GOLDEN CHIP

중소형주 베타 플레이



신현용 Quant Analyst 02 3770 3634 I hyunyong.shin@yuantakorea.com

백길현, USCPA 반도체 02 3770 5635 I gilhyun.baik@yuantakorea.com

고선영 전기전자 02 3770 3525 I sunyoung.kou@yuantakorea.com

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)





신현용

Quant Analyst

02 3770 3634
hyunyong.shin@yuantakorea.com



백길현, USCPA

반도체

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com



고선영

전기전자

02 3770 3525
sunyoung.kou@yuantakorea.com



SUMMARY

[Quant] Chip of Chips – 골든칩을 찾아서

지난 9월 KOSPI 지수의 최고치 경신은 이익 사이클(12MF 순이익 YoY) 반전과 맞물린 구조적 강세장의 시작으로 판단. 과거 신고가 랠리 사례 모두 이익 사이클이 우호적인 환경에서 발생하였으며 평균 242일간 약 +31.2%의 수익률을 기록. 최고치 경신은 단기 이벤트가 아닌 장기적 상승 요인으로 작용하는 경향 확인. 올해 대형 주도주가 증시를 견인하며 중소형주와의 성과 괴리가 특징적이며 중소형주/대형주 상대성과는 '05년 이후 -2σ를 하회하는 수준에서 재차 중소형주의 강세가 확대되는 패턴 확인. 강세장 지속이 전망됨에 따라 대형주와 함께 중소형주 베타 플레이가 유효한 국면이 전개될 것으로 판단. 해당 국면 스타일 성과 분석 결과 중소형 성장주(옐로우칩) 중에서도, 가파른 이익 개선세와 함께 시장의 이목이 집중되는 종목군이 베타 플레이에 유효한 골든칩인 것으로 확인. 최종적으로, 이익 리비전 스코어 상위 및 시가총액 대비 거래대금 상위 30%에 속하는 중소형주 중 기저효과에 따라 이익 사이클 전반의 개선이 기대되는 종목을 스크리닝

[반도체] 소재/부품기업의 분기 컨센서스 상회 랠리

11월 들어 반도체 업종 전반의 주가 흐름이 부진하다. AI 데이터센터는 전력 및 공간 인프라 부족으로 설치·가동 시점이 지연될 수 있다는 우려가 있다. 이는 수요 축소가 아닌 램프업 타이밍의 이동에 불과한다. 동시에 AI 모델 효율화가 예상보다 빠르게 진전될 경우 GPU·HBM 증가 속도 조정 가능성이 존재하지만, 엔터프라이즈 도입 확대와 실제 서비스 확산으로 인해 오히려 총 Compute 수요는 구조적으로 증가하는 흐름이 유지될 가능성이 높다. 중국 변수는 규제 리스크와 기술 내재화에 대한 모멘텀이라는 양면성이 존재하나, 향후 15차 5개년 계획 등 정책 기반 인프라 확대가 본격화되면 오히려 수요의 업사이드 요인으로 작용할 여지도 충분하다는 판단이다. 2026년 DRAM 시장은 수요 증가 대비 공급 증가가 제한되며 타이트한 수급이 지속될 전망이고, HBM 증설 영향으로 범용 DRAM 전환 캐파가 줄어 공급 여력이 구조적으로 지속 낮아질 것으로 예상한다. 재고자산 회전율이 정상화되는 과정에서 시장 체질 개선이 확인되고 있으며, 공급·재고 운영의 리스크 관리 수준이 과거 대비 강화되고 있다는 점도 긍정적이다. 이에 따라 1H26은 메모리반도체 가격 주도, 2H26은 출하량 증가가 이끄는 2단계 업사이클을 기대한다. 특히 Capex 확대로 영업이익 레버리지를 누리는 가운데 2026~2027년 구조적 성장 구간에 진입할 것으로 예상되는 기업이 사상 최대 실적을 기록할 것이다. Top Pick은 하나머티리얼즈를 제시한다.

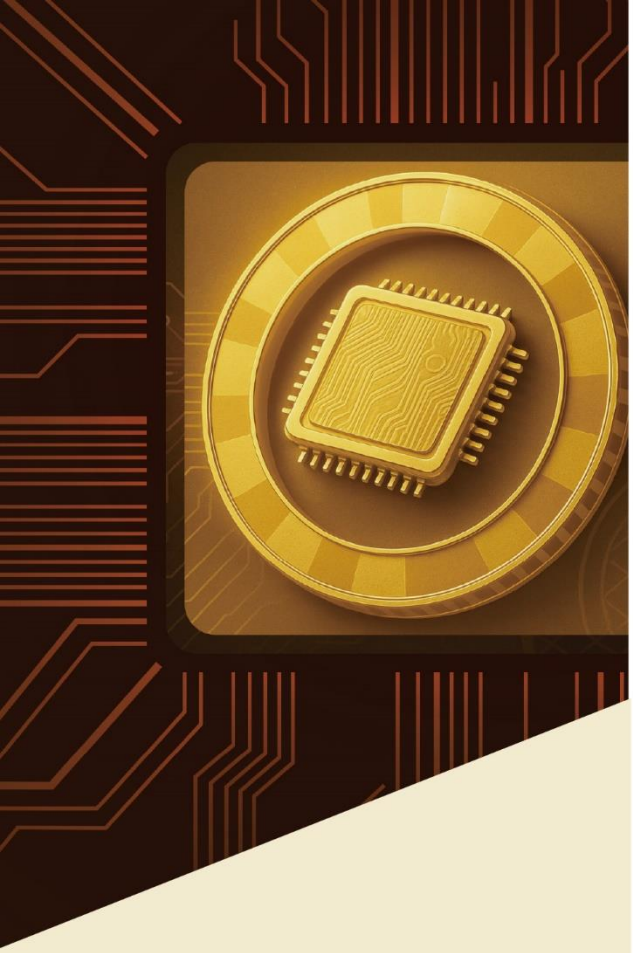
[전기전자] Entry closed: 기판에는 뉴커머가 없다

기판 관련 종목들에 대한 단기 주가 급등에 대한 부담과 변동성에 대한 우려는 존재. 그러나 외국인과 기관이 형성하고 있는 수급의 탄력은 업종에 대한 기대감이 유효하다는 것을 반증. AI 인프라 투자 확대로 기판의 경우 기존 기술 경쟁력 확보 경쟁에서 벗어나 지정학 및 공급 안정성이 결합된 새로운 재편 국면을 맞이하고 있는 상황. 북미 빅테크들의 CapEx와 NVIDIA Rubin 세대의 도입은 추론으로의 전환 속 대규모 데이터 처리를 요구하며 서버에 탑재될 메모리 및 비메모리 패키지 기판에 대한 수요를 구조적으로 끌어올리는 중. 공급 측면에서는 대만, 일본 중심의 보수적 증설 기조와 미중 공급처 다변화 기조가 맞물린 상황. '26년 기판 투자의 핵심으로 'Q 대응력' 제시. Q 대응력에 대한 판단은 ① 높은 가동률, ② 증설 타이밍, ③ Capa 여유분 ④ 가격 협상력. 공급자 우위가 강화되는 현 시점에서 선제적인 투자로 실질적 증설 여력을 보유한 업체가 '26년 추가 이익을 영위할 수 있을 것으로 판단. 기판 업종 Top pick: 대덕전자, 이수페타시스를 제시

CONTENTS



PART 1	Chip of Chips – 중소형주 베타 플레이	7
PART 2	소재/부품기업의 분기 컨센서스 상회 랠리	19
PART 3	Entry closed: 기판에는 뉴커머가 없다	31





신현용

Quant Analyst

02 3770 3634

hyunyong.shin@yuantakorea.com

PART 1

Chip of Chips – 중소형주 베타 플레이

최고치 경신, 장기적 상승 요인

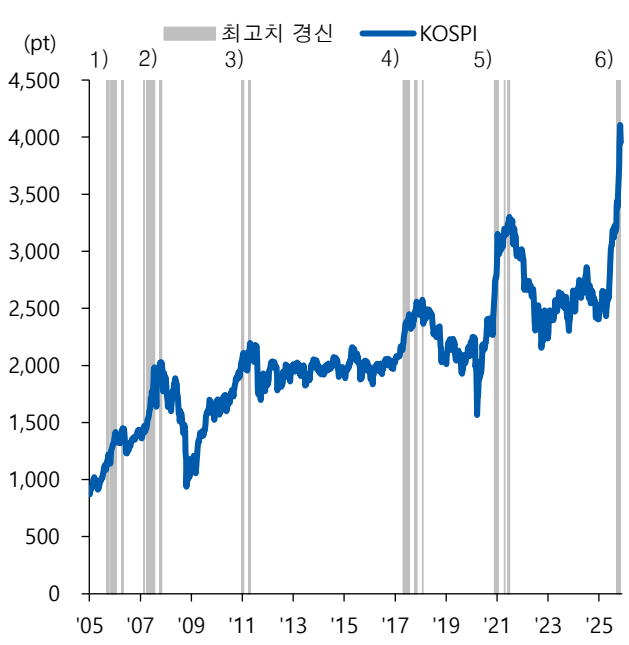
- 지난 9/10일 KOSPI 지수는 3,314.5pt를 기록하며 약 50개월만에 최고치를 경신하였다. 반도체 이익 개선 기대감이 가파르게 반영되며 KOSPI 지수의 최고치 경신과 이후 신고가 랠리를 견인하고 있다.
- '05년 이후 KOSPI 지수가 최고치를 경신한 사례는 올해 포함 총 6번으로 확인된다. 최고치 경신 이후 약 4개월만에 유럽재정위기 및 글로벌 경기 둔화 우려가 확산된 '11년도 사례를 제외하면 평균적으로 약 242일간 강세장이 지속되었다(현재 11/14일 기준 65일 경과).
- 또한, 신고가 경신 이후 상승기 전체 기간의 평균 수익률('11년도 제외)은 약 +31.2%로 최고치 경신을 주도한 상승 요인은 **단기 이벤트가 아닌 장기적인 상승 요인**으로 작용하는 경향이 확인되었다.

반도체 업종이 견인한 최고치 경신과 지수 랠리



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

'05년 이후 최고치 경신 케이스는 총 6번



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 지수의 장기 강세로 이어진 최고치 경신 이벤트

전체 기간	지속기간(일)	KOSPI 지수 (pt)		전체 기간 수익률(%)
1) '05년	308	1,026.8	1,464.7	42.6
2) '07년	251	1,465.4	2,064.9	40.9
3) '11년	119	2,070.1	2,229.0	7.7
4) '17년	183	2,241.2	2,558.0	14.1
5) '20년	225	2,602.6	3,305.2	27.0
6) '25.년		3,314.5		
전체 기간 평균	**217**			**26.5**
'11년도 제외 평균	**242**			**31.2**

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

신고가 랠리는 이익 사이클을 타고

- 올해 신고가 경신은 증시 이익 사이클(12MF 순이익 YoY 증감률) 반전에 기인한 것으로 확인된다. 8월 말 약 -3.1%의 저점을 기록한 이익 사이클이 플러스(+)로 전환된 9월 중순 경 KOSPI 지수는 최고치를 경신하였다.
- 일반적으로 이익 사이클은 주가와 동행하는 흐름을 나타낸다. 같은 이익의 확대/축소 과정을 거치더라도 기저에 따라 주가가 차별화되기 때문이며 과거 신고가 경신 사례들 또한 우호적인 이익 사이클 환경에서 발생하였다. 또한 이익 사이클 상승세가 둔화되는 시점 강세장이 종료되는 모습이 확인된다.
- 올해 역시 이익 사이클의 상승 전환과 신고가 경신 시점이 맞닿아 있는 모습이 확인되며, **이번 신고가 랠리의 주기 또한 이익 사이클 상승기간이 결정할 것이라 판단**한다.

KOSPI 이익 사이클이 우호적인 환경에서 최고치 경신이 발생. 이후 이익 사이클 상승에 따라 강세장 지속

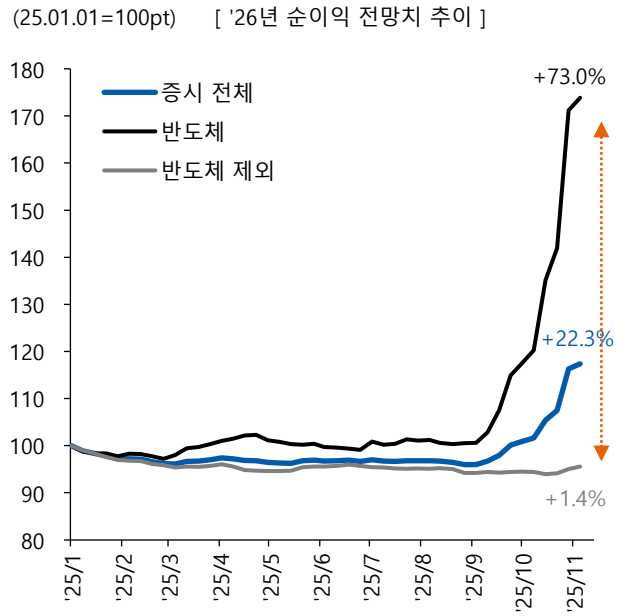


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

강세장 주인공은 단연 반도체

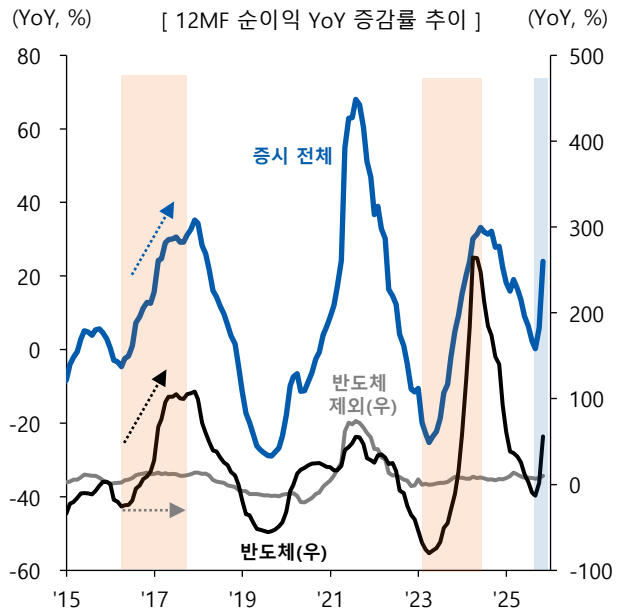
- 증시 내 이익 비중이 높은 반도체 업종의 이익 개선 기대감이 가파르게 나타나며 증시 전반의 이익 사이클을 견인하였다. 반도체 업종의 '26년 순이익 전망치는 9월 저점 이후 약 +73.0% 상향조정이 이루진 반면 반도체를 제외한 증시 전체 순이익의 경우 약 +1.4% 상향조정에 그치는 모습이 확인된다.
- 증시 전반의 이익 사이클은 반도체 업종에 대한 민감도가 높다. 과거 반도체 업종의 독주로 인한 이익 사이클 괴리가 다수 확인되며, 해당 구간 반도체 업종은 견조한 성과를 기록하였다.
- 결국 **이번 강세장의 주기는 반도체 이익 사이클 경로에 달려있으며, 강세장 속 최종 승자는 반도체 업종이 될 것이라 판단**한다.

반도체가 견인한 증시 이익 사이클



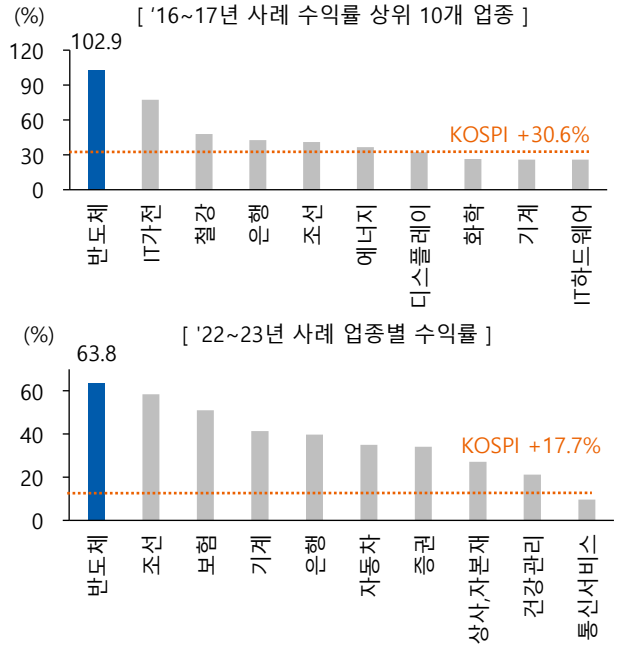
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

반도체와 그 외 업종 이익 사이클간 괴리 다수 발생



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

해당 구간 반도체 업종이 견조한 수익률을 기록

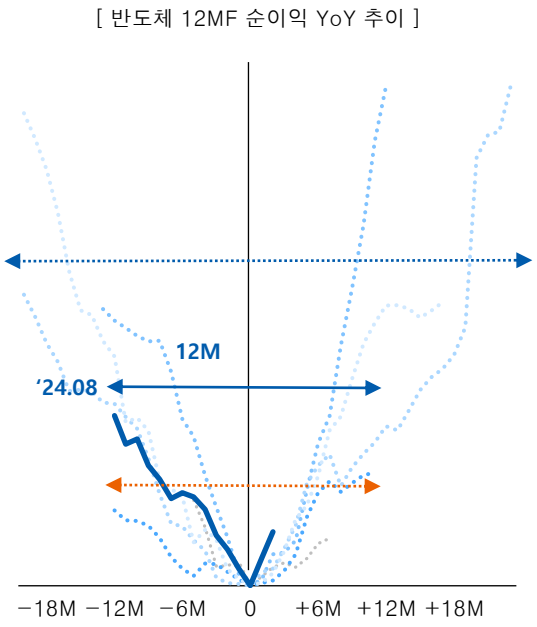


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주1) WI26 업종기준
주2) '16~17년 사례: 16.02~17.11
주3) '23~24년 사례: 23.03~24.07

반도체 이익 사이클 전망 (1): 구조적 분석

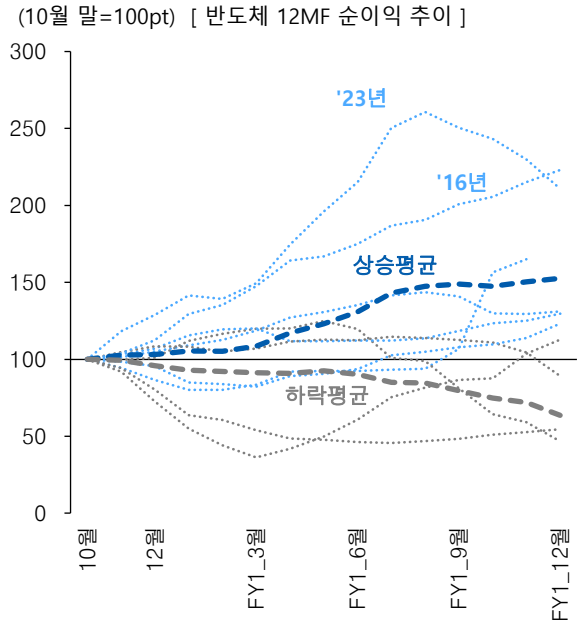
- 반도체 업종의 이익 사이클 경로를 전망하기 위해 1) 구조적 분석 및 2) VAR 표본 외 동적예측모델을 활용하였다.
- 이익의 YoY 흐름을 나타내는 사이클의 경로는 구조적으로 기저에 대한 의존도가 높으며, 이에 따라 하락기와 상승기가 대칭적으로 발생하는 모습이 확인된다. 올해의 경우 '24년 8월 이후 약 12개월간 하락 사이클이 진행된 후 상승 전환하였다.
- 반도체 12MF 순이익은 '24년 8월 이후 하락세를 보이며 올해 9월 이익 사이클 반전의 기저로 작용하였다. 이후 기저가 낮아지는 구간이 지속되며 이익 사이클 상승세 또한 지속될 가능성이 높은 상황이다.
- 과거 10년간 10월 이후 차년도까지의 이익 추정치 평균 상향 폭을 적용할 경우, **26년 3월까지 가파른 상승 국면이 이어진 뒤 8월 고점을 형성**하는 것으로 나타난다.

하락과 상승 기간이 대칭적으로 발생



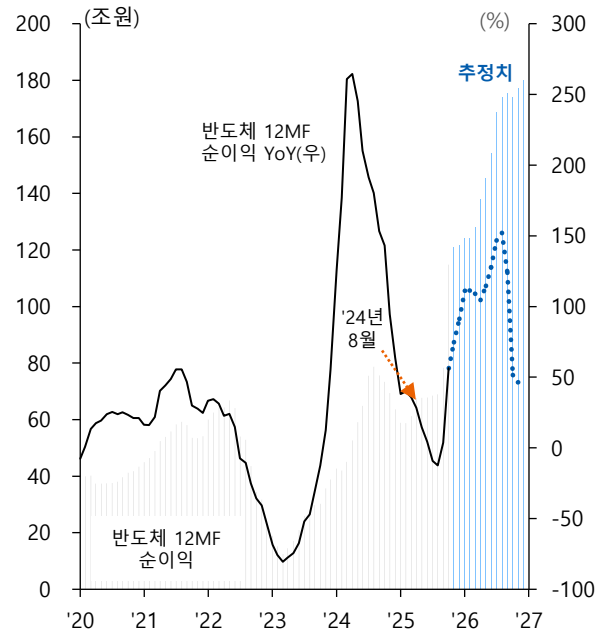
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

평균적으로 추정치는 +52.5% ~ -36.4%의 조정이 진행



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

상승평균 케이스 가정 시 '26년 3분기 고점 형성

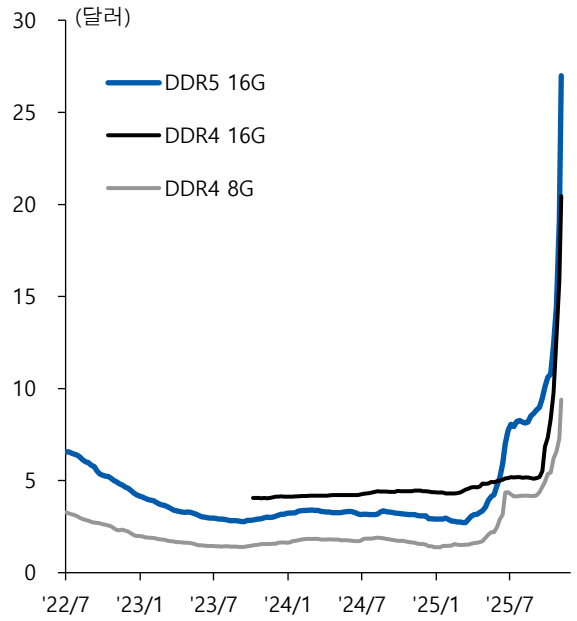


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

반도체 이익 사이클 전망 (2): VAR 표본 외 동적예측모델

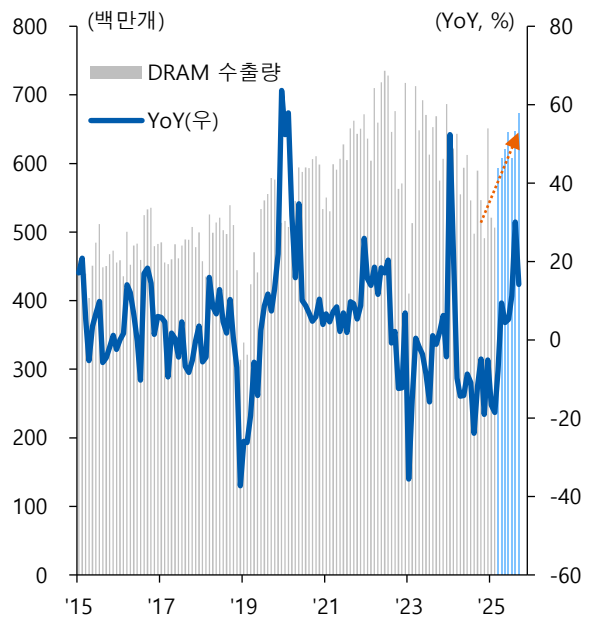
- 두 번째로, 관찰 변수에 기대값을 입력하여 주요 관찰 변수(반도체 이익 사이클)의 경로 예측을 수행할 수 있는 벡터자기회기모형(Vector Autoregression, VAR)을 활용하였다.
- 최근 AI 인프라 증설로 HBM 수요가 급증하며 반도체 시장은 공급자 우위로 전환되었다. 이에 따라 DRAM 가격이 급등하였으며 한국의 반도체 수출 경기 또한 회복세가 나타나고 있다. 또한, 타이트한 수급 환경이 지속되면서 국내 반도체 업종의 이익 기대감이 급격히 확대되었다.
- 반도체 업황 개선 기대감을 견인한 3가지 요인 P(DRAM ASP YoY), Q(반도체 수출량 YoY), 수급(출하 YoY – 재고 YoY)을 반도체 이익 사이클 경로 추정을 위한 관찰 변수로 활용하였다.

P: AI 수요 반영, DRAM 가격 급등



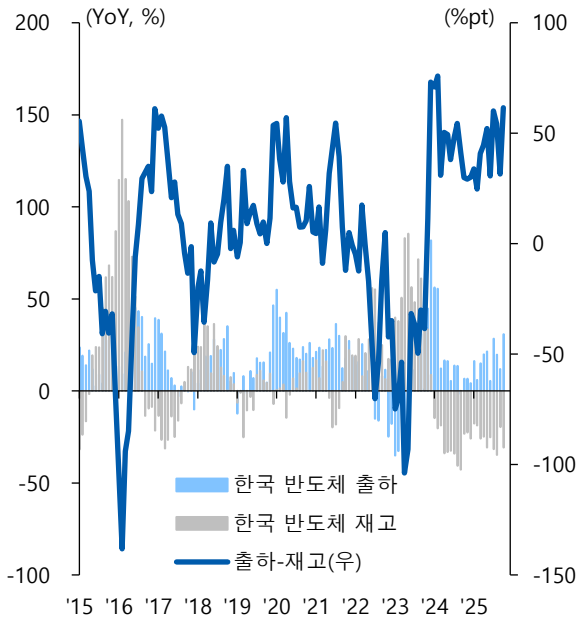
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Q: 반도체 수출 경기 회복세



자료: 한국무역협회, 유안타증권 리서치센터

수급: 타이트한 재고 환경

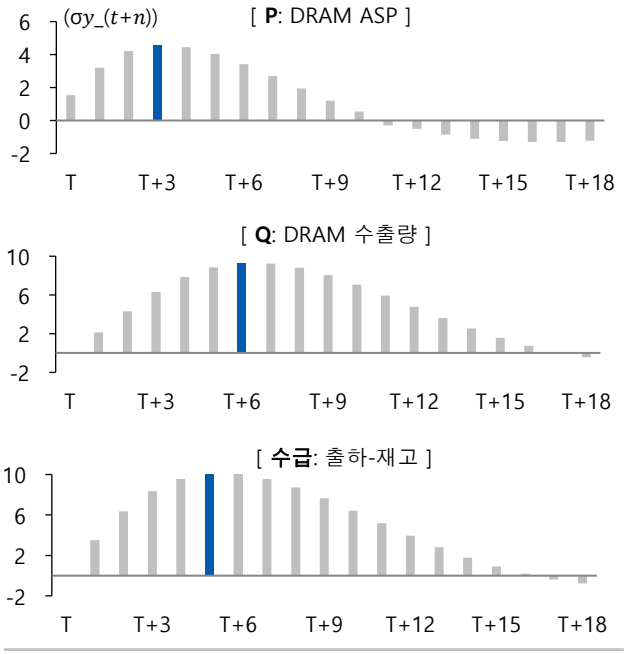


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: YoY 기준

반도체 이익 사이클 전망 (2): VAR 표본 외 동적예측모델

- 먼저, VAR 모형에서 각 변수에 발생한 일시적은 충격이 반도체 이익 사이클에 어떤 영향을 미치는지 확인하기 위해 충격반응함수(Impulse Response Function, IRF)를 활용하였다. 결과적으로 세 변수 모두 정(+)의 충격이 가해질 경우 이익 사이클에 상승압력으로 작용하며 약 6개월 이후 영향력이 점진적으로 감소되는 것이 확인된다.
- 이에 따라 올해 연말까지 세 변수의 Best(상승 지속), Base(유안타 추정), Worst Case(하락 전환)을 가정해 반도체 이익 사이클 경로를 산출한 결과 세가지 Case 모두 '26년 2분기 고점이 나타나는 것으로 확인된다.
- 앞선 구조적 분석과 고점 형성 시점에 차이가 있으나, 공통적으로 '26년 1분기 가파른 상승세가 지속되는 것으로 나타난다. 이에 따라 **'26년 1분기까지 반도체 업종 이익 사이클 상승 지속에 대한 신뢰도는 높은 것으로 평가**한다.

P, Q, 수급 모두 정(+)의 충격이 6개월 내 강하게 발생



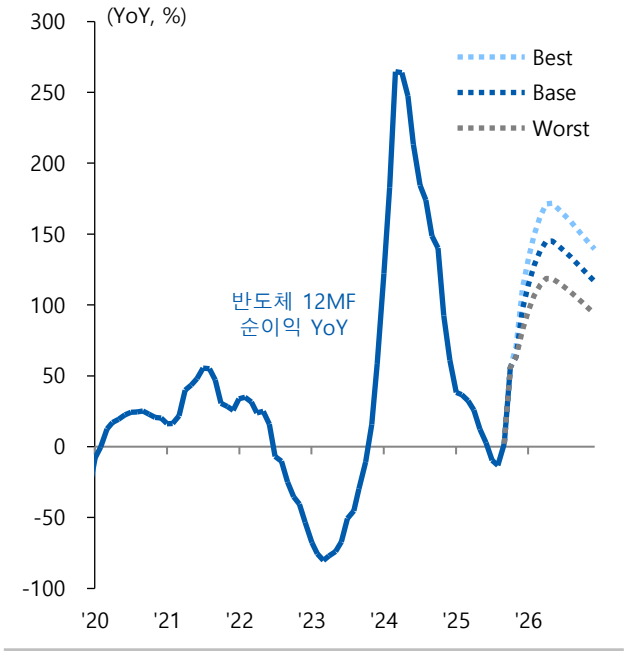
자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

시나리오별 P, Q, 수급 방향

변수	Best	Base (유안타 추정)	Worst
P (DRAM ASP)	↑	↑	↓
Q (DRAM 수출량)	↑	중립	↓
수급 (출하-재고)	↑	↑	↓

자료: 유안타증권 리서치센터
주: '25년 12월 말 YoY 기준

모든 시나리오에서 '26년 1분기 가파른 상승세를 예상

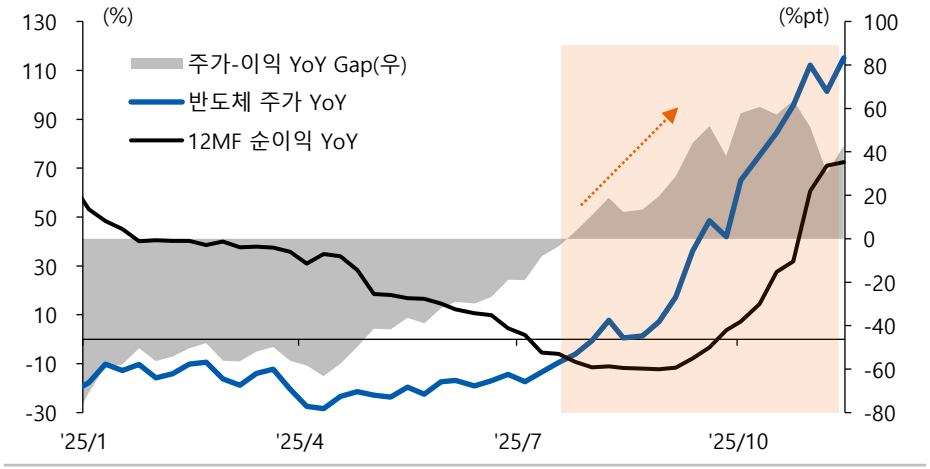


자료: 필자 직접 분석, 유안타증권 리서치센터

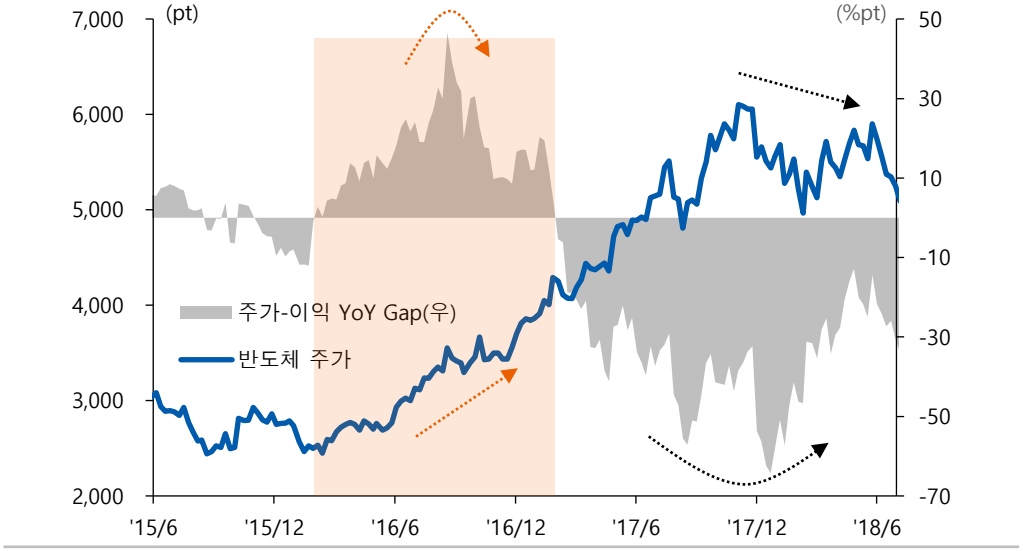
많이 오른 것이 문제는 아니다

- 다만, 이익 사이클보다 먼저, 그리고 가파르게 주가가 상승하며 가격 부담이 가중되고 있는 상황이다.
- 반도체 이익 사이클이 견인한 강세장 사례인 '16~17년과 '23~24년을 확인해보면 두 사례 모두 강세장 초반 주가와 이익의 Gap(YoY 기준)이 확대되는 것이 확인된다.
- 이후 Gap이 상쇄되고 이익의 확대가 주가에 미치는 영향이 줄어들며 상승세가 둔화되거나 강세장이 종료되는 패턴이 확인된다.
- 결국 **이익 기대감이 주가에 가파르게 반영되는 시점이 아닌, 기대감이 현실이 되며 이익 확대가 더 이상 시장에 서프라이즈로 작용하지 않을 때 상승세가 둔화**되는 것으로 확인된다.

최근 이익 증가 속도를 상회하는 주가 상승으로 밸류에이션 부담 확대

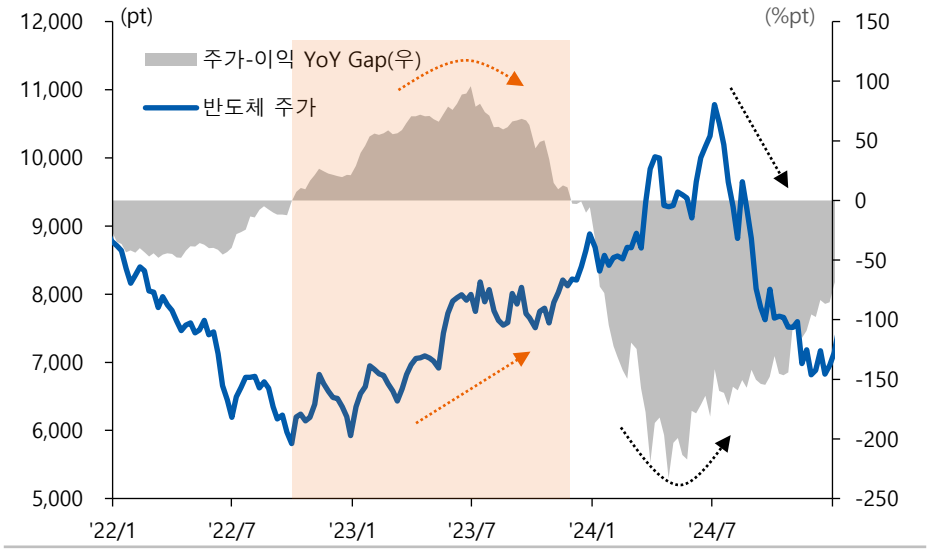


이익 기대감이 주가에 가파르게 반영되어 주가-이익 괴리가 확대되는 구간이 아닌,



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

기대감이 현실이 되며 이익 개선이 주가를 견인하지 못하는 구간에 주의

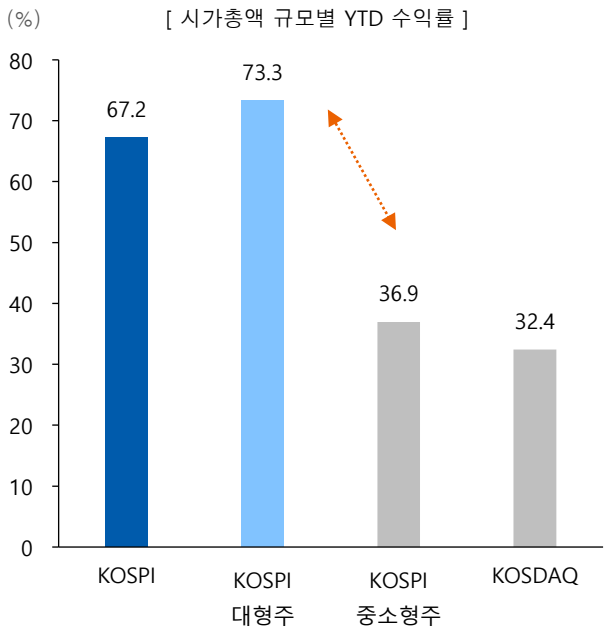


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

사이즈 베타 플레이

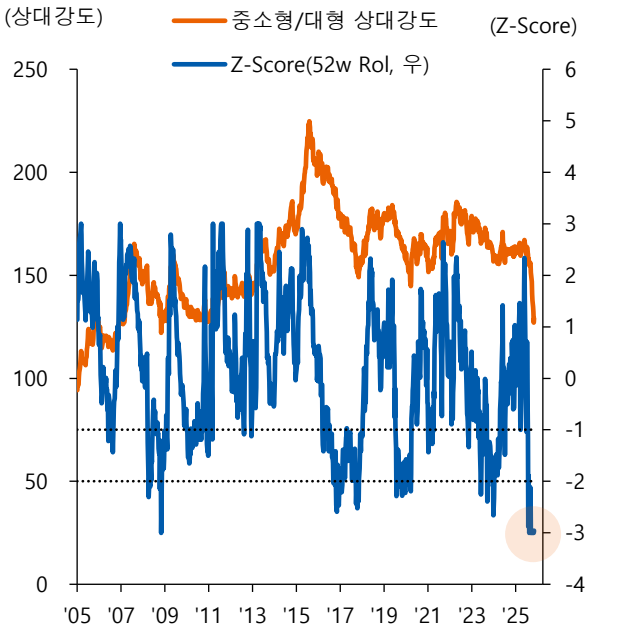
- 이번 상승장은 대형 주도주가 견인하였으며 대형주와 중소형주의 성과 괴리가 확대되었다. KOSPI 지수는 연초대비 +67.2% 상승하였으며 KOSPI 대형주는 +73.3%의 수익률을 기록하였다. 반면 KOSPI 중소형주는 +36.9%, KOSDAQ은 32.4% 상승에 그치며 KOSPI 지수의 성과를 크게 하회하였다.
- KOSPI 대형주 대비 중소형주의 상대강도는 올해 가파르게 하락해 52주 Z-Score 기준 -3σ 수준으로 역사적 저점 수준을 기록하고 있다. '05년 이후 추이를 살펴보면 중소형/대형 상대강도의 Z-Score 표준편차가 -1에서 -2 범위에 진입한 뒤 재차 상승하는 패턴이 확인된다.
- 이와 같은 패턴은 KOSDAQ/KOSPI 상대강도에서도 확인되며 강세장 지속이 전망되는 만큼 **대형 주도주와 함께 중소형, KOSDAQ 등 사이즈 베타 플레이가 유효**할 것으로 판단한다.

올해 대형 주도주 중심의 강세가 특징



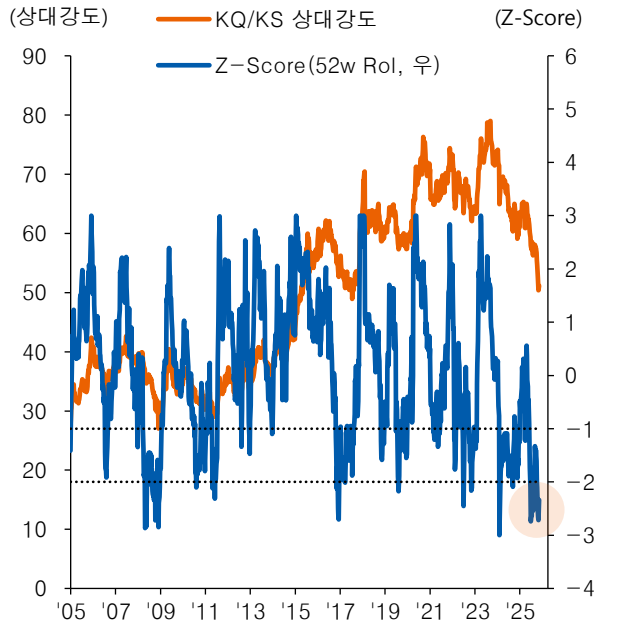
자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

대형주 대비 중소형주의 상대강도는 역사적 저점 수준



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

KOSPI 대비 KOSDAQ 상대강도 또한 -2σ를 하회

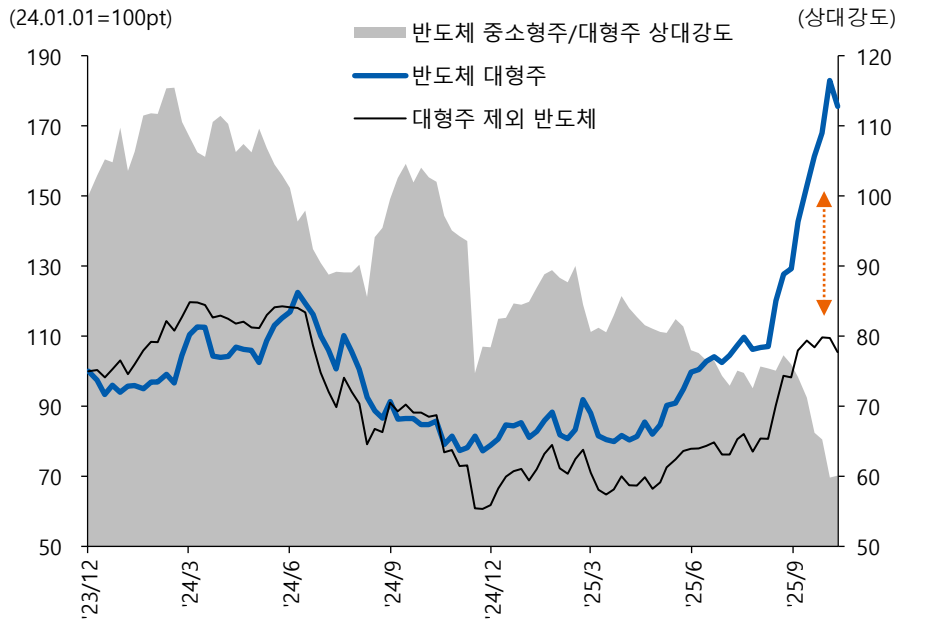


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

반도체 사이즈 베타 플레이

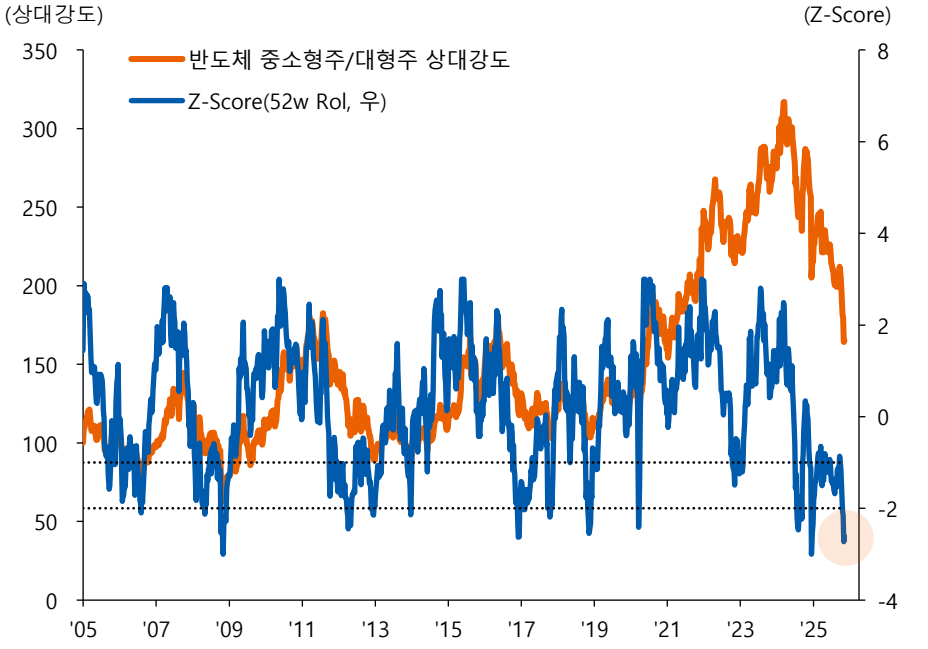
- 반도체 업종 내에서도 삼성전자와 SK하이닉스의 독주로 대형주와 중소형주간의 성과 괴리는 심화되고 있다.
- 반도체 업종 내 중소형주/대형주 상대강도의 52주 Z-Score는 -2σ 수준으로 역사적 저점을 기록하고 있다. 마찬가지로 -2σ 수준을 기록한 뒤 중소형주의 상대성과가 재차 확대되는 패턴이 확인된다.
- **반도체 업종 내에서도 대형주와 함께 사이즈 베타 플레이를 통해 초과수익 기회가 확대**되는 국면이 전개될 것으로 판단한다.

반도체 업종 내에서도 대형주와 중소형주의 성과 격차 확대



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

반도체 업종 내 중소형주의 약세 또한 역사적 저점 수준

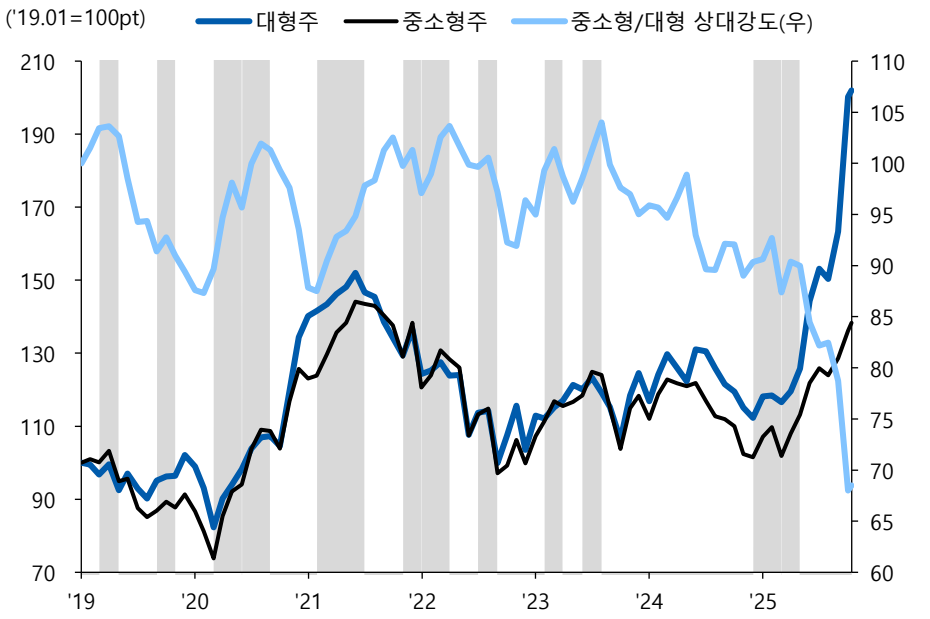


자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

사이즈 베타 플레이 + 스타일 전략

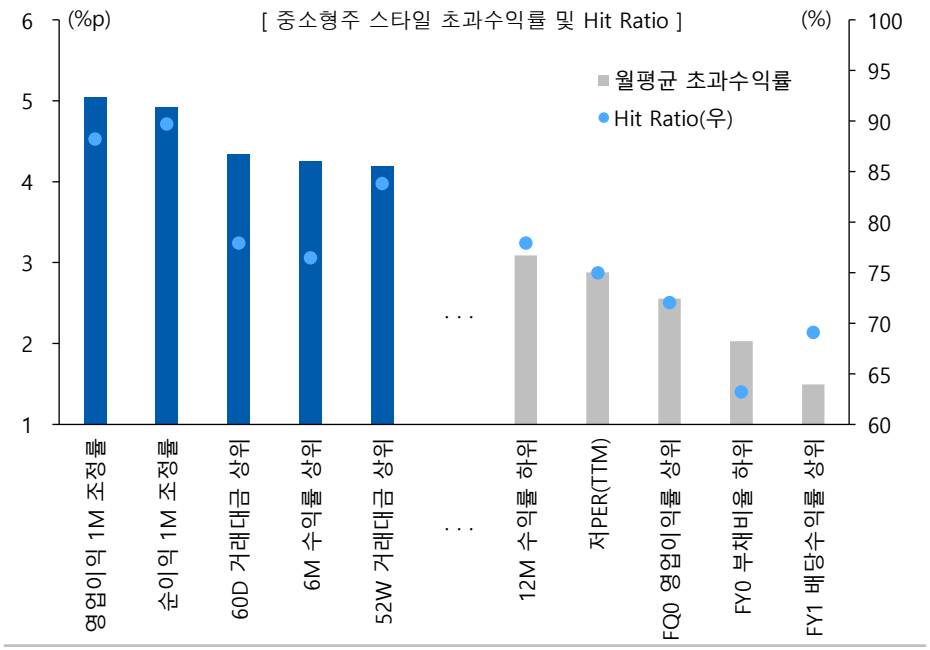
- 증시 상승기 베타 플레이가 유효했던 중소형주 종목군의 특징을 파악하기 위해 스타일 전략을 활용하였다. 먼저 중소형/대형 상대강도가 확대되는 국면 중 대형주의 하락에 의한 상대성과 회복이 아닌, 대형주가 상승하는 기간 중소형주의 상승폭이 더욱 높았던 국면을 선별하였다.
- 스타일 전략 스크리닝에 활용된 유니버스는 대형주를 제외한 중소형주 종목만으로 구성하였으며 중소형주 베타 플레이가 유효했던 국면 각 스타일의 성과(대형주 대비 월평균 초과수익률 및 Hit Ratio)를 분석하였다.
- 성과 상위를 기록한 스타일은 주로 이익 추정치 조정률 상위, 거래대금 상위, 주가 모멘텀 상위 등 **이익 기대감이 개선되며 거래대금이 집중된 중소형주 종목군이 대형주를 아웃퍼폼**한 것으로 해석된다. 반면, 배당 상위, 재무건전성 상위, 저밸류, 낙폭과대 등 방어적 성격의 전략은 하위에 스크리닝되었다.

'19년 이후 대형주 상승 구간 중소형주의 베타 플레이가 유효했던 국면



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

이익 기대감이 개선되며 거래대금이 집중된 중소형 종목군이 견조한 성과를 기록



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주: KOSPI 대형주 대비 초과수익률 및 Hit Ratio

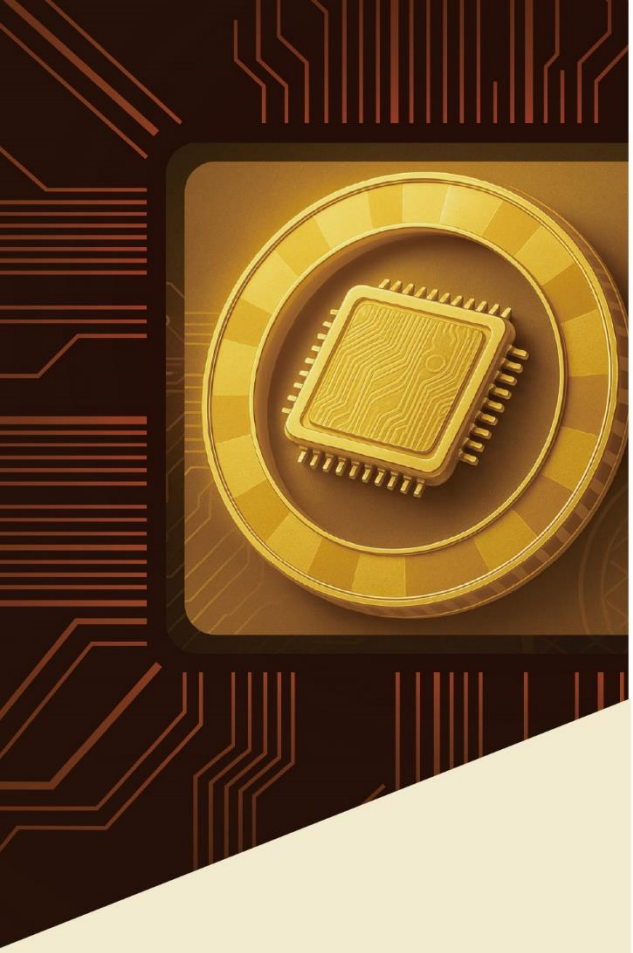
Chip of Chips – 골든칩을 찾아서

- 종합해보면, 1) 이번 강세장의 주기를 결정할 반도체 업종의 이익 사이클은 1Q26까지 가파른 상승 경로를 그릴 것으로 예상된다.
- 또한 대형 주도주의 가파른 상승으로 대형주-중소형주 간 성과 괴리가 역사적 수준까지 확대된 가운데, 2) 향후 중소형주의 아웃퍼폼으로 괴리 축소가 예상되며 대형주와 병행한 중소형주 베타 플레이가 유효할 것으로 판단한다.
- 중소형주 베타 플레이가 유효했던 국면 스타일 성과 분석 결과, 3) 중소형 성장주(엘로우 칩) 중에서도 **이익 기대감이 가파르게 개선되며 거래대금이 집중된 종목군이 베타 플레이에 유효한 골든칩**인 것으로 확인된다.
- 최종적으로, 중소형주를 대상으로 이익 추정치 상향 조정이 나타남과 동시에 거래대금이 집중되는 종목 중 향후 3개월간 기저효과('24년 11월 이후 3개월 간 12MF 순이익 추정치 하락)에 따라 이익 사이클 전반의 개선이 기대되는 종목을 스크리닝하였다.

중소형주 종목 중 리비전 스코어 상위 30%, 시가총액 대비 60일 누적 거래대금 상위 30%에 속하며 이익 사이클 기저효과가 나타나는 종목 스크리닝

종목코드	종목명	시장 구분	시가총액 (억원)	60일 누적 거래대금 (억원)	영업이익 추정치 월간 조정률		순이익 추정치 월간 조정률	
					12MF(%)	'26년 연간(%)	12MF(%)	'26년 연간(%)
A240810	원익IPS	KQ	32,494	23,711	20.0	18.8	21.7	19.6
A403870	HPSP	KQ	26,386	16,854	5.8	4.3	5.6	4.0
A353200	대덕전자	KS	25,301	35,442	70.6	59.9	68.8	59.2
A089030	테크윙	KQ	20,676	27,974	19.5	10.9	24.9	16.4
A067310	하나마이크론	KQ	17,257	28,021	17.5	14.6	13.4	5.3
A098460	고영	KQ	13,415	46,636	23.5	19.4	16.0	11.9
A195870	해성디에스	KS	9,486	6,275	35.9	30.5	35.7	29.7
A095610	테스	KQ	9,212	8,375	4.3	3.2	3.8	2.7
A166090	하나머티리얼즈	KQ	8,574	6,729	14.7	13.3	19.1	17.6
A356860	티엘비	KQ	7,089	19,039	18.4	15.7	32.7	29.5

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터
주1) WI26 업종 기준
주2) 영업이익/순이익 리비전 스코어= '26년 연간 및 12MF 추정치 월간 조정률 스코어





백길현, USCPA

반도체

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

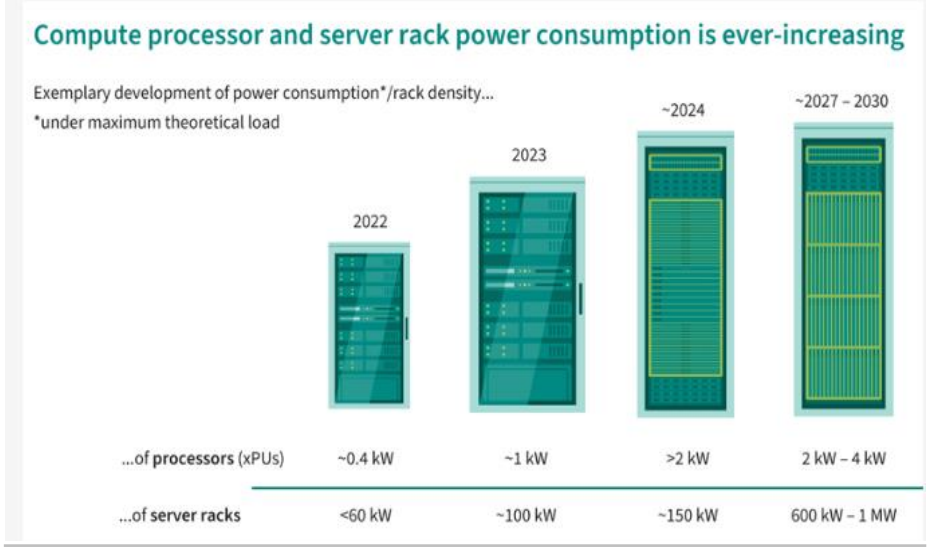
PART 2

소재/부품기업의 분기 컨센서스 상회 랠리

리스크 점검 (1): 데이터센터 전력/인프라 부족

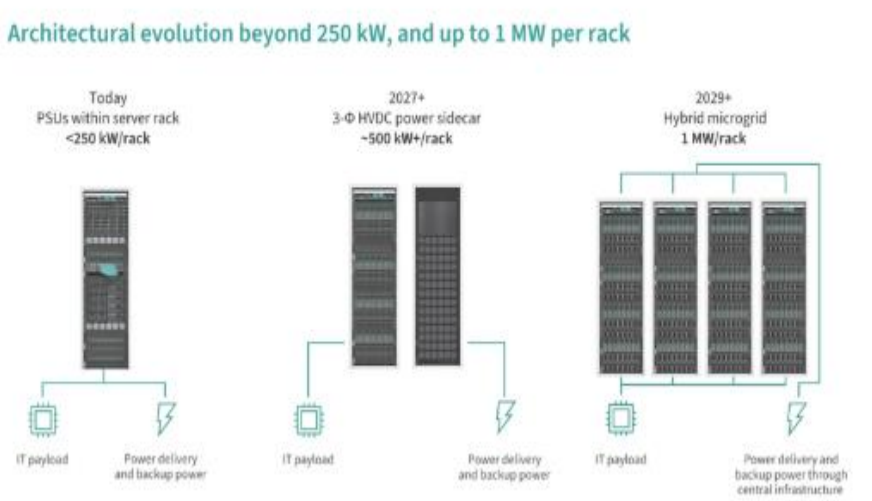
- 미국 Hyperscaler들은 칩 조달보다, 이를 '설치할 공간'과 '전력을 넣어줄 인프라'가 준비되지 않아 실제 Compute Capacity의 램프업이 지연되는 구조적인 한계에 직면하고 있다. 1)AI Rack의 전력 소모는 기존 10~20kW 수준에서 40~80kW로 급증했으며, GB200·GB300 AI Rack은 100kW에 근접할 것으로 예상한다. 이는 과거 대비 전력 밀도가 3~5배 상승한 수준으로, 데이터센터 한 곳이 필요로 하는 총 전력량이 기하급수적으로 증가하고 있다. 2)동시에 이러한 전력 수요 증가에 비해 전력 인입(T&D)과 변전소(Substation) 확충 속도가 현저히 느리다는 점이다. 송전선 증설, 배전 인프라 연결, 변전소 신설과 같은 Grid 연결 작업은 환경 평가·부지 확보·시공·시운전까지 최소 18~36개월이 소요되기 때문이다.
- 단기적으로는 전력 인프라 구축 시차로 인해 일부 출하 타이밍의 변동성이 나타날 수 있으나, 이는 기우일 것이라는 판단이다. 이는 수요의 축소가 아니라 설치 시점의 이동에 가깝다. Hyperscaler들의 GPU·HBM 확보 계획은 이미 중기 로드맵에 기반해 확정되어 있으며, 전력·냉각 인프라 완공 이후에는 누적된 수요가 순차적으로 전개될 가능성이 높다. 오히려 이러한 지연 구간은 AI 데이터센터 인프라를 장기적으로 확충하는 과정에서 필요한 조정으로, 향후 서버·메모리 시장의 성장 경로를 더욱 안정적으로 만드는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

그림. 지속 증가하는 서버 Rack당 전력 소비 규모



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

그림. HVDC 아키텍처로 전환의 세 가지 핵심 단계

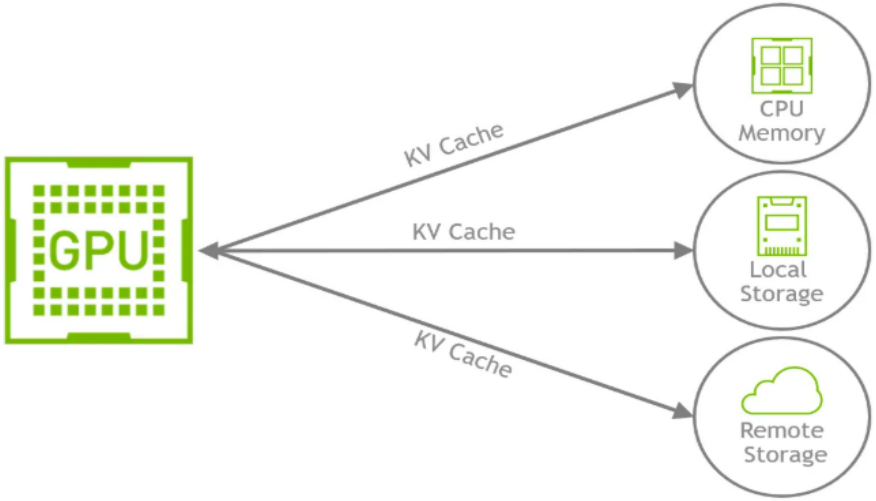


자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

리스크 점검 (2): AI Compute 효율 향상

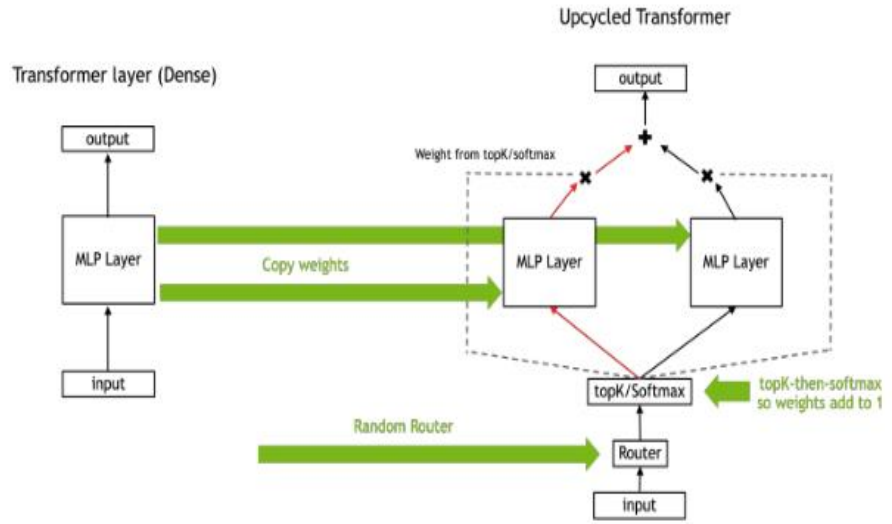
- AI 모델의 효율화 속도가 예상보다 빠르게 진전될 경우, 동일 서비스 제공을 위해 필요한 GPU 및 HBM의 증가율이 조정될 가능성이 있다. 최근 AI 개발 방향은 단순한 모델 규모 확장보다는 비용 대비 성능을 극대화하는 효율 중심으로 이동하고 있다. 경량화 모델(Slim/Lightweight LLM), Sparse MoE(Mixture of Experts) 기반의 연산 축소, KV(Key Value) Cache 구조 최적화, 학습·추론 파이프라인 효율화 등 다양한 알고리즘적 개선이 빠르게 현실화되면서, 동일한 품질의 AI 서비스를 구현하는 데 요구되는 Compute가 점진적으로 감소하는 추세다.
- 이러한 변화가 2025~2027년을 기점으로 강화될 가능성을 배제 할 수 없다. AI 모델의 성장 축이 "파라미터 확대(Scale)"에서 "연산 효율(Efficiency)"로 이동하는 전환기로, Hyperscaler의 AI CAPEX 역시 단순한 인프라 증설보다는 효율성·ROI 기반의 선택적 투자로 전환될 가능성이 있다. 이는 구조적 성장세의 약화라기보다 수요의 증가 패턴이 보다 현실적이고 지속 가능한 형태로 전환되는 과정이라는 판단이다. 실제로 엔터프라이즈 도입 확산, AI 기반 서비스 증가, 모델 수량의 기하급수적 확대 등 실사용 영역의 외연 확장은 오히려 더 뚜렷하게 나타나고 있다. 특히 기업 내 AI 워크로드는 초기 PoC 단계에서 실제 운영 단계로 빠르게 이동하고 있어, 단일 모델의 효율 개선이 전체 Compute 수요를 감소시키는 효과보다 AI 활용 범위 확대에 따른 총수요 증가 효과가 더 우세하게 나타날 가능성이 높다.

그림. KV Cache 오프로드를 통해 더 적은 GPU로 더 크고 비용 효율적인 활용 연산



자료: NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

그림. MoE 모델 도입으로 연산 효율성 증대



자료: NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

리스크 점검 (3): 규제 리스크 vs. 정책 기반 수요 확대

- 미·중 규제 환경 변화는 글로벌 AI·반도체 공급망에서 여전히 불확실성 요인으로 작용할 전망이다. 동시에 중국 내부에서는 규제 대응을 위한 국산화 속도가 빠르게 가속화되고 있다. CXMT·YMTC의 메모리 기술 내재화, Huawei·Biren·Cambricon의 AI 가속기 개발, 현지 장비·소재 업체의 생태계 확장 등 공급망 독립을 목표로 한 투자가 전방위적으로 진행 중이다. 다만 이는 새로운 리스크라기보다 시장 내 인지된 정책 변동폭의 연장선상으로 해석한다.
- 중국 변수는 과거와 동일한 우려의 반복보다는 정책 기반의 수요 확대 가능성을 함께 고려할 필요가 있다는 판단이다. 특히 제15차 5개년 계획(2026~2030)에서 AI, 디지털 인프라, HPC 및 국가 데이터 자립화 전략이 핵심 투자 축으로 제시될 가능성이 높으며, 동부·서부 지역 데이터센터 구축 확대 정책(동수서산: 东数西算) 및 AI/HPC 대응형 특화 IDC 확충이 본격화될 경우 GPU 및 고대역폭 메모리 수요가 23~25년보다 더 높은 강도의 업사이드로 작용할 가능성이 있다. 따라서 중국 변수는 단순한 정책 리스크 요인으로 한정하기보다는, 정책 방향성에 따라 수요 스케일이 급격히 확대될 수 있는 기회 영역일 것으로 기대한다.

표. 미국 반도체 기업들의 중국향 매출 비중

기업명	2023A	2024A	2025F
NVIDIA	21%	17%	13%
AMD	15%	24%	22%
Lam Research	26%	42%	34%
Applied Materials	27%	37%	30%
ASML	26%	36%	-
AAPL	19%	17%	15%
ARM	25%	22%	19%
INTEL	27%	29%	29%
Micron	14%	12%	7%
Qualcomm	62%	46%	46%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

그림. 동수서산 8대 데이터센터 거점 및 10대 산업 클러스터

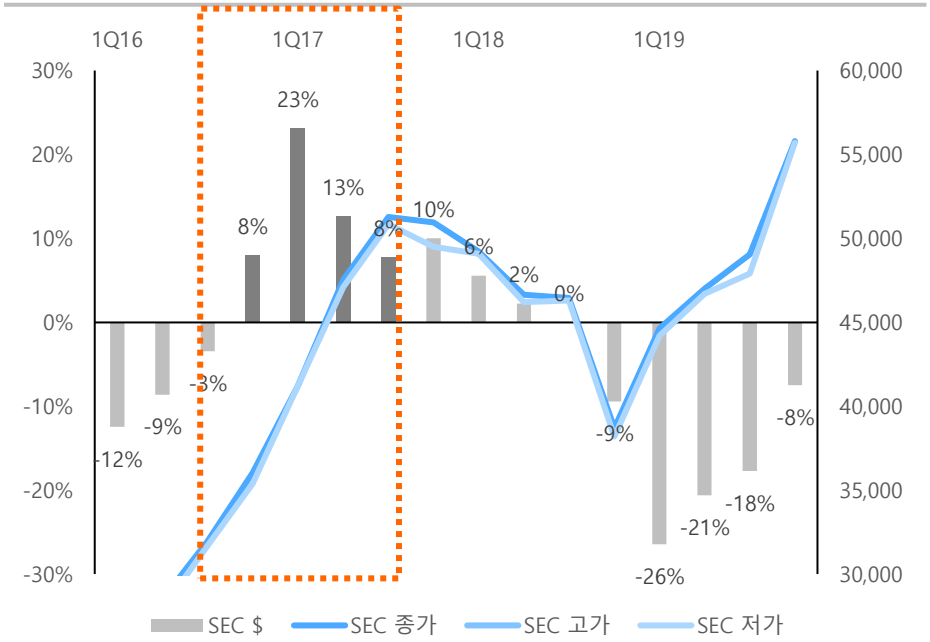


자료: 중국 국가발전개발위원회, KOTRA, 유안타증권 리서치센터

리스크 점검 (4): Marginal downturn vs. Structural demand

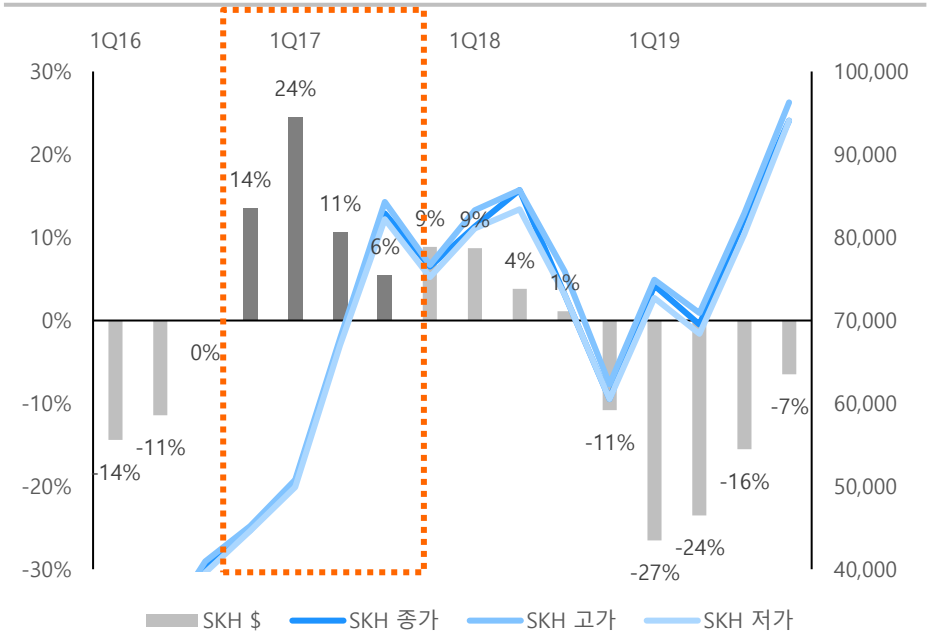
- 2025년 하반기 서버 수요는 예상치를 상회하며 강한 성장세를 보이고 있다. 전통 서버의 교체 수요뿐 아니라 계절적 성수기 효과가 뚜렷하게 나타나고, 주요 서버 업체들은 4분기에 더 강한 재고 축적 의지가 보이고 있는 것으로 파악된다. 이러한 흐름은 단기적인 수요 모멘텀을 강화하며 2026년 상반기 진입 시점을 메모리반도체 시장의 단기 변곡점으로 만들 가능성이 높다는 판단이다.
- 트럼프 행정부의 지연된 관세 여파와 2025년 하반기 강한 재고 축적에 따른 기저효과(Base effect) 가 맞물릴 경우, 2026년 상반기에는 일시적으로 가격 상승 모멘텀이 약화될 가능성(Marginal downturn)을 배제할 수 없다. 반면 1H26 비수기임에도 불구하고 서버 주문이 견조하게 이어진다면, 2026년 메모리 가격 상승 폭은 당초 예상보다 더 확대되고, 하반기에도 High-single 수준의 가격 상승세가 재차 강화되는 시나리오로 전개될 수 있을 것이다. 더 나아가, 2027년에는 Edge AI 확산에 따른 Consumer IT 세트 수요의 성장 모멘텀이 부각될 경우, 메모리반도체 시장은 단기 반등을 넘어 구조적 상승 사이클(Structural upcycle) 로 이어질 가능성도 배제할 수 없다.

차트. 과거 Server cycle 내 삼성전자 주가와 QoQ DRAM ASP 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 과거 Server cycle 내 SK하이닉스 주가와 QoQ DRAM ASP 추이

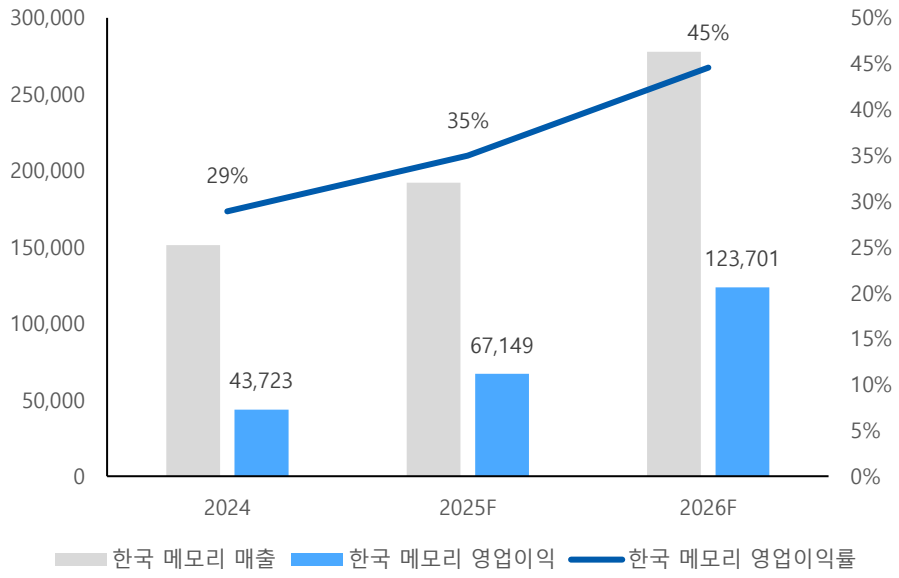


자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 메모리반도체 비중 확대 의견 유지

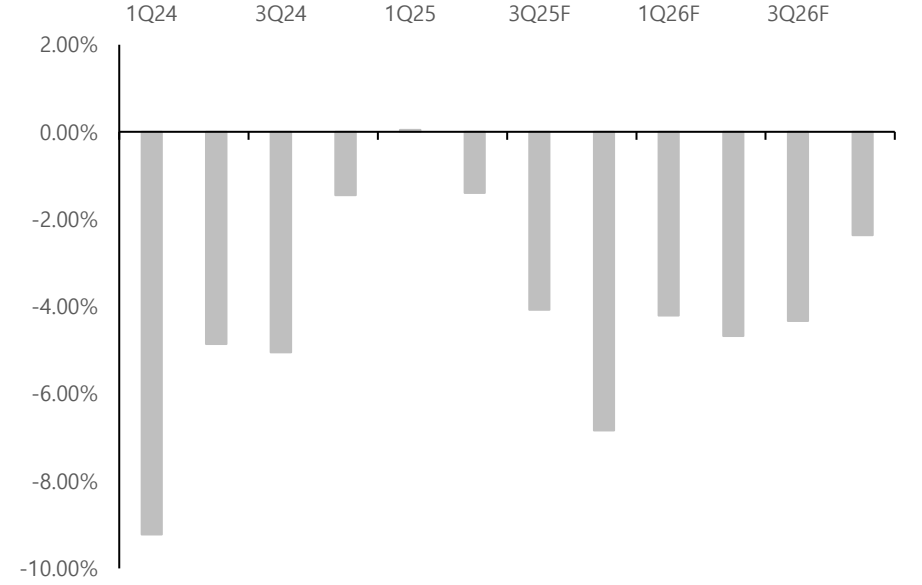
- 2026년 DRAM 가격은 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 1)2025/2026년 서버 수요 예상 증가율은 각각 +29.1% / +19.7%로, 고용량 서버 DRAM 중심의 수요가 시장 성장을 견인할 것으로 예상한다. 2Q25 말부터 Hyperscaler를 중심으로 Legacy DRAM 재고 축적 및 신규 주문 확대가 시작된 것으로 파악되며, 이러한 흐름은 Enterprise 수요로 강화되며 2026년까지 이어질 가능성이 높다. 2)DRAM 공급 증가율은 17.4%에 그칠 것으로 추정한다. ① HBM 생산 확대에 따라 범용 DRAM 생산 캐파를 점진적으로 전환하고 있으며, ② 지난 1년간 이어진 수익성 중심의 생산운영 기조로 인해 추가로 기여할 수 있는 유효 공급 Bit이 제한적일 것이기 때문이다.
- 공급 제약과 Server 중심의 고사양 수요 확대가 맞물려, 2026년 국내 메모리반도체 합산 예상 매출액은 277.7조원으로 레벨업 될 전망이다. 더불어 2026년말 DDR6 표준화가 마무리되며 세대 전환 기대감이 형성되고 있어, 주요 업체들은 기술 전환을 위한 캐파 운영의 유연성을 강화해 나갈 가능성이 높다는 점도 긍정적. 이는 단기적인 공급 확대 여력을 제한하고, 2026년에도 메모리 시장의 타이트한 수급이 유지될 가능성을 높여 나갈 것이다.

차트. 국내 메모리반도체 합산기준 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터,
주1: 단위는 십억원 기준, 주2: 합산 영업이익만 우축에 반영

차트. DRAM 분기별 Sufficiency ratio 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

표. 글로벌 DRAM 수급 전망

	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	**2025F**	**YoY**	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	**2026F**	**YoY**
Total DRAM supply	34,070	36,042	37,166	38,284	**145,562**	**23.91%**	40,020	42,491	43,334	45,046	**170,891**	**17.40%**
Total DRAM demand	34,054	36,552	38,744	41,095	**150,852**	**22.02%**	41,779	44,575	45,296	46,137	**177,787**	**17.86%**
Sufficiency	0.05%	-1.40%	-4.07%	-6.84%	**-3.51%**		-4.21%	-4.68%	-4.33%	-2.36%	**-0.79%**	
Total PC demand	3,258	3,604	3,782	3,600	**14,244**	**9.56%**	3,399	3,778	4,087	4,148	**15,412**	**8.21%**
Total Server demand	12,962	13,918	14,794	17,000	**58,674**	**29.13%**	18,146	18,651	16,421	17,000	**70,218**	**19.68%**
Total Mobile demand	11,944	12,737	13,630	14,035	**52,346**	**12.97%**	13,045	13,959	16,500	16,500	**60,004**	**14.63%**
Total Graphics demand	3,567	3,902	3,979	3,900	**15,348**	**65.32%**	4,500	5,500	5,600	5,800	**21,400**	**39.43%**
Others demand	2,560	2,560	2,560	2,560	**10,241**	**7.00%**	2,688	2,688	2,688	2,688	**10,753**	**5.00%**

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 million 2Gb

표. 글로벌 NAND 수급 전망

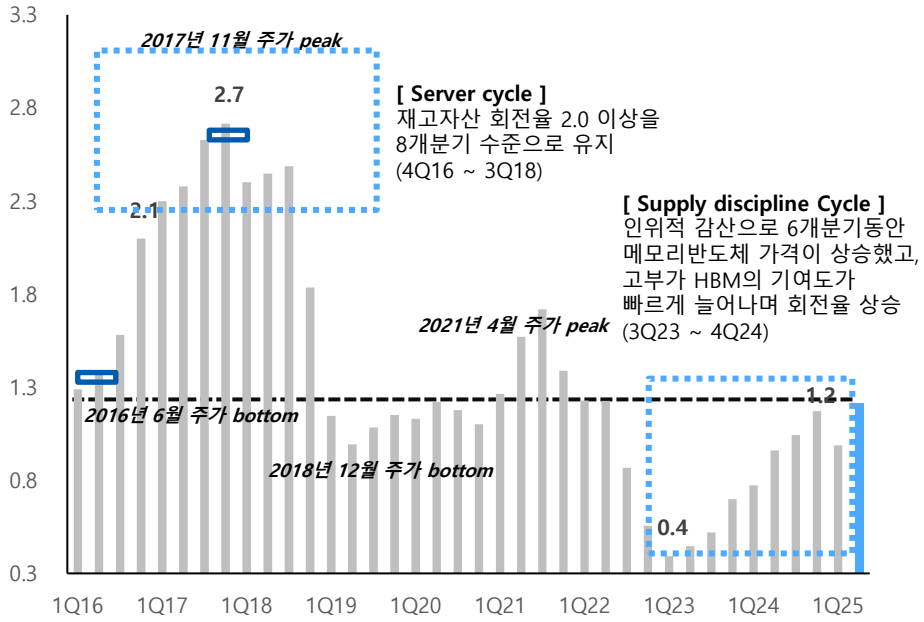
	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	**2025F**	**YoY**	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	**2026F**	**YoY**
Total NAND supply	216,101	222,016	237,020	250,163	**925,300**	**13%**	226,906	257,437	308,924	339,817	**1,133,083**	**22%**
Total NAND demand	206,110	242,876	257,730	276,584	**983,301**	**13%**	231,734	267,446	317,701	334,560	**1,151,440**	**17%**
Sufficiency	4.8%	-8.6%	-8.0%	-9.6%	**-5.9%**		-2.1%	-3.7%	-2.8%	1.6%	**-1.6%**	
Total Handset demand	71,429	75,583	79,442	90,886	**317,339**	**11%**	78,769	79,116	89,372	102,260	**349,518**	**10%**
Total PC demand	44,345	54,605	53,716	49,465	**202,130**	**0%**	44,744	49,643	60,383	56,312	**211,081**	**4%**
Total Game console demand	5,046	4,642	4,842	8,976	**23,505**	**-7%**	5,273	5,142	6,257	6,924	**23,595**	**0%**
Total Enterprise SSD demand	51,169	72,126	81,339	83,251	**287,886**	**38%**	67,320	93,764	118,800	120,285	**400,169**	**39%**
Memory card + UFD	15,176	13,399	13,957	14,819	**57,352**	**-22%**	13,064	13,934	14,672	15,271	**56,941**	**-1%**
Others demand	18,945	22,522	24,434	29,188	**95,089**	**26%**	22,564	25,846	28,219	33,507	**110,136**	**16%**

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 8Gb M. Equiv.

체질 변화가 만든 순환 국면 → 재고자산 회전율 추세적 상승

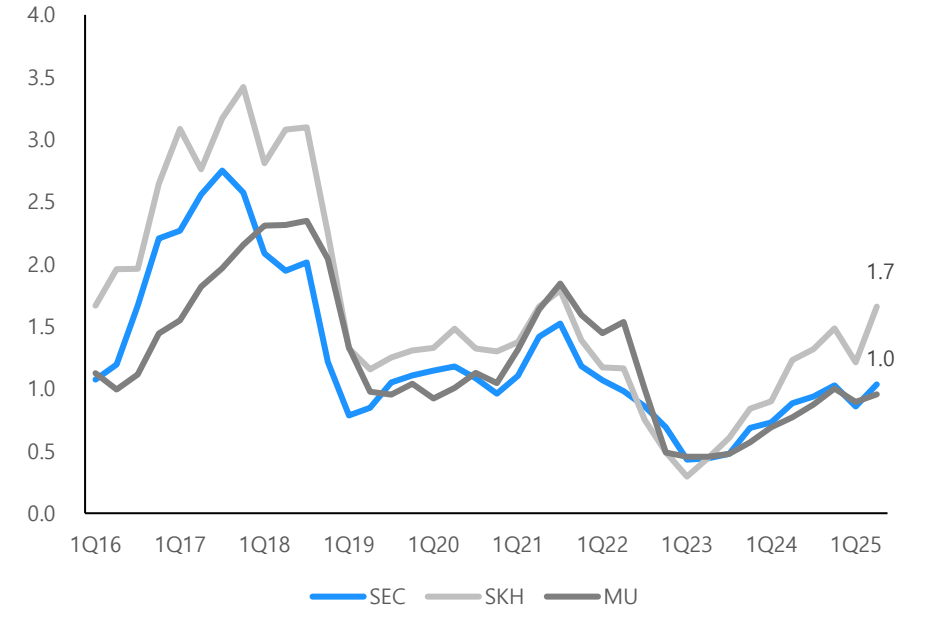
- 2026년 메모리반도체 재고자산 회전율은 추세적인 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 2H25 업계의 재고자산은 분기별 감소세를 이어가는 가운데, 2026년 연초 약 3주 수준까지 정상화될 것으로 추정한다. 이는 Conventional 메모리 가격 상승세가 유지되고, 서버 중심의 강한 수요가 재고 소진을 가속화하고 있기 때문이다. 2Q25 말 메모리 3사 합산 매출액 대비 재고자산 회전율은 전분기 대비 약 20% 개선되었다.
- 금번 재고 회전율의 상승은 단순히 수요 강세를 반영하는 데 그치지 않는다. 공급 조율과 재고 효율화를 기반으로 한 체질적 회복 국면에 진입한 것으로 추정한다. 2023년 초유의 재고 누적 사태를 겪은 이후, 메모리 공급업체들은 재고 관리에 대한 경각심을 높이며, '수익성 중심의 재고 운영'이라는 새로운 기조를 정착시키고 있다. 또한 과거 7년 전 서버 사이클 말기에는 Double booking, 주문 취소, 과잉 재고 누적이 업황 하락의 단초가 되었지만, 이번 사이클에서는 공급업체들이 생산·출하·재고를 모두 lean하게 관리하며 시장 대응력을 높여 나갈 것으로 기대한다.

차트. 메모리반도체 3사 합산 매출액/재고자산 회전율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

차트. 메모리반도체 3사 매출액/재고자산 회전율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

반도체 소부장 투자전략

- 1H26 구간에서는 메모리 공급업체들이 가격 협상에서 지속 우위를 확보할 전망이다. 이는 현 재고 레벨이 3주 수준으로 낮고, 공급 측면에서 Bit 생산 증가율이 제한되는 구간이기 때문이다. 2H26에는 Hyperscaler 및 Enterprise 중심의 서버 투자 확대가 재차 본격화되며, 출하량 증가가 실적 외형을 견인하는 2단계 상승 국면에 진입할 것으로 예상한다. 이러한 흐름 속에서 가동률은 2026~2027년 단계적으로 상승하고, 이에 따라 2027년 전공정 소재·부품 업체들은 사상 최대 실적 달성 구간에 진입할 것으로 전망한다.
- 메모리반도체 소부장은 구조적 실적 상향 구간에 진입할 가능성이 높으며, 분기 컨센서스 상회 흐름이 반복적으로 확인되는 랠리 패턴이 전개될 것으로 기대한다. 2026~2027년 메모리 Capex 확대(1C DRAM 위주)와 기술 난이도 상승(EUV 등)에 따른 소재·부품업체 ASP 상승도 긍정적 변수로 작용할 전망이다. 소재/부품 중 하나머티리얼즈를 Top Pick으로 제시한다.

표. 국내 전공정 소재/부품 기업 현황 (1)

	시가총액	Close	Historical high	YTD	1W	1M	3M
티씨케이	18,015	154,300	242,900	118%	-10%	-14%	35%
에스앤에스텍	10,254	47,800	62,300	87%	-15%	-19%	-7%
하나머티리얼즈	8,119	41,050	66,200	79%	5%	-11%	65%
원익QnC	5,297	20,150	40,950	13%	-13%	-18%	12%
월덱스	3,649	22,100	31,050	30%	-17%	-12%	4%
한솔아이원스	4,040	14,130	16,500	120%	-10%	3%	61%
케이엔제이	2,335	29,100	29,950	115%	1%	7%	67%
큐알티	1,789	14,560	41,700	24%	-10%	-16%	16%
비씨엔씨	1,554	12,140	26,000	51%	-13%	-9%	18%
에프엔에스테크	1,128	13,150	17,450	64%	3%	-10%	-1%
지오엘리먼트	802	6,360	24,053	-12%	-6%	-12%	-3%
와이엠씨	618	3,175	16,312	-5%	-6%	-9%	-14%

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 원, % 기준

표. 국내 전공정 소재/부품 기업 현황 (2)

	시가총액	종가	Historical high	YTD	1W	1M	3M
한솔케미칼	25,504	225,000	372,500	132%	1%	9%	33%
솔브레인	19,524	251,000	367,700	52%	-11%	-11%	10%
동진쎄미켐	17,327	33,700	51,000	61%	-7%	-22%	8%
코미코	9,310	89,000	122,700	143%	-20%	-21%	18%
이엔에프테크놀로지	6,637	46,450	61,700	176%	-5%	-17%	15%
레이크머트리얼즈	8,913	13,560	30,650	24%	-5%	-10%	7%
에프에스티	7,004	31,900	40,248	103%	-6%	-6%	52%
후성	9,267	8,640	26,027	74%	-3%	21%	39%
원익머트리얼즈	4,211	33,400	43,500	94%	-2%	1%	38%
한솔아이원스	4,040	14,130	16,500	120%	-10%	3%	61%
와이씨켐	2,027	20,050	34,000	54%	-12%	-8%	0%
티이엠씨	1,681	7,880	30,050	1%	-7%	-20%	14%
디엔에프	1,666	14,400	30,200	63%	-4%	-15%	7%

자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 원, % 기준

하나머티리얼즈 (166090 KQ): 2026년 사상 최대 실적 기대

반도체



백길현, USCPA 반도체
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	65,000 (M)
현재주가 (11/18)	41,150원
상승여력	58%

시가총액	8,119억원
총발행주식수	19,777,674주
60일 평균 거래대금	113억원
60일 평균 거래량	291,437주
52주 고/저	46,500원 / 21,900원
외인지분율	18.64%
배당수익률	1.09%
주요주주	하나마이크론 외 5 인 44.60%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.6)	64.5	65.2
상대	(12.5)	49.4	29.6
절대(달러환산)	(12.8)	56.3	58.1

· 4Q25 예상 영업이익 185억원

4Q25 예상 매출액과 영업이익은 각각 750억원(YoY +8.7%, QoQ +7.4%), 185억원(OPM 24.6%, YoY +19.8%, QoQ +53.8%)으로 시장 컨센서스(매출액 730억원, 영업이익 170억원)를 상회할 것으로 추정한다. 전분기와 유사한 흐름이 이어지며, 동사 실리콘 파츠 가동률은 70%대에 진입하고 영업이익 레버리지가 본격화되기 시작할 것으로 예상하기 때문이다. DRAM 중심의 파츠 수요 강세가 분기별로 강하게 올라오는 가운데, 주력 고객사향 Silicon ring 수요 증가세가 지속되고, 국내 장비사향 NAND Pull in 수요가 이어지고 있다.

· 투자의견 BUY, 목표주가 6.5만원 유지

2026년 글로벌 메모리 공급업체의 공간 제약 이슈로 Tech migration 강도는 전년비 확대될 것으로 예상하며, 2027년 신규 투자가 점진적으로 늘어날 것으로 예상된다는 점만 고려하더라도 2026/2027년 예상 영업이익은 각각 844억원(OPM 26.9%, YoY +76.6%), 975억원(OPM 27%, YoY 15.6%)으로 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 글로벌 장비 L사향 내 실리콘 파츠 점유율 증가, 글로벌 선단공정 파운드리향 Before 파츠 사업 다각화가 향후 동사의 주가 및 실적 모멘텀으로 작용할 가능성을 배제할 수 없다는 판단이다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 6.5만원(2026년 예상 EPS * Targer PER 19.43배 적용)을 유지한다.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	233	250	267	314	361
매출액증가율	-24.1	7.3	6.8	17.6	15.0
영업이익	42	43	48	84	97
영업이익률	18.0	17.2	18.0	26.8	26.9
지배주주귀속순이익	34	32	35	67	75
지배주주 귀속 EPS	1,731	1,606	1,788	3,370	3,796
증가율	-57.3	-7.2	11.3	88.5	12.6
PER	25.9	27.3	23.0	12.2	10.8
PBR	2.2	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.1	13.4	11.3	7.5	6.3
ROA	5.9	5.1	6.0	10.4	10.5
ROE	9.8	8.4	9.4	15.5	15.1

자료: 유안타증권 리서치센터

표. 하나머티리얼즈 목표주가 산정 테이블

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Adj EPS_P (비지배주주지분 제외)	1,097	1,891	1,409	1,939	3,387	4,057	1,731	1,606	1,788	3,370	3,796
Adj PER_P (End)	33.73	6.37	13.45	14.75	18.54	8.06	29.00	14.29	15.07	8.00	7.10
Adj PER_P (High)	35.01	27.55	14.83	15.09	19.43	16.47	31.08	43.15	21.84	11.59	10.29
Adj PER_P (Low)	13.77	5.87	7.09	5.08	7.72	6.95	18.28	13.60	12.50	6.63	5.89
Adj PER_P (Avg)	23.97	14.32	11.28	10.62	13.37	11.41	25.94	27.26	15.40	8.17	7.25
Target PER											19.43
Target price										65,000	65,469
Close Price (11월 18일)										41,150	41,150
Upside potential										58%	59%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: Target PER = 2021년 PER Band 상단 값 적용

표. 하나머티리얼즈 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F	2027F
Sales	**583**	**639**	**698**	**750**	**690**	**750**	**820**	**880**	**2,670**	**3,140**	**3,611**
Y/Y	2.1%	4.6%	10.5%	8.7%	18.3%	17.4%	17.4%	17.3%	6.7%	17.6%	15.0%
Q/Q	-15.5%	9.6%	9.3%	7.4%	-8.0%	8.7%	9.3%	7.3%	-	-	-
Gross profit	172	170	205	284	235	300	353	396	830	1,283	1,481
(% of sales)	29.4%	26.5%	29.4%	37.8%	34.0%	40.0%	43.0%	45.0%	31.1%	40.9%	41.0%
SG&A	84	83	85	99	97	105	115	123	352	440	506
(% of sales)	14.5%	13.1%	12.2%	13.2%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	13.2%	14.0%	14.0%
Operating profit	**87**	**86**	**120**	**185**	**138**	**195**	**238**	**273**	**478**	**844**	**975**
Operating profit margin	15.0%	13.5%	17.2%	24.6%	20.0%	26.0%	29.0%	31.0%	17.9%	26.9%	27.0%
Y/Y	41.5%	-10.6%	-0.6%	19.8%	58.3%	126.7%	98.2%	47.9%	10.4%	76.6%	15.6%
Q/Q	-43.4%	-1.3%	39.5%	53.8%	-25.2%	41.3%	21.9%	14.7%	-	-	-
Income before tax	84	68	115	185	138	195	238	273	452	844	975
Tax expense	23	13	23	39	29	41	50	57	98	177	224
Net profit	**61**	**54**	**92**	**146**	**109**	**154**	**188**	**216**	**354**	**666**	**751**
Net profit margin	10.5%	8.5%	13.2%	19.4%	15.8%	20.5%	22.9%	24.5%	13.2%	21.2%	20.8%
Y/Y	12.5%	-3.2%	12.5%	16.6%	77.7%	183.0%	104.1%	47.9%	11.3%	88.5%	12.6%
Q/Q	-50.9%	-11.3%	69.0%	58.4%	-25.2%	41.3%	21.9%	14.7%	-	-	-

자료: 유안타증권 리서치센터

하나머티리얼즈(166090) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	233	250	267	314	361
매출원가	168	177	184	186	213
매출총이익	66	73	83	128	148
판관비	24	30	35	44	51
영업이익	42	43	48	84	97
EBITDA	76	75	81	114	126
영업외손익	-1	-2	-3	0	0
외환관련손익	0	2	0	0	0
이자손익	-3	-6	0	0	0
관계기업관련손익	-1	0	-1	0	0
기타	2	2	-2	0	0
법인세비용차감전순손익	40	41	45	84	97
법인세비용	6	9	10	18	22
계속사업순손익	34	32	35	67	75
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	32	35	67	75
지배지분순이익	34	32	35	67	75
포괄순이익	107	-40	48	67	76
지배지분포괄이익	107	-40	48	67	76

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	45	75	55	85	92
당기순이익	34	32	35	67	75
감가상각비	33	31	32	30	28
외환손익	0	-1	0	0	0
종속,관계기업관련손익	1	0	1	0	0
자산부채의 증감	-26	2	-20	-25	-26
기타현금흐름	3	11	6	14	14
투자활동 현금흐름	-130	-26	-23	-28	-28
투자자산	-10	-20	-2	-3	-4
유형자산 증가 (CAPEX)	-121	-42	-19	-19	-19
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	1	36	-2	-5	-5
재무활동 현금흐름	82	-46	-42	-4	-4
단기차입금	43	-31	-4	1	1
사채 및 장기차입금	43	-7	-12	0	0
자본	1	-1	0	0	0
현금배당	-6	-4	-5	-5	-5
기타현금흐름	1	-3	-22	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	31	6	7
현금의 증감	-3	4	21	59	66
기초 현금	31	28	31	52	111
기말 현금	28	31	52	111	177
NOPLAT	42	43	48	84	97
FCF	-76	33	36	66	73

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	138	132	162	240	325
현금및현금성자산	28	31	52	111	177
매출채권 및 기타채권	15	29	31	36	42
재고자산	76	64	69	81	93
비유동자산	535	441	445	438	432
유형자산	353	348	334	323	314
관계기업등 지분관련자산	10	18	19	23	26
기타투자자산	162	66	84	84	84
자산총계	672	574	607	678	757
유동부채	136	121	117	123	129
매입채무 및 기타채무	20	22	24	28	32
단기차입금	93	61	57	57	57
유동성장기부채	18	27	25	25	25
비유동부채	137	99	91	93	95
장기차입금	104	88	76	76	76
사채	0	0	0	0	0
부채총계	273	220	208	216	224
지배지분	400	354	399	462	533
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	37	37	37	37	37
이익잉여금	289	316	345	407	477
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	400	354	399	462	533
순차입금	181	142	106	45	-21
총차입금	218	180	165	165	166

Valuation 지표

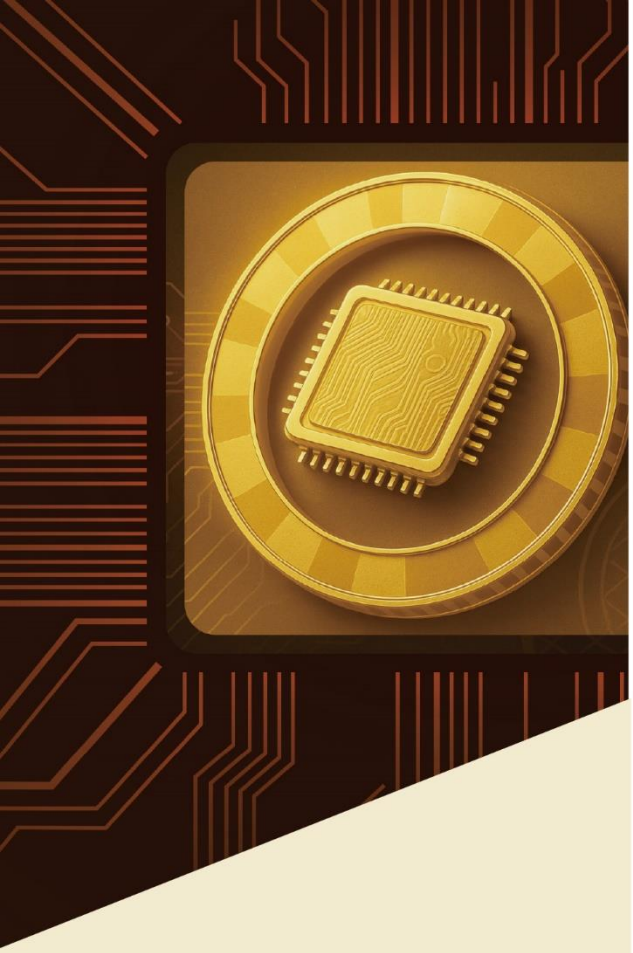
(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	1,731	1,606	1,788	3,370	3,796
BPS	20,476	18,165	20,687	23,933	27,616
EBITDAPS	3,841	3,809	4,089	5,789	6,387
SPS	11,807	12,663	13,502	15,876	18,258
DPS	200	250	250	250	250
PER	25.9	27.3	23.0	12.2	10.8
PBR	2.2	2.4	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.1	13.4	11.3	7.5	6.3
PSR	3.8	3.5	3.0	2.6	2.2

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-24.1	7.4	6.7	17.6	15.0
영업이익 증가율 (%)	-55.4	3.4	10.4	76.6	15.6
지배순이익 증가율 (%)	-57.3	-7.1	11.3	88.5	12.6
매출총이익률 (%)	28.2	29.2	31.1	40.9	41.0
영업이익률 (%)	17.9	17.3	17.9	26.9	27.0
지배순이익률 (%)	14.7	12.7	13.2	21.2	20.8
EBITDA 마진 (%)	32.5	30.1	30.3	36.5	35.0
ROIC	9.2	7.9	9.1	16.3	18.3
ROA	5.9	5.1	6.0	10.4	10.5
ROE	9.8	8.4	9.4	15.5	15.1
부채비율 (%)	68.2	62.1	52.1	46.8	42.1
순차입금/자기자본 (%)	45.4	40.1	26.4	9.8	-4.0
영업이익/금융비용 (배)	10.4	6.1	0.0	0.0	0.0





고선영

전기전자

02 3770 3525

sunyoung.kou@yuantakorea.com

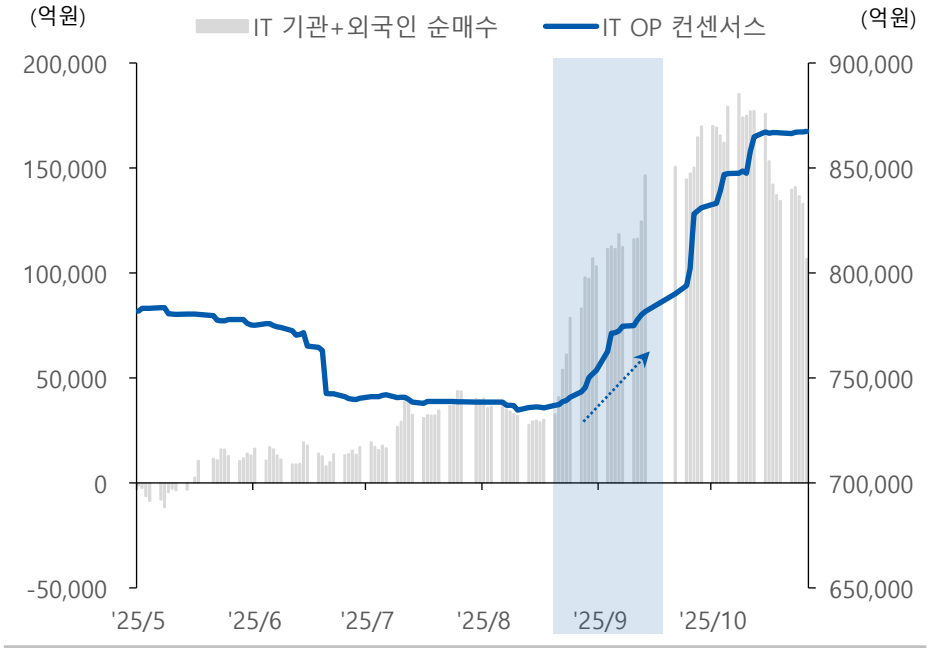
PART 3

Entry closed: 기판에는 뉴커머가 없다

수급이 말하는 AI 전환의 문턱 – 속도와 균형 사이에서

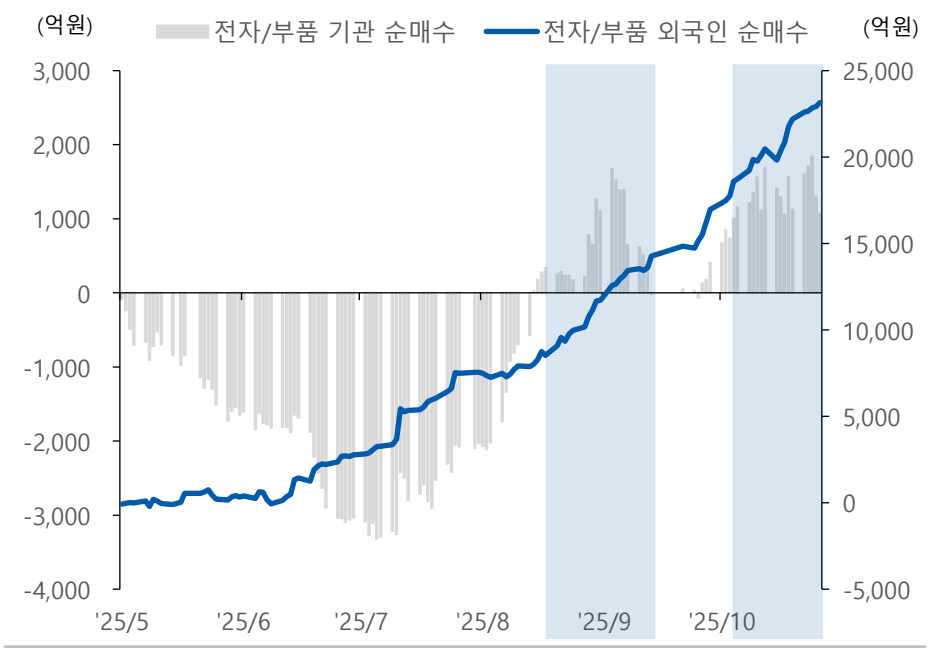
- 국내 전기전자 업종 내 새로운 바람이 불어오고 있다. 팬데믹 이후 둔화된 IT 제품 수요에 대한 우려는 희석됐다. AI 인프라가 주도하는 서버로의 전환 속 새로운 성장 국면에 대한 기대감이 반영되고 있다. 반전은 3Q부터였다. IT 섹터 내 최근 6개월 수급을 보면 9월 이후 기관과 외국인들의 영향력 확대가 본격화되었으며 이는 '25년 연간 영업이익 컨센서스가 상향되기 시작한 시점과 맞물린다는 것을 확인할 수 있다.
- IT 섹터(반도체/장비, 전자/부품, 디스플레이, 2차전지, SW/SI) 수급 현황을 보면 전자/부품의 경우 외국인들의 순매수 강도가 꾸준한 상승세를 나타내고 있으며 10월 이후 더해진 기관들의 적극성이 주가의 움직임을 명확한 상승 추세로 이끌고 있다. 단기 주가 급등에 따른 우려, 이로 인해 시작된 변동성은 불가피하다. 그러나 외국인과 기관이 형성하고 있는 수급의 탄력은 업종에 대한 기대감이 유효하다는 것을 반증한다.

IT 섹터 내 기관/외국인 순매수 합산 및 영업이익 컨센서스



자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

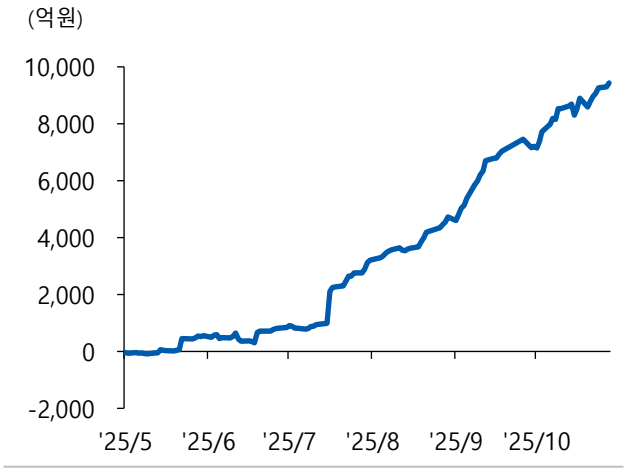
전자/부품 업종 내 기관 및 외국인 순매수



자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

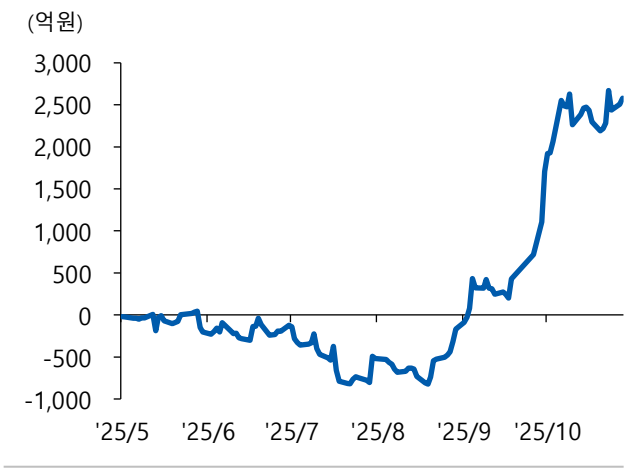
커버리지 내 종목별 주요 수급 주체(외국인 vs 기관 vs 개인)

삼성전기 6M 순매수 – *외국인*



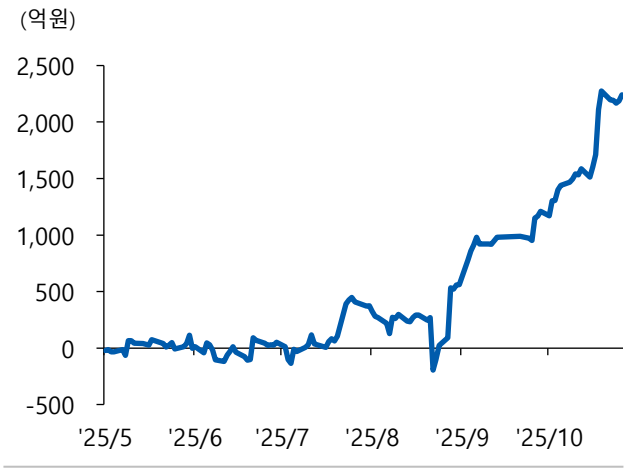
자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

LG전자 6M 순매수 – *외국인*



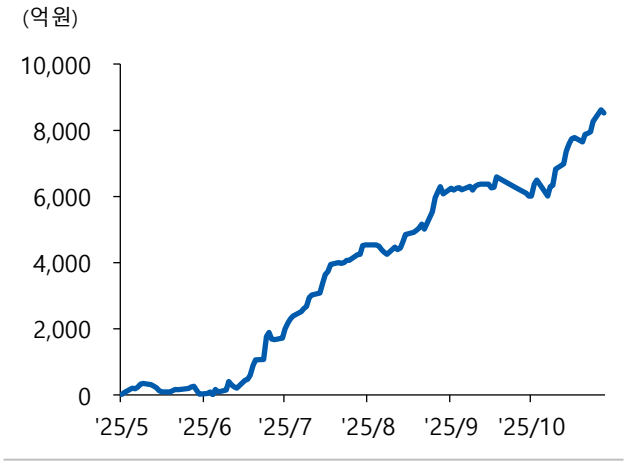
자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

LG이노텍 6M 순매수 – *외국인*



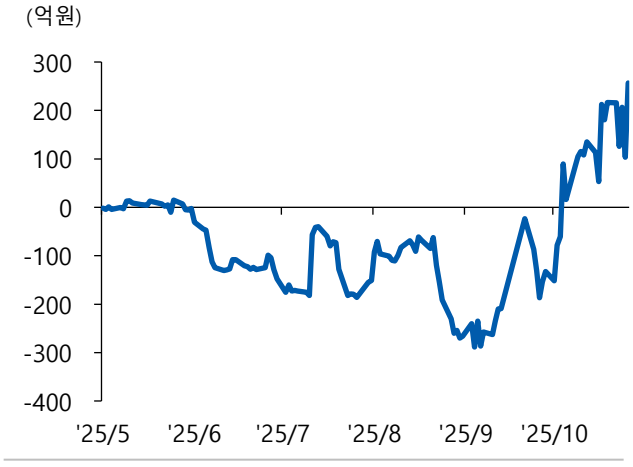
자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

이수페타시스 6M 순매수 – *외국인*



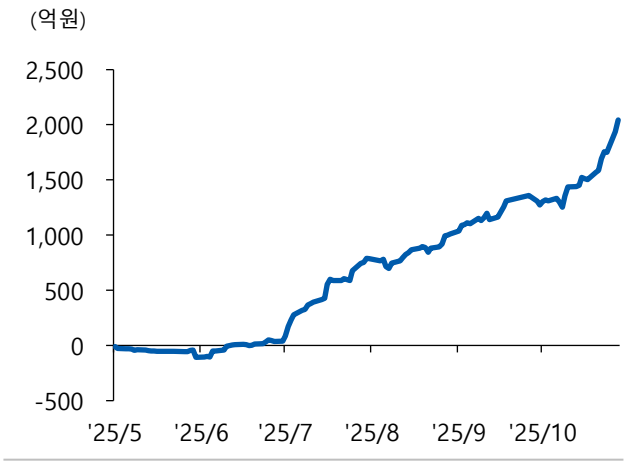
자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

대덕전자 6M 순매수 – *외국인*



자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

대덕전자 6M 순매수 – *기관*

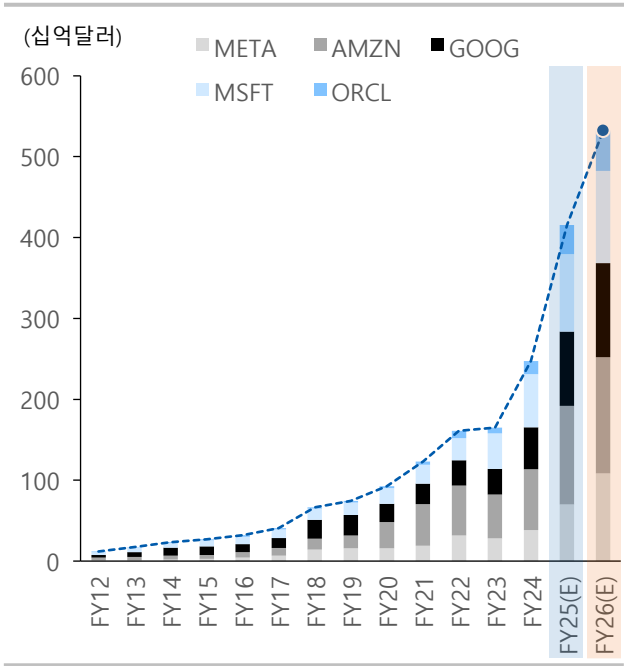


자료: Fnguide, 유안타증권 리서치센터, 주: 11/14일 기준

빛 속에도 그림자는 존재 – 빅테크 CapEx vs 자금조달 리스크

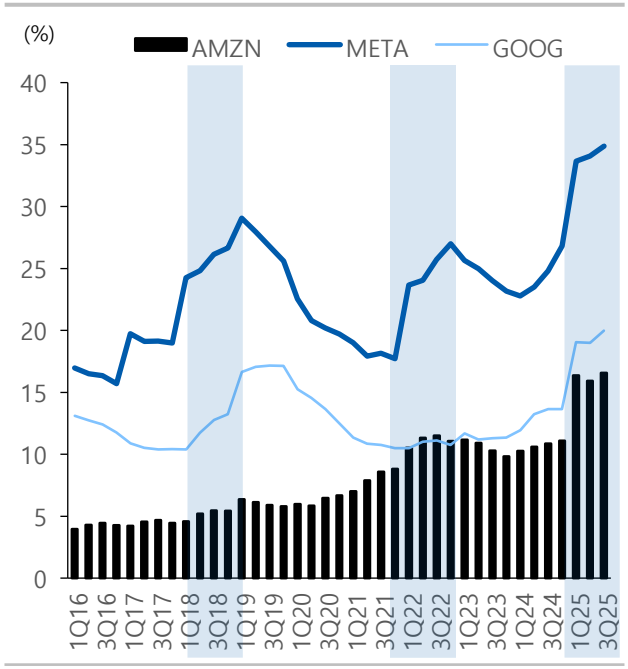
- 최근 제기되고 있는 AI 버블 우려의 시작은 역설적이게도 모델 성능 개선, 강화된 추론 능력 요구 등으로 높아진 AI 인프라 수요를 반영한 북미 빅테크들의 적극적인 CapEx 발표 이후였다. 이번 3Q 실적발표에서 MSFT, GOOG, AMZN 등 주요 빅테크들은 올해 연간 CapEx 가이던스를 상향시켰을 뿐만 아니라 '26년에도 AI 인프라 구축을 위한 대규모 CapEx를 집행하겠다고 밝혔다.
- CapEx 금액이 누적되면서 Meta 등 일부 빅테크들을 중심으로 재무지표 둔화 조짐도 확인되고 있다. 그동안 CapEx 규모 자체에 집중하던 시장의 관심도 지속가능성을 위한 수익성으로 이동하기 시작했다. 매출 대비 CapEx 비중에서도 확인되듯이 실제로 수익 대비 투자 강도가 강한 것은 사실이다. 그러나 잉여현금흐름 현황, '26년 컨센을 보면 우려는 META 등 일부만 해당될 뿐 대부분 기업의 경우 적용되지 않는다.

주요 빅테크 연간 CapEx 및 전망치



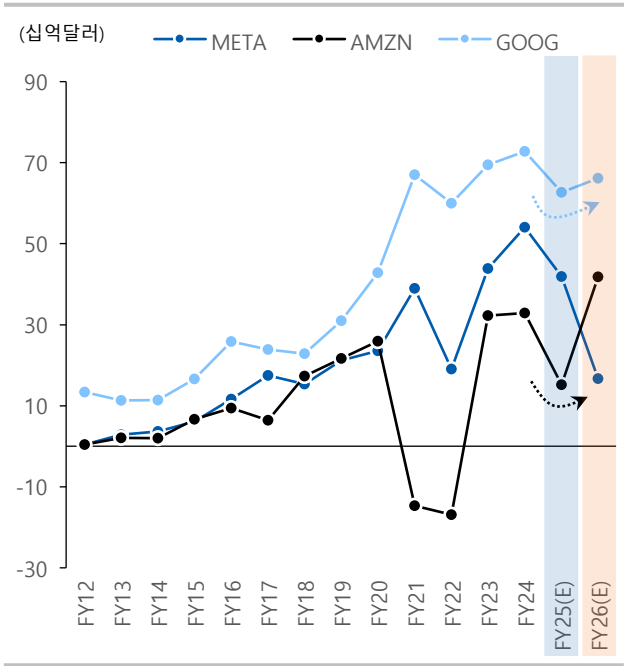
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 빅테크 누적 매출 대비 CapEx 비중



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주요 빅테크 잉여현금흐름 및 전망치



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

북미 CSP 업체들 ASIC 개발 로드맵('25~26년 상반기 예정)

항목	Google	Meta	Microsoft
자체 칩 이름	TPU v7, v7p(수행용) (Ironwood)	MTIA T1	Maia 200
예정 출시시기	'25년 말	'26년	'26년
제조 공정(노드)	3nm	3nm	3nm
HBM 세대	HBM3e	HBM3e	HBM3e

자료: 유안타증권 리서치센터

북미 대형 AI 학습 클러스터 구축 스케줄('26년 말까지 진행 예정)

AI 클러스터	Anthropic – Project Rainier	OpenAI - Stargate	Meta – Prometheus
IT 전력	780 MW	880 MW	1,020 MW
칩 종류	Trainium 2(Microsoft)	GB200/300(NVIDIA)	GB200/300(NVIDIA)
칩 수량	800,000	400,000	500,000
총 성능(TFLOPS)	1,040,000,000	2,469,594,595	3,171,044,226
GPU/XPU 제공	AWS +Google	Oracle	Meta

자료: 유안타증권 리서치센터

NVIDIA 반도체 개발 로드맵('22~27년) – 칩 및 패키지 레벨

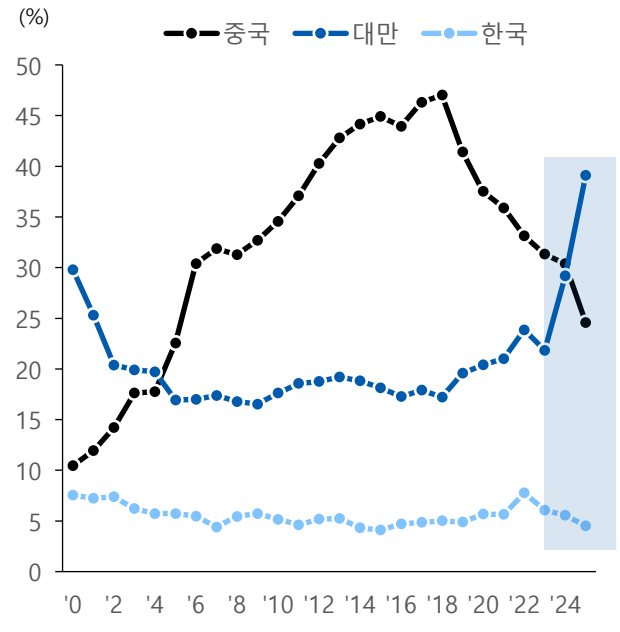
	2022	2023	2024	2025		2026	2027
아키텍처	Hopper		Blackwell			Rubin	
가속기	H100	H200	B200/GB200	GB300 (Ultra)	B300 (싱글다이, B300A)	VR200	VR300 (Ultra)
GPU TDP(W)	700	700	700/1200	1400	600	1800	3600
FP4 연산성능 (패키지 당)	4		10	15	4.6	50	100
HBM 용량/종류	80GB/ HBM3	141GB/ HBM3E	192GB/ HBM3E	288GB/ HBM3E	144GB/ HBM3E	288GB/ HBM4	1024GB/ HBM4E
HBM 스택 수	5	6	8		4	8	16
HBM 대역폭	3.35TB/s	4.8TB/s	8TB/s		4TB/s	13TB/s	32TB/s
패키징	CoWoS-S		CoWoS-L			CoWoS-L	
CPU	Grace GPU					Vera GPU	

자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 공급망 재편은 현재진행형, 틈새 시장 공략의 효과

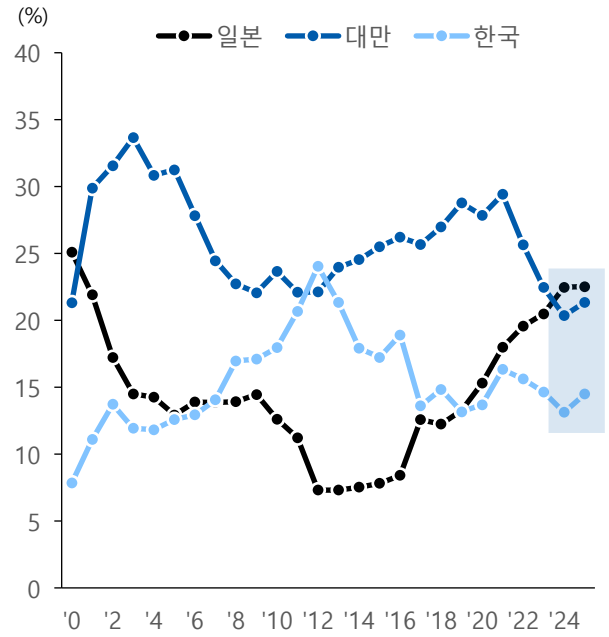
- G2의 AI 주도권 경쟁이 본격화되면서 기판을 둘러싼 글로벌 공급망 재편도 가시화되고 있다. 미국은 주요 기판 조달처 내 중국 비중을 전략적으로 조절하고 있으며 그 빈자리를 대만, 그리고 한국으로 채우고 있다. 중국의 경우 미국의 핵심 동맹국인 일본에 더해 중화권으로 구분되는 대만을 시작으로 최근 한국에 이르기까지 제3국에서의 조달 비중을 확대하는 움직임을 보이고 있다.
- 현재 글로벌 기판 시장은 단순히 가격이나 기술력만으로 공급처가 결정되는 구조가 아니다. 지정학적 리스크를 회피하면서 동시에 기술력과 생산능력을 충족할 수 있는 공급망 다변화가 핵심 과제로 부상하고 있다. G2의 집중도가 대만에 집중되고 있는 상황 속 대만 업체들은 증설 결정에 신중한 태도를 보이고 있다. 결과적으로 한국 업체들은 미국과 중국 사이의 완충 역할을 수행하면서 동시에 기술 대응이 가능한 중간 공급자로서 주목받으면서 고객사 확보와 범위 확장을 통해 틈새 시장을 성공적으로 공략하고 있다.

미국 연간 국가별 PCB 수입 비중 (Top 3 중심)



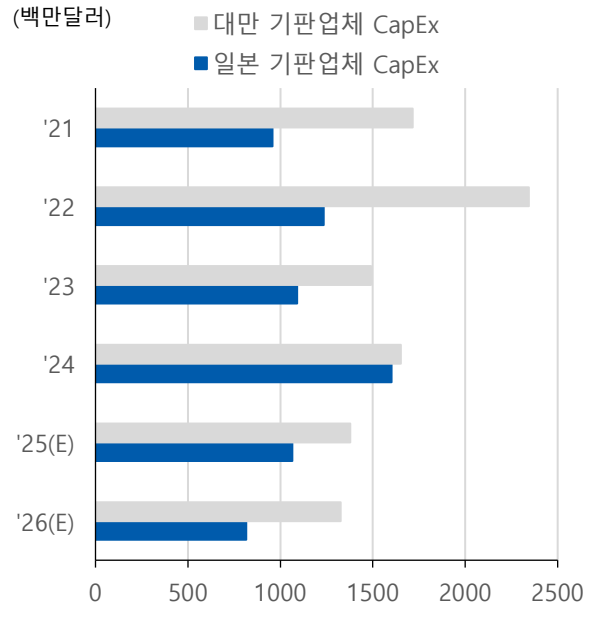
자료: Kita, 유안타증권 리서치센터
주: HS코드 8534 기준, 25년 데이터는 1~7월 합산

중국 연간 국가별 PCB 수입 비중 (Top 3 중심)



자료: Kita, 유안타증권 리서치센터
주: HS코드 8534 기준, 25년 데이터는 1~7월 합산

일본, 대만 주요 기판업체 연간 CapEx 추이

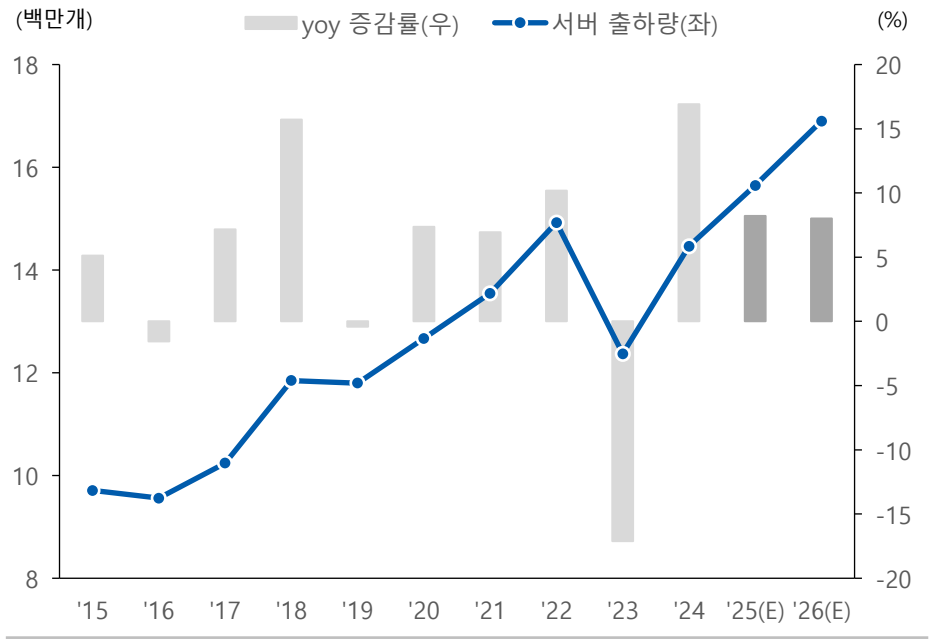


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
주: 대만: Unimicron, Kinsus, Nanya PCB, 일본: Ibiden, Shinko

The Era of Rubin – 서버 주도의 성장을 가속할 Rubin의 등장

- '26년의 경우 IT 세트의 불균형한 움직임 속 서버의 성장이 돋보일 전망이다. 서버 출하량은 '26년에도 성장세를 지속하며 정체된 스마트폰, PC의 성장을 보완할 것으로 판단된다. AI에 대한 주도권을 갖기 위한 각국의 전략적 시도는 지속되고 있으며 CSP 3사, Meta, Oracle 등 북미 빅테크들은 시장 내 선두 지위를 유지하기 위해 '26년에도 공격적 투자를 지속할 것으로 판단한다.
- 더불어 '26년에는 NVIDIA를 필두로 본격적인 Rubin 시대가 열리게 된다. 향후 공개될 Rubin 세대는 크게 VR200, CPX, VR300으로 구성되어 있다. 그리고 내년에는 HBM4 기반 고대역폭 아키텍처를 가진 VR200과 Context에 특화된 GDDR7 기반의 구조를 가진 CPX가 중심이 될 것으로 판단한다. 이는 추론 처리의 핵심 병목을 근본적으로 해소하는 전환점이 될 것이며 이로 인해 AI 모델의 기울기 또한 기존 학습에서 추론 중심으로 본격 이동할 것으로 판단한다.

글로벌 서버 연간 출하량 및 전년비 증감률



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터
주: 서버의 경우 Event-driven 성격, 연간 단위 접근이 적절

NVIDIA Rubin 가속기별 반도체칩/패키지 스펙 및 시스템 팩터 요약

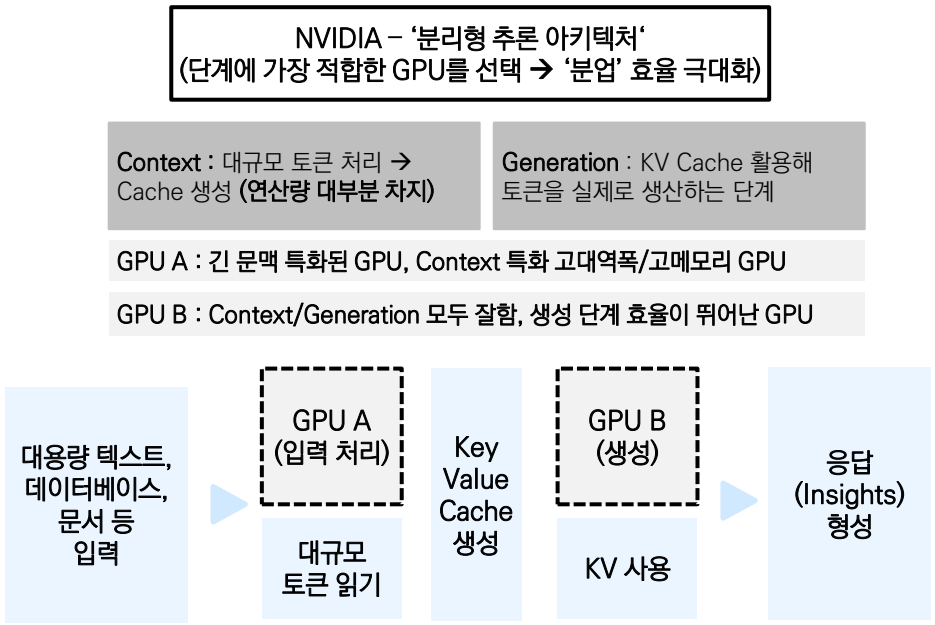
가속기	Rubin_VR200	Rubin_CPX	Rubin_VR300
반도체칩 및 패키지 레벨			
메모리	288GB HBM4 (Context+Generation)	128GB GDDR7 (Context-연산집약)	1024GB HBM4E (초거대모델+대규모배치)
패키징	CoWoS-L (고열, 고전력, 고대역폭)	FC-BGA (저비용발열, 대량보급)	CoWoS-L
CPU	Vera (LPDDR / SOCAMM2) (Context 특화 경량 CPU 모듈)		
시스템 형태 팩터			
#GPU 패키지	72	144 (시스템 확장성 즉, Scale-out 상 동일 세대)	
#GPU 다이	144	144	576

자료: Semianalysis, NVIDIA, 유안타증권 리서치센터

추론 시장의 개화, 핵심은 Quantity와 대규모 데이터 처리 능력

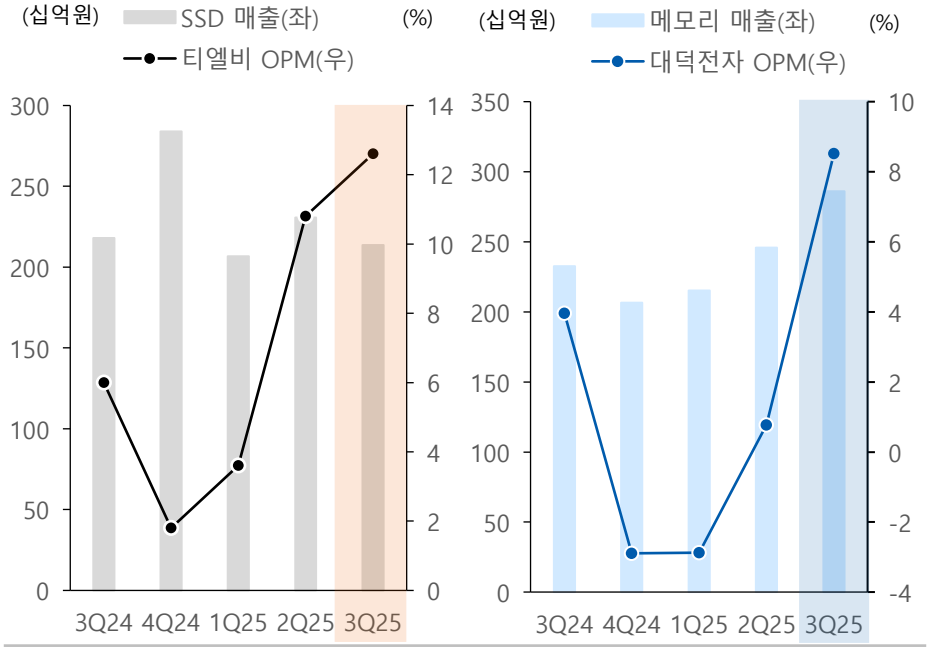
- NVIDIA는 분리형 추론 아키텍처를 통해 추론을 두 단계로 나누고, 각 단계에 가장 적합한 GPU를 선택해 효율을 극대화하는 아키텍처의 필요성을 강조했다. AI 추론은 크게 연산 중심의 Context 단계와 메모리 대역폭 중심의 Generation 단계로 분리되며 양 구간을 독립적으로 최적화할 수 있는 아키텍처의 필요성을 강조하게 된다. 그리고 이 중심에는 앞서 언급된 NVIDIA의 Rubin이 있다. Rubin은 단순 FLOPS를 키운 GPU가 아닌 연산 중심의 Context 처리 성능을 강화할 수 있도록 구조 자체가 최적화된 아키텍처로서 효율성을 강조한 모델이라고 볼 수 있다.
- **본격적인 추론 시장의 개화가 도래하면서 우선적으로 ① 기존 반도체 내 중심이 Quality에서 Quantity(SOCAMM)로 이동할 것으로 보인다. 또한 ② 급증한 데이터 생성량을 감당하기 위해 고속 NAND 및 e-SSD 수요도 확대할 것으로 판단한다.** 이번 3Q25 실적에서 매출 서프라이즈를 기록한 대덕전자, 티엘비의 경우 당초 상반기까지만 해도 DDR5, DDR4 중심으로 메모리 부문이 성장했으나 하반기 들어 수익성이 좋은 데이터센터 SSD 관련 제품 수요가 기존 메모리 매출에 더해지면서 외형 성장은 물론 수익성 개선까지도 확인되고 있다.

NVIDIA의 'Disaggregated Inference Architecture' (분리형 추론 아키텍처)



자료: NVIDIA 유안타증권 리서치센터

3Q25 실적 서프라이즈 기록한 기판업체 최근 5개 분기 매출 및 OPM

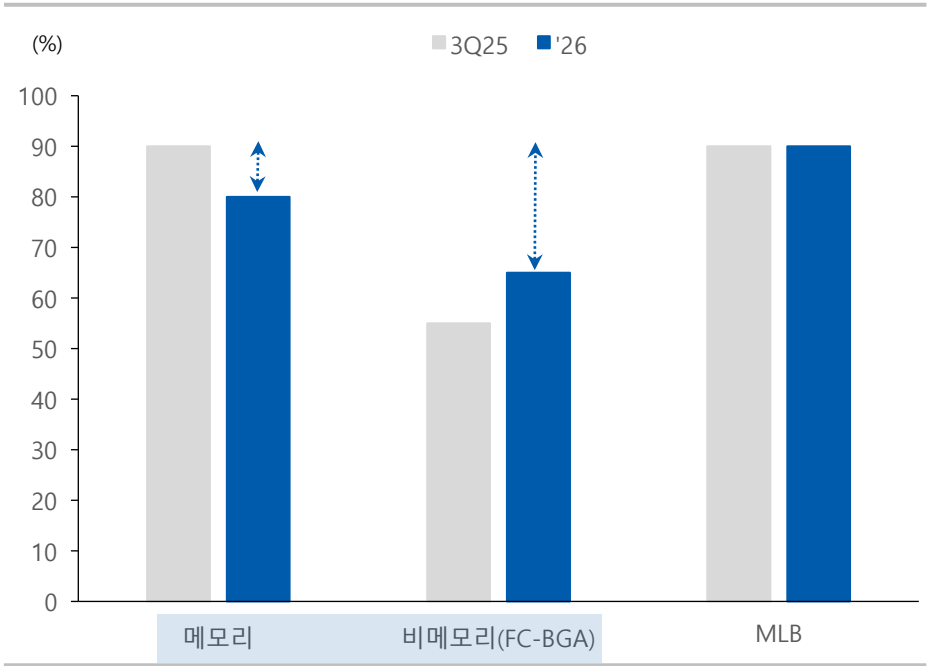


자료: 대덕전자, 티엘비, 유안타증권 리서치센터
주: 대덕전자 내 메모리 비중 약 50%, 티엘비 내 SSD 비중 30%

'26년 기판 투자의 핵심은 Q 대응력, 가격 협상력은 Value-add

- 결국 '26년 기판 투자의 핵심은 '**Q 대응력**'이라고 판단한다. 기판 업종은 어차피 구조적인 과점 상태로 신규자 진입이 사실상 불가능하며, 1~2년 이전의 선제적 CapEx 없이는 현재 올라오는 수요에 대한 직접적인 대응이 어렵다. **Q 대응력에 대한 판단은 ① 현재 급등한 수요가 반영된 높은 가동률, ② 내년 중 확정된 증설 타이밍, ③ 이로 인해 높아질 수요를 흡수할 수 있는 Capa 여유분 정도 등으로 압축해볼 수 있다.** 추가로 ④ 글로벌 원자재 가격 상승으로 인해 높아진 원가를 가격 상승으로 반영할 수 있는 가격 협상력까지 갖추고 있다면 더할 나위 없다.
- 공급자 우위가 강화되는 현 시점에서 **실질적인 증설 여력을 보유한 업체가 '26년 추가 이익을 영위할 수 있을 것으로 판단**하며 결국 '누가 실제 Q를 확보했는가'가 가장 결정적인 투자 판단 기준으로 작용할 것이다. 해당 관점에서 **기판 업종 Top pick으로** 라인전환으로 메모리 Capa와 MLB 추가 증설을 앞두고 있는 **대덕전자**와 5공장+1~4공장 여유공간 활용을 통한 Capa 대응을 진행 중인 **이수페타시스**를 제시한다.

대덕전자 현재 가동률 및 '26년 전망



자료: 대덕전자, 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 '25~27년까지 추진할 Capa 확장 1~3단계) 계획

구분	1단계) 5공장 기존건물 활용	2단계) 최대 Capa 대응	3단계) 신규 공장 신축/증설
투자방향	데이터센터향 대량모델 중심 Capa 대응		다중적층 중심 고부가 생산
	5공장+4공장 활용	1~4공장 여유공간 활용	신축공장 통합 재배치
최대 매출액(CAPA)	850억/월 (연 1조원)	**950억/월 (연 1.1조원)**	1,250억/월 (연 1.5조원)
주요 투자공정	적층/드릴/도금/외층	드릴/도금/외층/메꿈	전체공정
양산목표	4Q25	**2H26**	3Q27(준공), 28년(설비 이설)

자료: 이수페타시스, 유안타증권 리서치센터

대덕전자 (353200): 코스요리 시작 – Q 좀 더 주세요 P도요

전기전자



고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	60,000원 (U)
현재주가 (11/18)	50,800원
상승여력	18%

시가총액	25,104억원
총발행주식수	51,512,444주
60일 평균 거래대금	600억원
60일 평균 거래량	1,698,711주
52주 고/저	52,300원 / 12,870원
외인지분율	10.07%
배당수익률	2.58%
주요주주	대덕 외 5 인 32.76%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	57.3	122.3	230.1
상대	49.1	78.7	106.1
절대(달러환산)	52.5	110.1	214.3

- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 60,000원 상향. 1H26 Top pick 유지:** 목표주가는 '26년 예상 EPS에 글로벌 주요 기판 업체들의 '26년 평균 PER에서 10% 할인 적용. Peer들의 멀티플 상향이 TP 상향의 주요 근거. 동사 전 사업부문에서 긍정적인 실적 모멘텀 이어지는 국면. P, Q 측면에서 동사의 빠른 대응력이 두드러지는 시점. '26년 이익 상승 강도에 대한 확신이 추가 리레이팅에 대한 핵심 근거라고 판단

- **전 사업부문 호조 – 메모리-비메모리-MLB 순:** 현재 전 사업부문에 걸쳐 시장 기대 이상의 성과를 거두는 상황. 메모리 부문의 경우 당초 올해 상반기까지만 해도 DDR5, Socamm 기반 LPDDR이 메모리 매출을 주도했으나 3분기 들어 데이터센터 SSD용 낸드플래시향 CSP 수요가 기존 메모리 수요에 더해지면서 외형 성장세가 두드러졌던 상황. 비메모리는 응용처 확대가 지속되는 모습. 높은 전방 수요에 기반한 성장은 1) 수익성이 좋았던 FC-CSP 부문의 추가 성장을 이끌었으며, 2) 적자가 지속되던 FC-BGA의 BEP 시점을 당초 1H26에서 1Q로 앞당기는데 기여. MLB의 경우도 네트워크, AI가속기 등 내년 상반기 Capa 확장을 앞두고 성장세를 지속하며 동사 호실적 달성에 기여

- **Q와 P, 대응력 확보 단계:** 사업부문별 가동률은 메모리 약 90%, 비메모리 약 50%대 중반, MLB 90%으로 추정. 전장, 데이터센터를 중심으로 한 견조한 기판 수요가 지속되는 현 시점에서 핵심은 Capa 확장 전략의 시기와 실행력. MLB의 경우 내년 상반기 중 Capa가 두 배에 근접한 수준으로 확대될 계획. 메모리는 신규 투자 없이 생산라인 전환을 통한 Capa 확보 추진 중. 라인 전환이 완료되는 내년 1Q 이후 메모리 가동률은 약 80% 수준으로 낮아짐. 더불어 최근 급등한 원자재 가격 상승을 감안하여 일부 BT 기판의 경우 가격 인상 진행

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	910	892	1,048	1,320	1,584
매출액증가율	-30.9	-2.0	17.5	26.7	20.0
영업이익	24	11	51	146	293
영업이익률	2.6	1.2	4.9	11.1	18.5
지배주주귀속순이익	25	24	52	124	241
지배주주 귀속 EPS	501	464	1,038	2,501	4,860
증가율	-86.5	-7.4	123.7	140.9	94.3
PER	50.9	45.9	49.3	20.5	10.5
PBR	1.5	1.3	2.9	2.7	2.2
EV/EBITDA	7.9	6.7	14.8	8.8	4.9
ROA	2.2	2.1	4.5	9.5	15.9
ROE	2.9	2.7	5.9	13.2	22.3

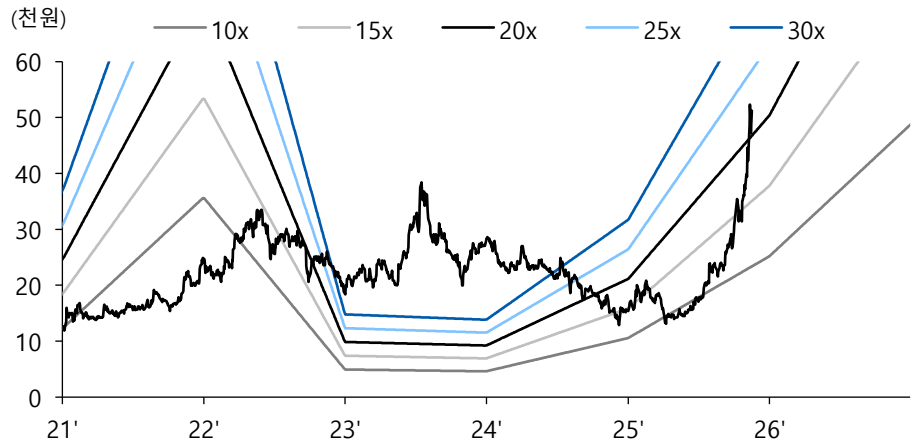
자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
EPS(원)	2,518	'26년 예상 EPS
목표 PER(배)	**24**	**Ibiden, Unimicron, 코리아써키트, 이수페타시스 '26년 평균 PER 대비 10% 할인**
목표 주가(원)	**60,000**	**EPS*Target PER**
현재 주가(원)	50,800	
상승 여력(%)	**18**	

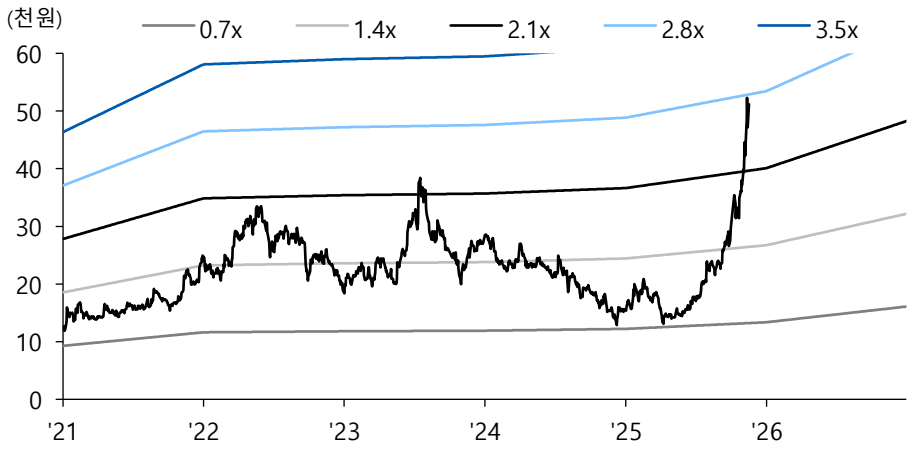
자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 12MF P/E Band



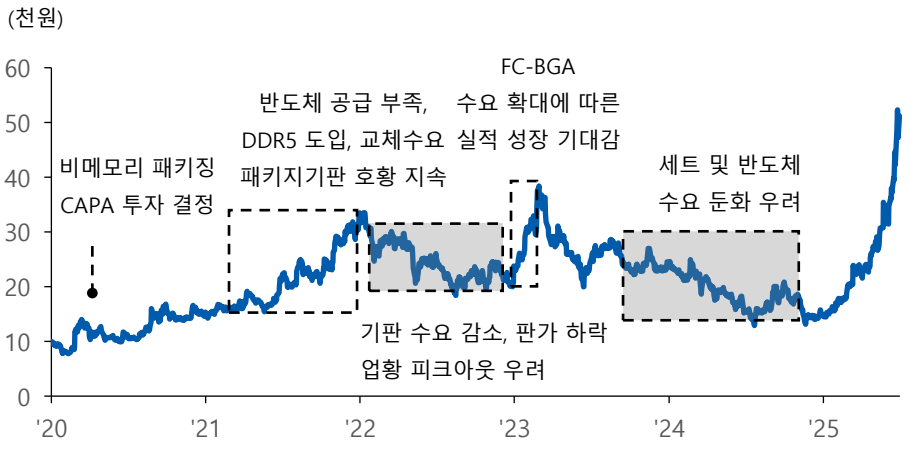
자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 '20년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터

대덕전자 (353200): 분기 실적 추이 전망

	분기				연간		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**215.4**	**245.9**	**280.0**	**300.4**	**892.2**	**1047.9**	**1320.1**
Y/Y 증감률(%)	0.3%	3.2%	20.3%	45.5%	-1.9%	17.5%	26.0%
Q/Q 증감률(%)	4.3%	14.2%	13.9%	7.3%			
패키지 기판(PKG)	**176.6**	**207.9**	**243.8**	**252.2**	**768.7**	**880.5**	**1067.7**
Y/Y 증감률(%)	-6.3%	-0.3%	23.3%	45.0%	-3.5%	14.5%	21.3%
Q/Q 증감률(%)	1.6%	17.7%	17.3%	3.4%			
메모리	101.3	127.1	158.0	157.4	476.5	543.8	619.5
Y/Y 증감률(%)	-13.9%	-1.9%	24.1%	54.3%	2.2%	14.1%	13.9%
Q/Q 증감률(%)	-0.7%	25.5%	24.3%	-0.4%			
비메모리	75.3	80.7	85.8	94.7	292.4	336.5	448.3
Y/Y 증감률(%)	6.2%	2.0%	21.9%	31.6%	-11.5%	15.1%	33.2%
Q/Q 증감률(%)	4.6%	7.2%	6.3%	10.4%			
MLB	**38.8**	**37.7**	**42.4**	**48.2**	**122.6**	**167.1**	**252.3**
Y/Y 증감률(%)	52.2%	27.8%	21.1%	47.9%	11.5%	36.3%	51.0%
Q/Q 증감률(%)	19.0%	-2.8%	12.5%	13.8%			
매출비중(%)							
PKG	82%	85%	87%	84%	86%	84%	81%
메모리	47%	52%	56%	52%	53%	52%	47%
비메모리	35%	33%	31%	32%	33%	32%	34%
MLB	18%	15%	15%	16%	14%	16%	19%
영업이익	**-6.2**	**1.9**	**25.2**	**30.4**	**11.3**	**50.5**	**146.1**
영업이익률(%)	**-2.9%**	**0.8%**	**9.0%**	**10.1%**	**1.3%**	**4.8%**	**11.1%**

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 Peer 기업 벨류에이션 비교

		대덕전자	Ibiden	Unimicron	코리아써키트	이수페타시스
Ticker		A353200	4062.JT	3037.TT	A007810	A007660
시가총액		2,332	11,798	8,768	628	8,156
2025F	매출액	1,042.3	2,701	4,258	1,401.6	1,043
	영업이익	46.6	395	231	31.5	193
	영업이익률	4.5%	14.6%	5.4%	2.2%	18.5%
	당기순이익	45.8	267	172	25.5	156
	PER	53.1	44.0	51.2	28.6	50.8
	PBR	2.7	3.5	2.8	1.8	12.7
	ROE	5.2	8.1	5.3	3.4	32.1
	EV/EBITDA	14.5	13.6	11.4	13.4	36.4
2026F	매출액	1,289.1	3,140.7	5,053.6	1,472.6	1,315.8
	영업이익	142.0	537.6	533.3	76.6	264.5
	영업이익률	11.0%	17.1%	10.6%	5.2%	20.1%
	당기순이익	124.3	372.2	435.7	49.3	217.71
	PER	**19.6**	**31.7**	**20.2**	**14.8**	**37.5**
	PBR	2.4	3.2	2.6	1.6	9.6
	ROE	13.0	10.1	13.1	8.4	29.2
	EV/EBITDA	8.5	10.8	8.2	7.6	26.7

자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

대덕전자(353200) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	910	892	1,048	1,320	1,584
매출원가	835	831	938	1,117	1,229
매출총이익	75	62	104	203	355
판관비	51	50	54	57	62
영업이익	24	11	51	146	293
EBITDA	139	129	153	246	378
영업외손익	5	19	6	23	29
외환관련손익	4	10	-10	0	0
이자손익	5	7	7	11	16
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	2	9	12	12
법인세비용차감전순손익	28	30	57	169	321
법인세비용	3	6	5	44	80
계속사업순손익	25	24	52	124	241
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	24	52	124	241
지배지분순이익	25	24	52	124	241
포괄순이익	34	23	44	104	221
지배지분포괄이익	34	23	44	104	221

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	181	98	149	278	346
당기순이익	25	24	52	124	241
감가상각비	110	113	99	97	83
외환손익	2	-4	3	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	40	-64	-44	9	-25
기타현금흐름	3	29	39	47	46
투자활동 현금흐름	-197	-116	-95	-129	-51
투자자산	-77	-56	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-60	-95	-132	0
유형자산 감소	1	2	0	0	0
기타현금흐름	-4	-3	-1	3	-51
재무활동 현금흐름	-29	-21	6	-21	-21
단기차입금	-1	2	30	0	0
사채 및 장기차입금	-6	-6	-3	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-21	-15	-21	-21	-21
기타현금흐름	-1	-1	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	75	-6	-5
현금의 증감	-46	-38	134	122	270
기초 현금	122	77	38	172	294
기말 현금	77	38	172	294	564
NOPLAT	24	11	51	146	293
FCF	64	38	54	146	346

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	433	466	617	739	1,096
현금및현금성자산	77	38	172	294	564
매출채권 및 기타채권	129	135	144	153	182
재고자산	91	101	111	122	146
비유동자산	694	623	612	644	559
유형자산	629	568	565	600	517
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	7	7	7	7
자산총계	1,128	1,089	1,228	1,383	1,655
유동부채	177	160	258	312	367
매입채무 및 기타채무	111	103	150	187	225
단기차입금	0	2	32	32	32
유동성장기부채	7	7	7	7	7
비유동부채	82	54	72	89	106
장기차입금	13	7	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
부채총계	259	213	330	401	473
지배지분	868	876	899	982	1,183
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	545	545	545	545	545
이익잉여금	297	302	333	437	658
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	868	876	899	982	1,183
순차입금	-183	-205	-306	-405	-705
총차입금	20	16	43	43	43

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	501	464	1,038	2,501	4,860
BPS	16,857	16,996	17,446	19,071	22,960
EBITDAPS	2,694	2,498	2,965	4,766	7,338
SPS	17,659	17,319	20,221	25,626	30,751
DPS	300	400	400	400	400
PER	50.9	45.9	49.0	20.3	10.5
PBR	1.5	1.3	2.9	2.7	2.2
EV/EBITDA	7.9	6.7	14.6	8.7	4.9
PSR	1.4	1.2	2.5	2.0	1.7

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-30.9	-1.9	16.8	26.7	20.0
영업이익 증가율 (%)	-89.8	-52.6	348.5	189.3	100.3
지배순이익 증가율 (%)	-86.2	-6.4	119.3	138.7	93.7
매출총이익률 (%)	8.3	6.9	10.0	15.4	22.4
영업이익률 (%)	2.6	1.3	4.8	11.1	18.5
지배순이익률 (%)	2.8	2.7	5.0	9.4	15.2
EBITDA 마진 (%)	15.3	14.4	14.7	18.6	23.9
ROIC	3.0	1.3	6.8	17.2	37.6
ROA	2.2	2.1	4.5	9.5	15.9
ROE	2.9	2.7	5.9	13.2	22.3
부채비율 (%)	29.9	24.4	36.7	40.8	40.0
순차입금/자기자본 (%)	-21.1	-23.4	-34.0	-41.2	-59.6
영업이익/금융비용 (배)	25.8	16.5	39.4	103.8	207.5

이수페타시스 (007660): 저희는 오마카세로 준비했습니다

전기전자



고선영 전기전자
sunyoung.kou@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	150,000원 (U)
현재주가 (11/18)	123,700원
상승여력	21%

시가총액	90,807억원
총발행주식수	73,409,219주
60일 평균 거래대금	1,584억원
60일 평균 거래량	1,854,484주
52주 고/저	131,500원 / 20,520원
외인지분율	32.29%
배당수익률	0.54%
주요주주	이수 외 5 인 26.24%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	45.7	107.2	498.6
상대	38.2	66.5	273.8
절대(달러환산)	41.3	95.8	469.9

- **투자의견 BUY 유지, 목표주가 150,000원 상향 :** 목표주가는 '26년 예상 EPS에 동사 '23년 12MF PER 상단 적용. 동사의 경우 단순 제품 스펙 업그레이드를 벗어나 고객사별로 높아진 설계 요구 수준과 공정 난이도 상승을 대응하면서 동사만의 독자적인 포지셔닝을 구축하는 중. 선제적인 Capa 확장으로 고객 니즈 관련 빠른 대응력을 보여주고 있는 상황. 증설 효과와 이익 상승 강도가 향후 추가 리레이팅의 전제 조건

- **다중적층 전환에 따른 구조적 ASP 레벨업:** 다중적층 MLB 적용 본격화로 ASP의 구조적인 상승이 예상. 다중적층 제품은 기존 MLB 대비 높은 단가를 가지고 있으며 대표 고객사인 G사의 차세대 모델인 TPU v7(Ironwood)부터 채택이 확대될 전망. 이미 6월 양산되기 시작했으며 3Q부터 실적에 반영되기 시작. '25년 동사 제품 내 다중적층 제품 비중은 점차 상승 중(FY24 21% → 1H25 36% → 3Q25 39%), 2H26이 되면 절반 이상의 비중을 차지할 전망. 고객사 제품 스펙 상향과 이로 인한 공정 난이도 증가가 동사 Blended ASP 상향을 이끌고 있는 모습

- **Q 대응력 입증, 선제적 투자의 수혜 :** 5공장 증설(1단계 Capa 확장) 효과가 3Q25 실적부터 순차적으로 반영되고 있는 상황. 이제 시선은 기존 1~4공장에서 진행 중인 효율화 개선 작업이 완료될 2H26. Capa 확장 1단계의 가동 초기 구간임에도 핵심 장비가 선제적으로 도입되며 병목 공정 해소된 상황. 이로 인해 당초 예상보다 생산성도 빠르게 회복. 데이터센터 및 네트워크 부문 전 제품 매출이 증가하며 실적 레벨업 지속되는 모습. AI 서버에 이어 800G 중심 네트워크 인프라 투자도 확대되며 관련 MLB 수요도 동시에 증가. 앞서 언급된 ASP 상향과 더불어 강한 수요로 뒷받침되는 Q 측면에서의 성장은 '26년 예정된 Capa 확장 시기와 맞물리며 강한 실적 모멘텀을 형성할 것으로 판단

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	675	837	1,108	1,387	1,595
매출액증가율	5.0	24.0	32.4	25.2	15.0
영업이익	62	102	212	309	287
영업이익률	9.2	12.2	19.1	22.3	18.0
지배주주귀속순이익	48	74	182	277	250
지배주주 귀속 EPS	719	1,116	2,557	3,775	3,408
증가율	-53.5	55.2	129.1	47.6	-9.7
PER	27.7	33.1	51.4	34.8	38.6
PBR	5.0	7.5	12.5	9.4	7.7
EV/EBITDA	19.0	20.4	40.3	28.3	29.0
ROA	8.1	10.5	17.6	19.3	14.4
ROE	19.5	24.9	33.1	30.8	22.0

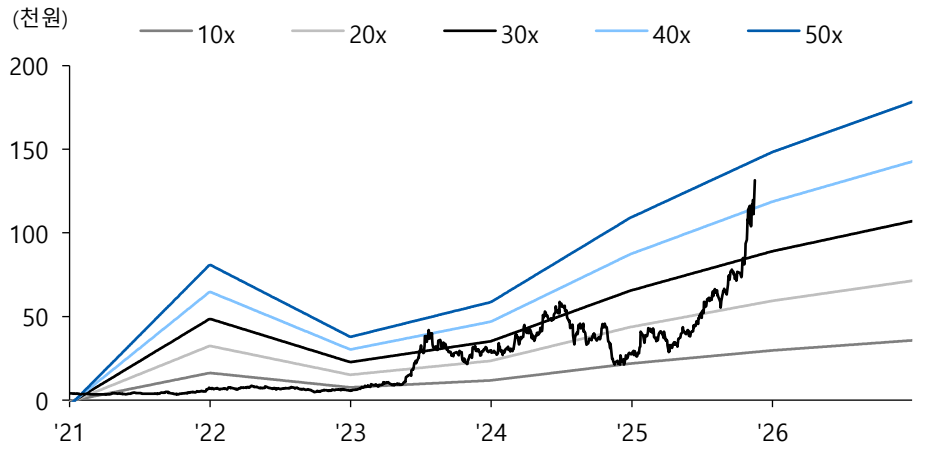
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 목표주가 산정방식

구분	내용	비고
EPS(원)	3,775	'26년 예상 EPS
목표 PER(배)	**41**	**'23년 12MF PER 고점**
목표 주가(원)	**150,000**	**EPS*Target PER**
현재 주가(원)	123,700	
상승 여력(%)	**21**	

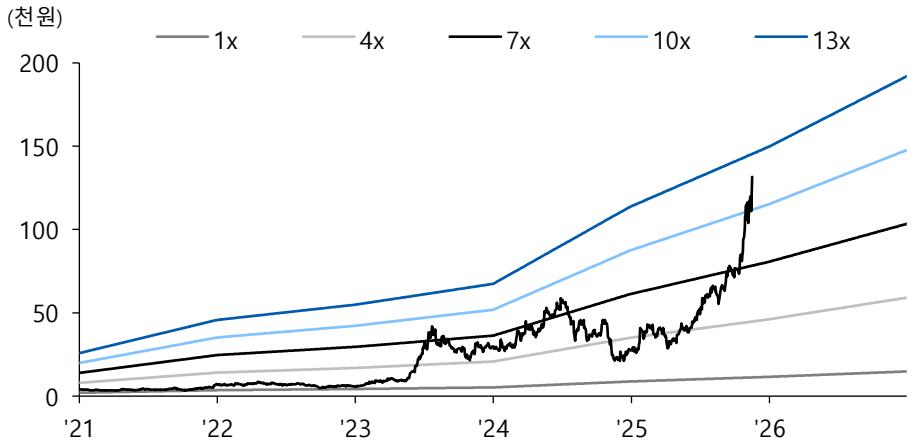
자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 12MF P/E Band



자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 12MF P/B Band



자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 '23년 이후 주가 흐름 및 주요 이벤트



자료: 유안타증권 리서치센터

이수페타시스 (007660): 분기 실적 추이 전망

	분기				연간		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**252.5**	**241.4**	**296.1**	**318.1**	**836.9**	**1108.2**	**1387.4**
Y/Y 증감률(%)	26.5%	17.9%	43.5%	40.7%	23.9%	32.4%	25.2%
Q/Q 증감률(%)	11.7%	-4.4%	22.7%	7.4%			
페타시스	209.6	209.7	258.3	273.2	718.8	950.8	1203.6
중국후난	53.8	50.0	58.5	60.6	152.4	222.9	252.7
미국법인	5.4	5.3	5.9	5.6	28.3	21.4	22.0
영업이익	**47.7**	**42.1**	**58.4**	**63.9**	**104.2**	**212.2**	**309.5**
Y/Y 증감률(%)	107.4%	53.1%	125.5%	130.0%	67.6%	103.6%	45.9%
Q/Q 증감률(%)	71.5%	-11.7%	38.8%	42.4%			
페타시스	33.4	31.8	44.1	49.9	78.5	159.2	247.6
중국후난	11.3	7.0	10.5	10.2	18.4	39.0	49.5
미국법인	2.9	3.2	3.8	3.8	4.6	13.7	12.4
OPM (%)	**18.9%**	**17.4%**	**19.7%**	**20.1%**	**12.5%**	**19.1%**	**22.3%**
페타시스	15.9%	15.2%	14.9%	18.3%	10.9%	16.7%	20.6%
중국후난	21.0%	14.0%	17.9%	16.9%	12.1%	17.5%	19.6%
미국법인	53.7%	60.4%	64.4%	68.2%	16.3%	64.1%	56.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

국내외 Peer 기업 벨류에이션 비교

		이수페타시스	Shennan	WUS	Victory Giant
Ticker		A007660	002916.CH	002463.CH	300476.CH
시가총액		8,156	18,818	16,699	33,722
2025F	매출액	1,043	3,209	2,581	2,840
	영업이익	193	471	614	801
	영업이익률	18.5%	14.7%	23.8%	28.2%
	당기순이익	156	445	535	703
	PER	50.8	40.9	31.6	47.6
	PBR	12.7	7.0	8.2	15.9
	ROE	32.1	19.7	26.7	36.6
	EV/EBITDA	36.4	29.2	24.9	36.3
2026F	매출액	1,316	3,981	3,482	4,536
	영업이익	264	664	884	1,453
	영업이익률	20.1%	16.7%	25.4%	32.0%
	당기순이익	217.71	614	768	1,284
	PER	**37.5**	**31.0**	**22.7**	**26.5**
	PBR	9.6	5.9	6.4	10.4
	ROE	29.2	22.6	29.8	40.2
	EV/EBITDA	26.7	23.2	17.5	20.3

자료: Quantiwise, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 십억원, 백만달러, 배, %

이수페타시스(007660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	675	837	1,108	1,387	1,595
매출원가	559	680	826	1,002	1,213
매출총이익	116	157	282	385	383
판관비	54	55	70	76	96
영업이익	62	102	212	309	287
EBITDA	78	126	239	336	324
영업외손익	-8	-10	17	40	46
외환관련손익	3	12	-9	0	0
이자손익	-9	-9	0	6	13
관계기업관련손익	0	0	0	1	1
기타	-1	-14	26	33	33
법인세비용차감전순손익	55	92	229	349	334
법인세비용	7	18	46	72	83
계속사업순손익	48	74	182	277	250
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	48	74	182	277	250
지배지분순이익	48	74	182	277	250
포괄순이익	51	67	172	263	237
지배지분포괄이익	51	67	172	263	237

주:영업이익산출 기준은 기존 k-GAAP과동일. 즉, 매출액에서매출원가와판관비만 차감

현금흐름표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	52	85	202	408	392
당기순이익	48	74	182	277	250
감가상각비	15	24	26	26	36
외환손익	0	-7	3	0	0
종속,관계기업관련손익	0	0	0	-1	-1
자산부채의 증감	-23	-48	-38	73	74
기타현금흐름	13	42	28	33	33
투자활동 현금흐름	-61	-63	-206	-119	-70
투자자산	3	-2	22	-5	-5
유형자산 증가 (CAPEX)	-65	-60	-151	-99	-50
유형자산 감소	2	14	1	0	0
기타현금흐름	-2	-15	-77	-15	-15
재무활동 현금흐름	10	3	241	1	-2
단기차입금	-15	14	-36	13	10
사채 및 장기차입금	38	13	-6	-1	-1
자본	0	0	281	0	0
현금배당	-6	-6	-9	-10	-10
기타현금흐름	-6	-18	11	0	0
연결범위변동 등 기타	1	7	-90	-162	-160
현금의 증감	2	32	147	128	160
기초 현금	46	48	80	227	355
기말 현금	48	80	227	355	515
NOPLAT	62	102	212	309	287
FCF	-13	25	51	309	342

자료: 유안타증권 주:1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

재무상태표

(단위: 십억원)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	384	523	849	1,088	1,356
현금및현금성자산	48	80	227	355	515
매출채권 및 기타채권	152	229	322	380	434
재고자산	176	187	263	310	357
비유동자산	243	267	429	506	524
유형자산	192	202	321	394	408
관계기업등 지분관련자산	1	2	2	3	3
기타투자자산	27	26	36	40	45
자산총계	626	790	1,278	1,594	1,880
유동부채	291	377	427	486	547
매입채무 및 기타채무	109	171	240	284	326
단기차입금	143	151	112	123	131
유동성장기부채	22	23	28	25	27
비유동부채	69	85	78	82	81
장기차입금	60	73	62	64	61
사채	0	0	0	0	0
부채총계	360	463	505	568	628
지배지분	267	328	772	1,025	1,251
자본금	63	63	73	73	73
자본잉여금	81	81	352	352	352
이익잉여금	114	172	346	613	852
비지배지분	0	0	1	1	1
자본총계	267	328	773	1,026	1,252
순차입금	180	176	-12	-128	-280
총차입금	230	257	216	228	236

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

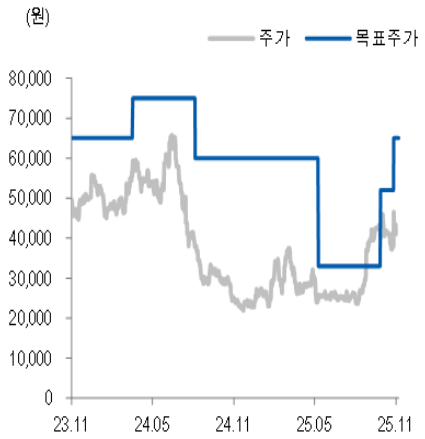
결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	719	1,116	2,557	3,775	3,408
BPS	4,022	4,938	10,516	13,962	17,042
EBITDAPS	1,168	1,903	3,358	4,580	4,408
SPS	10,182	12,617	15,551	18,899	21,734
DPS	95	143	143	143	143
PER	27.7	33.1	48.4	32.8	36.3
PBR	5.0	7.5	11.8	8.9	7.3
EV/EBITDA	19.0	20.4	37.9	26.6	27.2
PSR	2.0	2.9	8.0	6.5	5.7

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	5.0	23.9	32.4	25.2	15.0
영업이익 증가율 (%)	-46.7	63.9	108.2	45.9	-7.2
지배순이익 증가율 (%)	-53.4	55.1	146.2	52.1	-9.7
매출총이익률 (%)	17.2	18.7	25.4	27.8	24.0
영업이익률 (%)	9.2	12.2	19.1	22.3	18.0
지배순이익률 (%)	7.1	8.8	16.4	20.0	15.7
EBITDA 마진 (%)	11.5	15.1	21.6	24.2	20.3
ROIC	14.6	19.1	29.7	33.4	25.7
ROA	8.1	10.5	17.6	19.3	14.4
ROE	19.5	24.9	33.1	30.8	22.0
부채비율 (%)	134.8	141.2	65.4	55.4	50.2
순차입금/자기자본 (%)	67.5	53.7	-1.6	-12.5	-22.3
영업이익/금융비용 (배)	5.4	8.7	23.5	36.5	32.4

하나머티리얼즈 (166090) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-19	BUY	65,000	1년		
2025-11-13	BUY	65,000	1년		
2025-10-14	BUY	52,000	1년	-21.36	-11.73
2025-05-27	BUY	33,000	1년	-14.06	30.76
2024-08-23	BUY	60,000	1년	-52.44	-37.67
2024-04-04	BUY	75,000	1년	-28.78	-12.40
2023-04-20	BUY	65,000	1년	-25.61	-12.92

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

대덕전자 (353200) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-19	BUY	60,000	1년		
2025-11-10	BUY	56,000	1년	-10.86	-6.61
2025-10-22	BUY	39,000	1년	-0.67	14.49
2025-08-26	BUY	32,000	1년	-13.41	10.63
담당자 변경					
2024-07-12	1년 경과 이후		1년	-54.87	-39.50
2023-07-12	BUY	40,000	1년	-35.72	-4.00

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

이수페타시스 (007660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-19	BUY	150,000	1년		
2025-08-26	BUY	79,000	1년	9.32	66.46
담당자 변경					
2024-11-29	Not Rated	-	1년		
2023-11-30	1년 경과 이후		1년	174.62	51.79
2022-11-30	BUY	13,615	1년	32.39	198.93

자료: 유안타증권
주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100
* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-18
※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

• 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 신현용, 백길현, 고선영)
• 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
• 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
• 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
• 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
• 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
• Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
• 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
• 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

유안타증권 Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

채권분석

팀장 Credit Analyst	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com
Research Assistant	선여원	5583	yeowon.sun@yuantakorea.com
Research Assistant	현정희	5570	junghee.hyun@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
철강/비철금속	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
방산/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김고은	3649	koeun2.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com

GOLDEN CHIP

AI 반도체 밸류체인과 옐로우 칩



유안타증권
Yuanta Securities (Korea)