

2025.08.22.(금) 증권사리포트

◆ 최근 발행한 증권사리포트 중 투자자에게 도움되는 리포트를 선별하여 제공합니다.

티에프이

빛나는 반도체, 빛나는 티에프이

[출처] 하나증권 김민경 애널리스트

대면적 소켓 공급 본격화로 체질 개선중

투자자의견 BUY, 목표주가 45,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 26년 예상 EPS에 Peer 평균 PER을 적용해 산출했다. 주요 투자포인트는 [1]신규 고객사 확보로 데이터센터향 대면적 소켓 공급 증가, [2]마진 이 높은 로직반도체향 매출비중 확대에 따른 믹스 개선, [3]26년 상반기 신공장 가동이 계획되어 있어 중장기 성장 가시성이 확보되었다는 점이다. 티에프이는 올해부터 실적 기여가 시작된 신규 고객사와 CPO(Co-Packaged Optics) 관련 제품을 비롯해 다수의 프로젝트를 진행중에 있는데 실리콘 포토닉스 관련 레퍼런스를 확보 함으로써 향후 데이터센터향 대면적 소켓 매출 확대의 기반을 마련했다고 판단한다.

좋았던 상반기, 더 좋을 하반기

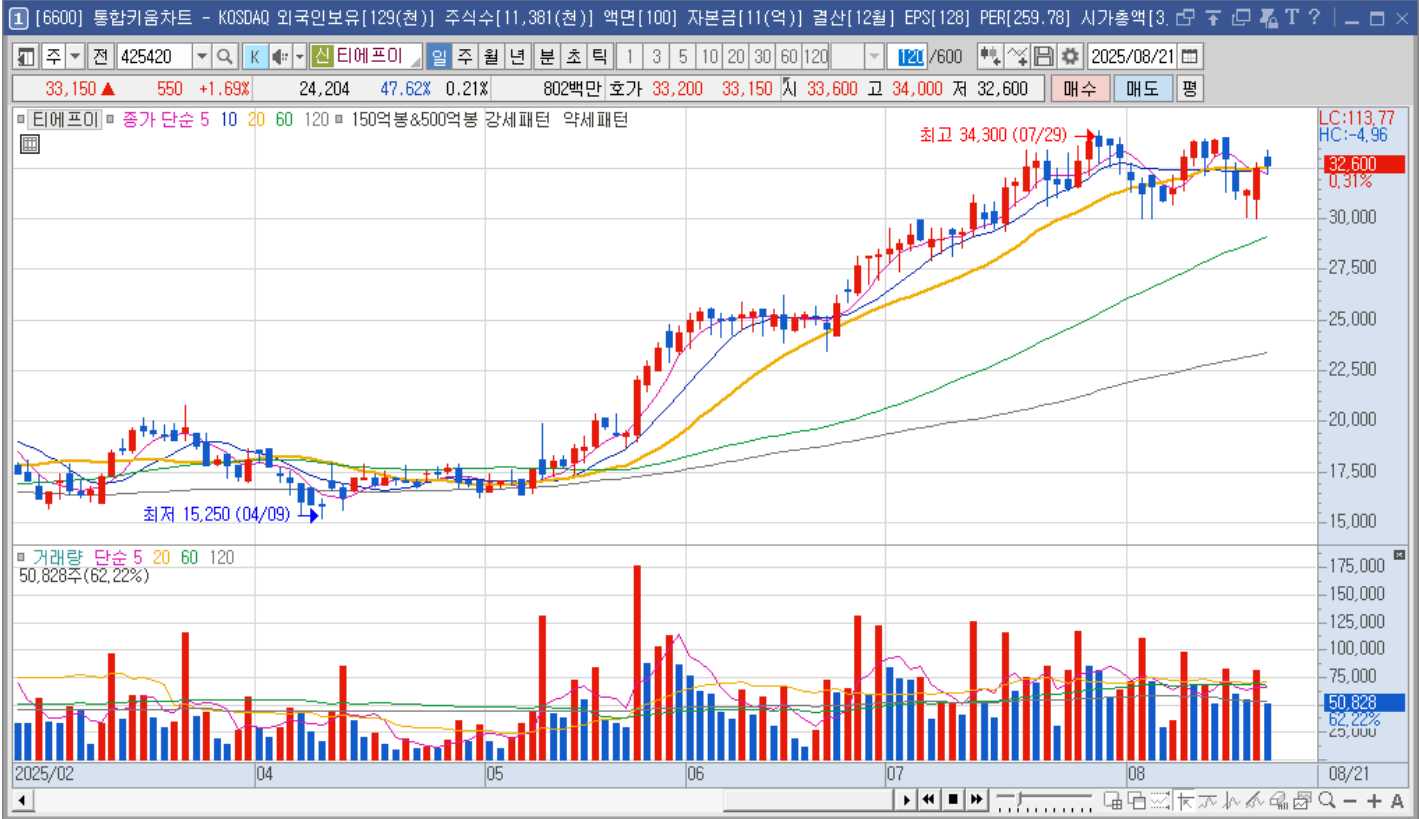
25년 연간 매출 1,052억원(YoY +43%), 영업이익 185억원(YoY +195%, OPM 18%)으로 창 사 이래 최대 실적을 기록할 전망이다. 상반기 매출은 471억원, 영업이익 69억원을 기록했 는데 메모리 소켓 물량이 회복되었고 주요 고객사의 스마트폰 판매 호조로 모바일 AP향 소켓 공급이 증가했기 때문이다. 하반기 매출은 581억원, 영업이익 116억원을 기록할 것으로 예상된다. DDR5, GDDR, LPDDR 등 주요 고객사의 메모리 소켓 수요가 견조하게 지속되는 동시에 복수의 신규 고객사향으로 소켓 공급이 본격화되며 가파른 실적 성장세가 지속될 것으로 판단한다. 아울러 티에프이는 반도체 개발 단계에서 소켓이 부착된 테스트 보드를 공급하고 있는데 보드 원재료인 PCB 매입액이 25년 상반기 대폭 증가한 것을 미루어 볼 때 수익성이 높은 R&D 물량이 하반기에 집중적으로 반영될 것으로 기대된다.

이유없는 증설은 없다

티에프이는 24년 12월 공시를 통해 신규시설 투자를 발표했다. 사업 확장에 따른 제품 생산 능력 확대 목적이며 해당 투자를 통해 소켓 Capa는 2배 이상 증가하고 COK 및 보드의 설 계 역량 또한 강화될 것으로 예상된다. 복수의 신규 고객사 확보 및 주요 고객사 내 입지 확대로 CPO, ASIC, SOCAMM, LPCAMM, HBF 등 신규 제품에 대한 R&D 수요가 증가하고 있어 증설 이후 가동률은 빠르게 상승할 전망이다. 추가적으로 티에프이는 싱가포르, 미국 등 해외지사 설립을 통해 해외 고객사에 적극 대응할 것으로 파악되어 해외 고객사 내 입지 확 대가 빠르게 이루어질 것으로 기대된다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	80.3	73.6	105.2	135.3
영업이익	9.2	4.4	18.5	27.2
세전이익	11.4	0.4	16.9	26.1
순이익	11.1	1.5	14.9	23.0
EPS	976	128	1,306	2,017
증감율	35.56	(86.89)	920.31	54.44
PER	36.89	126.25	24.96	16.16
PBR	5.75	2.20	3.75	3.10
EV/EBITDA	31.88	20.72	15.12	10.37
ROE	16.86	1.94	17.29	22.11
BPS	6,259	7,343	8,693	10,516
DPS	0	0	0	200





한국타이어앤테크놀로지 배당성향 확대라는 약도 주네요 [출처] 하나증권 송선재 애널리스트

배당성향 확대는 긍정적. 한온시스템의 증자 규모는 불확실성 요인

한국타이어앤테크놀로지에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 4.8만원을 유지한다. 한국타이어앤테크놀로지가 배당성향 목표를 상향(2024년 22%→2027년F 35%)하면서 주주환원 정책이 진전되었다는 점은 긍정적이다. 다만, 자회사 한온시스템의 유상증자와 관련된 참여 규모의 불확실성이 아직 존재하기 때문에 9월 23일 확정될 내용을 검토한 후 목표주가를 재조정할 예정이다. 하나증권은 지난 8월 18일 한국타이어앤테크놀로지에 대한 목표주가를 5.0만원에서 4.8만원으로 하향한 바 있다. 이유는 2분기 타이어 부문의 실적이 기대치를 소폭 하회한 가운데, 시너지 효과가 크지 않고 ROE도 낮은 투자인 한온시스템에 대한 추가 출자가 예상된다는 점이 주주가치 측면에서 부정적이라 판단했기 때문이다. 하나증권은 한온시스템이 구조조정 및 재무구조 개선을 통해 실적을 회복할 수 있겠지만, 유상증자(약 0.8~1.0조원 예상) 후에도 순차입금 및 부채비율이 여전히 높기 때문에(2분기 말 기준 3.88조원/256%→유상증자 후 2.9~3.0조원/220% 예상) 영업현금흐름 창출에 비해 높은 이자비용 부담을 낮추기까지는 시일이 필요하다는 판단이다. 한국타이어앤테크놀로지의 주주들은 그때까지 관련 불확실성에 노출되게 된다. 또한, 2027년 1월 11일~2월 11일로 예정된 한앤코오토홀딩스의 풋옵션 행사(58,718천주/보유 주식의 40%, 행사가격 5,200원, 행사될 경우 3,053억원의 자금 소요)로 추가 지분 인수의 가능성도 있다.

배당성향 확대로 기대 배당수익률이 5%대에서 8%대까지 3년에 걸쳐 상승

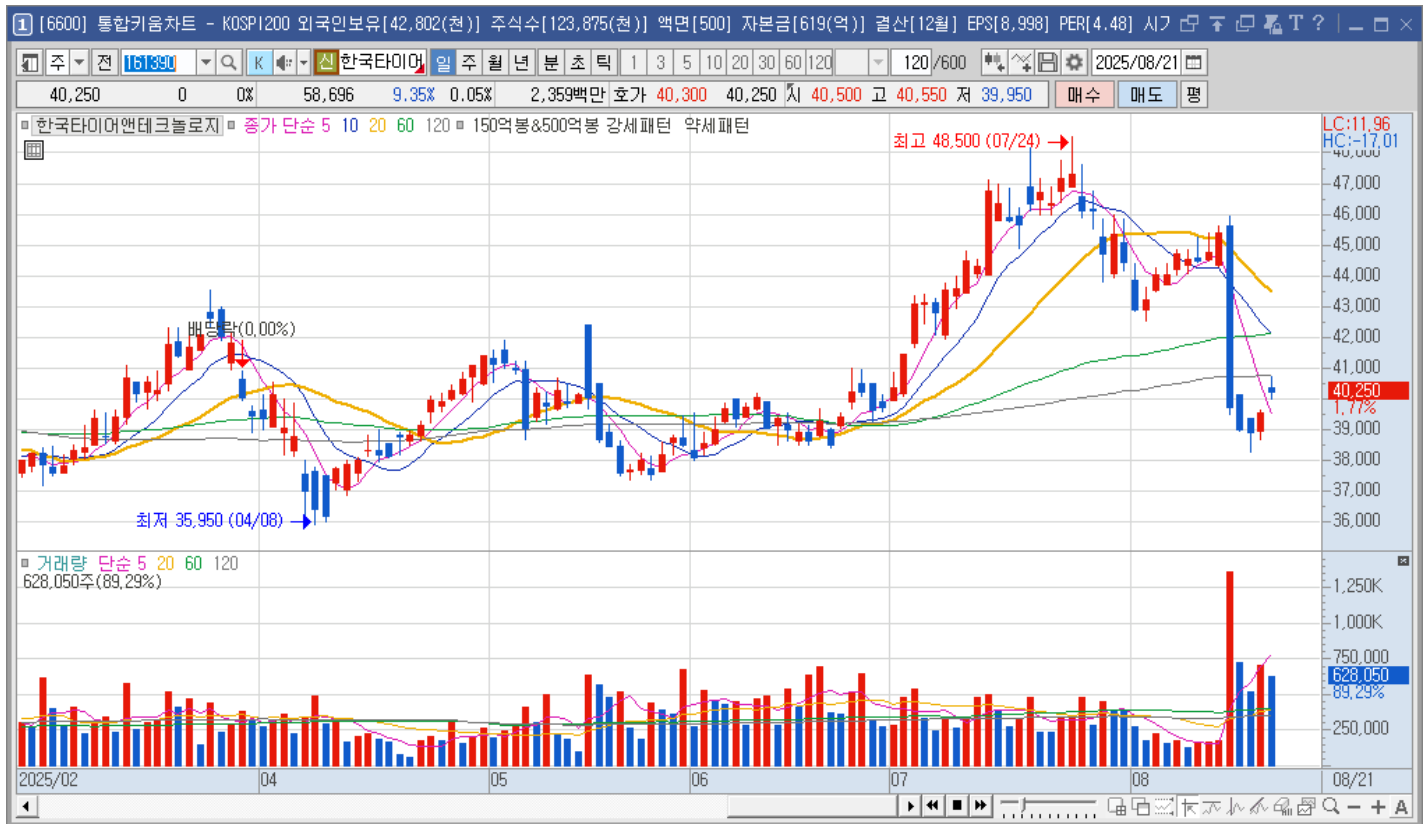
한국타이어앤테크놀로지는 8월 20일 배당 정책의 상향을 발표했다. 주요 내용은 ① 향후 3년(2025년~2027년)에 걸쳐 타이어 부문에서 일회성 비경상손익을 제외한 조정 당기순이익을 기준으로 배당성향을 35%까

지 확대하고, ② 2025년부터는 중간배당도 시행(2025년 중간배당은 9월 4일 기준, 주당 800원, 9월 19일 지급)한다는 것이다. 한국타이어앤테크놀로지의 타이어 부문만의 배당성향과 주당 배당금은 2024년 기준으로 22%와 2,000원이었다. 배당성향이 2025년 25%, 2026년 30%, 2027년 35%로 확대되면, 주당 배당금은 2025년 2,400원, 2026년 3,000원, 2027년 3,500원으로 늘어날 것으로 전망 한다. 이는 현재 주가를 기준으로 기대 배당수익률이 2025년 5.8%, 2026년 7.3%, 2027년 8.5%로 높아짐을 의미한다. 이렇게 높아지는 배당수익률은 주가의 하락을 제한시키는 요 인으로 작용할 것으로 판단한다.

9월 23일 한온시스템의 증자 규모를 지켜볼 필요

한온시스템(지분율 54.77%)이 유상증자 계획을 밝힘으로써 최대 주주인 한국타이어앤테크놀로지의 참여가 전망된다. 하나증권은 한온시스템의 유상증자 규모가 0.8~1.0조원, 이 중 한국타이어앤테크놀로지의 참여 규모로 0.4~0.5조원을 예상한다. 한온시스템은 9월 23 일 임시주주총회에서 관련 내용을 확정할 예정인바, 증자 규모를 지켜볼 필요가 있다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2023	2024	2025F	2026F	
매출액	8,939.6	9,411.9	21,006.8	22,206.1	
영업이익	1,327.9	1,762.3	1,527.6	1,745.1	
세전이익	1,171.2	1,573.8	1,243.1	1,275.2	
순이익	720.2	1,114.6	959.4	919.7	
EPS	5,814	8,998	7,745	7,424	
증감율	4.34	54.76	(13.93)	(4.14)	
PER	7.81	4.27	5.20	5.42	
PBR	0.59	0.43	0.41	0.39	
EV/EBITDA	2.23	1.95	3.41	3.17	
ROE	7.85	10.79	8.26	7.39	
BPS	77,476	89,971	98,261	103,490	
DPS	1,300	2,000	2,400	3,000	





엠플러스

차별화된 실적. 각형 투자 수혜도 주목

[출처] 키움증권 오현진 애널리스트

상반기 영업이익 146억원(YoY 957%)

동사는 1H25 매출액 828억원(YoY 105%), 영업이익 146억원(YoY 957%)을 기록했다. 기 수주한 높은 수익성의 수주잔고가 매출로 반영된 것에 기인한다. 동사는 23년 최대 실적 달성 이후에도 꾸준히 2,000억원 이상의 수주잔고를 기록하였으나, 전방 시장의 투자 감소 영향으로 예상대비 매출 인식이 늦게 반영되었다(24년 연간 매출액 1,287억원). Turn-key 수주 등을 통해 수익성이 높은 해외 고객사 매출 비중이 증가한 부문도 수익성 개선에 기여했다. 기 존 국내 주요 고객사 매출 비중은 24년 50%에서 1H25 기준 30%로 낮아진 것으로 파악된다.

차별화된 성장 지속 전망. 기술 경쟁력을 주목

올해 늘어나는 신규 수주 추이는 동사의 성장 가시성을 높여준다. 1H25 수주 금액은 781억원으로, 이미 24년 연간 신규 수주금액을 넘어선 것으로 파악된다. 불확실한 배터리 시장 상황에도 성장을 가능케하는 요인은 동사의 기술 경쟁력과 이를 통한 고객사 확대 영향이다. 동사는 글로벌 최초로 EV용 이차 전지 조립공정 라인을 개발한 이후 80개 이상의 조립 공정 라인 구축을 진행했다. 이 과정에서 파우치형, 각형, 연료 전지 등 다양한 공정 적용 가능한 공급 역량을 갖춘 것으로 판단된다. 기존 동사의 주력 매출원인 파우치형 조립 공정 외에 각형 조립 공정 장비 제조 역량도 시장 내 높은 입지를 보유 중이며, 이에 최근 각형 배터리 장비 수요 확대에도 적극 대응 중인 것으로 파악된다. 최근 개발한 600PPM 초고속 노칭 장비(기존 대비

2배 이상 양산 속도 향상) 등 신규 장비를 통한 고객사 확대 또한 동사의 시장 내 입지를 더욱 공고히 할 것으로 전망한다.

각형 투자 수혜. 기업가치 제고 전망

동사는 올해 하반기 본격적인 각형 장비 수주를 예상하며, 이에 올해 동사의 실적은 매출액 1,709억원(YoY 33%), 영업이익 233억원(YoY 131%)을 전망한 다. 고객사 투자 계획 감안 시, 26년 이후 각형 중심의 수주 본격화가 동사의 중장기 실적 성장세를 이끌 전망이다. 최근의 주가 반등에도 현재 주가는 올 해 기준 PER 6.5배로 현저한 저평가 국면이다. 전방 산업에 투자자들의 관심 변화 시, 동사에 우선적인 관심이 필요하다는 판단이다.

투자지표				
(십억원, IFRS)	2022	2023	2024	2025F
매출액	116.6	340.1	128.7	170.9
영업이익	-9.9	23.9	10.1	23.3
EBITDA	-7.7	28.3	13.1	26.1
세전이익	-21.0	23.7	12.6	24.5
순이익	-15.2	20.0	11.0	20.7
지배주주지분순이익	-15.2	20.0	11.0	20.7
EPS(원)	-1,249	1,629	894	1,683
증감률(%YoY)	적지	흑전	-45.1	88.2
PER(배)	-7.7	7.1	8.6	6.5
PBR(배)	2.10	1.91	1.12	1.29
EV/EBITDA(배)	-24.1	4.1	7.9	6.4
영업이익률(%)	-8.5	7.0	7.8	13.6
ROE(%)	-28.1	30.6	13.8	21.9
순차입금비율(%)	118.6	-35.5	10.3	31.9
자료: 키움증권				





삼성전자

HBM 출하량 급증, 실적 서프라이즈 예상

[출처] 키움증권 박유악 애널리스트

3Q25 영업이익 9조원(+93%QoQ)으로 상향 조정

삼성전자의 3Q25 실적이 매출액 82.6조원(+11%QoQ)과 영업이익 9.0조원 (+93%QoQ)을 기록하며, 당사의 기존 전망치 및 시장 컨센서스를 상회할 전 망이다. HBM의 출하량이 +107%QoQ 급증하며 당초 기대치를 넘어설 것 으로 예상되고, 모바일 DRAM의 판매 가격이 +15%QoQ 급등하며 범용 DRAM의 수익성 개선에 기여할 것으로 판단되기 때문이다. 비메모리 부문 역 시 엑시노스2500과 CIS 판매 증대 효과로 인해, 영업 적자가 1.6조원 수준으 로 크게 감소할 전망이다. 3Q25 사업 부문별 영업이익은 DS 4.2조원 (+737%QoQ), SDC 1.3조원(+155%QoQ), MX/NW 3.2조원(+3%QoQ), VD/DA 0.3조원(+35%QoQ)을 각각 기록할 전망이 다.

HBM4 성과 및 파운드리 신규 고객 확보에 주목

삼성전자 HBM4와 파운드리 시장 점유율 확대에 주목해야만 한다. 1nm DRAM을 기반으로 해서 제작되 는 삼성전자의 HBM4는 1)1nm 성능 향상 및 수율 개선, 2)HBM 후공정 수율 개선, 3)제품 성능 향상 등으 로 인해, NVIDIA의 Rubin 내 점유율이 30%수준까지 높아질 것으로 판단된다. 제품의 qual. test가 수 개월 남아있어 상황을 계속 주시해야 하겠지만, HBM3e에서 보였던 발열과 성능 문제가 제기되고 있지 않다. 또 한 bandwidth(~2.4TB/s) 성능도 경쟁 우위를 보이는 등 점유율 확대를 위한 긍정적인 신호들이 목격되 고 있다. 삼성전자 파운드리 부문은 Tesla와 Apple 외에, Qualcomm을 신 규 고객으로 확보하며 중장기 실적 턴어라운드를 이어갈 것으로 예상된다.

목표주가 90,000원으로 상향, 반도체 Top Pick 유지

삼성전자에 대한 목표주가를 90,000원으로 상향하고, 반도체 업종 top pick 의견을 유지한다. 삼성전자의 주가는 HBM과 파운드리 경쟁력 회복이 예상됨에도 불구하고, 2000년 이후 평균 밸류에이션(T12M P/B 1.5배) 미만인 1.2배 수준에서 거래되고 있다. 따라서 1)3분기 실적 반등, 2)파운드리 추가 고객 (Qualcomm) 확보, 3)HBM4의 NVIDIA 점유율 확대에 대한 기대감이 높아지며 주가 상승세가 이어질 것으로 판단한다. 일부 투자자들은 그 동안 삼성전자가 보였던 부진한 모습으로 인해 여전히 보수적인 접근을 취하고 있지만, 연말로 갈수록 '1nm DRAM, HBM4, 파운드리'에 대한 우려가 기대감으로 바뀌기 시작할 것이라는 기존 시각을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	258,935	300,871	315,113	340,961
영업이익	6,567	32,726	29,588	41,344
EBITDA	45,234	75,357	74,136	86,309
세전이익	11,006	37,530	34,925	45,253
순이익	15,487	34,451	29,253	36,655
지배주주지분순이익	14,473	33,621	28,557	35,784
EPS(원)	2,131	4,950	4,253	5,416
증감률(%YoY)	-73.6	132.3	-14.1	27.3
PER(배)	36.8	10.7	16.6	13.0
PBR(배)	1.51	0.92	1.13	1.07
EV/EBITDA(배)	10.4	3.9	4.4	4.0
영업이익률(%)	2.5	10.9	9.4	12.1
ROE(%)	4.1	9.0	7.1	8.4
순부채비율(%)	-16.9	-17.9	-19.4	-13.9

자료: 키움증권 리서치센터





엠씨넥스

실적은 내가 최고!

[출처] 대신증권 박강호 애널리스트

투자의견 매수(BUY) 및 목표주가 37,000원 유지

2025년 상반기에 삼성전자의 스마트폰은 1.19억대로 4.5%(yoy) 증가, 갤럭시S25 판매 호조 속에 갤럭시A시리즈의 점유율 확대가 추가된 것으로 분석. 삼성전자의 MX(스마트폰 등) 부문의 매출(66.2조원)과 영업이익(7.4조원)은 각각 8.7%(yoy), 29.1%(yoy) 증가 등 기대 이상의 실적을 기록

삼성전자향 중견 카메라모듈 업체(5개사: 엠씨넥스,파트론,파워로직스,캠시스,나무 가)의 2025년 상반기 매출은 6.1%(yoy) 증가, 영업이익은 26.2%(yoy) 감소를 시 현. 중견 카메라 모듈 업체 중 엠씨넥스의 매출과 영업이익은 각각 31%(yoy), 62%(yoy)씩 증가 등 가장 높은 성장. 갤럭시S25 및 A시리즈에서 고화소 카메라를 공급. 또한 구동계에서 점유율 확대 및 폴디드줌형 OIS 매출 증가가 예상을 상 회, 그리고 전장부품도 양호한 성장세가 진행. 엠씨넥스의 차별화된 준비가 2025년 상반기 차별화된 실적 호조로 연결. 하반기도 삼성전자 스마트폰향 중견 카메라모듈 업체 중 높은 성장을 전망

차별화 요인 1) 프리미엄향 카메라 2) 구동계에서 점유율 확대 3) 현대차의 전장화 수혜로 전장부품의 매출 증가

엠씨넥스가 삼성전자 스마트폰향 중견 카메라모듈 업체 중 차별화된 실적을 기록 한 배경은

1) 삼성전자의 스마트폰 전략은 단순한 판매 증가보다 프리미엄 중심의 점유율 확대, 판매 증가에 초점을 맞춤. 카메라의 성능 향상 및 하드웨어의 최적화에 주력, 핵심 부품 업체와 기술 협력으로 공동 성장을 목표. 카메라모듈 등 휴대폰 부품에서 가격인하 경쟁을 지양. 삼성전자의 프리미엄 스마트폰향 카메라모듈은

삼성전 기와 엠씨넥스가 주력. 2025년 상반기, 엠씨넥스의 카메라모듈 매출은 3,885억원 으로 24.4%(yoy) 증가

2) 엠씨넥스의 2025년 상반기, 구동계(Auto Focus, OIS) 매출은 991억원으로 99.1%(yoy) 증가. 특히 폴디드 줌형 OIS 매출의 확대 및 삼성전자내 점유율 증가가 수반되면서 높은 성장. 경쟁사인 자화전자가 애플향 생산에 주력하면서 수혜로 전 환. 삼성전자향 구동계 공급은 삼성전기와 엠씨넥스가 주력, 향후에 구동계는 휴대 폰에서 휴머노이드 분야로 확대, 엠씨넥스에게 새로운 성장 기회로 평가

3) 삼성전자 스마트폰향 중견 카메라모듈 업체 중 엠씨넥스의 실적 차별화에 경쟁력은 전장향 카메라를 포함한 전장부품 매출 성장으로 판단. 2025년 상반기 매출 은 1,474억원으로 14.5%(yoy) 증가, 매출 비중은 24%를 기록. 현대자동차의 1차 공급업체인 동시에 다양한 카메라(전후방, SVM, 빌트인 캠 등)를 공급하여 휴대폰 향 매출 의존도가 축소, 긍정적으로 평가. 인도 생산법인의 설립을 준비 중, 향후 생산라인(2029년 추정)이 가동되면 현대자동차, 모비스에 전장부품 매출이 높아질 것으로 예상

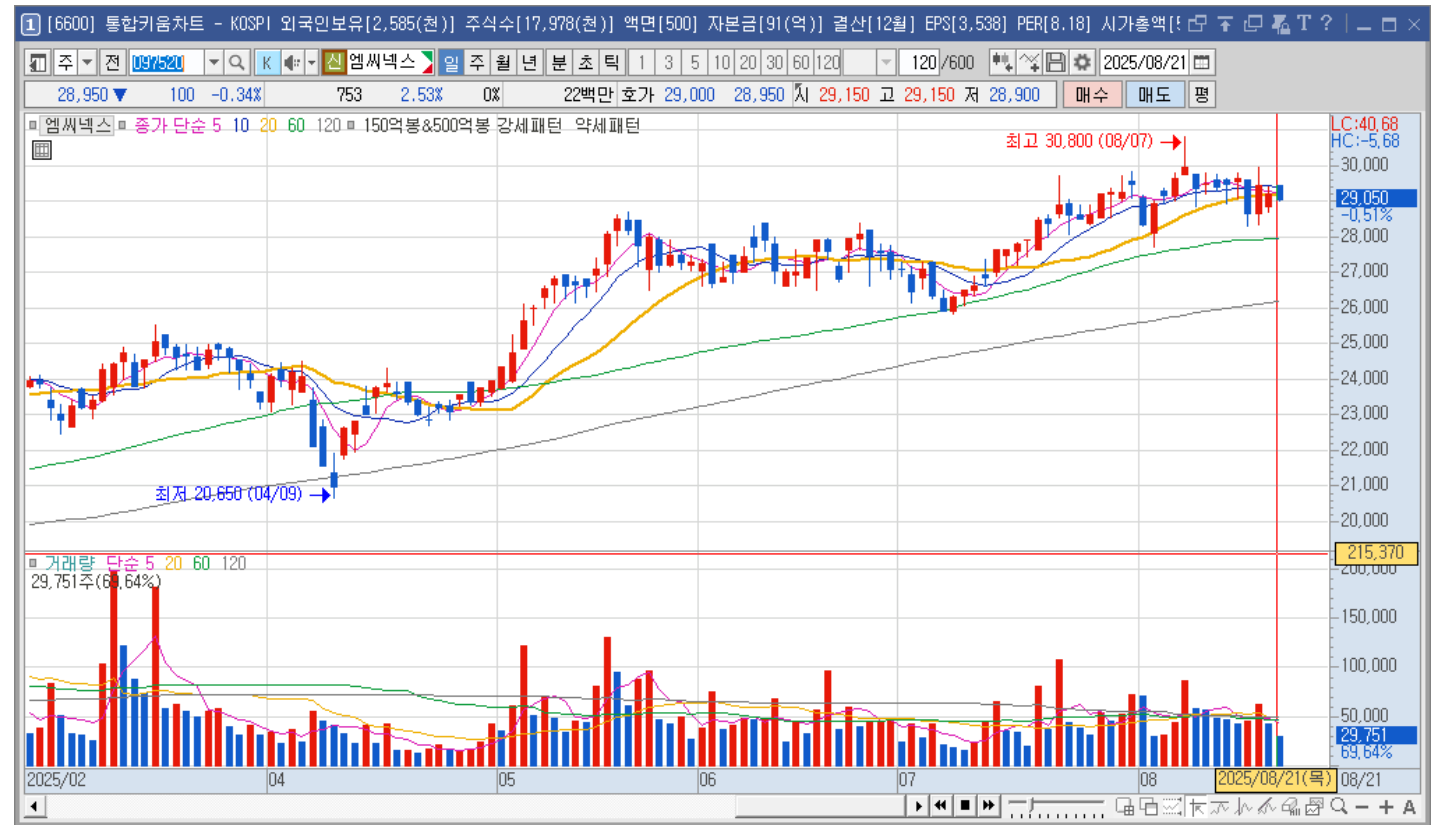
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	932	1,057	1,314	1,365	1,431
영업이익	18	44	69	76	79
세전순이익	28	59	70	77	79
총당기순이익	28	64	61	62	63
자배지분순이익	28	64	61	62	63
EPS	1,553	3,538	3,373	3,442	3,530
PER	19.5	5.4	8.8	8.6	8.4
BPS	18,001	20,705	23,337	26,062	28,874
PBR	1.7	0.9	1.3	1.1	1.0
ROE	8.8	18.3	15.3	13.9	12.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 엠씨넥스, 대신증권 Research Center





산일전기

관세 압박에 상대적 우위

[출처] 미래에셋증권 조연주 애널리스트

2Q25 Review: 매출액, 영업이익 모두 컨센 상회

동사는 25년 2분기 매출액 1,283억원(+71% YoY), 영업이익 463억원(+89% YoY, OPM 36.1%)을 기록하며 컨센서스를 상회했다. 영업이익은 불리한 환율 환경과 약 50억원 이상의 관세 비용이 발생했음에도 견조한 실적이다. 2분기 신규 수주는 924억원(-19% YoY, -45% QoQ)으로 감소했으나, 이는 미국 전력망 고객사의 관세 회피 목적 발주 지연에 기인한 일시적 현상으로 판단된다. 또한, 신규 수주에서 북미향 비율은 80% 이상으로 여전히 강한 수요를 반영하고 있다. 수주잔고는 4,195억원(+39% YoY, -9% QoQ)을 유지하고 있으며, 최근 관세 불확실성이 해소됨에 따라 하반기 정상화를 기대한다.

품목 관세 영향은 상대적으로 제한적인 편

전체적인 물량 증가와 자동화율이 높은 신공장(2분기 가동 시작)의 증설 효과가 일부 반영되며 2Q25 GPM은 49%(+5%p YoY)로 크게 늘어났다. 하반기부터 CAPA 증대가 본격화되며 변압기 수주의 꾸준한 확대와 함께 25-26년에도 수익성 개선을 동반한 성장이 지속될 전망이다. 동사의 경우, 철강 제품에 대한 품목 관세 영향 역시 제한적일 것으로 판단된다. 수주잔고 내 영향을 받는 품목 비중이 2% 미만에 불과하며, 동사는 주력 제품군과 수출 품목이 10MVA 이상급 초고압변압기가 아닌 유입식 저압 배전변압기 위주로 구성되어 있어 상대적으로 추가적인 관세 리스크가 낮다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 140,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 기존 (9만원) 대비 56% 상향한 14만원으로 상향한다. 실적 기준 연도를 기존 25년에서 26년으로 변경, 글로벌 Peer 대비 우수한 펀더멘털을 바탕으로 Target P/E를

26F P/E를 10% 할증해 반영하였다. 동사는 12개월 선행 EPS 기준 P/E 18배로 섹터 평균(21배) 대비 18% 할인된 수준에서 거래되고 있다. 데이터센터향 ESS 수요 확대에 따라 고단가 특수변압기 비중이 빠르게 확대되고 있어, 차별화된 멀티플이 부여될 경우 추가적인 주가 상승 여력도 열려있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억원)	118	215	334	464	609
영업이익 (십억원)	13	47	109	162	221
영업이익률 (%)	11.0	21.9	32.6	34.9	36.3
순이익 (십억원)	1	39	84	134	183
EPS (원)	164	8,807	3,214	4,411	6,016
ROE (%)	1.7	47.0	29.9	27.1	28.6
P/E (배)	-	-	21.3	24.7	18.1
P/B (배)	-	-	4.8	6.0	4.6
배당수익률 (%)	-	-	0.6	0.4	0.4

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 산일전기, 미래에셋증권 리서치센터

