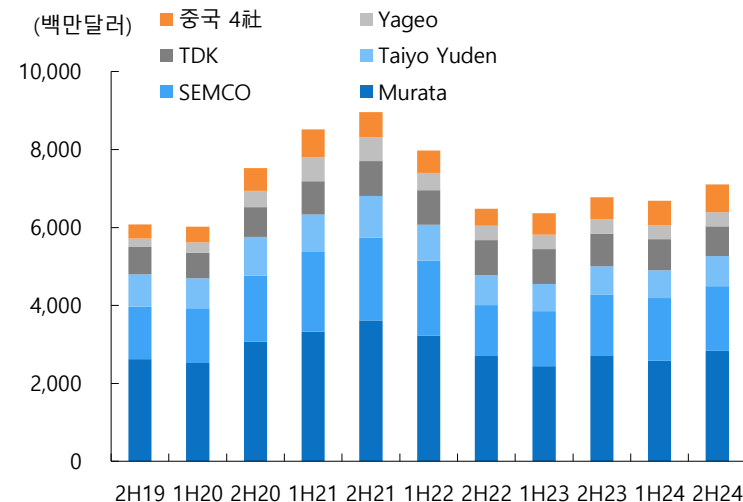
- ① IT 세트 수요 회복이 지연되면서 산업 내 경쟁이 심화되고 있으며, 이로 인해 대부분의 MLCC 업체들이 과거 대비 수익성이 하락하는 흐름을 보이고 있음[그림108]. 이러한 현상이 장기화될 가능성이 우려됨. 그나마 1위 업체 Murata만이 고수익 제품 중심의 포트폴리오를 기반으로 수익성을 방어하고 있으며, 삼성전기 또한 서버·전장 중심의 제품 믹스 개선 덕분에 수익성 하락 폭이 비교적 제한적인 모습
- ② Fenghua, ThreeCircle 등 중국 업체의 부상도 장기적으로는 위협 요인일 수 있음[링크]. 아직 기술력은 열위에 있으나, 세트 업체들 입장에서는 판가 인하 시 협상 카드로 활용되고 있는 상황임

<그림108> 주요 MLCC 업체의 OPM 추이: 경쟁 심화로 수익성 하락



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림109> 주요 MLCC 업체의 매출 추이: 중국 업체는 장기적 위협



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## (참고) 주요 중국 MLCC 업체들의 컨퍼런스콜 정리

&lt;그림110&gt; 주로 국산화, 제품 라인업 현황, R&amp;D 관련 질문이 주를 이루고 있음

기업명	날짜	세부내용
Fenghua	2025-04-28	<p>Q1. 최근 Yageo 등 폴리머 탄탈륨 커패시터 가격 인상 예고. 당사는? 시장 변동 면밀히 모니터링 중. 상황에 따라 제품 가격 적시 조정 계획</p> <p>Q2. Fenghua 특수부품(자회사) 군함 프로젝트 수주. Murata, TDK 대체 가능? 최근 CSSC항 프로젝트 수주. 당사 저항기, 커패시터는 "국가급 제조업 단일 품목 챔피언"으로 선정. 고온, 고수명 기술 토대로 핵심 부품 국산화 흐름에 기여할 것</p> <p>Q3. 국산화 관련 동향 업데이트? 저항기, 커패시터, 인덕터 등 다양한 어플리케이션에 광범위하게 적용 중. 최근 차량, 통신, AI 컴퓨팅, 에너지 저장, 드론 등 신항 분야 매출 성장 중이며 신규 고객 공급 확대 중</p> <p>Q4. 실적 성장 배경? 신항 시장 개척의 결과. 차량용 컴포넌트 66%, 통신 24%, 산업용 16% 증가('24년말 기준) AI 에너지 저장, 드론 시장 우량 고객 지속 유입</p> <p>Q5. R&amp;D 현황? 최근 자동차 등급 MLCC 소재부터 전 공정까지 자립화 달성. 드론용 초소용 인덕터 및 합금 저항기 출시</p> <p>Q6. '24년 생산 급증 관련 재고 리스크? 생산/판매 모두 사상 최대 기록(생산 9,756억개 +29.0%, 판매 9,648억개 +28.2%). 재고는 수요예측 기반 선대응 결과</p>
	2024-11-02	<p>Q1. R&amp;D 비용 증가 원인 및 R&amp;D 투자 성과 전망? 3Q24 YTD 1.65억 위안(317억원) 투자. 고급 제품 중심 R&amp;D 수행. 구체적으로 고신뢰성, 고용량, 고온, 고전압, 고정밀, 고주파 등 6개의 개발 방향. 적용처별로 AI 컴퓨팅, ESS, 전장 등 연구 목표</p> <p>Q2. 커패시터 및 레지스터 분야의 국가 정책 지원? "전자부품 산업 발전 계획(2021-2023)"과 "내수 확대 전략 계획 개요(2022-2035)"에서 일련의 산업 발전 목표, 인센티브 정책 및 보장을 공식화한 바 있음. 산업 내 업/다운스트림 공동 연구개발을 유도할 것</p> <p>Q3. 디스프로서(회로류) 수출금지에 따른 하이엔드 커패시터 국산화 영향? 당사는 고급 수동부품의 국내 대체 수요를 목표로 하고 제품 포트폴리오 재구성 및 고급 시장 확장에 중점. 올해 초부터 AI 컴퓨팅 파워, ESS, 드론 등 신규 응용처 분야 매출을 꾸준히 확대 중</p>
THREE-CIRCLE	2025-05-19	<p>Q1. 2024년 및 1Q25 실적 성장 요인? 컨슈머 제품, 차량, 광통신 등 주요 시장 회복세 및 수요 안정적 증가. 적극적 R&amp;D에 따른 당사 제품 사양 고도화 및 적용 분야 확장으로 주력 제품 수요 증가</p> <p>Q2. 향후 수익성 증대 견인 요인? 컨슈머 제품, 차량 수요 회복과 함께 스마트제조, 빅데이터 등 신규 응용 본격화에 따른 수혜 예상</p> <p>Q3. MLCC 제품 현황? 핵심 기술 단계적 돌파 중. 차량용, 산업용, 소비자용, 모바일용 등 다양한 시리즈 출시. 시리즈별 성능, 신뢰성 기준 차별화 대응 중. 핵심 경쟁력 향상으로 고객 점유율 안정적으로 증가</p> <p>Q4. 2025년 목표? 대규모 기술 혁신 및 생산능력 확장 지속, 전자부품 및 소재, 통신 부품의 R&amp;D 및 생산을 중점 육성</p> <p>Q5. 산업의 향후 전망? 전자부품의 산업 전반 내 활용도 증가. 특히 글로벌 AI 기술 발전에 따른 데이터 저장/처리, 컴퓨팅 인프라, 전송 네트워크 수요 급증.</p>
	2024-09-20	<p>Q1. 회사의 MLCC 경쟁 우위는 무엇인지? 2000년부터 누적된 공정 기술 및 생산에 대한 노하우. 소형, 고용량, 고신뢰성, 고전압, 고주파 라인업을 통해 포괄적인 제품 포트폴리오 구축함. 미세화, 유전체층 박층화, 다층화, 고정밀 장비 기술 등 확보할 것</p> <p>Q2. 하반기 경영 목표? MLCC R&amp;D 투자 지속, 제품 공정 기술 확보 목표. 신규 고객 발굴 통해 M/S 확대, 신규 어플리케이션 개발 추진</p> <p>Q3. R&amp;D 현황? 24년 상반기 R&amp;D 투자액은 2.6억위안(+13% YoY)으로 영업이익 7.6% 차지. 향후 투자방향은 1) 하이엔드 전자부품 개발 2) 고출력 고체산화물연료전지 열병합 발전 시스템 개발 3) 기타 연구프로젝트 등</p> <p>Q4. 상반기 연구소 건설 현황? 광둥성, 쓰촨성, 장쑤성에 연구소 설립, 연구개발시스템 적극 개선. 상반기에는 청두, 쑤저우 연구소 건설 가속화를 통해 거점 연구 개발 및 인재 센터 구축. 청두는 현재 운영 중이며 쑤저우도 성공적으로 마무리 될 것</p>
Fujian Torch	2024-11-15	<p>Q1. 자체 생산 세라믹커패시터의 민수용 매출은? 전년 대비 보합권</p> <p>Q2. 민수용 세라믹 커패시터 영업이익이 전체 세라믹 커패시터에서 차지하는 비중은? 세라믹 커패시터는 신에너지, 전기전자, 산업용 등 다양한 민간분야에 진출 중. 국산화 실현을 위한 노력과 동시에 고객기반 확장과 수출 채널 확장 노력 중. 다만 판매량이 크게 증가하려면 아직 시간이 필요</p>

자료 : iM증권 리서치본부

## 투자전략: 바벨전략

- 업종 내 주요 기업의 밸류에이션은 양극화. 투자자들은 확실한 것을 선순위로 취하고, 불확실한 것을 후순위로 두는 모습
- 전자는 견조한 실적이 증명되고 있는 AI 서버 및 네트워크 등 인프라, 후자는 관세로 인해 불확실성이 커지고 있는 전통 IT 세트
- 서버, 전장을 중심으로 사업 포트폴리오가 고도화되고 있음에도 스마트폰, PC 등 IT 세트에 대한 불확실성으로 크게 하락한 종목들에 관심
- 이들은 단기 실적 모멘텀이 떨어질 수 있으나 리스크-리턴 관점에서 좋은 투자 대상. 대표적으로 삼성전기, 대덕전자, 아모텍
- 한편, 어닝 시즌이 가까워질 수록 실적 모멘텀이 재부각 받을 가능성이 높다는 측면에서는 AI 인프라 노출도가 높은 이수페타시스(비커버리지) 관심

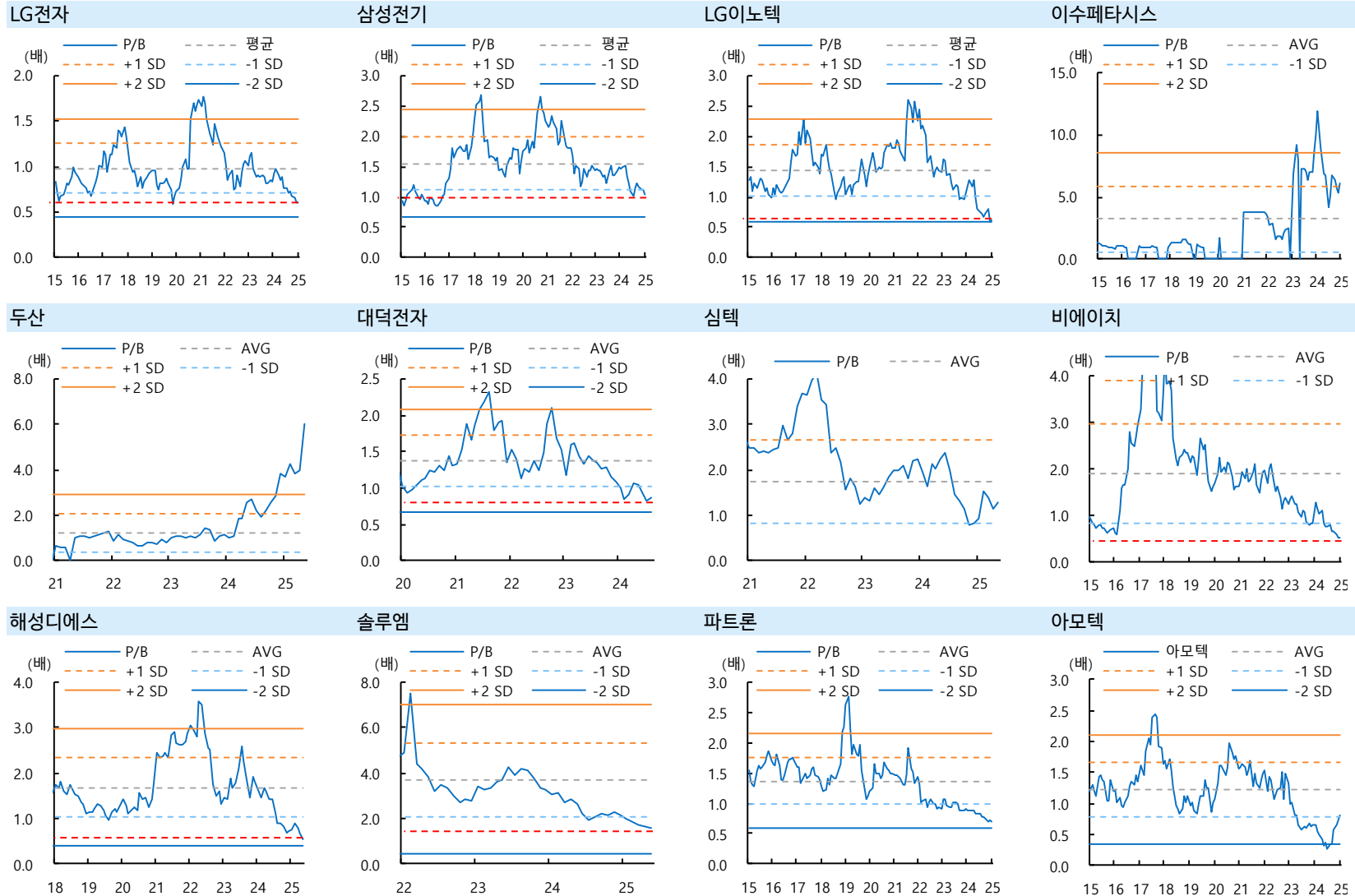
<그림111> 관심종목 투자포인트 정리

종목명	시총(십억원)	TP(원)	업사이드(%)	투자 포인트
삼성전기	9,262	180,000	45.2	① 중화 EV 중심의 MLCC는 26년까지 가파르게 성장할 전망 ② 올해부터 AI 가속기향 FC-BGA 매출 본격화
대덕전자	754	21,000	37.6	① 3Q25 자율주행 향 FC-BGA 양산을 통한 턴어라운드 ② AMD향 MLB 대량 양산 개시. MLB 매출 '25년 2,000억원 → '26년 3,500억원
아모텍	126	12,000	38.7	① BYD 및 지리자동차향 전장용 MLCC 매출 발생으로 8년만에 연간 기준 턴어라운드 ② 주력 사업인 BLDC 모터 매출 CAGR +15% 성장
이수페타시스	3,021	NR	-	① 18층 이상 고다층 MLB 시장 CAGR +20%대 성장 ② 고마진 스위치 수주 확대를 통해 제품 믹스 개선 지속

자료 : iM증권 리서치본부

## 투자전략: 전기전자 주요 종목 P/B 추이

<그림112> 레거시 IT에 대한 비중이 있는 업체와, AI 인프라 비중이 높은 업체 간 온도 차가 반영되어 있음



자료 : Dataguide, iM증권 리서치본부



## [기업분석]

LG전자 (066570) / BUY / 100,000원 (유지)

삼성전기 (009150) / BUY / 180,000원 (유지)

LG이노텍 (011070) / BUY / 225,000원 (유지)

대덕전자 (353200) / BUY / 21,000원 (유지)

솔루엠 (248070) / BUY / 23,000원 (유지)

아모텍 (052710) / BUY / 12,000원 (유지)

Ibiden (4062 JP) / Not Rated

Gold Circuit Electronics (2368 TW) / Not Rated

## LG전자(066570)

## 촉매를 기다린다

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(유지)
증가(2025.06.02)	70,800원
상승여력	41.2 %

## Stock Indicator

자본금	904십억원
발행주식수	16,365만주
시가총액	11,635십억원
외국인지분율	29.7%
52주 주가	64,700~113,900원
60일평균거래량	472,387주
60일평균거래대금	35.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	-9.9	-20.7	-33.1
상대수익률	-5.9	-16.4	-30.6	-35.5



## [투자포인트]

- 동사 주가 하락의 요인은 복합적이다. 관세 우려로 수요 불확실성이 커진 가운데, TV 부문은 산업 내 경쟁이 치열해지고 LCD 패널에 대한 원가 통제도 어려워졌다. LG마그나는 전기차 수요 둔화로 실적 전망이 악화되었고, 지분법 대상인 LGD의 이익 변동성도 고질적인 디스카운트 요인이다.
- 동사 시가총액은 사업 재편 이전 H&A 본부만으로 정당화할 수 있는 수준이다. H&A 본부 기준 '25년 EBTIDA는 3.3조원으로 추정되며, Whirlpool의 EV/EBITDA 배수 7.9배를 적용하면 무려 26조원의 기업가치가 산출되며, 보수적으로 Electrolux의 4.7배를 목표로 해도 16조원에 달한다(vs. 현재 시총 12조원). 사업 재편 이후 독립된 ES 본부에 더 높은 멀티플을 적용할 수 있다는 점을 감안하면, 동사 주가는 더욱 저평가된 것으로 볼 수 있다.
- 가전은 지난 5년간 연평균 +10%의 외형 성장을 달성했다. 일반적으로 가전 산업의 성장률을 글로벌 GDP 성장률에 견주는 것 대비 두드러지는 실적이다. 이는 프리미엄 전략과 볼륨존 확대에 따른 점유율 상승 덕분이다. 영업이익률은 신가전이 고성장을 구가하던 2020년 이전 대비 낮아졌으나, 수요 둔화 및 물류비 상승 등 매크로 역풍에도 6~7% 수준을 방어하고 있다. 회사는 수익성 높은 구독가전 확대를 통한 개선을 기대하고 있다.
- 전반적으로 단기 촉매가 부재하지만, 수익성 우려가 집중된 사업 부문의 회복, 혹은 신설 ES 본부의 서프라이즈(수주 or 실적) 등이 수반된다면, 낮은 밸류에이션이 부각될 수 있을 것으로 판단된다. 신정부의 정책 방향에 따라 냉각슬루션, ASIC 설계 역량, 양자컴퓨팅 등이 부각 받을 가능성에도 주목한다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	87,728	90,728	96,215	99,101
영업이익(십억원)	3,420	3,172	3,616	3,941
순이익(십억원)	368	1,425	1,666	1,797
EPS(원)	2,032	7,878	9,211	9,935
BPS(원)	116,100	121,950	128,953	136,680
PER(배)	41.1	9.0	7.7	7.2
PBR(배)	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE(%)	1.8	6.6	7.3	7.5
배당수익률(%)	0.6	3.2	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	2.9	2.0	1.8	1.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

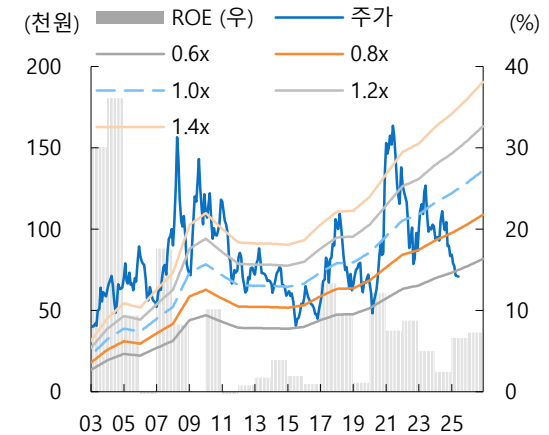
## LG전자(066570)

LG전자 연결기준 영업실적 추이 및 전망											
(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	6,129	6,416	6,282	5,978	6,697	6,808	6,496	6,055	24,806	26,056	27,275
HS 영업이익	587	429	355	-69	645	467	383	5	1,301	1,500	1,447
OPM	9.6%	6.7%	5.6%	-1.2%	9.6%	6.9%	5.9%	0.1%	5.2%	5.8%	5.3%
매출액	5,061	5,077	5,139	5,613	4,950	4,775	5,156	5,862	20,889	20,743	21,247
MS 영업이익	181	127	11	-50	5	-10	-34	-46	268	-85	-8
OPM	3.6%	2.5%	0.2%	-0.9%	0.1%	-0.2%	-0.7%	-0.8%	1.3%	-0.4%	0.0%
매출액	2,662	2,692	2,611	2,655	2,843	2,839	2,839	2,944	10,621	11,464	12,218
VS 영업이익	52	83	1	-20	125	57	60	53	116	295	362
OPM	1.9%	3.1%	0.0%	-0.7%	4.4%	2.0%	2.1%	1.8%	1.1%	2.6%	3.0%
매출액	2,589	2,536	2,144	1,552	3,054	2,774	2,298	1,645	8,821	9,771	10,669
ES 영업이익	336	249	156	-66	407	259	181	-40	675	806	966
OPM	13.0%	9.8%	7.3%	-4.2%	13.3%	9.3%	7.9%	-2.4%	7.7%	8.2%	9.1%
매출액	490	616	506	516	365	493	566	602	2,128	2,026	2,083
독립/기타 영업이익	3	158	97	91	-47	17	40	44	349	54	165
OPM	0.6%	25.6%	19.2%	17.6%	-13%	3.4%	7.0%	7.4%	16.4%	2.7%	7.9%
매출액	16,931	17,337	16,682	16,314	17,910	17,689	17,354	17,108	67,264	70,060	73,492
합계 (LGIT제외) 영업이익	1,158	1,045	620	-114	1,134	790	631	16	2,709	2,570	2,932
OPM	6.8%	6.0%	3.7%	-0.7%	6.3%	4.5%	3.6%	0.1%	4.0%	3.7%	4.0%
매출액	4,165	4,358	5,494	6,447	4,830	3,797	5,808	6,233	20,464	20,668	22,723
LGIT 영업이익	178	152	132	249	125	56	182	239	711	602	684
OPM	4.3%	3.5%	2.4%	3.9%	2.6%	1.5%	3.1%	3.8%	3.5%	2.9%	3.0%
매출액	21,096	21,694	22,176	22,762	22,740	21,485	23,162	23,341	87,728	90,728	96,215
전사합계 영업이익	1,335	1,197	752	136	1,259	845	813	255	3,420	3,172	3,616
OPM	6.3%	5.5%	3.4%	0.6%	5.5%	3.9%	3.5%	1.1%	3.9%	3.5%	3.8%

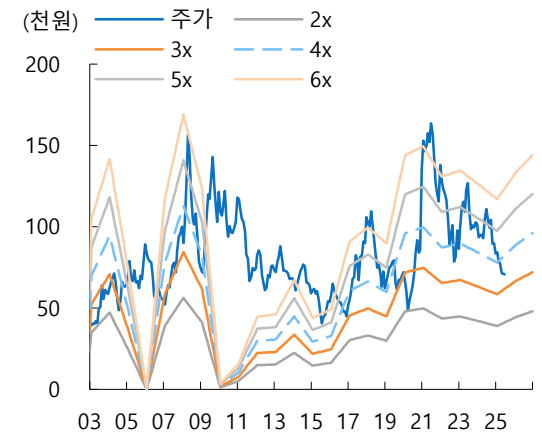
자료: iM증권

## LG전자 밸류에이션 밴드

12개월 선행 PBR Band



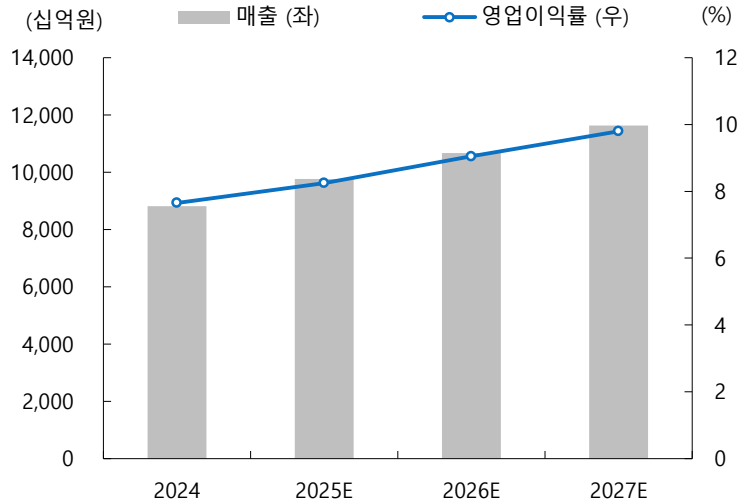
12개월 선행 POR Band



자료: Dataguide, iM증권

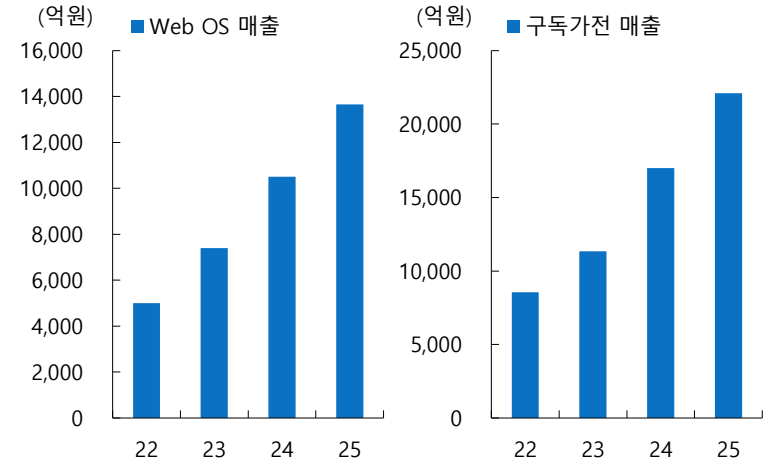
## Key Charts

&lt;그림1&gt; LG전자 ES본부 매출, 영업이익률 전망



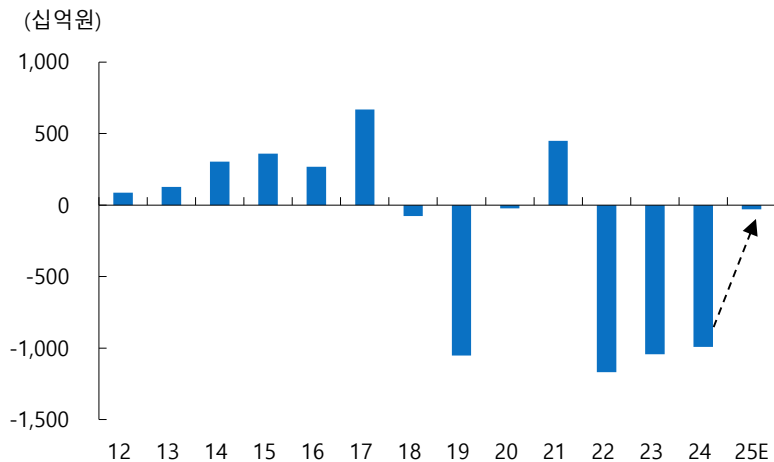
자료 : LG전자, iM증권 리서치본부

&lt;그림2&gt; webOS, 구독가전 매출 추이 및 전망



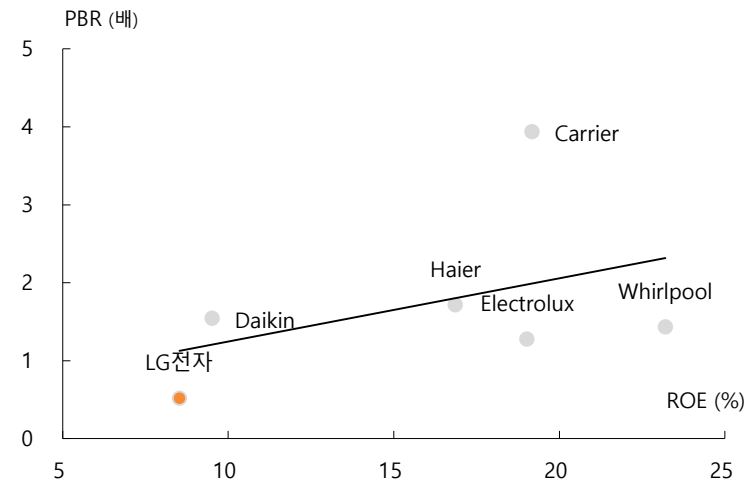
자료 : LG전자, iM증권 리서치본부

&lt;그림3&gt; LG전자 지분법 손익 추이 및 전망



자료 : LG전자, iM증권 리서치본부

&lt;그림4&gt; 주요 가전, 공조 업체의 2026년 기준 ROE-PBR 매트릭스



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		33,924	33,859	34,235	34,637
현금 및 현금성자산		7,573	7,471	6,386	5,952
단기금융자산		821	846	871	897
매출채권		13,584	13,126	13,784	14,130
재고자산		10,729	11,096	11,767	12,120
비유동자산		31,706	31,342	32,340	33,509
유형자산		17,075	17,104	17,313	17,365
무형자산		3,519	3,493	3,605	3,692
자산총계		65,630	65,201	66,575	68,146
유동부채		27,307	27,911	28,646	29,009
매입채무		9,885	10,887	11,546	11,892
단기차입금		564	395	316	253
유동성장기부채		2,325	1,647	1,342	1,118
비유동부채		13,110	10,253	8,729	7,572
사채		6,380	4,466	3,126	2,188
장기차입금		4,713	3,771	3,582	3,403
부채총계		40,418	38,164	37,375	36,581
지배주주지분		20,995	22,053	23,319	24,716
자본금		904	904	904	904
자본잉여금		2,970	2,970	2,970	2,970
이익잉여금		16,353	17,362	18,579	19,928
기타자본항목		768	816	865	914
비지배주주지분		4,217	4,984	5,881	6,848
자본총계		25,212	27,037	29,200	31,565

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		3,843	10,028	8,755	9,131
당기순이익		591	2,192	2,563	2,764
유형자산감가상각비		2,993	2,976	2,962	2,988
무형자산상각비		541	672	665	686
지분법관련손실(이익)		-992	-30	134	150
투자활동 현금흐름		-4,212	-4,124	-4,422	-4,289
유형자산의 처분(취득)		-2,315	-3,005	-3,171	-3,040
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-75	-615	-616	-617
재무활동 현금흐름		-705	-4,489	-2,933	-2,456
단기금융부채의증감		-	-847	-385	-287
장기금융부채의증감		216	-2,857	-1,528	-1,117
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-23	-23	-23	-23
현금및현금성자산의증감		-915	-102	-1,085	-434
기초현금및현금성자산		8,488	7,573	7,471	6,386
기말현금및현금성자산		7,573	7,471	6,386	5,952

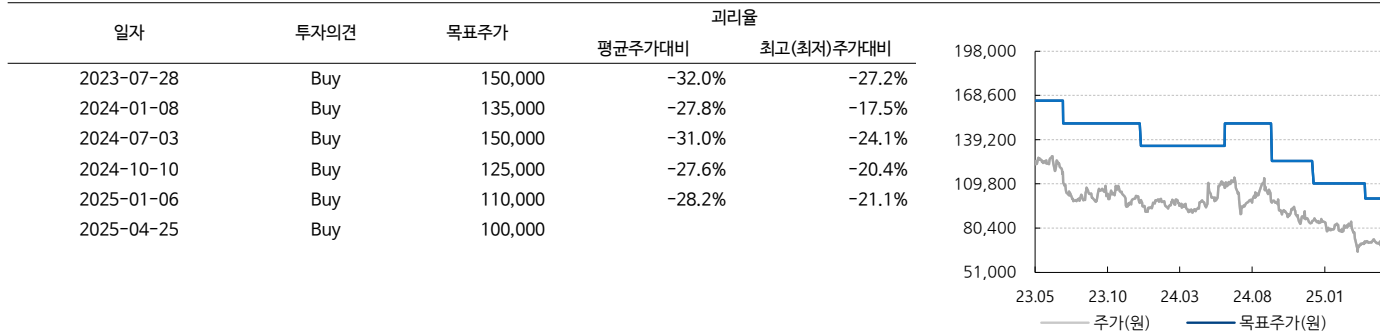
자료 : LG전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		87,728	90,728	96,215	99,101
증가율(%)		6.6	3.4	6.0	3.0
매출원가		66,349	69,249	73,277	75,255
매출총이익		21,379	21,478	22,938	23,846
판매비와관리비		17,960	18,306	19,321	19,905
연구개발비		2,687	2,779	2,947	3,036
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		3,420	3,172	3,616	3,941
증가율(%)		-6.4	-7.2	14.0	9.0
영업이익률(%)		3.9	3.5	3.8	4.0
이자수익		500	496	433	408
이자비용		571	575	477	405
지분법이익(손실)		-992	-30	134	150
기타영업외손익		-1,127	-71	-148	-97
세전계속사업이익		1,336	3,139	3,705	4,144
법인세비용		463	947	1,142	1,380
세전계속이익률(%)		1.5	3.5	3.9	4.2
당기순이익		591	2,192	2,563	2,764
순이익률(%)		0.7	2.4	2.7	2.8
지배주주귀속 순이익		368	1,425	1,666	1,797
기타포괄이익		1,476	49	49	49
총포괄이익		2,068	2,240	2,611	2,813
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		2,032	7,878	9,211	9,935
BPS		116,100	121,950	128,953	136,680
CFPS		21,574	28,053	29,269	30,255
DPS		1,500	2,303	2,484	2,484
Valuation(배)					
PER		41.1	9.0	7.7	7.2
PBR		0.7	0.6	0.6	0.5
PCR		3.9	2.5	2.4	2.4
EV/EBITDA		2.9	2.0	1.8	1.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		1.8	6.6	7.3	7.5
EBITDA이익률		7.9	7.5	7.5	7.7
부채비율		160.3	141.2	128.0	115.9
순부채비율		22.2	7.3	3.8	0.4
매출채권회전율(x)		7.1	6.8	7.2	7.1
재고자산회전율(x)		8.8	8.3	8.4	8.3

LG전자 투자의견 및 목표주가 변동후이

**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

**[투자의견]**

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

**[투자비용등급공시 2025-03-31 기준]**

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## 삼성전기(009150)

## 불확실성의 파고를 넘어

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원(유지)
증가(2025.06.02)	120,800원
상승여력	49.0 %

## Stock Indicator

자본금	388십억원
발행주식수	7,469만주
시가총액	9,023십억원
외국인지분율	32.2%
52주 주가	105,600~172,700원
60일평균거래량	260,422주
60일평균거래대금	32.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.8	-9.5	13.1	-22.0
상대수익률	-1.7	-16.0	3.3	-24.3



## [투자포인트]

- 스마트폰, PC 등 IT 세트 수요에 대한 불확실성이 동사 밸류에이션을 제한하고 있다. 특히 Murata의 보수적인 연간 가이드런스 제시 이후 MLCC 업황에 대한 투자심리가 훼손되었다. 다만 동사는 전장, AI 서버를 중심 축으로 사업 포트폴리오를 착실히 재편 중이다. 전장 및 서버 관련 적용처가 전사 매출에서 차지하는 비중은 '22년 19% → '24년 26% → '26년 35%로 확대될 전망이다. 관세와 수요 불확실성의 파고를 넘으면 성장이 보일 것이다.
- ① 완성차 업체들의 자율주행 고도화 전략의 수혜를 받고 있다. 전장용 MLCC 매출은 21~24년 연평균 +21%의 성장을 시현했고, 24~27년 연평균 +16%의 견조한 성장을 이어갈 전망이다. 이에 따라 전체 MLCC 매출에서 전장이 차지하는 비중은 '21년 8.5% → '24년 24% → '27년 30%에 달할 것으로 추정된다. 이외로, 올해 카메라모듈 매출의 15~20%, FC-BGA 매출의 20%가 각각 전장용 적용처에서 창출될 전망이다.
- ② AI 서버도 기회요인이다. 서버용 MLCC 시장에서 동사의 점유율은 40%에 육박하는 것으로 파악된다. 반도체 기판도 기대되는데, 올해 FC-BGA 매출의 36%가 서버에서 창출될 전망이다. 특히 2Q25부터 CSP의 ASIC형 FC-BGA 양산이 시작되며, 2H25 및 '26년에 추가 고객사향 양산도 계획되어 있다. FC-BGA 시장은 공급 과잉이나, AI 서버 관련된 적용처에 한해서는 '26년까지 주문 가시성이 확보되어 있는 것으로 볼 수 있다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	10,294	11,031	11,750	12,455
영업이익(십억원)	735	865	1,051	1,182
순이익(십억원)	679	664	832	961
EPS(원)	8,752	8,561	10,725	12,385
BPS(원)	113,261	121,940	132,459	144,639
PER(배)	14.1	14.3	11.4	9.9
PBR(배)	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	8.2	7.3	8.4	8.9
배당수익률(%)	1.5	1.8	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	5.7	4.4	3.7	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 삼성전기(009150)

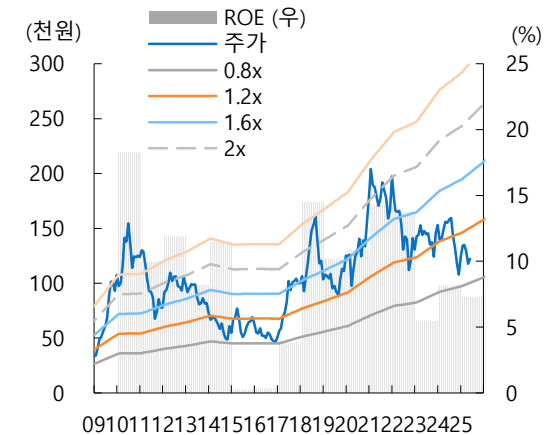
삼성전기 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액												
광학통신	1,173	921	860	861	1,023	910	971	848	3,289	3,815	3,753	3,801
YoY	46.9%	18.6%	4.2%	-3.1%	-12.8%	-1.1%	13.0%	-1.5%	2.7%	16.0%	-1.6%	1.3%
컴포넌트	1,023	1,160	1,197	1,082	1,216	1,290	1,321	1,222	3,903	4,462	5,049	5,486
YoY	23.9%	15.3%	9.2%	10.9%	18.9%	11.2%	10.4%	13.0%	-5.5%	14.3%	13.2%	8.7%
패키지	428	499	558	549	499	560	600	570	1,717	2,035	2,228	2,463
YoY	7.6%	14.1%	27.0%	24.1%	16.6%	12.2%	7.4%	3.7%	-17.8%	18.5%	9.5%	10.6%
전사합계	2,624	2,580	2,597	2,492	2,739	2,760	2,892	2,640	8,892	10,294	11,031	11,750
YoY	29.8%	16.2%	10.0%	8.9%	4.4%	7.0%	11.4%	5.9%	-5.6%	15.8%	7.2%	6.5%
영업이익												
광학통신	63	25	34	17	44	22	35	19	101	138	121	123
OPM	5.3%	2.7%	3.9%	1.9%	4.3%	2.4%	3.6%	2.2%	3.1%	3.6%	3.2%	3.2%
컴포넌트	97	142	145	56	134	158	172	112	362	440	576	685
OPM	9.5%	12.2%	12.1%	5.1%	11.0%	12.3%	13.0%	9.2%	9.3%	9.9%	11.4%	12.5%
패키지	21	42	52	43	23	37	60	48	177	158	168	243
OPM	4.8%	8.3%	9.4%	7.8%	4.6%	6.7%	10.1%	8.4%	10.3%	7.7%	7.6%	9.9%
전사합계	180	208	232	115	201	218	267	179	639	735	865	1,051
OPM	6.9%	8.1%	8.9%	4.6%	7.3%	7.9%	9.2%	6.8%	7.2%	7.1%	7.8%	8.9%

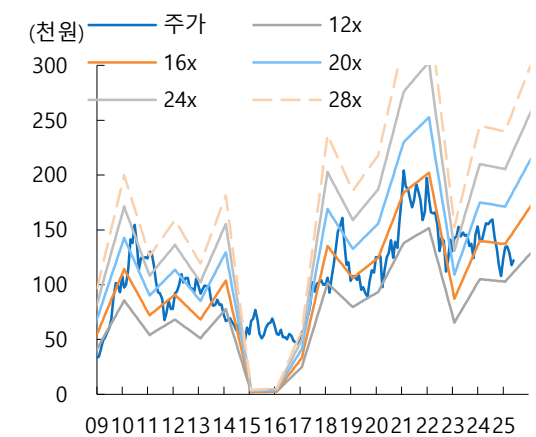
자료: iM증권

삼성전기 밸류에이션 밴드

12개월 Fwd. PBR Band



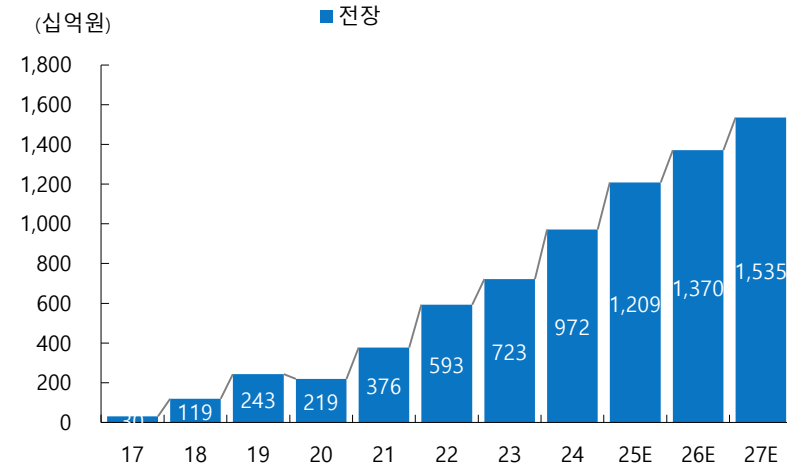
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

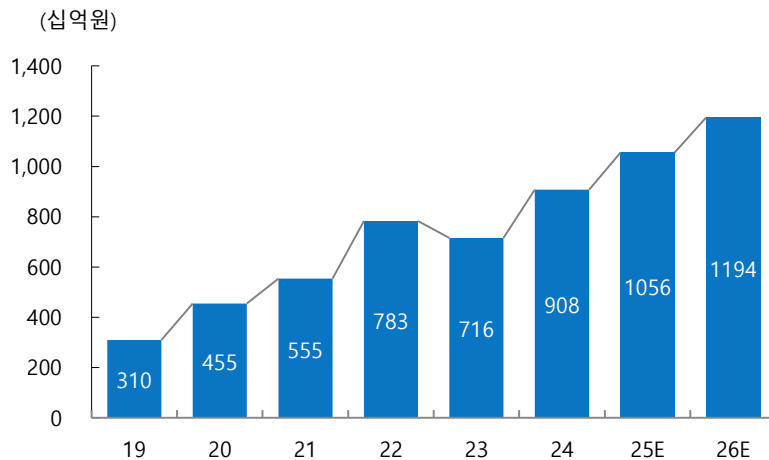
## Key Charts

<그림1> 삼성전기의 전장용 MLCC 매출 추이 및 전망



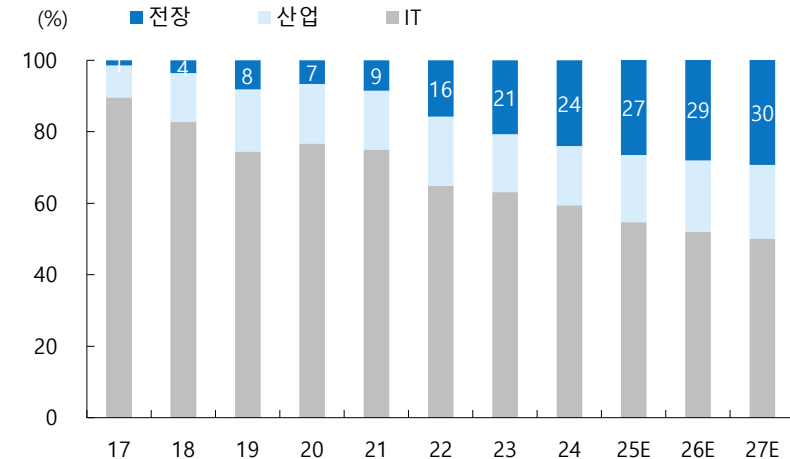
자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림3> 삼성전기의 FC-BGA 매출 추이 및 전망



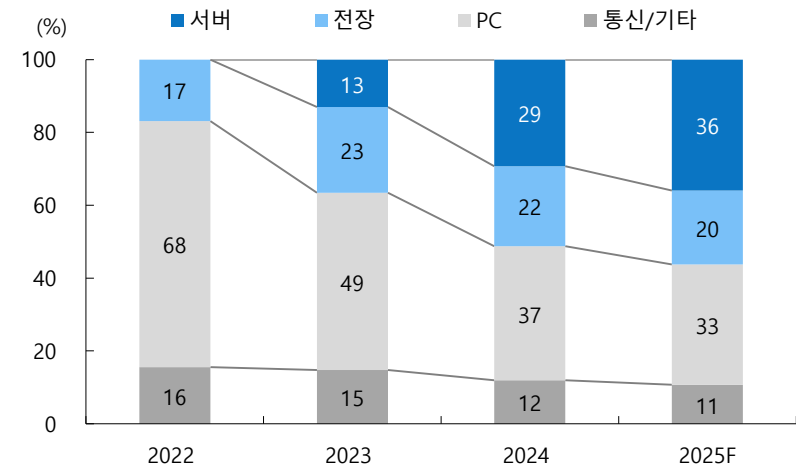
자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림2> 삼성전기의 적용처별 MLCC 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

<그림4> 삼성전기의 적용처별 FC-BGA 매출 비중 추이 및 전망



자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		5,892	6,393	7,034	7,787
현금 및 현금성자산		2,013	2,244	2,621	3,115
단기금융자산		14	15	15	16
매출채권		1,492	1,598	1,702	1,805
재고자산		2,251	2,412	2,569	2,723
비유동자산		6,901	6,904	6,957	6,988
유형자산		5,933	5,928	5,975	6,011
무형자산		146	155	162	158
자산총계		12,792	13,297	13,991	14,776
유동부채		3,057	2,865	2,713	2,518
매입채무		502	552	588	623
단기차입금		1,314	1,051	841	589
유동성장기부채		266	266	266	266
비유동부채		720	720	720	720
사채		-	-	-	-
장기차입금		-	-	-	-
부채총계		3,777	3,585	3,432	3,238
지배주주지분		8,789	9,463	10,279	11,224
자본금		388	388	388	388
자본잉여금		1,054	1,054	1,054	1,054
이익잉여금		6,490	6,992	7,638	8,411
기타자본항목		857	1,029	1,200	1,371
비지배주주지분		227	250	280	314
자본총계		9,016	9,713	10,559	11,538

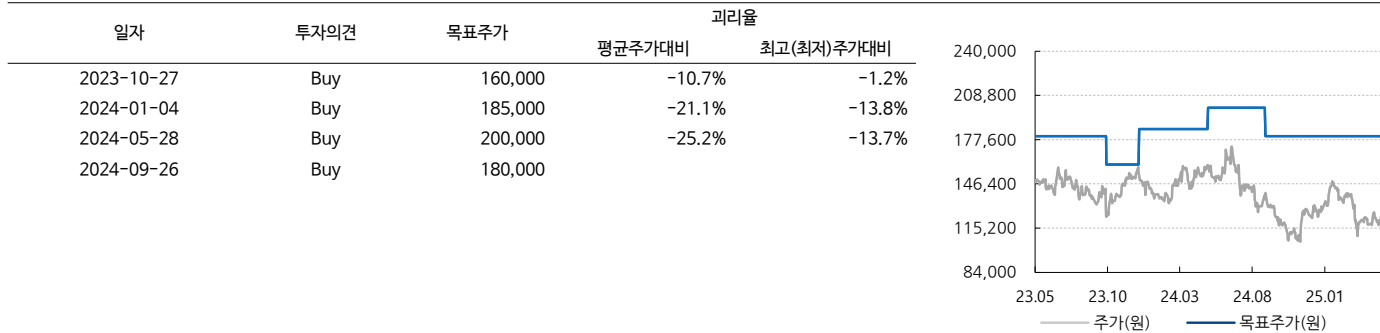
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,430	1,594	1,764	1,940
당기순이익		703	688	862	995
유형자산감가상각비		790	955	954	964
무형자산상각비		50	48	51	54
지분법관련손실(이익)		-1	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름		-806	-913	-964	-955
유형자산의 처분(취득)		-772	-950	-1,000	-1,000
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-123	-	-	-
재무활동 현금흐름		-309	-523	-496	-563
단기금융부채의증감		-105	-263	-210	-252
장기금융부채의증감		8	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		344	231	377	494
기초현금및현금성자산		1,669	2,013	2,244	2,621
기말현금및현금성자산		2,013	2,244	2,621	3,115

자료 : 삼성전기, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		10,294	11,031	11,750	12,455
증가율(%)		15.8	7.2	6.5	6.0
매출원가		8,335	8,869	9,318	9,756
매출총이익		1,959	2,162	2,432	2,699
판매비와관리비		1,224	1,297	1,381	1,517
연구개발비		580	622	662	702
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		735	865	1,051	1,182
증가율(%)		11.3	17.7	21.5	12.5
영업이익률(%)		7.1	7.8	8.9	9.5
이자수익		72	80	94	111
이자비용		73	61	52	40
지분법이익(손실)		-1	-1	-1	-1
기타영업외손익		64	-59	-59	-59
세전계속사업이익		797	825	1,033	1,193
법인세비용		132	137	172	198
세전계속이익률(%)		7.7	7.5	8.8	9.6
당기순이익		703	688	862	995
순이익률(%)		6.8	6.2	7.3	8.0
지배주주귀속 순이익		679	664	832	961
기타포괄이익		371	171	171	171
총포괄이익		1,074	859	1,033	1,166
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		8,752	8,561	10,725	12,385
BPS		113,261	121,940	132,459	144,639
CFPS		19,579	21,488	23,679	25,499
DPS		1,800	2,145	2,477	2,477
Valuation(배)					
PER		14.1	14.3	11.4	9.9
PBR		1.1	1.0	0.9	0.8
PCR		6.3	5.7	5.2	4.8
EV/EBITDA		5.7	4.4	3.7	3.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.2	7.3	8.4	8.9
EBITDA이익률		15.3	16.9	17.5	17.7
부채비율		41.9	36.9	32.5	28.1
순부채비율		-5.0	-9.7	-14.5	-19.7
매출채권회전율(x)		7.5	7.1	7.1	7.1
재고자산회전율(x)		4.7	4.7	4.7	4.7

## 삼성전기 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

## [투자 비율 등급 공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중 확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중 축소)

## LG이노텍(011070)

### 코인 실타래가 풀리면

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	225,000원(유지)
증가(2025.06.02)	142,300원
상승여력	58.1 %

#### Stock Indicator

자본금	118십억원
발행주식수	2,367만주
시가총액	3,368십억원
외국인지분율	23.4%
52주 주가	122,000~302,000원
60일평균거래량	162,332주
60일평균거래대금	24.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	-11.1	-12.3	-41.4
상대수익률	-2.8	-17.8	-21.8	-42.8



#### [투자포인트]

- 공급망 내 중국 업체와의 경쟁 심화, 관세로 인한 하반기 수요 둔화 우려, AI 경쟁에 뒤처지고 있는 고객사 등은 동사 밸류에이션 하락의 함수다. 반대로 이야기하면, 각 요소의 실타래가 풀리면 밸류에이션 회복이 나타날 수 있다는 의미이기도 하다.
- ① 만약 원산지 규정이 강화되는 등 미-중 갈등이 격화되거나, 고객사가 중국산 컴포넌트에 대한 비중을 제한 할 경우 동사를 포함한 국내 부품 업체에게 기회일 수 있다. 현재 iPhone 부품의 적게는 30%에서 많게는 50% 이상이 중국에서 생산되고 있기 때문이다. 동사의 경쟁사도 중국 업체인 Cowell이다. 아직은 기대감 수준이지만, 현실화 된다면 공급망 내 경쟁심화로 인해 훼손된 밸류에이션이 회복될 수 있다.
- ② Bloomberg에 따르면, Apple이 자체 LLM을 외부 개발자에게 개방할 가능성이 제기 되고 있다. Apple의 폐쇄성을 감안하면 이례적인 소식이다. AI 경쟁에서 뒤처지고 있다는 위기 의식과, 디바이스에 최적화된 AI 개발 생태계를 확대하고자 하는 의도가 반영된 것으로 보인다. WWDC에서 이와 관련된 회사의 공식적인 발표가 있기를 기대한다. 고객사에 대한 우려 완화는 곧 동사에 대한 우려 완화로 작용할 수 있다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	21,201	21,429	22,909	23,596
영업이익(십억원)	706	613	690	737
순이익(십억원)	449	425	509	561
EPS(원)	18,983	17,943	21,498	23,712
BPS(원)	226,215	245,101	267,320	291,753
PER(배)	8.5	7.9	6.6	6.0
PBR(배)	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	8.9	7.6	8.4	8.5
배당수익률(%)	1.3	1.5	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	2.6	2.2	1.8	1.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## LG이노텍(011070)

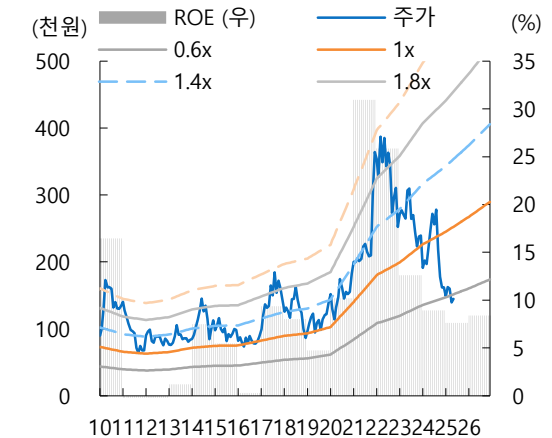
LG이노텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액											
광학솔루션	3,514	3,680	4,837	5,769	4,138	3,116	5,107	5,487	17,800	17,848	19,082
%YoY	-0.9%	19.4%	23.8%	-14.6%	17.8%	-15.3%	5.6%	-4.9%	3.0%	0.3%	6.9%
기판소재	328	378	370	383	377	416	419	421	1,460	1,633	1,757
%YoY	-0.6%	12.7%	12.6%	17.0%	14.8%	10.1%	13.0%	9.8%	10.4%	11.8%	7.6%
전장부품	491	497	478	475	468	479	503	498	1,941	1,948	2,069
%YoY	-2.0%	1.4%	-9.5%	0.1%	-4.8%	-3.6%	5.3%	5.0%	-2.6%	0.4%	6.2%
전사합계	4,334	4,555	5,685	6,627	4,983	4,011	6,029	6,406	21,201	21,429	22,909
%YoY	-1.0%	16.6%	19.3%	-12.3%	15.0%	-11.9%	6.0%	-3.3%	2.9%	1.1%	6.9%
영업이익											
광학솔루션	152	103	114	228	73	-3	126	191	597	387	422
OPM	4.3%	2.8%	2.4%	4.0%	1.8%	-0.1%	2.5%	3.5%	3.4%	2.2%	2.2%
기판소재	10	27	12	22	29	42	36	26	71	133	149
OPM	2.9%	7.2%	3.2%	5.8%	7.6%	10.1%	8.6%	6.2%	4.8%	8.1%	8.5%
전장부품	15	22	14	4	23	25	26	19	54	93	118
OPM	3.0%	4.4%	2.9%	0.7%	4.9%	5.2%	5.2%	3.8%	2.8%	4.8%	5.7%
전사합계	176	152	130	248	125	64	188	236	706	613	690
OPM	4.1%	3.3%	2.3%	3.7%	2.5%	1.6%	3.1%	3.7%	3.3%	2.9%	3.0%

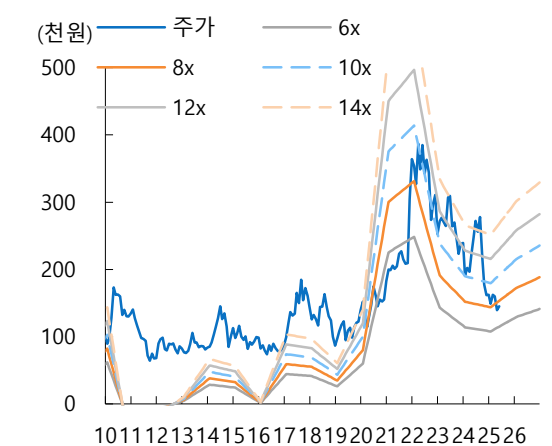
자료: iM증권

LG이노텍 밸류에이션 밴드

12개월 Fwd. PBR Band



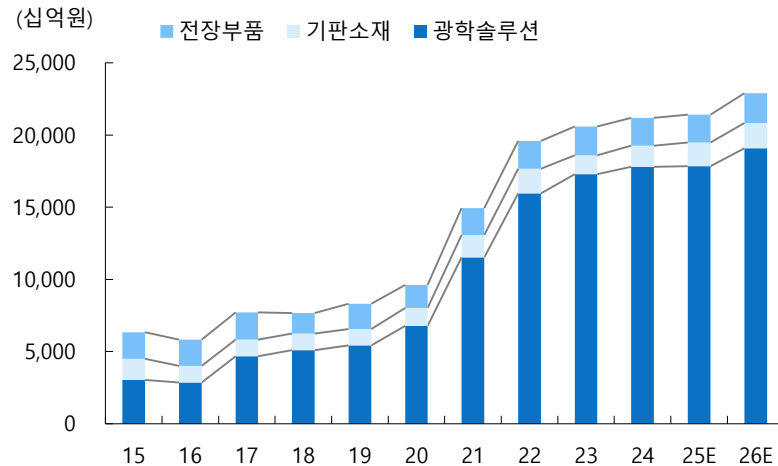
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

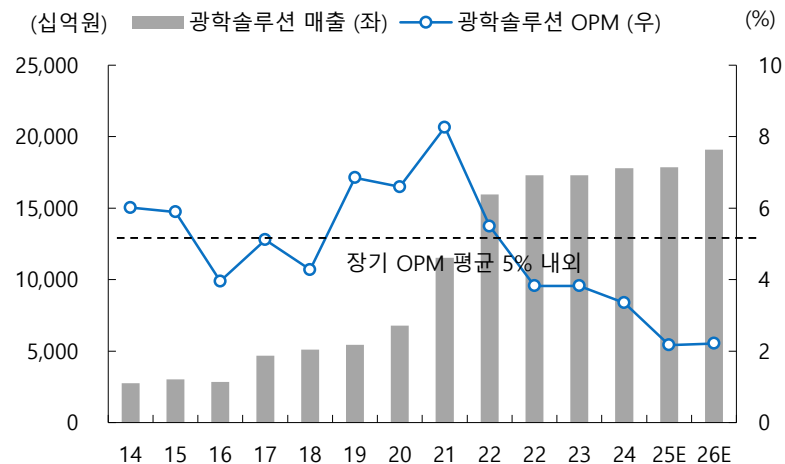
## Key Charts

<그림1> LG이노텍 부문별 매출 추이 및 전망



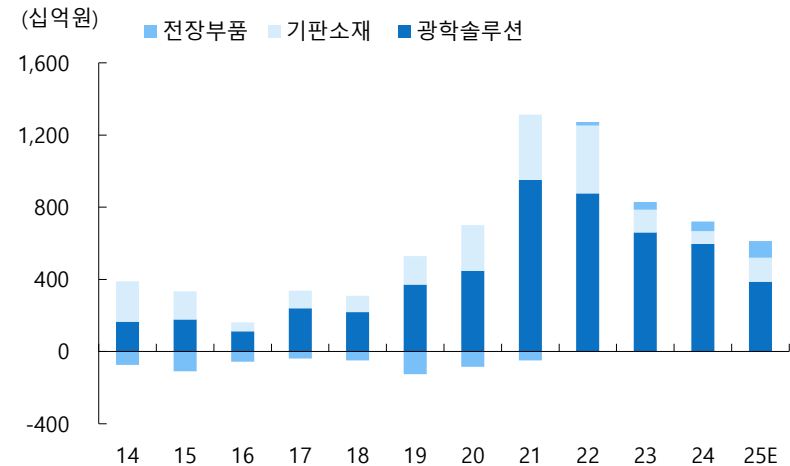
자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림3> LG이노텍 광학솔루션 매출 및 OPM 추이



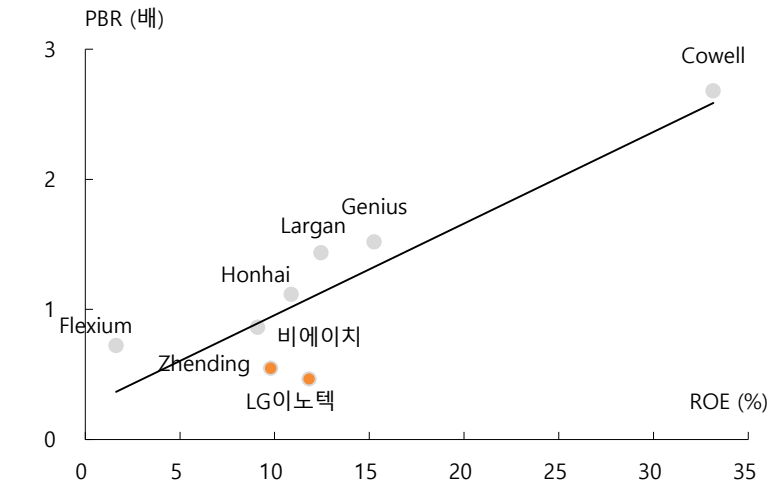
자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림2> LG이노텍 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

<그림4> 주요 Apple 공급망의 '26년 기준 ROE-PBR 매트릭스



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		5,853	5,852	5,992	6,381
현금 및 현금성자산		1,329	1,638	1,493	1,746
단기금융자산		7	7	7	7
매출채권		2,963	2,510	2,673	2,749
재고자산		1,575	1,714	1,833	1,888
비유동자산		5,525	5,307	5,103	4,960
유형자산		4,480	4,257	4,049	3,901
무형자산		219	223	228	232
자산총계		11,378	11,159	11,095	11,341
유동부채		3,955	3,879	3,812	3,790
매입채무		2,241	2,265	2,422	2,494
단기차입금		73	37	-	-
유동성장기부채		611	523	311	190
비유동부채		2,069	1,479	957	645
사채		781	547	273	137
장기차입금		1,186	830	581	407
부채총계		6,024	5,358	4,769	4,436
지배주주지분		5,354	5,801	6,327	6,905
자본금		118	118	118	118
자본잉여금		1,134	1,134	1,134	1,134
이익잉여금		3,868	4,242	4,695	5,200
기타자본항목		234	307	380	453
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		5,354	5,801	6,327	6,905

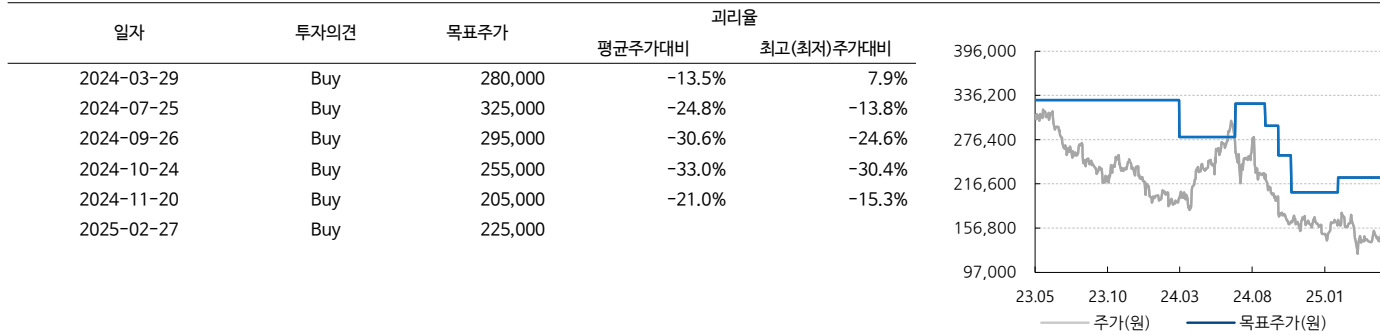
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		1,110	2,558	2,113	2,179
당기순이익		449	425	509	561
유형자산감가상각비		1,229	1,031	967	907
무형자산상각비		51	50	51	52
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-969	-860	-811	-813
유형자산의 처분(취득)		-872	-809	-759	-759
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-30	-	-	-
재무활동 현금흐름		-220	-778	-834	-501
단기금융부채의증감		-	-125	-248	-121
장기금융부채의증감		-145	-590	-523	-311
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-60	309	-145	253
기초현금및현금성자산		1,390	1,329	1,638	1,493
기말현금및현금성자산		1,329	1,638	1,493	1,746

자료 : LG이노텍, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		21,201	21,429	22,909	23,596
증가율(%)		2.9	1.1	6.9	3.0
매출원가		19,457	19,778	21,103	21,704
매출총이익		1,744	1,651	1,806	1,892
판매비와관리비		1,038	1,037	1,116	1,155
연구개발비		552	558	596	614
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		706	613	690	737
증가율(%)		-15.0	-13.1	12.5	6.8
영업이익률(%)		3.3	2.9	3.0	3.1
이자수익		39	48	44	51
이자비용		113	83	50	32
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		-27	-45	-40	-45
세전계속사업이익		589	552	661	729
법인세비용		140	127	152	168
세전계속이익률(%)		2.8	2.6	2.9	3.1
당기순이익		449	425	509	561
순이익률(%)		2.1	2.0	2.2	2.4
지배주주귀속 순이익		449	425	509	561
기타포괄이익		252	73	73	73
총포괄이익		701	498	582	634
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		18,983	17,943	21,498	23,712
BPS		226,215	245,101	267,320	291,753
CFPS		73,067	63,647	64,526	64,235
DPS		2,090	2,150	2,371	2,371
Valuation(배)					
PER		8.5	8.1	6.7	6.1
PBR		0.7	0.6	0.5	0.5
PCR		2.2	2.3	2.2	2.3
EV/EBITDA		2.6	2.2	1.8	1.4
Key Financial Ratio(%)					
ROE		8.9	7.6	8.4	8.5
EBITDA이익률		9.4	7.9	7.5	7.2
부채비율		112.5	92.4	75.4	64.2
순부채비율		24.6	5.0	-5.3	-14.8
매출채권회전율(x)		7.9	7.8	8.8	8.7
재고자산회전율(x)		13.5	13.0	12.9	12.7

## LG이노텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

## [투자비용등급 명시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

종립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## 대덕전자(353200)

## 업황 부진에도 묵묵히

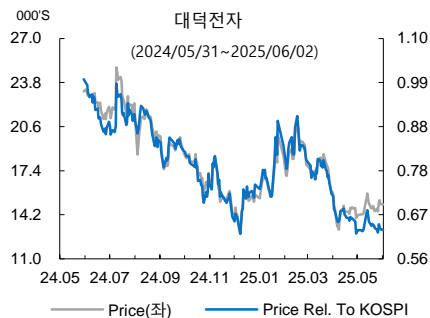
## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	21,000원(유지)
증가(2025.06.02)	14,960원
상승여력	40.4 %

## Stock Indicator

자본금	26십억원
발행주식수	5,151만주
시가총액	755십억원
외국인지분율	9.7%
52주 주가	12,870~24,900원
60일평균거래량	240,784주
60일평균거래대금	3.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.5	-14.8	4.3	-35.1
상대수익률	0.1	-21.5	-5.2	-36.5



## [투자포인트]

- 2H25~26년까지 실적 개선의 촉매가 연속될 전망이므로, 동사에 대한 점진적 비중 확대 전략이 유효한 것으로 판단한다. 2Q25 DDR5 중심 메모리기판 반등과 AI가속기용 MLB 매출의 본격 반영, 3Q25 FC-BGA 신규 프로젝트 양산과 분기 감가상각비의 피크아웃, 4Q25 MLB병목 공정 개선에 따른 AI 가속기 매출 레벨업 등이다.
- ① FC-BGA 시장은 전반적으로 공급 과잉이나, 동사는 신규 프로젝트를 통해 차별화될 전망이다. 특히 3Q25 자율주행용으로 적용처를 확대할 계획이다. 이외에도 다수 신규프로젝트가 2H25~1H26 사이에 시작될 것이므로 점진적인 수익성 개선을 기대한다. 동사 FC-BGA 매출은 '24년 1,700억원, '25년 2,000억원, '26년 2,300억원으로 회복될 전망이다.
- ② MLB는 순항 중이다. 1Q25 AI 가속기향으로 30층 이상 고다층 MLB에 대한 양산을 시작했다. 현재 MLB 생산 능력은 2,000억원/연이며, 올해 9월 병목 공정 개선으로 3,000억원/연으로 확대될 것이고, 궁극적으로 2026년 4,000억원/연으로 확대될 예정이다. 2Q25 기준 풀가동인 것으로 파악된다. MLB의 이익기여도가 커질수록 이에 대한 가치 제고가 뒤따를 전망이다. 당사가 추산하는 '26년 PKG 사업의 가치는 6,000억원, MLB 사업의 가치는 5,000억원이다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	892	941	1,124	1,211
영업이익(십억원)	11	26	72	90
순이익(십억원)	24	31	72	87
EPS(원)	461	597	1,397	1,679
BPS(원)	16,996	17,187	18,131	19,357
PER(배)		25.1	10.7	8.9
PBR(배)		0.9	0.8	0.8
ROE(%)	2.7	3.5	7.9	9.0
배당수익률(%)		2.7	3.0	3.0
EV/EBITDA(배)		4.3	3.0	2.7

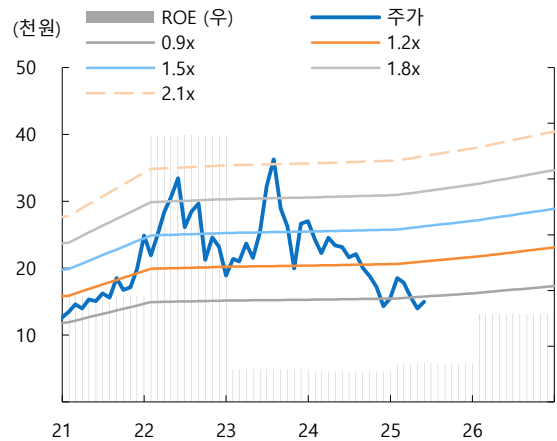
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 대덕전자(353200)

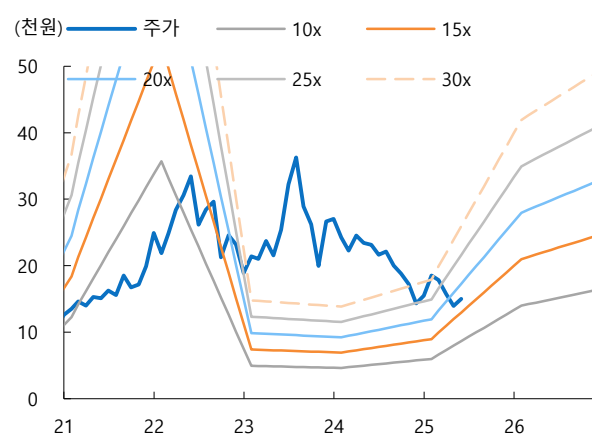
대덕전자 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출	215	238	233	206	215	235	242	248	910	892	941	1,124
YoY	-1.3%	8.4%	-2.2%	-11.9%	0.3%	-1.3%	4.2%	20.3%	-30.9%	-1.9%	5.5%	19.4%
QoQ	-8.4%	10.9%	-2.3%	-11.3%	4.3%	9.2%	3.0%	2.5%				
PKG	189	209	198	173	177	192	194	192	800	768	754	814
MLB	26	30	35	33	39	43	49	56	110	123	187	310
영업이익	-3	11	9	-6	-6	5	11	16	24	11	26	72
YoY	적전	94.3%	550.9%	적전	적지	-52.3%	24.6%	흑전	-89.8%	-52.6%	133.4%	173.2%
QoQ	적전	흑전	-15.5%	적전	적지	흑전	121.0%	37.5%				
OPM	-1.3%	4.6%	4.0%	-2.9%	-2.9%	2.2%	4.7%	6.4%	2.6%	1.3%	2.8%	6.4%
세전이익	3	15	7	6	-6	10	15	22	28	30	41	93
당기순이익	2	12	5	4	-6	7	12	17	25	24	31	72
NPM	0.9%	5.1%	2.2%	2.1%	-2.6%	3.1%	4.9%	6.9%	2.8%	2.7%	3.3%	6.4%

12개월 Fwd. PBR Band



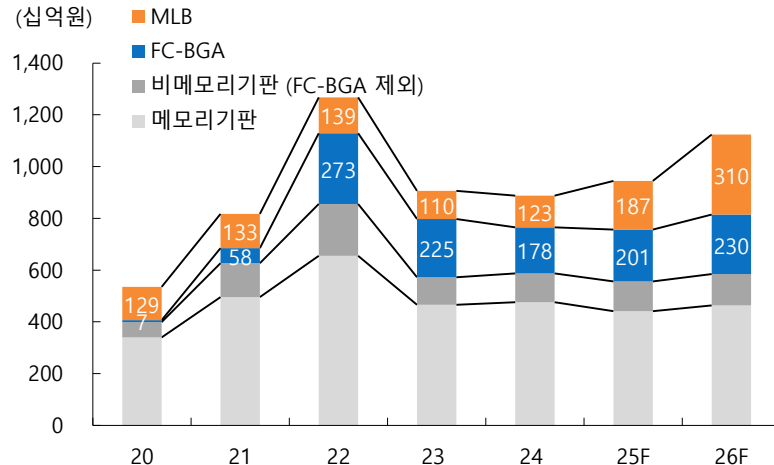
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

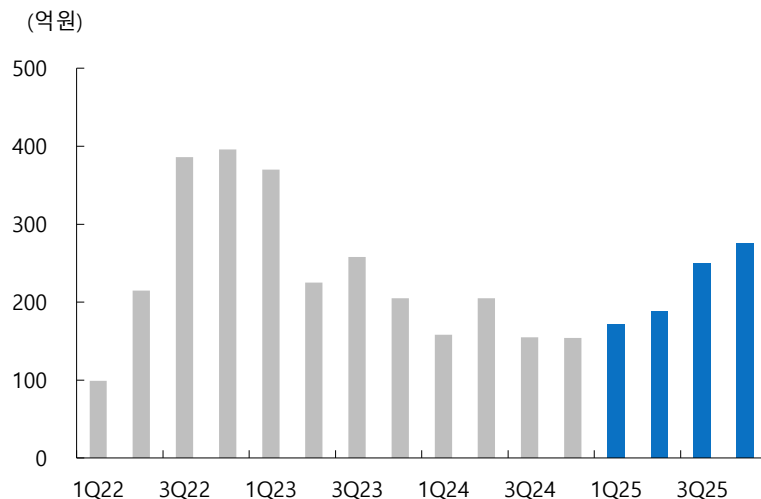
## Key Charts

&lt;그림1&gt; 대덕전자 부문별 매출 추이 및 전망



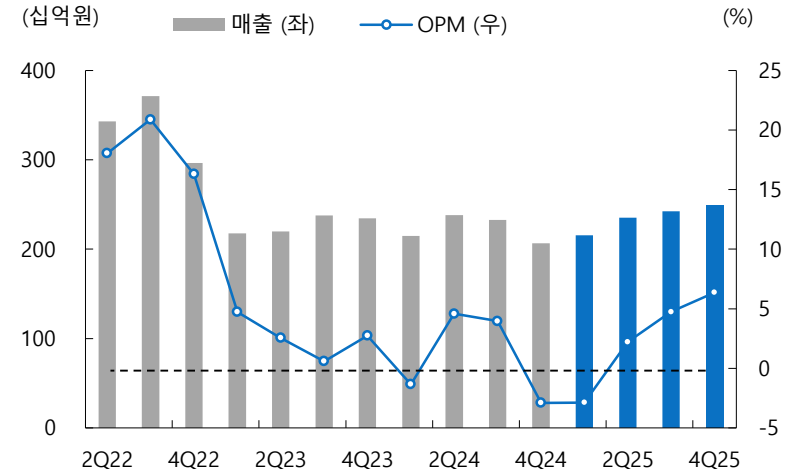
자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

&lt;그림3&gt; 대덕전자 분기별 전장용 비메모리 매출 추이 및 전망



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

&lt;그림2&gt; 대덕전자 분기별 매출, 영업이익률 추이 및 전망



자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

&lt;그림4&gt; SOTP로 구해본 동사 부문별 사업가치

(십억원, X, 천주, %)		25E	26E	비고
① 영업이익	PKG	55	315	
	MLB	208	403	
② 감가상각	PKG	948	972	
	MLB	40	46	
③ EBITDA	PKG	1,003	1,287	① + ②
	MLB	248	449	
④ Multiple	PKG	6.1	4.9	Ibiden, UMTC, Kinsus, NYPCB의 시기별 평균 WUS, Shennan, GCE, 이수페타시스의 시기별 평균
	MLB	13.3	11.0	
⑤ 사업가치	PKG	6,119	6,307	③ * ④
	MLB	3,300	4,939	
합계		9,419	11,246	
A. 순현금		29	48	
B. 걱정시총		9,448	11,294	

자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		466	470	535	583
현금 및 현금성자산		38	26	38	57
단기금융자산		183	189	194	200
매출채권		135	140	167	179
재고자산		101	106	127	136
비유동자산		623	635	622	644
유형자산		568	579	567	588
무형자산		11	11	11	11
자산총계		1,089	1,104	1,157	1,227
유동부채		160	166	177	183
매입채무		42	47	56	61
단기차입금		2	2	2	2
유동성장기부채		7	7	7	7
비유동부채		54	54	47	47
사채		-	-	-	-
장기차입금		7	7	-	-
부채총계		213	219	223	230
지배주주지분		876	885	934	997
자본금		26	26	26	26
자본잉여금		545	545	545	545
이익잉여금		302	313	362	427
기타자본항목		3	2	1	0
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		876	885	934	997

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		98	140	147	180
당기순이익		24	31	72	87
유형자산감가상각비		113	99	102	99
무형자산감가상각비		4	3	2	2
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-116	-119	-97	-127
유형자산의 처분(취득)		-58	-110	-90	-120
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		0	-	-	-
재무활동 현금흐름		-21	-22	-27	-23
단기금융부채의증감		-5	-1	-	-
장기금융부채의증감		-	-	-7	-
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-38	-12	12	19
기초현금및현금성자산		77	38	26	38
기말현금및현금성자산		38	26	38	57

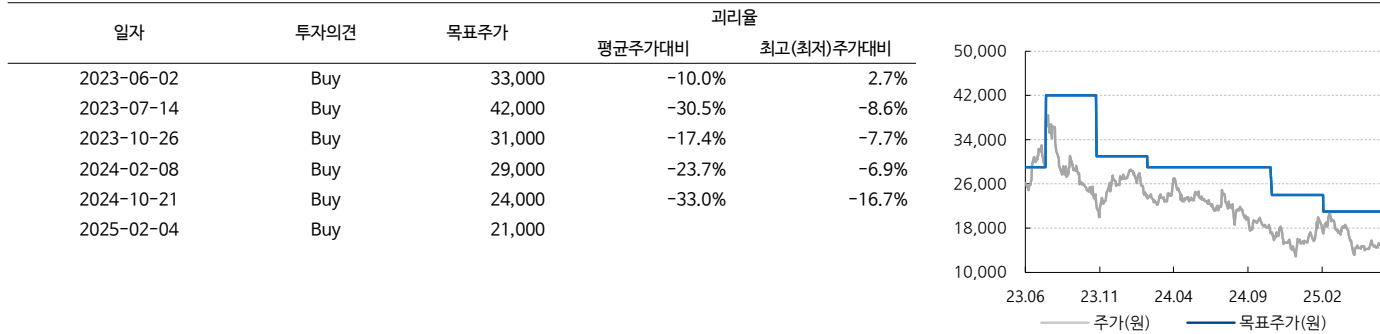
자료 : 대덕전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		892	941	1,124	1,211
증가율(%)		-1.9	5.5	19.4	7.7
매출원가		831	862	991	1,055
매출총이익		62	80	133	156
판매비와관리비		50	53	62	66
연구개발비		0	0	0	0
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		11	26	72	90
증가율(%)		-52.6	133.4	173.2	25.0
영업이익률(%)		1.3	2.8	6.4	7.4
이자수익		32	30	33	34
이자비용		14	17	13	13
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		2	1	2	2
세전계속사업이익		30	41	93	112
법인세비용		6	10	22	26
세전계속이익률(%)		3.4	4.4	8.3	9.3
당기순이익		24	31	72	87
순이익률(%)		2.7	3.3	6.4	7.1
지배주주귀속 순이익		24	31	72	87
기타포괄이익		-1	-1	-1	-1
총포괄이익		23	30	71	85
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		461	597	1,397	1,679
BPS		16,996	17,187	18,131	19,357
CFPS		2,741	2,583	3,421	3,626
DPS		400	400	450	450
Valuation(배)					
PER			25.1	10.7	8.9
PBR			0.9	0.8	0.8
PCR			5.8	4.4	4.1
EV/EBITDA			4.2	2.9	2.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		2.7	3.5	7.9	9.0
EBITDA이익률		14.4	13.7	15.7	15.7
부채비율		24.4	24.7	23.9	23.0
순부채비율		-23.5	-22.6	-23.9	-24.9
매출채권회전율(x)		6.7	6.9	7.3	7.0
재고자산회전율(x)		9.3	9.1	9.7	9.2

대덕전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

## [투자비용등급 공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

종립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## 솔루엠(248070)

눈높이 현실화에 걸린 시간...

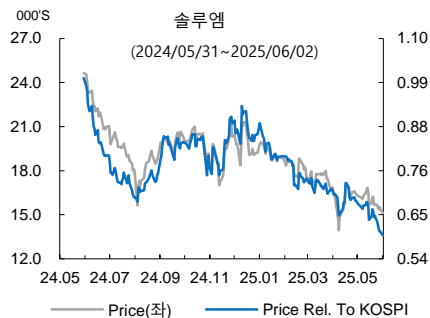
## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	23,000원(유지)
증가(2025.06.02)	15,120원
상승여력	52.1 %

## Stock Indicator

자본금	25십억원
발행주식수	4,901만주
시가총액	741십억원
외국인지분율	17.8%
52주 주가	13,940~24,650원
60일평균거래량	114,867주
60일평균거래대금	1.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.2	-12.5	-23.7	-37.0
상대수익률	-12.6	-19.2	-33.2	-38.4



## [투자포인트]

- ICT 매출은 '22년 3,780억원, '23년 8,240억원, '24년 4,460억원, '25년E 5,690억, 26E 6,710억원이다. 2023년에는 독일 리테일러향으로만 4,000억원의 매출이 발생하며 큰 폭의 서프라이즈를 시현했으나, 당시 급격히 높아진 실적 기대치의 후유증으로, 지난 2년 간 하향 조정이 이어지고 있다. 당사도 이를 감안하지 못했다
- 올해 역시 ESL 매출 기대치는 연초 7,000억원이었으나, 이제는 5,700억원을 전망한다. 이러한 연속적인 하향 흐름 속에서, 경쟁사 대비 밸류에이션 디스카운트도 심화되는 모습이다. Vusion의 시가총액은 한화로 5.7조원이며, 올해 상장한 중국의 Hanshow는 4.3조원이다.
- 다만, 올해 회사의 ESL 매출이 낮아진 눈높이에 부합한다면, 22년~25년 3년 연평균 매출 성장률은 +15%로 추산된다. 지난 10년간 ESL 산업 성장률인 연평균 +18% 성장했던 것과 유사한 궤적이고, 인플레이션 시대의 대안으로 부각 받던 2022년 당시의 기대치인 +30% 대비로는 아쉬운 수준이다.
- 실적기대치 현실화, 낮아진 밸류에이션 속 수주 모멘텀을 기대한다. '24년 신규수주는 8,500억원으로, '23년 수준을 유지했다. 회사는 미국의 대형 리테일러와 ESL 솔루션을 공동 개발을 진행 중이며, 이와 관련된 성과가 가시화되기를 기대한다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,594	1,752	1,956	2,125
영업이익(십억원)	69	83	112	133
순이익(십억원)	40	58	81	99
EPS(원)	790	1,151	1,625	1,985
BPS(원)	8,673	9,991	11,736	13,840
PER(배)	24.3	13.1	9.3	7.6
PBR(배)	2.2	1.5	1.3	1.1
ROE(%)	9.5	12.3	15.0	15.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	10.5	6.0	4.0	3.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 솔루엠(248070)

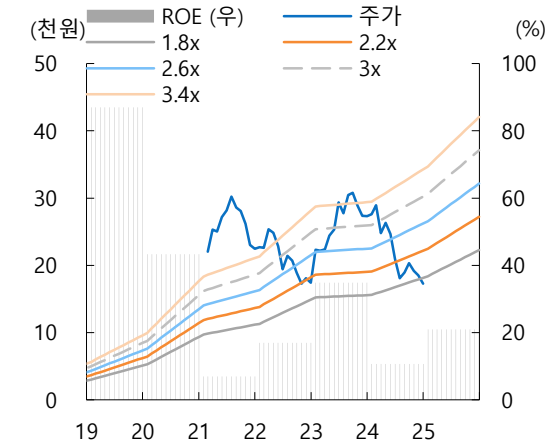
솔루엠 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출	385	394	472	343	397	435	527	392	1,951	1,594	1,752	1,956
YoY (우)	-33.6	-24.7	-10.8	7.7	3.3	10.4	11.7	14.2	15.1	-18.3	9.9	11.6
QoQ	20.7	2.4	19.9	-27.3	15.7	9.4	21.3	-25.6				
전자부품 부문	272	298	339	240	284	297	365	242	1,127	1,149	1,187	1,285
YoY	-0.5	11.3	-5.1	4.8	4.5	-0.4	7.5	1.0	-14.4	1.9	3.4	8.2
QoQ	18.6	9.7	13.9	-29.3	18.3	4.5	22.9	-33.5				
ICT 부문	113	96	133	104	118	138	163	150	824	446	569	671
YoY	-63.1	-62.5	-22.5	15.1	4.2	43.9	22.5	45.0	118.2	-45.9	27.7	17.9
QoQ	25.9	-15.2	38.5	-22.2	14.0	17.2	17.8	-7.9				
영업이익	20.3	20.6	27.0	1.3	11.5	17.9	32.3	21.3	154.5	69.1	83.0	111.5
YoY	-59.6	-53.4	-40.4	-91.5	-43.5	-13.0	19.8	1,589.1	104.4	-55.3	20.1	34.4
QoQ	36.4	1.4	31.2	-95.3	811.1	56.0	80.6	-34.2				
OPM (우)	5.3	5.2	5.7	0.4	2.9	4.1	6.1	5.4	7.9	4.3	4.7	5.7
전자부품 부문	6.3	10.0	8.0	0.2	5.7	5.0	10.0	2.4	24.9	24.4	23.0	27.6
YoY	993.0	324.4	-46.1	-97.1	-9.8	-49.8	24.4	1,053.8	-40.6	-1.9	-5.9	20.0
QoQ	-12.1	58.8	-19.6	-97.4	2,634.3	-11.6	99.1	-76.0				
OPM (우)	2.3	3.3	2.4	0.1	2.0	1.7	2.7	1.0	2.2	2.1	1.9	2.1
ICT 부문	14.0	10.6	19.0	1.1	5.8	12.9	22.4	18.9	129.6	44.6	59.9	83.9
YoY	-71.8	-74.6	-37.6	-86.4	-58.5	21.6	17.9	1,694.4	285.2	-65.6	34.3	40.0
QoQ	81.2	-24.3	78.9	-94.5	452.4	121.9	73.5	-15.6				
OPM	12.4	11.0	14.3	1.0	4.9	9.3	13.7	12.6	15.7	10.0	10.5	12.5

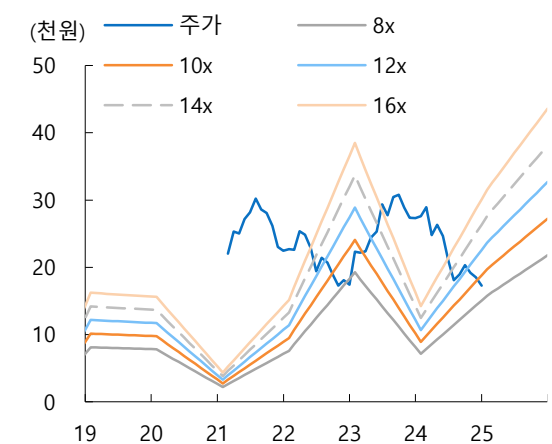
자료: iM증권

솔루엠 밸류에이션 밴드

12개월 Fwd. PBR Band



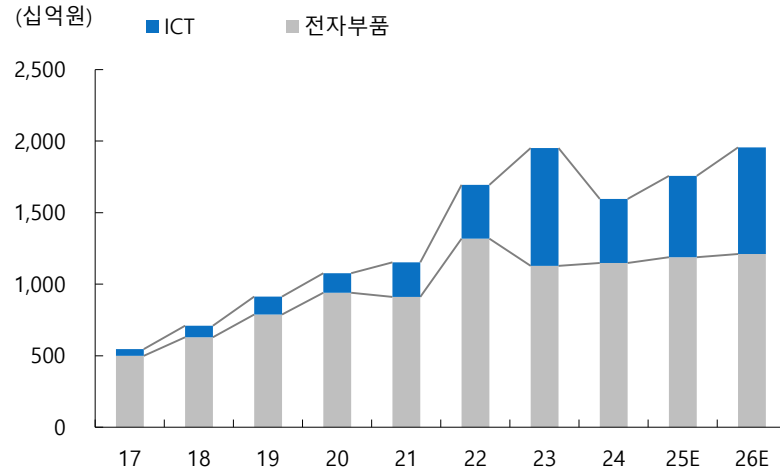
12개월 Fwd. PER Band



자료: Dataguide, iM증권

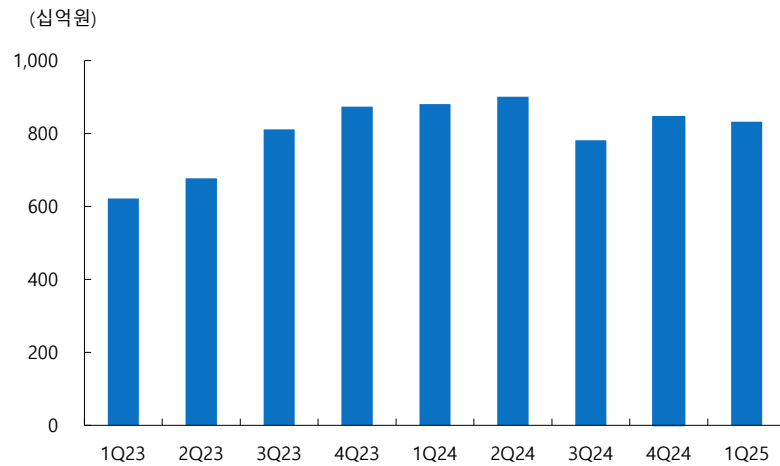
## Key Charts

<그림1> 솔루엠의 부문별 매출 추이 및 전망



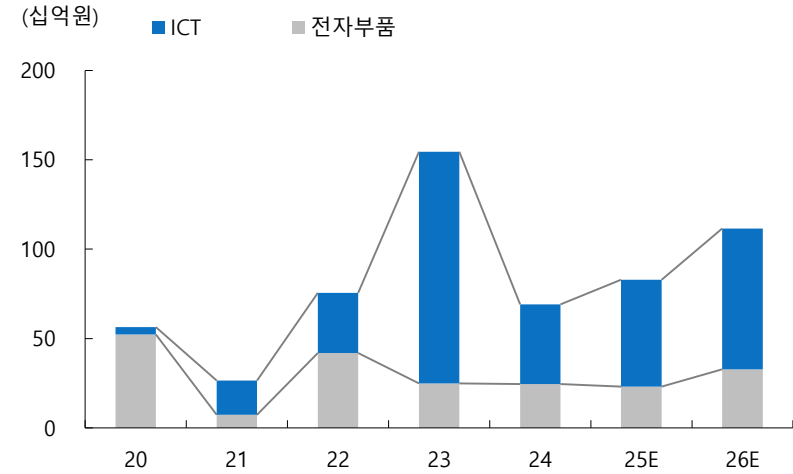
자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

<그림3> 솔루엠의 ESL 수주잔고 추이



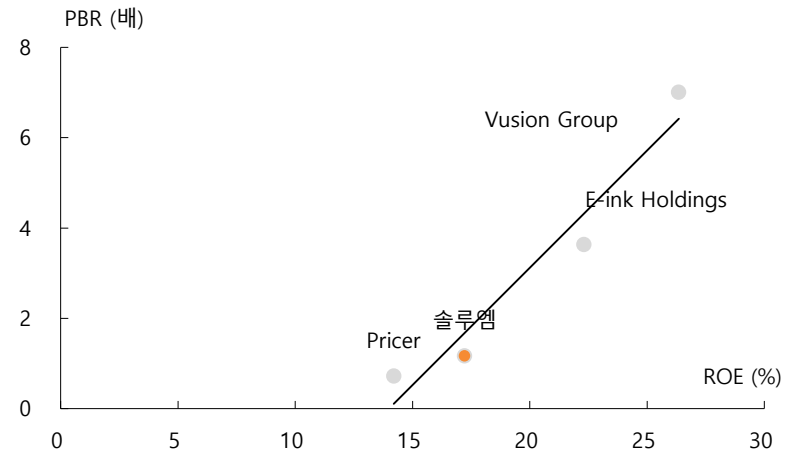
자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

<그림2> 솔루엠의 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료 : 솔루엠, iM증권 리서치본부

<그림4> 주요 ESL 업체의 CY25 기준 ROE-PBR



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		605	537	590	670
현금 및 현금성자산		86	118	123	122
단기금융자산		7	7	8	8
매출채권		174	175	196	213
재고자산		329	228	254	319
비유동자산		378	437	430	426
유형자산		314	376	371	368
무형자산		15	14	13	12
자산총계		983	974	1,020	1,096
유동부채		529	455	414	385
매입채무		164	180	201	219
단기차입금		303	242	182	136
유동성장기부채		28	0	0	0
비유동부채		19	19	19	19
사채		-	-	-	-
장기차입금		1	1	-	-
부채총계		548	474	433	404
지배주주지분		434	500	587	692
자본금		25	25	25	25
자본잉여금		76	76	76	76
이익잉여금		375	430	506	601
기타자본항목		-42	-31	-20	-10
비지배주주지분		1	1	1	1
자본총계		434	500	588	693

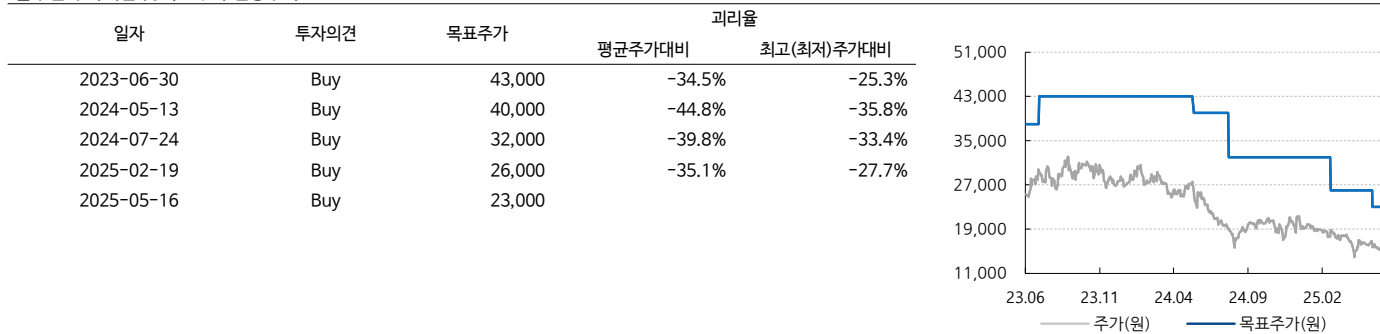
현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		-5	240	149	127
당기순이익		38	58	81	99
유형자산감가상각비		44	58	85	83
무형자산상각비		1	1	1	1
지분법관련손실(이익)		-1	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름		-21	-125	-85	-85
유형자산의 처분(취득)		-123	-120	-80	-80
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-5	-	-	-
재무활동 현금흐름		-58	-98	-73	-60
단기금융부채의증감		-31	-88	-61	-45
장기금융부채의증감		-	-	-1	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-	-	-	-
현금및현금성자산의증감		-46	32	5	-1
기초현금및현금성자산		132	86	118	123
기말현금및현금성자산		86	118	123	122

자료 : 솔루션, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		1,594	1,752	1,956	2,125
증가율 (%)		-18.3	9.9	11.6	8.6
매출원가		1,335	1,453	1,607	1,730
매출총이익		259	299	349	395
판매비와관리비		190	216	238	262
연구개발비		17	19	21	23
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		69	83	112	133
증가율 (%)		-55.3	20.1	34.4	19.6
영업이익률 (%)		4.3	4.7	5.7	6.3
이자수익		5	4	4	4
이자비용		12	9	6	5
지분법이익(손실)		-1	-1	-1	-1
기타영업외손익		3	1	1	1
세전계속사업이익		59	75	106	129
법인세비용		21	17	24	30
세전계속이익률 (%)		3.7	4.3	5.4	6.1
당기순이익		38	58	81	99
순이익률 (%)		2.4	3.3	4.2	4.7
지배주주귀속 순이익		40	58	81	99
기타포괄이익		11	11	11	11
총포괄이익		48	68	92	110
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS		790	1,151	1,625	1,985
BPS		8,673	9,991	11,736	13,840
CFPS		1,702	2,337	3,344	3,653
DPS		-	-	-	-
Valuation (배)					
PER		24.3	13.1	9.3	7.6
PBR		2.2	1.5	1.3	1.1
PCR		11.3	6.5	4.5	4.1
EV/EBITDA		10.5	6.0	4.0	3.4
Key Financial Ratio (%)					
ROE		9.5	12.3	15.0	15.5
EBITDA이익률		7.2	8.1	10.1	10.2
부채비율		126.3	94.8	73.7	58.3
순부채비율		54.7	23.5	8.7	0.9
매출채권회전율(x)		10.6	10.0	10.5	10.4
재고자산회전율(x)		5.3	6.3	8.1	7.4

## 솔루엠 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## 아모텍(052710)

## 매출의 60%가 전장부품인 회사

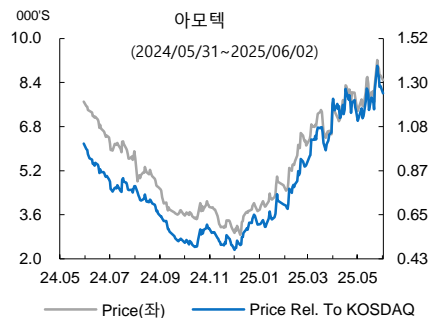
## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	12,000원(유지)
증가(2025.06.02)	8,490원
상승여력	41.3 %

## Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,462만주
시가총액	124십억원
외국인지분율	3.8%
52주 주가	2,870~9,220원
60일평균거래량	111,995주
60일평균거래대금	0.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.2	33.7	182.1	12.9
상대수익률	12.6	33.4	172.7	25.4



## [투자포인트]

- 올해를 기점으로 MLCC의 구조적 성장을 전망한다. 본업인 모터도 견조하게 성장하고 있다.
- 1분기 실적을 통해 MLCC 가동률 상승과 강력한 영업레버리지 효과를 확인할 수 있었다. 지난해 연말부터 중국 최대 전기차 업체항 MLCC 공급이 시작된 효과다. 하반기에는 중국 2위 전기차 업체항으로도 초도 양산에 돌입할 계획이다. 기존 세라믹칩 사업에 포함되는 디스크 바리스터의 경우도 글로벌 전기차 고객사향으로 공급이 기대된다. 다만 이 부분은 아직 실적 추정치에 반영하지 않았다.
- 모터는 묵묵히 성장하고 있다. 지난 5년 동안 연평균 +19%의 견조한 매출 성장을 이루어 왔으며, '24년 기준 안테나 사업을 뛰어넘어 동사의 최대 사업이 되었다. LCF, BCF, 인카센서 등 꾸준히 라인업을 확대해온 효과다. 사업보고서 상 공시된 수익성도 10% 수준으로 높은 편이다.
- 올해 전장용 MLCC, 모터 등을 합한 전장 부품 매출은 1,600억원으로 전사 매출의 60%를 차지할 전망이다. 삼성전자향으로 공급되는 안테나 모듈을 제외하면, 모터, MLCC, 디스크 바리스터, 차량용 GPS 등 사실상 대부분의 제품이 전장용으로 공급되고 있다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	229	274	295	314
영업이익(십억원)	-24	12	18	25
순이익(십억원)	-20	9	14	20
EPS(원)	-1,354	625	956	1,390
BPS(원)	10,209	11,110	12,342	14,008
PER(배)		13.6	8.9	6.1
PBR(배)	0.4	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	-12.6	5.9	8.1	10.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	6.2	4.7	3.5

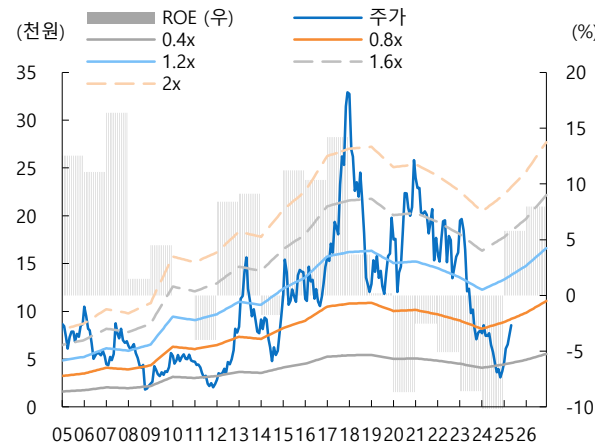
주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 아모텍(052710)

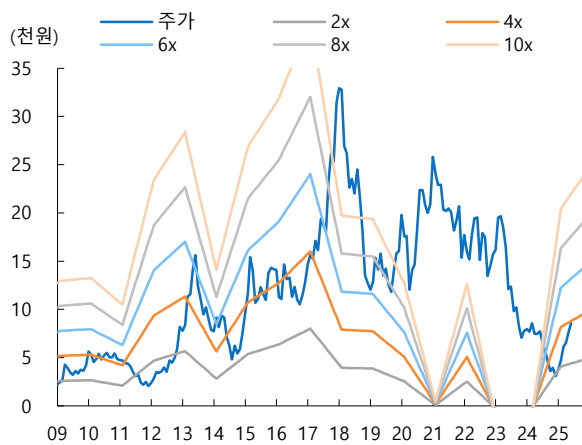
아모텍 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	656	543	524	571	840	624	648	626	1,868	2,294	2,738	2,953
YoY	45.4%	13.8%	9.8%	23.6%	28.1%	14.8%	23.6%	9.7%	-13.4%	22.8%	19.3%	7.8%
QoQ	42.1%	-17.2%	-3.5%	8.8%	47.3%	-25.8%	3.9%	-3.4%				
세라믹칩	78	106	91	77	152	141	166	144	255	352	603	688
YoY	5.2%	36.2%	27.6%	143.8%	95.6%	33.2%	82.8%	85.3%	-36.5%	38.2%	71.3%	14.1%
안테나	332	201	207	224	395	201	204	200	811	963	1,001	988
YoY	59.6%	-1.2%	3.9%	11.8%	19.0%	0.3%	-1.3%	-10.5%	-25.7%	18.8%	3.9%	-1.3%
모터	236	247	227	269	293	281	278	282	803	979	1,135	1,277
YoY	39.6%	25.6%	9.4%	17.1%	24.1%	14.0%	22.6%	4.8%	20.9%	22.0%	15.9%	12.5%
영업이익	3	-62	-38	-142	39	19	40	17	-260	-239	115	182
YoY	흑전	적지	적지	적지	1426.4%	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	57.7%
QoQ	흑전	적전	적지	적지	흑전	-51.8%	114.3%	-57.5%				
OPM	0.4%	-11.4%	-7.2%	-24.9%	4.6%	3.0%	6.2%	2.7%	-13.9%	-10.4%	4.2%	6.2%

12개월 Fwd. PBR Band



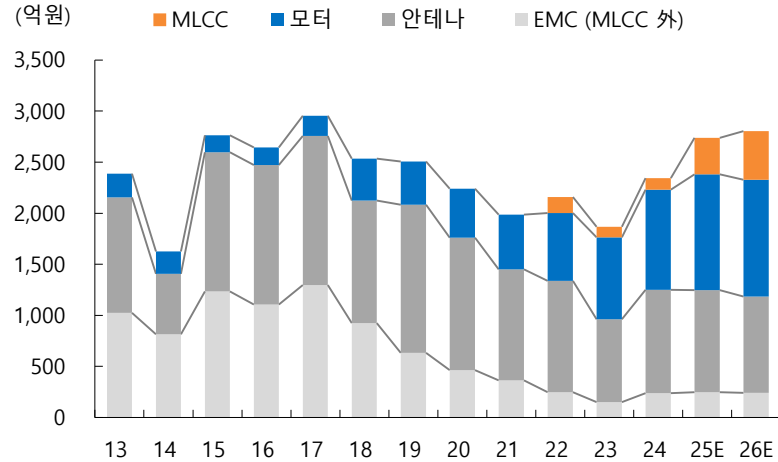
12개월 Fwd. EV/EBITDA Band



자료: Dataguide, iM증권

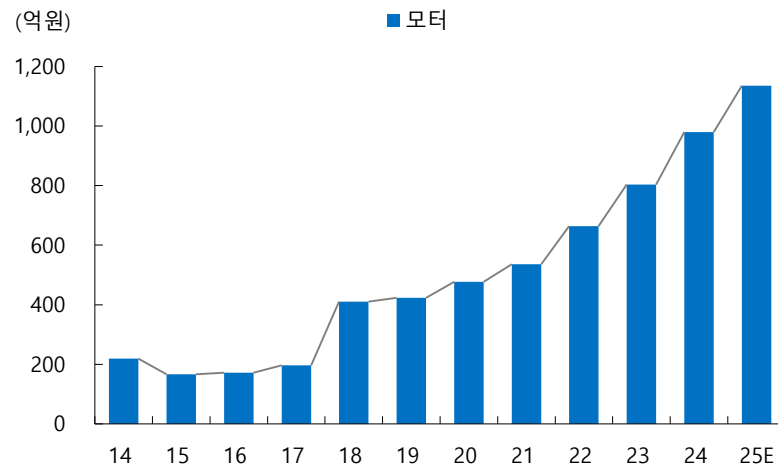
## 아모텍(052710)

&lt;그림1&gt; 아모텍 부문별 실적 추이 및 전망



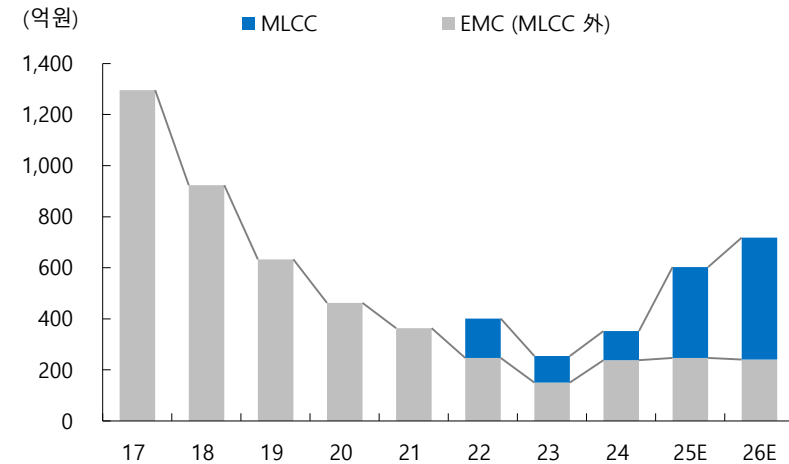
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

&lt;그림3&gt; 동사 모터 사업은 지난 5년 간 CAGR +19% 성장해옴



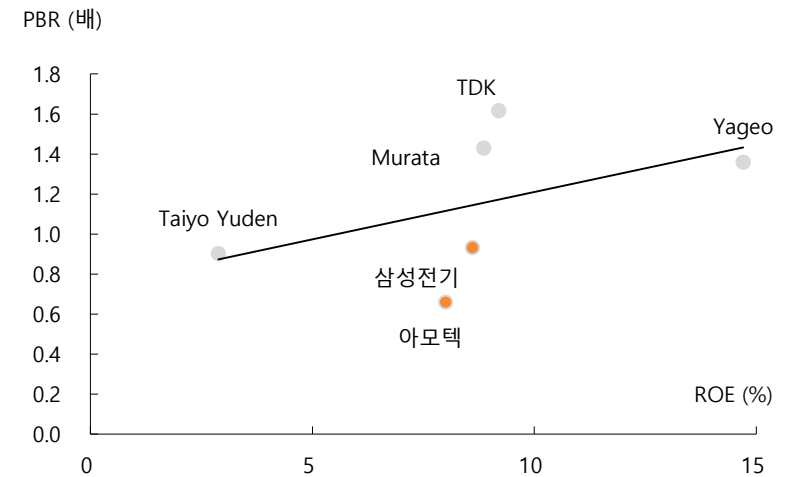
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

&lt;그림2&gt; 아모텍 세라믹 사업은 MLCC를 중심으로 가파르게 성장



자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

&lt;그림4&gt; 주요 MLCC 업체들의 26년 기준 ROE-PBR 매트릭스



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		161	146	158	183
현금 및 현금성자산		27	17	20	36
단기금융자산		3	3	3	3
매출채권		47	49	53	56
재고자산		75	68	74	78
비유동자산		195	190	190	193
유형자산		125	126	131	140
무형자산		17	18	18	18
자산총계		356	336	348	376
유동부채		168	135	130	133
매입채무		50	49	53	56
단기차입금		49	59	49	49
유동성장기부채		46	3	3	3
비유동부채		38	38	38	38
사채		-	-	-	-
장기차입금		20	20	20	20
부채총계		207	173	168	172
지배주주지분		149	162	180	205
자본금		7	7	7	7
자본잉여금		29	29	29	29
이익잉여금		89	98	112	133
기타자본항목		24	28	32	36
비지배주주지분		-	-	-	-
자본총계		149	162	180	205

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		7	58	53	61
당기순이익		-20	9	14	20
유형자산감가상각비		16	15	15	16
무형자산상각비		3	3	4	4
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		0	-3	-8	-13
유형자산의 처분(취득)		-5	-15	-20	-25
무형자산의 처분(취득)		-	-	-	-
금융상품의 증감		-3	6	6	6
재무활동 현금흐름		-8	-32	-9	1
단기금융부채의증감		-52	-33	-10	-
장기금융부채의증감		43	-	-	-
자본의증감		-	0	-	-
배당금지급		0	0	0	0
현금및현금성자산의증감		-2	-10	3	17
기초현금및현금성자산		29	27	17	20
기말현금및현금성자산		27	17	20	36

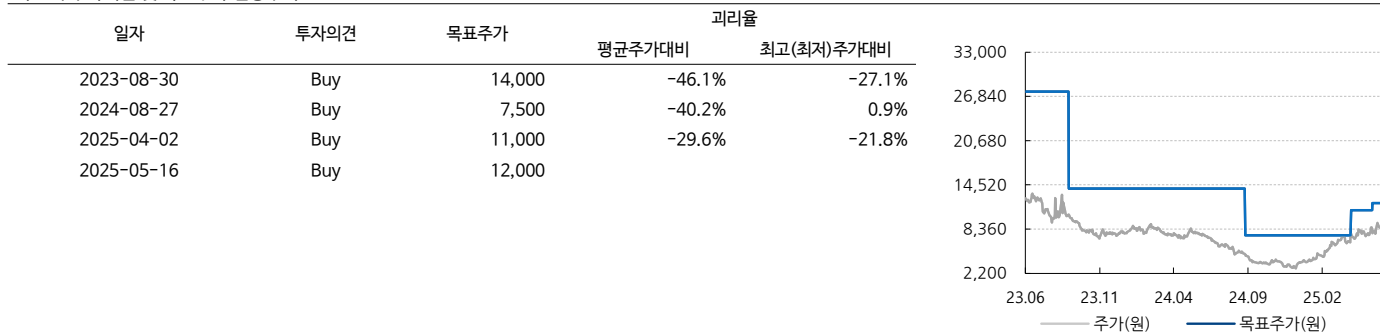
자료 : 아모텍, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		229	274	295	314
증가율(%)		22.8	19.3	7.8	6.2
매출원가		221	225	233	242
매출총이익		9	49	63	72
판매비와관리비		33	38	45	46
연구개발비		11	13	14	15
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-24	12	18	25
증가율(%)		적지	흑전	57.7	39.8
영업이익률(%)		-10.4	4.2	6.2	8.1
이자수익		0	0	0	1
이자비용		7	5	4	4
지분법이익(손실)		-	-	-	-
기타영업외손익		2	-1	-1	-1
세전계속사업이익		-23	9	16	24
법인세비용		-4	-	2	4
세전계속이익률(%)		-10.2	3.3	5.6	7.6
당기순이익		-20	9	14	20
순이익률(%)		-8.6	3.3	4.7	6.5
지배주주귀속 순이익		-20	9	14	20
기타포괄이익		4	4	4	4
총포괄이익		-16	13	18	24
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		-1,354	625	956	1,390
BPS		10,209	11,110	12,342	14,008
CFPS		-15	1,876	2,221	2,718
DPS		-	-	-	-
Valuation(배)					
PER			13.6	8.9	6.1
PBR		0.4	0.8	0.7	0.6
PCR		-254.9	4.5	3.8	3.1
EV/EBITDA		-	6.2	4.7	3.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-12.6	5.9	8.1	10.6
EBITDA이익률		-1.9	10.9	12.4	14.3
부채비율		138.4	106.8	93.0	83.8
순부채비율		56.8	38.3	27.2	15.7
매출채권회전율(x)		5.0	5.7	5.8	5.7
재고자산회전율(x)		2.8	3.8	4.2	4.1

아모텍 투자의견 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

## [투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

종립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## Ibiden(4062-JP)

## 돌아온 Ibiden

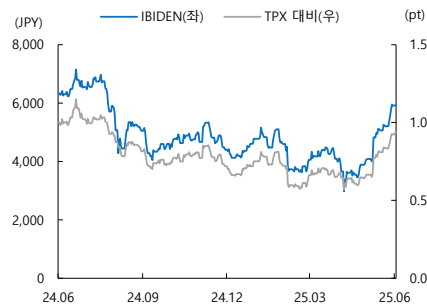
## NR

블룸버그 최고 목표가	JPY 6,900.00
블룸버그 최저 목표가	JPY 4,300.00
증가(2025-06-03)	JPY 5,889.00

## Stock Indicator

거래소	Tokyo
발행주식수	140.9백만주
시가총액(JPY)	8,295.27억
결산월	03월
52주 최고가	JPY 7,188.00
52주 최저가	JPY 2,956.00

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	45.3	46.3	36.6	-6.3
상대수익률	41.1	41.7	34.0	-6.1



## [투자포인트]

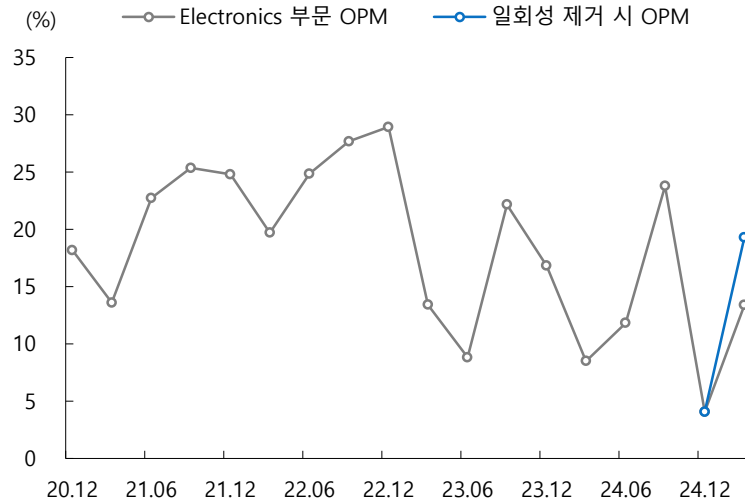
- Ibiden의 PKG 기판 수익성은 AI 서버 GPU용 수요에 힘입어 빠르게 개선되고 있음. 참고로, 동사는 현재 주력 고객사 GPU용 PKG 기판 시장 내 80% 이상의 점유율을 확보하고 있음 (이전 세대에서는 독점이었음)
- AI 서버용 PKG기판 수요가 전년 대비 두배 늘어날 것으로 전망하고 있으며, 올해 동사 Electronics 부문 매출의 절반이 GPU 고객으로부터 발생할 것으로 전망됨
- 동사는 고난도 공정인 SAP의 수요가 2022년을 100으로 기준 삼았을 때, 2024년 90, 2027년 170까지 증가할 것으로 전망함. 특히, AI서버에 필요한 SAP의 수요는 24~27년 연평균 +72%의 고성장 전망
- 한편, CPU 고객사향 수요는 아직 회복이 더딘 상황. 동사는 경쟁이 치열한 PC용 IC패키지 수주를 최대한 자제하고 있는 상황임. 아울러 지난해 말 회사는 기존 CPU 고객 전용으로 운용하던 생산 라인을 여타 고객사향으로 전환하는 작업을 완료함. 따라서 올해부터 성장성 높은 AI 서버향으로 더 집중할 수 있게 되었음.
- 결론적으로, ABF 기판 시장은 전체적으로 공급과잉임에도 불구하고, AI 서버향 수요만큼은 견고한 것으로 볼 수 있음. 따라서 이에 대응력을 가진 업체와 그렇지 않은 업체의 실적 차별화가 심해질 것으로 판단됨. Ibiden은 그 중에서도 최선단에 있는 업체인 것으로 판단함

결산(3월)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액(십억JPY)	401.1	417.5	370.5	369.4
영업이익(십억JPY)	70.8	72.4	47.6	47.6
순이익(십억JPY)	41.2	52.2	31.5	33.7
EPS(JPY)	295.4	373.7	225.4	241.3
BPS(JPY)	2611.4	3002.1	3543.1	3513.3
PER(배)	20.5	14.1	29.5	16.5
PBR(배)	2.3	1.8	1.9	1.1
ROE(%)	12.1	13.3	6.9	6.8
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.6	1.0
EV/EBITDA(배)	6.8	5.6	8.9	5.1

주: JP-GAAP 기준

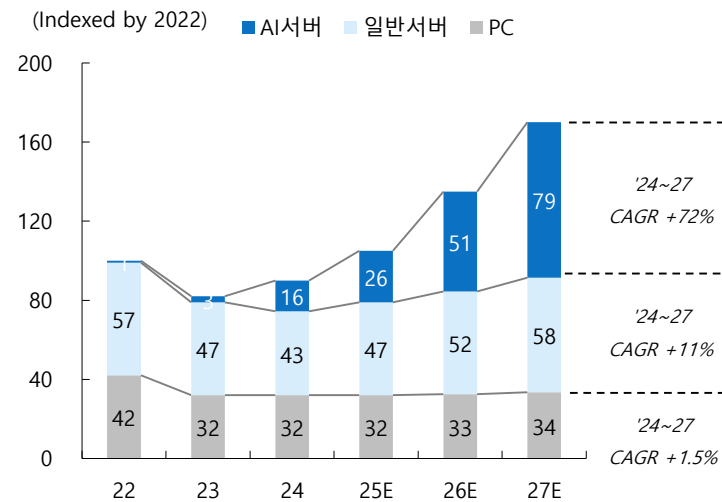
## Ibiden(4062-JP)

&lt;그림1&gt; 이비덴 Electronics 부문 OPM 추이



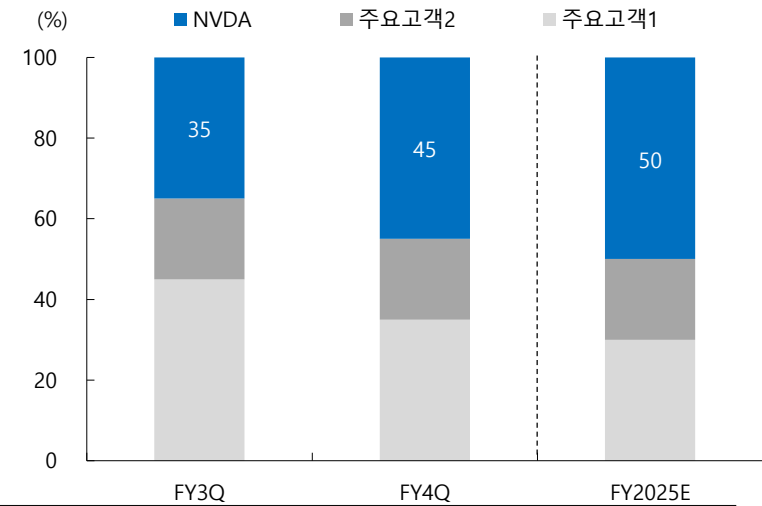
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

&lt;그림3&gt; SAP 공정 수요 추이



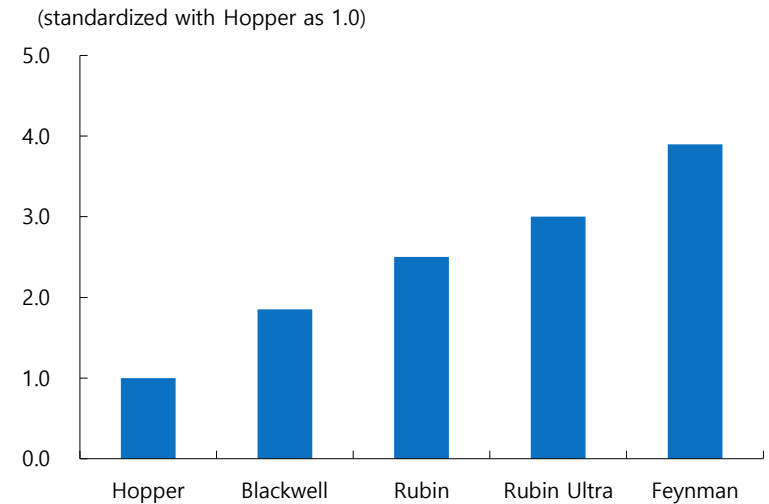
자료 : Ibiden, iM증권 리서치본부

&lt;그림2&gt; 이비덴 고객사 비중 추이



자료 : Ibiden, iM증권 리서치본부

&lt;그림4&gt; NVDA GPU 세대별 기판 크기



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## JP-GAAP 요약 재무제표

재무상태표	(십억JPY)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
유동자산		363	477	601	550
현금 및 현금성자산		186	302	444	391
단기금융자산		92	79	65	68
매출채권		301	381	529	532
재고자산		226	307	409	460
비유동자산		5	5	5	4
유형자산		664	858	1,130	1,082
무형자산		156	223	358	328
자산총계		137	209	270	257
유동부채		294	432	628	584
매입채무		365	419	495	490
단기차입금		129	129	129	129
유동성장기부채		185	230	256	284
비유동부채		371	426	502	497
사채		363	477	601	550
장기차입금		186	302	444	391
부채총계		92	79	65	68
지배주주지분		301	381	529	532
자본금		226	307	409	460
자본잉여금		5	5	5	4
이익잉여금		664	858	1,130	1,082
기타자본항목		156	223	358	328
비지배주주지분		137	209	270	257
자본총계		294	432	628	584

현금흐름표	(십억JPY)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
영업활동 현금흐름		108	126	145	119
당기순이익		41	52	31	34
유형자산감가상각비		53	55	46	54
무형자산상각비		28	17	-14	29
지분법관련손실(이익)		-68	-104	-77	-164
투자활동 현금흐름		0	0	0	0
유형자산의 처분(취득)		-67	-104	-86	-199
무형자산의 처분(취득)		0	-1	0	0
금융상품의 증감		14	93	68	-7
재무활동 현금흐름		20	99	73	0
단기금융부채의증감		0	0	0	-1
장기금융부채의증감		-6	-7	-6	-6
자본의증감		0	0	0	-1
배당금지급		59	117	141	-53
현금및현금성자산의증감		127	186	302	444
기초현금및현금성자산		186	302	444	391
기말현금및현금성자산		42	23	60	-79

포괄손익계산서	(단위:십억JPY,%)	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
매출액		401	418	371	369
증가율(%)		281	290	268	256
매출원가		120	128	102	113
매출총이익		34	35	35	66
판매비와관리비		124	127	94	102
연구개발비		71	72	48	48
기타영업수익		17.7	17.3	12.8	0.0
기타영업비용		59	72	47	51
영업이익		18	19	16	17
증가율(%)		41	52	31	34
영업이익률(%)					
이자수익		24.0	4.1	-11.3	-0.3
이자비용		83.3	2.2	-34.3	0.1
지분법이익(손실)		60.4	26.6	-39.7	7.0
기타영업외손익		401	418	371	369
세전계속사업이익		281	290	268	256
법인세비용		120	128	102	113
세전계속이익률(%)		34	35	35	66
당기순이익		124	127	94	102
순이익률(%)		71	72	48	48
지배주주귀속 순이익		17.7	17.3	12.8	0.0
기타포괄이익		59	72	47	51
총포괄이익		18	19	16	17
지배주주귀속총포괄이익		41	52	31	34

주요투자지표	FY 22	FY 23	FY 24	FY 25
주당지표(JPY)				
EPS	295.4	373.7	225.4	241.3
BPS	2611.4	3002.1	3543.1	3513.3
CFPS	776.3	900.5	1039.7	851.3
DPS	40.0	50.0	40.0	40.0
Valuation(배)				
PER	20.5	14.1	29.5	16.5
PBR	2.3	1.8	1.9	1.1
PCR	7.8	5.8	6.4	4.7
EV/EBITDA	6.8	5.6	8.9	5.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.1	13.3	6.9	6.8
EBITDA이익률	30.8	30.5	25.3	27.6
부채비율	79.2	101.5	125.2	117.5
순부채비율	-4.1	-7.5	-19.9	-9.6
매출채권회전율(x)	6.2	6.4	6.0	6.2
재고자산회전율(x)	4.3	3.8	3.7	3.9

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight (비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자비율등급공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

## Gold Circuit(2368-TT)

## CSP향 MLB를 중심으로 성장

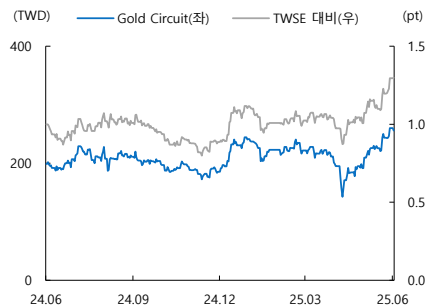
## NR

블룸버그 최고 목표가	TWD 370.00
블룸버그 최저 목표가	TWD 240.00
종가(2025-06-03)	TWD 268.50

## Stock Indicator

거래소	Taiwan
발행주식수	491.8백만주
시가총액(TWD)	1,320.59억
결산월	12월
52주 최고가	TWD 263.00
52주 최저가	TWD 142.50

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.2	15.3	33.7	28.6
상대수익률	21.1	26.7	44.9	29.8



## [투자포인트]

- 동사는 고다층 MLB 양산에 특화되어 있는 업체 중 하나로, 미국의 4대 CSP를 고객사로 확보하고 있음. 최근에는 AWS Trainium 2 프로젝트에 메인 벤더로서 베이스보드를 공급하며 실적이 빠르게 성장하고 있음. 실제로 동사 1~4월 누적 매출은 165.6억 대만달러로 +38% YoY 성장했음
- 현지 언론에 따르면, 1Q25 ASIC 매출 비중은 20%를 상회했으며, 연간 기준으로는 전체 매출의 40% 이상을 차지할 것으로 전망됨. 참고로, 동사 1Q25 매출에서 ASIC을 포함한 서버가 차지하는 비중은 72%에 달했음. 또한, 동사 네트워크 인프라향 매출은 전체 매출의 약 15%에 이르기 때문에 800G 스위치 보급 확대에 따른 수혜도 기대됨
- 생산 능력 확충에도 적극적인 모습임. 현재 쑤저우 공장은 풀가동 중이며, 2Q25 기준 생산 능력이 약 +10% 증설됨. 이어서 태국 신공장 1차 증설분은 3Q25부터 매출에 기여하기 시작할 전망이며, 이 역시 전사 생산 능력을 약 +10% 확대시킬 전망이다. 나아가, 2026년에는 2차 증설도 계획도 추진 중.
- 산업 내에서 30층 이상 고다층 MLB 및 HDI를 양산 가능한 업체가 제한적인 반면, AI 서버, 고속 네트워크 인프라 확산에 따른 수요는 빠르게 늘고 있음. 이에 따라 동사의 증설 효과는 곧바로 실적 개선으로 이어질 가능성이 높음

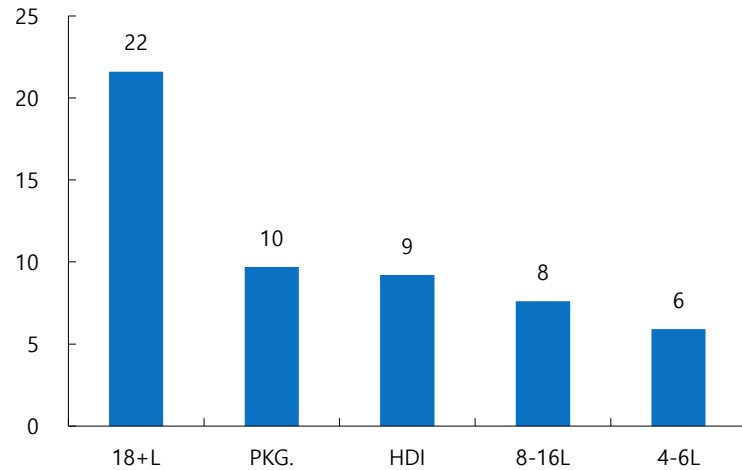
결산(12월)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
매출액(십억TWD)	26.6	32.8	30.0	39.0
영업이익(십억TWD)	4.1	6.0	5.1	8.1
순이익(십억TWD)	2.9	4.6	3.5	5.6
EPS(TWD)	6.0	8.9	7.3	11.5
BPS(TWD)	23.4	29.4	34.6	43.8
PER(배)	14.0	9.8	30.1	20.9
PBR(배)	3.6	2.9	6.3	5.5
ROE(%)	28.3	35.5	22.7	29.4
배당수익률(%)	1.3	2.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	8.5	6.0	17.0	12.6

주: IFRS 기준

## Gold Circuit(2368-TT)

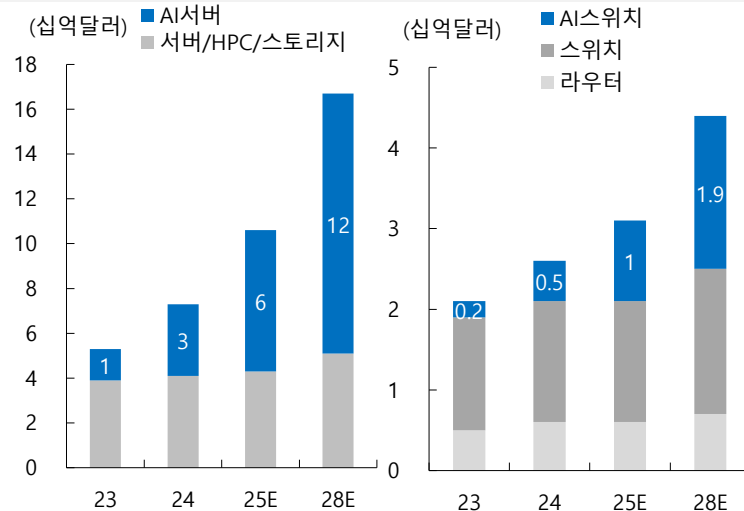
&lt;그림1&gt; 18+ 이상 고다층 MLB 수요 성장률이 가장 돋보일 것

(2024~2029 CAGR, %)



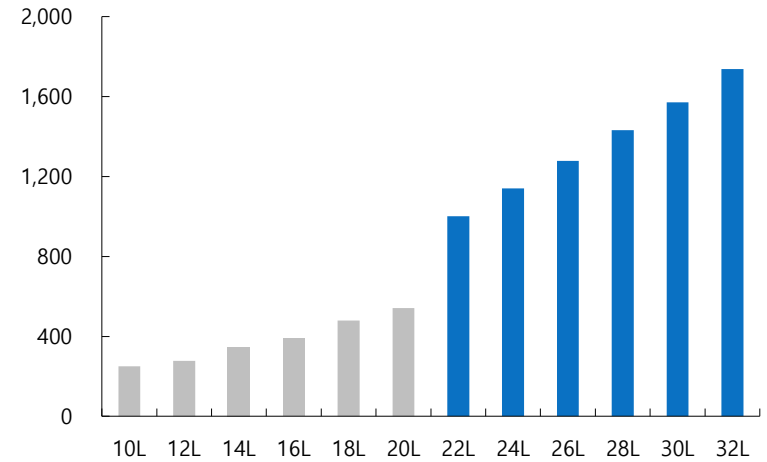
자료 : iM증권 리서치본부

&lt;그림3&gt; 가속기와 스위치 수요의 급증



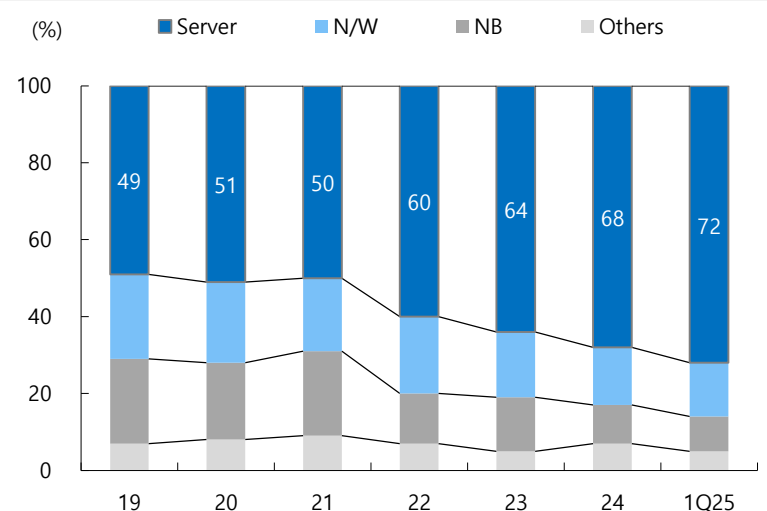
자료 : RCD Strategic Advisors, 이수페타시스, iM증권 리서치본부

&lt;그림2&gt; 22층 이상 고다층 MLB부터 단위 면적당 판가가 크게 증가

(\$/m<sup>2</sup>)

자료 : Jiepei, iM증권 리서치본부 자료

&lt;그림4&gt; GCE의 매출을 보면 서버를 중심으로 비중이 확대



자료 : Gold Circuit, iM증권 리서치본부

## IFRS 요약 재무제표

## 재무상태표

(십억TWD)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
유동자산	18	23	25	31
현금 및 현금성자산	4	6	8	9
단기금융자산	9	11	11	13
매출채권	7	7	8	13
재고자산	6	6	7	12
비유동자산	0	0	0	0
유형자산	25	30	33	45
무형자산	10	12	10	17
자산총계	3	4	6	6
유동부채	14	16	16	23
매입채무	11	14	17	21
단기차입금	7	6	6	6
유동성장기부채	5	8	10	14
비유동부채	11	14	17	21
사채	18	23	25	31
장기차입금	4	6	8	9
부채총계	9	11	11	13
지배주주지분	7	7	8	13
자본금	6	6	7	12
자본잉여금	0	0	0	0
이익잉여금	25	30	33	45
기타자본항목	10	12	10	17
비지배주주지분	3	4	6	6
자본총계	14	16	16	23

## 현금흐름표

(십억TWD)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
영업활동 현금흐름	2	4	5	6
당기순이익	3	5	4	6
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산감가상각비	0	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-1	-1	-2	-5
투자활동 현금흐름	0	0	0	0
유형자산의 처분(취득)	-1	-1	-2	-5
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0
금융상품의 증감	-2	-1	-1	0
재무활동 현금흐름	-1	1	0	2
단기금융부채의증감	0	-1	0	0
장기금융부채의증감	-1	-1	-2	-2
자본의증감	0	0	0	0
배당금지급	-1	2	2	1
현금및현금성자산의증감	4	4	6	8
기초현금및현금성자산	4	6	8	9
기말현금및현금성자산	1	3	4	0

## 포괄손익계산서

(단위:십억TWD,%)	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
매출액	27	33	30	39
증가율(%)	20	24	22	28
매출원가	6	9	8	11
매출총이익	2	2	2	2
판매비와관리비	5	7	6	9
연구개발비	4	6	5	8
기타영업수익	15.5	18.4	17.1	0.0
기타영업비용	4	6	5	8
영업이익	1	2	2	3
증가율(%)	3	5	4	6
영업이익률(%)				
이자수익	13.7	23.2	-8.4	29.6
이자비용	34.1	46.4	-14.9	57.1
지분법이익(손실)	41.6	56.1	-22.8	59.1
기타영업외손익	27	33	30	39
세전계속사업이익	20	24	22	28
법인세비용	6	9	8	11
세전계속이익률(%)	2	2	2	2
당기순이익	5	7	6	9
순이익률(%)	4	6	5	8
지배주주귀속 순이익	15.5	18.4	17.1	0.0
기타포괄이익	4	6	5	8
총포괄이익	1	2	2	3
지배주주귀속총포괄이익	3	5	4	6

## 주요투자지표

	FY 21	FY 22	FY 23	FY 24
주당지표(JPY)				
EPS	6.0	8.9	7.3	11.5
BPS	23.4	29.4	34.6	43.8
CFPS	4.8	8.5	10.7	11.5
DPS	2.4	3.5	3.5	6.0
Valuation(배)				
PER	14.0	9.8	30.1	20.9
PBR	3.6	2.9	6.3	5.5
PCR	17.7	10.3	20.4	21.1
EV/EBITDA	8.5	6.0	17.0	12.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	28.3	35.5	22.7	29.4
EBITDA이익률	18.4	21.1	20.3	23.5
부채비율	119.1	109.7	96.7	109.2
순부채비율	6.0	-3.0	-15.3	-8.7
매출채권회전율(x)	4.7	4.5	3.9	4.1
재고자산회전율(x)	5.1	4.6	3.9	4.0

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight (비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자비율등급공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%