

AI 진화론 Ep.3

종, 횡, 무진

(Scale up, out and across)

Prologue AI 진화와 H/W의 변곡점

Part 1 네오클라우드와 데이터 스토리지

Part 2 AI 네트워크 패권 시대

Part 3 AI 시대를 구현할 '광 모듈'

Part 4 AI 질주와 일반 서버 반등



After AI 시리즈 5

AI 진화론 Ep.3

종, 횡, 무진

(Scale up, out and across)

눈부시게 화려한 양리 마티스의 「춤」처럼, AI 하드웨어 산업은 경쾌하게 종횡무진 질주하고 있습니다. AI 칩의 수직적 성능 진화(Scale up), 데이터센터의 수평적 확장(Scale out)과 함께, 손을 맞잡고 연결되어 있는 사람들의 모습처럼 데이터센터 간 연결과 지역 확장(Scale across)까지 AI 하드웨어 진화의 Theme로 제시되고 있습니다. 이번 자료에서는 지금 나타나고 있는 현상이 단순한 기대가 아닌 기술진보에 따른 새로운 성장의 초입이라는 이야기를 담았습니다.



글로벌 투자전략-선진국
Analyst 황수욱
soowook.hwang@meritz.co.kr



전기전자/IT부품
Analyst 양승수
seungsoo.yang@meritz.co.kr



통신/우주/미디어
Analyst 정지수
jisoo.jeong@meritz.co.kr



반도체/디스플레이
Analyst 김선우
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Contents



Prologue	AI 진화와 H/W의 변곡점	9
Part 1	네오클라우드와 데이터 스토리지	17
Part 2	AI 네트워크 패권시대	37
Part 3	AI를 위한 유선 네트워크 강화	73
Part 4	AI 질주와 일반 서버 반등	93

기업분석	글로벌 선진국	CoreWeave (CRWW US)	104
		Nebius (NBIS US)	105
		Pure Storage (PSTG US)	106
	전기전자/IT부품	두산 (000150)	107
		Astera Labs (ALAB US)	122
		Celestica(CLS US)	127
		이수페타시스 (007660)	132
		대덕전자 (353200)	137
		Union Tool (6278 JP)	141
	통신/우주/미디어	Lumentum (LITE US)	143
		RF머트리얼즈 (327260)	147
		오이솔루션 (138080)	153
	반도체	SK하이닉스 (000660)	158
		삼성전자 (005930)	162
		NVIDIA (NVDA US)	166



1 네오클라우드와 데이터 스토리지
AI 진화가 유발하는 새로운 수요

관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
CoreWeave (CRWV US)	Not Rated	128.9달러
Nebius (NBIS US)	Not Rated	107.4달러
Pure Storage (PSTG US)	Not Rated	79.0달러

- Agentic AI 초입 국면을 지나 확산 국면에 이른 기술 단계. 이전과는 달라진 기술이 AI 하드웨어의 새로운 니즈를 유발하고 있음. 단순히 콘텐츠를 생성하는 AI(Generative AI)를 지나 인간의 의사결정을 대체하는 AI(Agentic AI)로 넘어오면서 AI 모델의 연산은 더 입체적이고 복잡해짐. 그래서 AI 하드웨어 측면에서는 두가지가 변화가 새롭게 요구되는데 1) Scale across(데이터센터의 분산화/근접화)와 2) Agentic RAG 등장에 따른 데이터 스토리지 확대
- AI 모델의 복잡해지면서 데이터 처리 병목에 따른 지연 문제가 심화되고, 이를 해결하는 데 있어서 중앙집권적인 데이터센터보다는 여러 지역에 분산되고 사용자에 인접한 데이터센터가 유리. 이에 따라 최근 하이퍼스케일러가 네오클라우드를 Scale across의 수단으로 활용하는 현상 두드러지며 네오클라우드 비즈니스의 성장 가속 기대. 한편, 기존에 AI 모델의 성능 향상(할루시네이션 현상 제거)을 위해 활용하던 RAG 기술이 Agentic AI 시대에 이전보다 보수적으로도 2.5배~8배, 연산 난이도가 높아지면 수십배~수백배 더 많은 데이터 스토리지 요구. 레거시 데이터센터 수혜 확대 시사

2 AI 네트워크 패권시대
AI 네트워크 효율화로 패러다임 확장

Top Pick	투자판단	적정주가
두산 (000150)	Buy	890,000원
이수페타시스 (007660)	Buy	87,000원

관심종목	투자판단	적정주가
대덕전자 (353200)	Buy	29,000원

관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
Astera Labs (ALAB US)	Not Rated	175.5달러
Celestica(CLS US)	Not Rated	229.1달러
Union Tool (6278 JP)	Not Rated	6,324엔

- AI 인프라 시장은 지난 2년간의 대규모 투자(Capex) 시대를 지나, 이제는 효율적 연결(Network)로 패러다임이 확장
- 네트워크 시장은 크게 Scale-Up(단일 랙 내부 칩 간 연결)과 Scale-Out(데이터센터 내 이기종 클러스터 간 연결)으로 구분되며, 양 시장 모두에서 엔비디아가 NVLink와 Infiniband를 통해 주도권을 확보
- 그러나 Scale-Up 영역에서는 UALink와 SUE(Scale-Up Ethernet), Scale-Out 영역에서는 Ethernet 기반 Arista 및 White Box 솔루션이 부상하면서 패권 경쟁이 본격화되는 국면에 진입
- 각 진영별 기술 패권을 쥔 기업들(Astera Labs, Celestica 등)은 중장기적으로 구조적 성장이 기대되며, AI 인프라 전반의 성장세를 상회하는 초과 성장을 전망
- 소재·부품 부문에서는 네트워크 스위치의 고도화에 따라 MLB와 CCL의 구조적 성장 가속화 예상
- 또한 엔비디아는 Scale-Up 규모를 확대해, 차세대 칩인 Rubin의 경우 2027년 Vera Rubin Ultra에서 Kyber 랙을 도입하며 GPU 연결 수를 현재 72개에서 576개까지 확장할 계획
- Kyber 랙 구현에서의 Midplane PCB 도입과 Coredelia 구조 채택이 MLB와 CCL 중장기 고도화를 주도할 것으로 전망



3 통신서비스

AI 시대를 구현할 '광 모듈'

Top Pick	투자판단	적정주가
RF머트리얼즈 (327260)	Not Rated	-
관심종목	투자판단	적정주가
오이솔루션 (138080)	Not Rated	-
관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
Lumentum (LITE US)	Not Rated	139.81 달러

- 광 모듈은 전기와 광 신호를 변환해 고속의 데이터를 전송할 수 있는 부품으로 Datacom/Telecom 모두 광범위하게 사용
- 기존 CPU 기반 데이터센터 대비 GPU/TPU 중심의 AI 데이터센터 네트워크의 광 연결 수요는 기존 대비 약 18배 증가
- 글로벌 광 모듈 시장 규모는 2024년 100억달러에서 2030년 310억달러로 약 3배 이상 성장 전망
- GPU간 데이터 이동을 효율화하기 위해 NVIDIA는 2019년 인피니밴드 선두 업체 Mellanox를 인수해 네트워킹 사업 강화
- NVIDIA 네트워크 사업부 매출은 1H24 68억달러에서 1H25 122억달러 +78.5% 고성장 달성
- NVIDIA는 GTC 2025 행사에서 차세대 네트워킹 솔루션 실리콘 포토닉스와 CPO 기술이 적용된 스위치 라인업 공개
- CPO(Co-Packaged Optics)는 고성능 GPU 칩 내부에서 전기 신호 대비 광 신호를 사용해 데이터를 주고받는 기술로, 이를 통해 최대 1.6Tbps까지 대역폭을 늘릴 수 있고, 전력 소모는 약 50%까지 절감 가능
- 글로벌 CPO 시장은 2022년 0.4억달러에서 연평균 +46% 성장해 2030년 26억달러 규모로 성장할 전망
- NVIDIA 실리콘 포토닉스 기술 구현을 위해서는 TSMC, Coherent, Lumentum 등 파트너사들의 협력이 매우 중요



4 반도체

AI '질주'와 일반 서버 '반등'

Top Picks	투자판단	적정주가
SK하이닉스 (000660)	Buy	370,000원
삼성전자 (005930)	Buy	85,000원
관심종목	투자판단	블룸버그 평균TP
NVIDIA (NVDA US)	Not Rated	212.6달러

- (글로벌 반도체) 2025~2027년 시장 규모 11~17% 상향조정 실시. 반도체 시장 1조달러 도달 시기는 2030년에서 빠르면 2027년으로 앞당겨지는 중. 각 응용처 별 15년간의 PC 시대 (1990~2005년), 스마트폰 (2005~2020년)을 지나 현 AI 시대 결과물
- 주요 응용처 사이에는 그 연결성의 증대 (PC와 PC B2C 연결을 위한 인터넷과 프라이빗 서버와 워크스테이션 등장 → 이후 스마트폰과 스마트폰 연결을 위한 클라우드, 하이퍼스케일러 → 이제 AI 가속기 간 연결을 위한 AI DC 확대)
- (서버 수요) AI DC 중심 투자 집중기 3년 이후, 2026년 일반서버 투자 서프라이즈. 종전 2~3% YoY 규모에서 10% 이상으로 급등. 이는 1) 일반서버 교체주기의 도래 및 2) Agentic RAG 등 신기술 도입에 따른 연산 능력 분산 목적
- (DRAM) 서버 DRAM 공급부족 심화. 공급사들의 투자 여력은 HBM 등 스페셜티에 집중되며, 서버 DRAM 생산 준비 미흡. 구조적 AI 수요 증가하는 LP DRAM 역시 2026년의 주인공. 현 DRAM 업황은 2017년 클라우드 수요 증가 초입과 유사
- (NAND) AI 서버 내 NAND 원가 비중은 2%에 불과. 일반서버에서는 13%를 차지. 일부 고용량 QLC 공정 문제 공급제한 발생하며, 내년 eSSD 중심 공급 부족 전환 예상
- (Top Pick)
SK하이닉스 - 2025년 영업이익 40조원에서 2026년 56조원으로 폭증. 글로벌 HBM 금액 기준 점유율은 올해 66%에서 내년 61%로 압도적 지위 유지. NAND 개선 속 애물단지 솔리다임 가치평가 극대화 예상
삼성전자 - 3Q25 영업이익 9.9조원으로 견조한 회복세 시현. 2025년 32조원, 2026년 53조원 이익 확대 전망. 수익성 위주의 메모리 사업 전개 + 체질 변화 순항 중인 모바일 기반해 사업 정상화 시현 중

After AI 시리즈 5

AI 진화론 Ep.3

종, 횡, 무진

(Scale up, out and across)

Prologue

AI 진화와 H/W의 변곡점



글로벌 투자전략-선진국

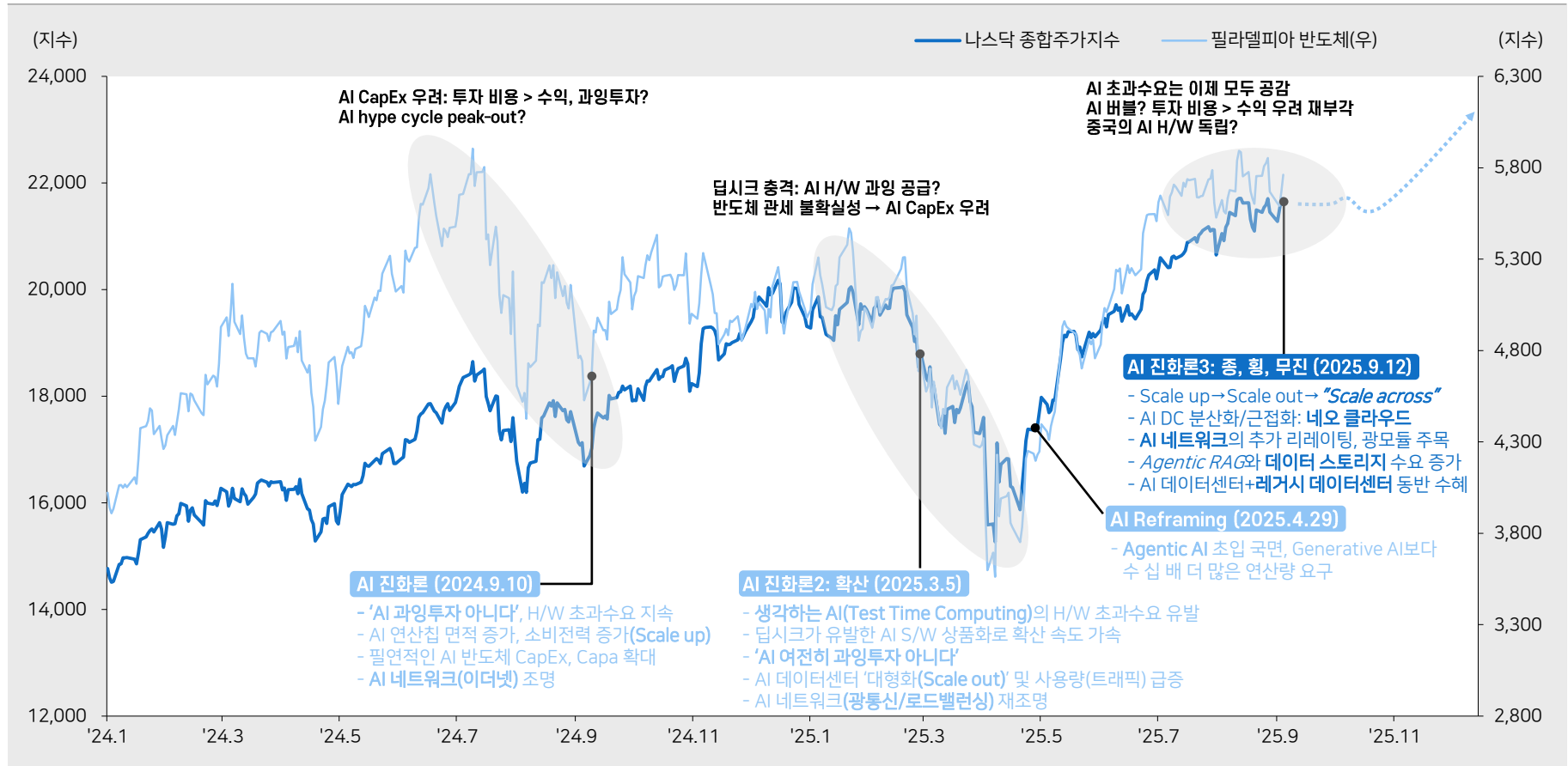
Analyst 황수욱

soowook.hwang@meritz.co.kr

AI 주도주 변곡점마다 업데이트 해 온 AI 하드웨어 초과수요 의견

AI 진화론 Ep.3
종, 횡, 무진

종(Scale up)횡(Scale out)무진(Limitless) 성장하는 AI 하드웨어 주가 추이와 당사 의견 업데이트



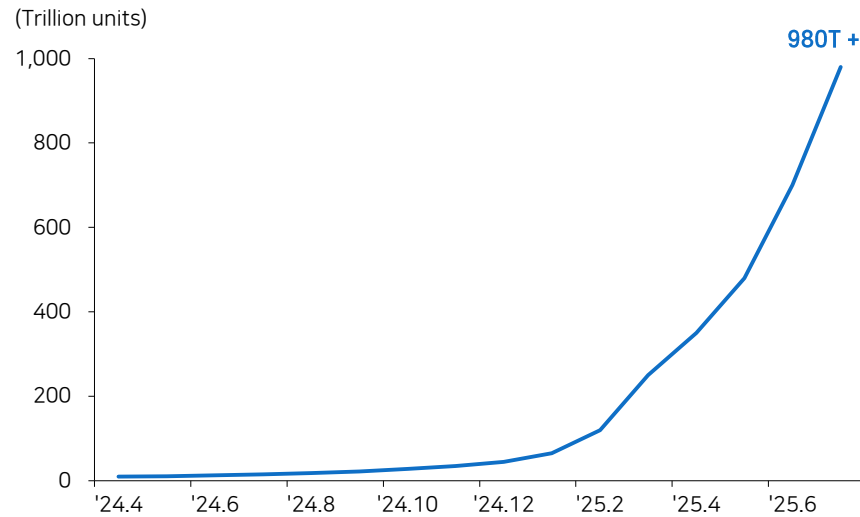
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기존 스토리는 On-going. 여기에 얹어지는 새 이야기

Prologue

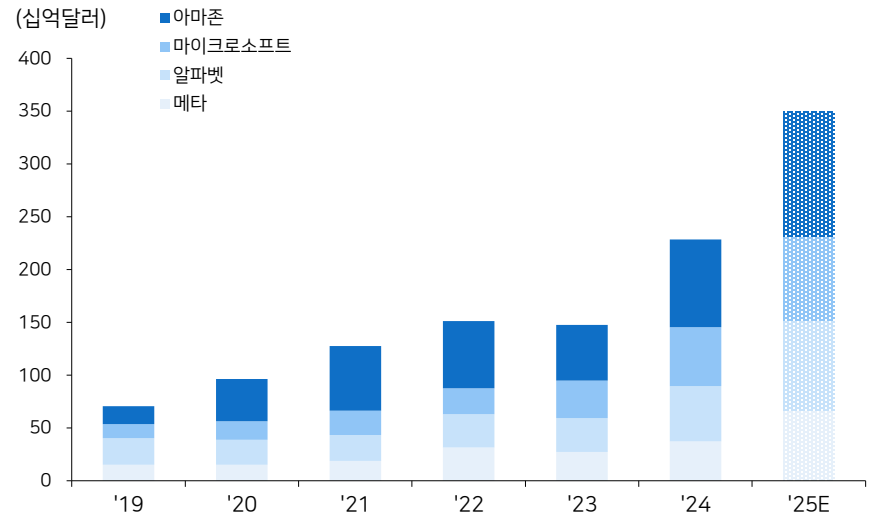
- Generative AI 상용화, Agentic AI 확산되기 시작하면서 AI 컴퓨팅 연산량 급증
 - AI 데이터센터가 처리해야 하는 연산량의 '기하급수적' 증가
 - 생각하는 AI(Test-Time Computing)에 기반한 AI LLM 상용화(Commoditization)와 연산량 급증
- 하이퍼스케일러들의 CapEx 가이드선 상황: 연산량 급증에서 비롯된 AI 하드웨어 초과수요 지속
- Scale up과 Scale out에서 비롯되는 AI 네트워크 수요도 계속 커지는 중

구글 데이터센터 월간 토큰 처리량: AI 연산량의 기하급수적 증가



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

AI 연산량 수요에서 비롯되는 AI CapEx 상향 지속



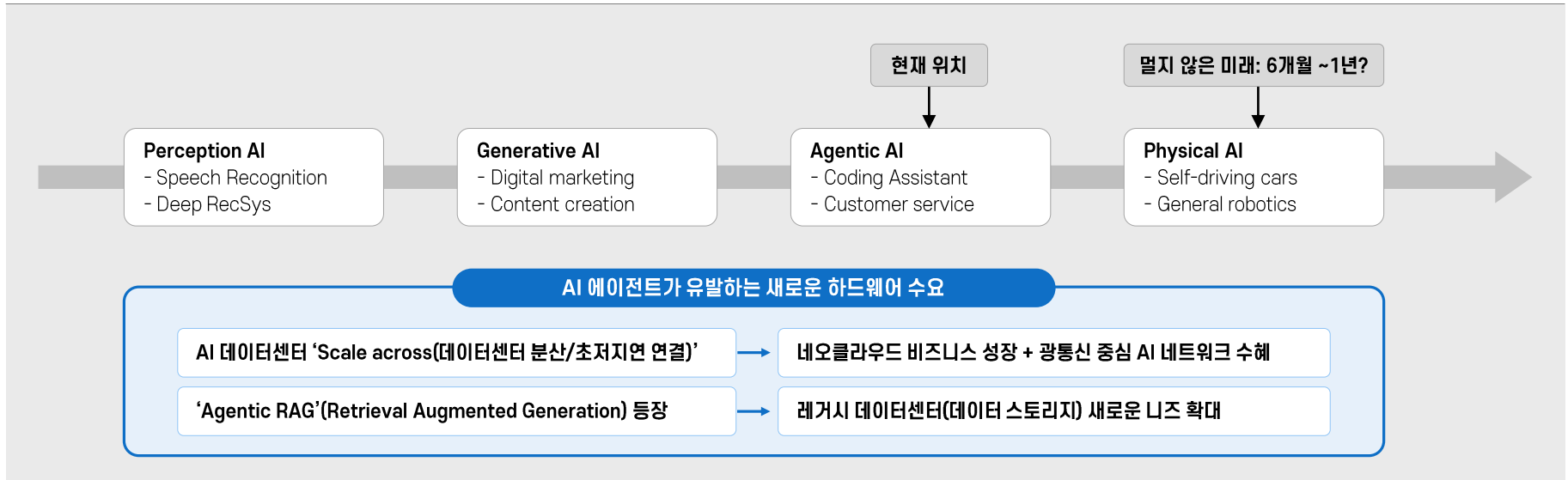
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

새 스토리는 AI 에이전트 확산의 변곡점에서 발생

Prologue

- 우리는 계속 현재 진행되는 변화에 초점을 맞춘 투자 아이디어를 제시 중
- AI 산업의 현재 위치는 AI 에이전트 확산 국면. 에이전트 상용화 이전, 일부 확산이 시작되는 시기로 판단
- AI 에이전트가 이전 AI와 차별화되는 기술적인 특징이 하드웨어 수요의 변곡점을 유발하고 있다는 시각

AI 에이전트 확산 국면. 여기서 확인되는 새로운 H/W 니즈



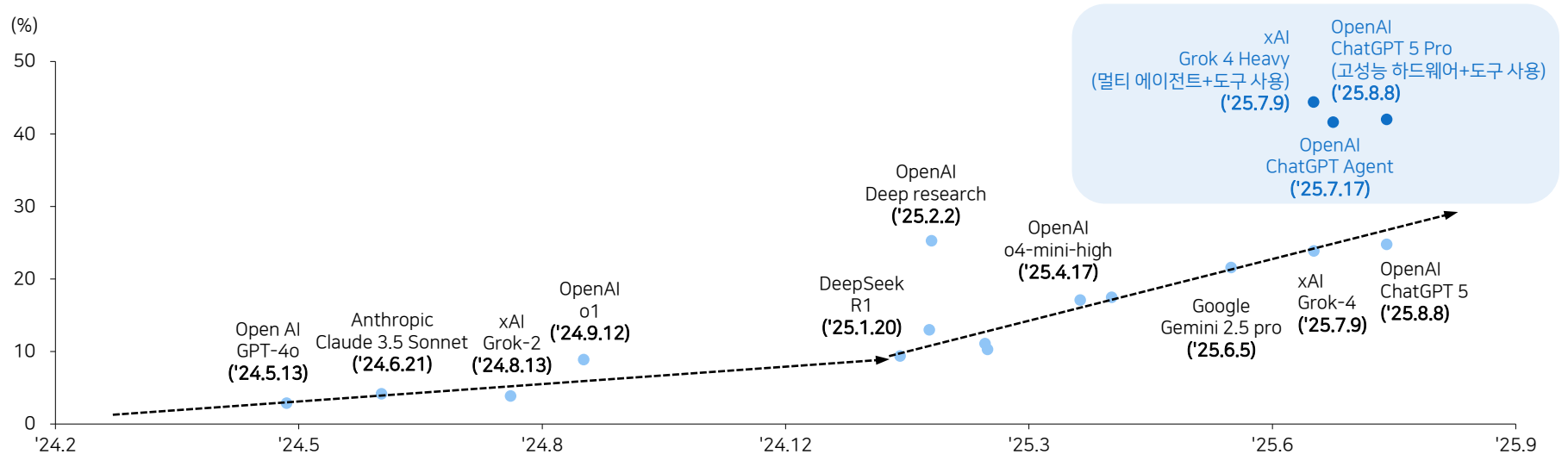
자료: 메리츠증권 리서치센터

에이전트 기능 탑재하여 차별화된 성능의 AI 모델 등장하기 시작

Prologue

- 올해 3분기부터 시작된 가장 큰 변화는 에이전트 성능을 탑재한 AI 모델이 공개되기 시작했다는 점
 - 기존 범용 LLM 모델이 도구를 사용하고, 다중 모델 호출에 기반한 고품질 답안을 내놓기 시작
- ChatGPT 5 Pro, Grok 4 Heavy 모델은 고성능 LLM이 멀티 에이전트, 도구를 사용해 성능 향상
 - 기존 AI LLM이 성장하던 추세와 차별화되는 성능

Humanity's Last Exam(AI 모델 성능평가 벤치마크) 정답률: 에이전트 기능(도구 사용)을 가진 AI 모델 등장 시작, 기존 AI 모델 진화 추세와 차별화된 성능



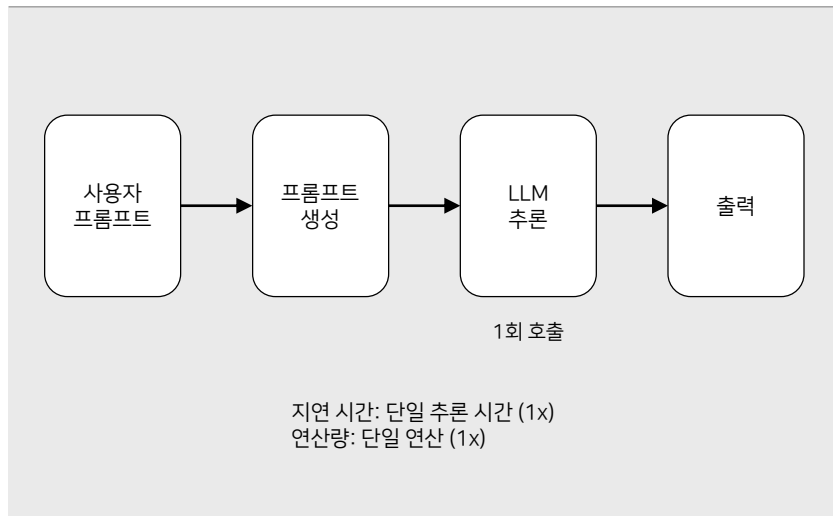
자료: Artificial Intelligence, Datacamp, 메리츠증권 리서치센터

AI가 진화하면서 복잡해진 연산 구조, 다음의 두 가지 변화 유발

Prologue

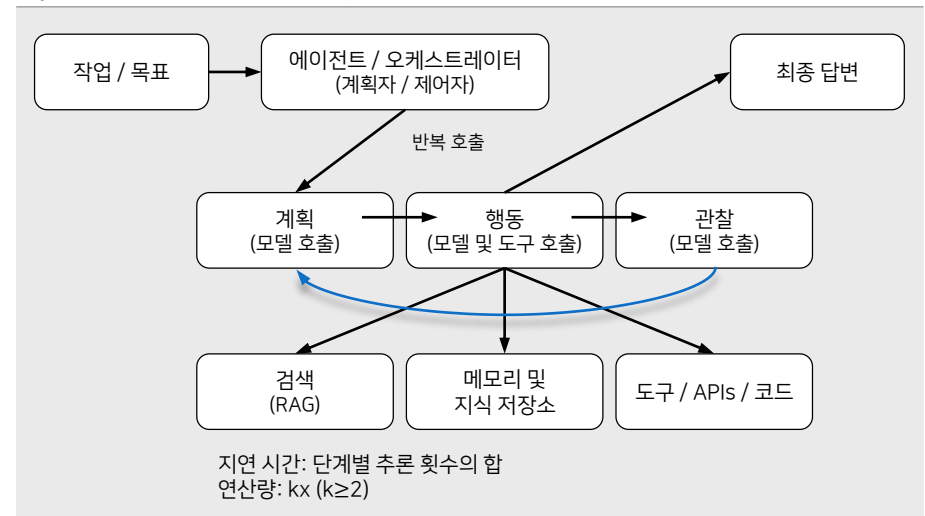
- 기존 AI의 추론 방식은 단일 경로, AI 모델의 1회 호출에 기인한 결과물 출력 방식
- 기존 AI는 단일 경로, 1회 모델 호출 vs AI 에이전트는 목표 달성까지 반복 다중 작업, AI 모델의 n회 호출
- AI 에이전트 시대의 가장 큰 차이점 중 하나는 LLM의 출력 결과의 쓰임(Andrew Ng)
 - 기존 AI 모델 출력 결과(대부분 텍스트)의 목적은 인간에 의한 소비였음
 - 그런데 AI 에이전트 워크플로우에서는 LLM이 자신의 출력물을 토대로 응답을 개선하도록 새 출력물 (프롬프트)를 받거나 여러 단계에 걸쳐 계획/실행, 협업을 구현
- 똑같은 출력물이더라도, AI 에이전트의 출력물은 최종 소비 전 이미 수십만 개의 토큰을 생성했을 수 있음

Generative AI – 단일 패스 추론



자료: Microsoft Azure, ReAct, 메리츠증권 리서치센터

Agentic AI – 다중 스텝 (Loop) 파이프라인



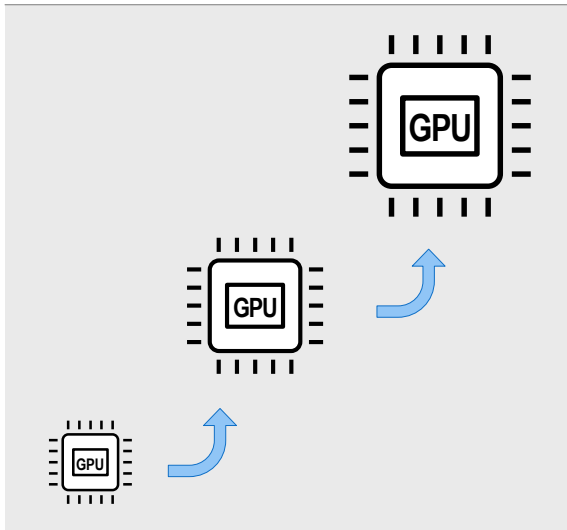
자료: Microsoft Azure, ReAct, 메리츠증권 리서치센터

1) AI 에이전트의 연산 구조 복잡화가 Scale up/out+across 요구

Prologue

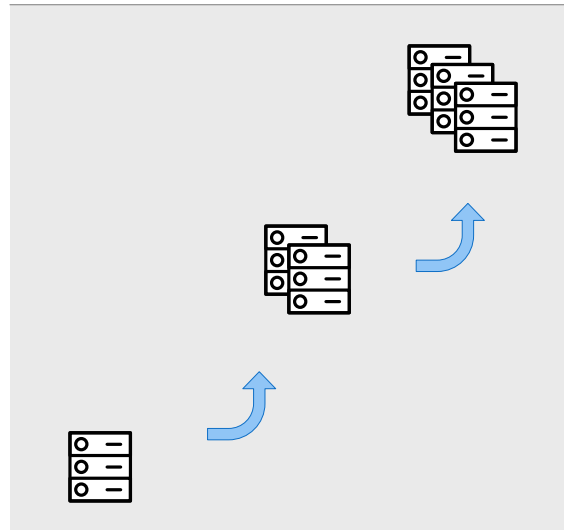
- AI 모델의 진화는 계속 더 높은 성능의 AI 컴퓨팅 연산을 요구. Scale up, out은 계속 필요
- 2Q25 엔비디아, 브로드컴 실적발표에서 공통적으로 새로 등장한 용어 “Scale across”
 - 젠슨황이 3월 GTC에서 Scale up과 구분 지은 Scale out에 이어 새로 등장한 단어가 Scale across
- Scale across는 데이터센터, region간 연결 및 분산을 의미(Inter-regional)
 - 여러 데이터센터를 초저지연 연결하여 하나의 커다란 작업 수행
 - 혹은 연산 처리를 연결된 데이터센터에 분산. 지연 시간 감소, 연산 가용성 및 복원력 확보 추구

Scale up: AI 칩/서버 랙의 수직적 성능 향상



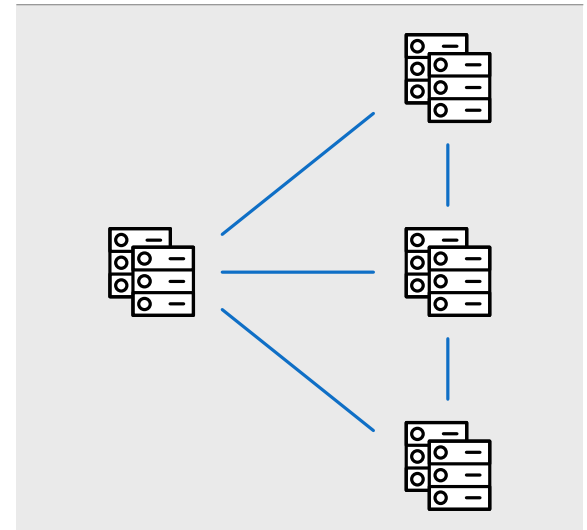
자료: 메리츠증권 리서치센터

Scale out: 데이터센터의 병렬 확장



자료: 메리츠증권 리서치센터

Scale across: 데이터센터 간 연결/분산



자료: 메리츠증권 리서치센터

2) AI 연산 구조 변화(Agentic RAG)는 더 많은 데이터를 축적을 요구

Prologue

- RAG란, 처음에 AI의 할루시네이션을 보완하기 위해 배경 지식 저장소를 두어 AI 성능을 보완하던 기술
 - Retrieval Augmented Generation(검색 증강 생성): (사전 지식) 검색으로 콘텐츠 생성을 보완
 - Traditional RAG(Generative AI 시대)는 질문-문맥-최종답과 관련한 간단한 데이터 저장
 - Agentic RAG는 계획-행동-관찰 과정 루프(반복)에서 툴 호출에 따른 과정까지 기록으로 남김
 - 결정 근거, 툴 I/O, 중간 산출물, 메모리 등
- Agentic RAG는 AI 에이전트의 특성(여러 번 반복 루프 연산)상 이전 대비 추가 데이터 축적 요구

Traditional RAG vs Agentic RAG - 계층별 저장소 사용

Traditional RAG		Agentic RAG		
COLD	<ul style="list-style-type: none"> • 최종 결과물 • 검토 	모델이 만들어 낸 최종 답변	COLD <ul style="list-style-type: none"> • 스냅샷 / 백업 • 전체 로그 및 아티팩트 • 컴플라이언스 아카이브 	스냅샷 / 백업: 전체 로그 번들, 결과 버전 보관 - 압축 파일, 오브젝트 스토어 전체 로그 및 아티팩트: 모든 실행 흐름의 세부 로그와 산출물 컴플라이언스 아카이브: 규제/감사 대비 데이터 - 결정근거/접근기록/정책버전 등
WARM	<ul style="list-style-type: none"> • 임베딩 / 인덱스 • 리트리벌 캐시 	문서를 숫자 벡터로 바꿔둔 검색용 지문 - 벡터 DB (숫자 배열) 최근 검색결과를 잠깐 저장해 재사용 - 키값 캐시(짧은 TTL)	WARM <ul style="list-style-type: none"> • 멀티턴 프롬프트 • Plan / Act/ Observe Trace • 서브쿼리 및 결과 • 툴 및 API 로그 • 장기 /에피소드 메모리 	멀티턴 프롬프트: 여러 질문에 대한 전체 맥락 - 대화 로그, 텍스트 계획 메모: 어떤 순서로 풀 지, 왜 선택을 했는지 근거 - 짧은 요약 텍스트/JSON 행동 로그: 어떤 도구, API를 어떤 입력으로 호출했는지 - 파라미터/응답 JSON 관측 메모: 결과가 유효했는지, 다음에 뭘 할 지 판단 - 점수 / 사유 (텍스트) 서브 쿼리 및 결과: 꼬인 질문 각각의 검색결과 묶음 - 쿼리 문자열, 문서 목록 장기 및 에피소드 메모리: 사용자 취향, 과거 교훈 - 키 값, 벡터 임베딩
HOT	<ul style="list-style-type: none"> • 세션 캐시 • 짧은 대화 히스토리 • 최소한의 쿼리 로그 	사용자의 질의를 짧게 기록 - 텍스트, JSON	HOT <ul style="list-style-type: none"> • 스택 캐시/KV 캐시 • 편집중인 초안 • 라이브 트레이스 	스택 캐시/KV 캐시: 에이전트 루프 각 단계의 결과/계산 과정 토큰 재사용 목적 - 프롬프트, JSON, 텐서 블록 라이브 트레이스: 에이전트 실행을 실시간으로 관찰/디버깅하는 스트리밍 로그 - JSON

자료: Microsoft, AWS, ReAct, LangChain, 메리츠증권 리서치센터

After AI 시리즈 5

AI 진화론 Ep.3

종, 횡, 무진

(Scale up, out and across)

국내 기업

종목명	투자판단	적정주가
두산 (000150)	Buy	890,000원
이수페타시스 (007660)	Buy	87,000원
대덕전자 (353200)	Buy	29,000원
RF머트리얼즈 (327260)	Not Rated	-
오이솔루션 (138080)	Not Rated	-
SK하이닉스 (000660)	Buy	370,000원
삼성전자 (005930)	Buy	85,000원

글로벌 기업

종목명	투자판단	블룸버그 평균 TP
CoreWeave (CRWV US)	Not Rated	128.9달러
Nebius (NBIS US)	Not Rated	107.4달러
Pure Storage (PSTG US)	Not Rated	79.0달러
Astera Labs (ALAB US)	Not Rated	175.5달러
Celestica (CLS US)	Not Rated	229.1달러
Union Tool (6278 JP)	Not Rated	6,324엔
Lumentum (LITE US)	Not Rated	139.81달러
NVIDIA (NVDA US)	Not Rated	212.6달러



Not Rated

Bloomberg TP (12M)	128.9 달러
현재주가 (9.10)	117.1 달러
상승여력	10.0 %
NASDAQ	21,886.1 Pt
시가총액	57,231 백만
유동주식비율	45.8 %
52주 최고/최저가	187.0 / 33.5 달러

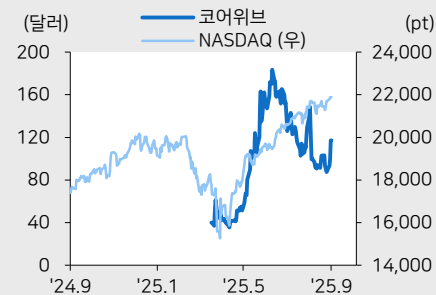
주요주주(%)

Magnetar Financial	25.2
FMR	6.8
Nvidia Corporation	6.6

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.6	-	-
상대주가	-11.7	-	-

주가그래프



AI “전용” 데이터센터

- 미국 내 32개의 100% GPU 기반 데이터센터 보유 중, 총합 25만 대의 GPU 운영 중
- 베어메탈 제공: 클라우드에서 흔히 사용되는 VM을 제외하고 물리 서버 그대로 고객에게 제공 → GPU 성능 손실 최소화
 - AI 전용 인프라에 기반해 모델 학습 속도를 평가하는 MLPerf 벤치마크에서 11분 기록. 차점자 대비 29배 빠른 수준
- 2Q25 매출액 12.1억 달러 (+206.8% YoY) / RPO 171억 달러 (+58% YoY)

투자 포인트 1) GPU 우선 공급

- GPU 쇼티지가 지속되는 상황에서 엔비디아로부터 GPU를 우선적으로 공급받고 있는 것이 주 경쟁력
- GPU 성능 극대화 + 우선 공급에 기반해 LLM 기업 뿐만 아니라 하이퍼스케일러들도 1H25 신규 고객으로 확보
 - OpenAI: '25년 말부터 5년간 최대 119억 달러 수취. 균등 지불 가정 시, OpenAI만으로 '24년의 +25%가 더해지는 효과
 - Alphabet: CoreWeave로부터 컴퓨팅 자원을 임대하여 OpenAI에게 재임대. 필수 인프라 제공자의 지위를 유지하려는 전략

투자 포인트 2) 추론 수요 대응

- 한편 추론 수요 급등을 언급. 저지연 추론을 위해 지리적 분산 전략을 채택, 뉴저지 등 Secondary Markets에 투자 중
- 추론 수요 확대에 따라 분산 컴퓨팅 필요성이 부각될 가능성도 고려

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	229	-14	-594	-61.8	-	-	-	-	-	-	-
2024	1,915	324	-863	-79.3	-	-	-	-	-	-	-
2025E	5,258	815	-1,139	-2.54	-28.3	6.8	-	13.8	20.2	-33.8	-
2026E	11,949	2,636	-613	-0.94	-63.0	5.9	-	15.9	8.9	-8.9	-
2027E	17,415	4,460	468	1.04	-211.2	8.0	47.0	11.8	6.6	27.1	-

주: Non-GAAP 기준, 2025년 4월 상장, 추정치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Nebius (NBIS US) 저렴하게, 더 많은 고객에게

Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

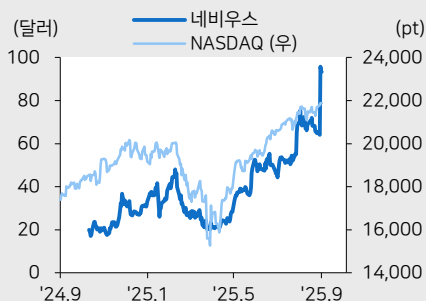
Bloomberg TP (12M)	107.4 달러
현재주가 (9.10)	93.4 달러
상승여력	15.0 %
NASDAQ	21,886.1 Pt
시가총액	22,293 백만
유동주식비율	96.4 %
52주 최고/최저가	100.5 / 14.1 달러

주요주주(%)

Orbis Allan Gray	8.7
Fred Alger Management	3.7
Ivanov Vladimir	3.5

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	35.8	256.3	-
상대주가	33.7	230.6	-

주가그래프



보다 저렴하게 AI 클라우드 서비스 제공

- GPU 인프라 뿐만 아니라, AI 모델 개발·실행에 필요한 툴 및 환경을 패키지로 제공
- Multi-Tenant: 하나의 물리 서버를 여러 고객이 VM을 통해 나눠 사용하는 구조를 채택. GPU 성능 손실은 있으나 저렴
 - CoreWeave/하이퍼스케일러 대비 약 30~60% 저렴한 가격에 AI 클라우드 제공 (Nvidia B200 기준)
- 2Q25 매출액 1.1억 달러 (+322.1% YoY)

투자 포인트 1) 고객 규모도 Scaling UP 시작: Microsoft 유치

- 클러스터, 스토리지 및 네트워크 업데이트를 통해 수천~수만 GPU 규모의 대형 클러스터 운영이 가능해짐
- 대형 클러스터 구축을 통해 "글로벌 AI 연구소를 유치" 했음을 언급한 데 이어, 9월 8일 Microsoft와 170억 달러 규모의 계약 체결

투자 포인트 2) 강한 엔터프라이즈/스타트업 수요

- 가격 경쟁력을 바탕으로 다수의 엔터프라이즈(Cloudflare, Shopfiy, Prosus 등) + AI Native 신규 고객 확보
- GPU 수요는 엔터프라이즈, 스타트업 단에서도 강력. 2Q 실적발표에서 "Capacity를 늘리자마자 즉시 소진"되었다고 언급
- 현재는 유럽에 Capacity가 집중되어 있으나, 미국 투자를 확대에 따라 미국 내 엔터프라이즈/SMB 수요 흡수 가능할 것으로 기대

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	20	-310	-326	-1.72	-125.1	-	-	-	-	-	-
2024	118	-441	-641	-2.28	-32.6	-	-	-	-	-19.5	-
2025E	548	-436	-152	-0.13	94.3	-	-	-	-	-5.6	-
2026E	1,424	-332	-230	-0.69	-431.8	-	-	-	59.7	-10.9	-
2027E	3,008	-293	-368	-	-	-	-	-	20.3	-17.9	-

주: Non-GAAP 기준, '24년 10월 상장, 추정치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Pure Storage (PSTG US) All-Flash에 기반한 AI 타게팅

Analyst 황수욱 02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	79.0 달러
현재주가 (9.11)	81.2 달러
상승여력	-2.7 %

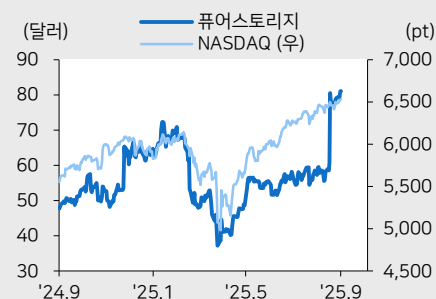
S&P500	6,532.0 Pt
시가총액	26,668 백만
유동주식비율	94.6 %
52주 최고/최저가	82.5 / 34.5 달러

주요주주(%)

FMR	15.0
BlackRock	11.3
Vanguard	10.2

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	38.5	69.4	73.7
상대주가	36.1	52.3	53.3

주가그래프



All-Flash 스토리지 플랫폼 제공, AI 학습/추론 데이터 파이프라인 관리에 적합

- 유일하게 All-Flash 기반의 데이터 스토리지 플랫폼 제공. SW에 기반한 데이터 관리를 실현
 - HW 기반: 어플리케이션별로 독립된 스토리지 운영 → 개별 스토리지 수준에서만 데이터 관리 가능, GPU 스케줄링 불가
 - SW 기반: 데이터 이동성, 확장성 확보, 처리 속도 개선에 용이 → 실시간 AI 학습/추론 관련 데이터 파이프라인 관리에 적합

투자 포인트: 최초의 AI 워크로드 전용 파이프라인 계약 체결

- 플래시 스토리지 시장 점유율 2위(21.1%). Meta를 필두로 하이퍼스케일러들이 Flash 스토리지로 전환하는 흐름 가속화 중
- 2Q25 Meta향 스토리지 매출 인식 시작. 현재는 AI 학습 파이프라인 한정, 추후 AI 워크로드 전반에 걸친 확장 가능성 언급
- 2Q25 성장률 개선은 전통 스토리지의 부진으로 미미했으나, Meta향 매출 반영이 본격화됨에 따라 성장률 개선세 지속될 전망
 - PSTG: 4Q24 +11.40% YoY → 1Q25 +12.26% YoY → 2Q25 +12.73% YoY → **3Q25F +14.91% YoY**
 - NTAP: 4Q24 +2.56% YoY → 1Q25 +3.96% YoY → 2Q25 +1.04% YoY → **3Q25F +1.80% YoY**

매출 비중 현황

- 품목별: 제품 (53.6%), 구독 (46.4%) / 지역별: 미국 (69.7%), 그 외 (30.3%)

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	2,831	458	61	0.20	-16.7	4.0	147.9	10.6	54.1	31.6	7.3
2024	3,168	559	107	0.33	65.0	4.0	195.6	16.9	80.2	43.5	7.1
2025E	3,615	615	232	0.66	99.4	4.4	40.9	18.3	31.8	45.1	-
2026E	4,143	800	381	1.16	76.0	5.7	33.3	14.0	24.3	51.4	-
2027E	4,702	1,011	579	1.76	52.2	7.2	27.6	11.0	19.9	47.3	-

주: Non-GAAP 기준, 추정치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150) AI 가속기·네트워크·메모리, 2026년 삼위일체 업사이클 도래

Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	890,000원
현재주가 (9.11)	623,000원
상승여력	42.9%

KOSPI	3,344.20pt
시가총액	102,943억원
발행주식수	1,652만주
유동주식비율	41.97%
외국인비중	16.74%
52주 최고/최저가	670,000원/142,800원
평균거래대금	931.7억원

주요주주(%)	
박정원 외 26 인	40.11
국민연금공단	8.47

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8	92.3	336.3
상대주가	-0.4	45.9	227.9

주가그래프



글로벌 CCL 시장 No.1 Player 두산 전자BG

- 두산 전자BG, 북미 N사향 컴퓨팅 트레이딩 CCL 단독 공급 효과로 2Q25 영업이익률 28.6%를 기록하며 1Q25에 이어 대만 경쟁사 대비 압도적으로 높은 마진 유지
- AI가속기 차세대 제품에서도 기술적 격차를 기반으로 시장 우려를 넘어서는 높은 점유율을 확보 예상
- 당사가 제시하는 동사의 경쟁우위는 1) AI 가속기의 대면적화 과정에서 반도체 패키징용 CCL 기술의 네트워크 CCL 적용이 확대되고 있으나 경쟁사는 관련 공급 경험이 없다는 점 2) 둘째, 저유전율 특성 구현 과정에서 동사만의 레시피를 적용한 레진이 경쟁사 대비 우수한 특성을 보유하고 있다는 점

2026년 = AI가속기 + 네트워크 성장 + 메모리 업사이클 기대

- 북미 N사 외에도 ASIC 부문에서 AWS 스위치용 CCL을 시작으로, 구글 TPUv7p향 CCL 납품
- 현재 네트워크 스위치향 매출은 전체의 약 16% 수준이며, 내년 800G 시장 개화로 추가 성장 예상
- 메모리 패키징용 CCL은 글로벌 시장 점유율 60%로 1위를 유지하고 있으며, 내년 메모리 업사이클과 함께 동반 성장 전망
- + 주요 AI 고객사가 중국 저가형 신규 칩을 실제 출시할 경우, 동사 실적 추정치의 업사이드 요인으로 작용 가능
- 중장기적으로는 N사 Kyber 랙 구현에서의 Midplane PCB 도입과 Coredelia 구조 채택이 CCL 고도화를 주도할 것으로 기대

투자 의견 Buy, 적정주가 890,000원 상향

- 영업가치 두산 전자BG 2026년 예상 순이익 5,500억원에 대만 CCL3사 2026년 평균 PER 18.7배 적용, 10.3조원으로 평가
- 지분가치 : 주요 상장 자회사(두산에너빌리티 등) 및 비상장 자회사 지분가치는 80% 할인율을 적용해 3.1조원으로 평가
- 9월11일 기준 시가총액(10.3조원)은 전자BG 영업가치만 반영된 수준으로 판단되며, 적정주가는 890,000원으로 상향 제시

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	19,130.1	1,436.3	-388.3	-24,026	-43.7	75,846	-3.9	1.2	7.2	-22.7	152.4
2024	18,132.9	1,003.8	-226.2	-14,215	-40.8	69,123	-17.9	3.7	11.5	-14.6	153.5
2025E	20,067.0	1,560.6	509.0	30,275	-313.0	90,683	20.6	6.9	12.4	29.8	158.0
2026E	22,437.1	2,405.3	1,081.4	64,913	114.4	139,696	9.6	4.5	8.8	43.8	151.2
2027E	24,132.0	2,013.8	1,139.4	68,426	5.4	191,421	9.1	3.3	9.6	32.1	144.2

두산 Valuation, 현재 시가총액에 반영된 지분가치는 0

투자 의견 Buy, 적정주가 890,000원 제시

- **영업가치 : 10.3조원**
두산 전자BG 2026년 예상 순이익 5,500억원에 대만 CCL3사 2026년 평균 PER 18.7배 적용
- **지분가치 : 3.1조원**
주요 상장 자회사 (두산에너빌리티, 두산로보틱스, 오리콤) 및 비상장 자회사 지분가치는 80% 할인율 적용
- 9월11일 기준 두산의 시가총액(10.3조원)은 전자BG의 영업가치만 반영된 수준
- 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 890,000원으로 상향 제시

두산 Valuation Table

구분	시가총액, 장부가액 등 (십억원)	지분율 (%)	Value (십억원)	비고	
영업가치					
전자BG	550	100.0	10,282.8	대만 CCL3사 2026년 평균 PER 18.7배 적용	
지분가치					
상장 자회사	두산에너빌리티	40,000	30.4	12,156	최근 1개월 평균 증가 기준
	오리콤	73	60.9	44	최근 1개월 평균 증가 기준
	두산로보틱스	4,018	68.2	2,740	최근 1개월 평균 증가 기준
비상장 자회사	두산 포트폴리오홀딩스	254	100.0	254	두산 테스나 지분 38.7% 보유. 장부가 적용
	두산 로지스틱스솔루션	89	100.0	89	장부가 적용
	두산 모빌리티이노베이션	72	86.1	72	장부가 적용
	기타 투자자산	158	100.0	158	장부가 적용
지분가치 합계			3,101	80% 할인율 적용	
합계 (a)			13,384		
순차입금 (b)			1,314	두산(별도) 순차입금	
NAV (a - b)			12,070		
적정시가총액			12,070		
유통주식수 (주)			13,522,969	발행주식수(1,652만주) - 자사주(296만주)	
적정 주가 (fair value, 원)			892,526		
적정 주가 ('0000 rounding, 원)			890,000		
현재 주가 (원)			623,000	9/11 기준 증가	
괴리율			42.9%		

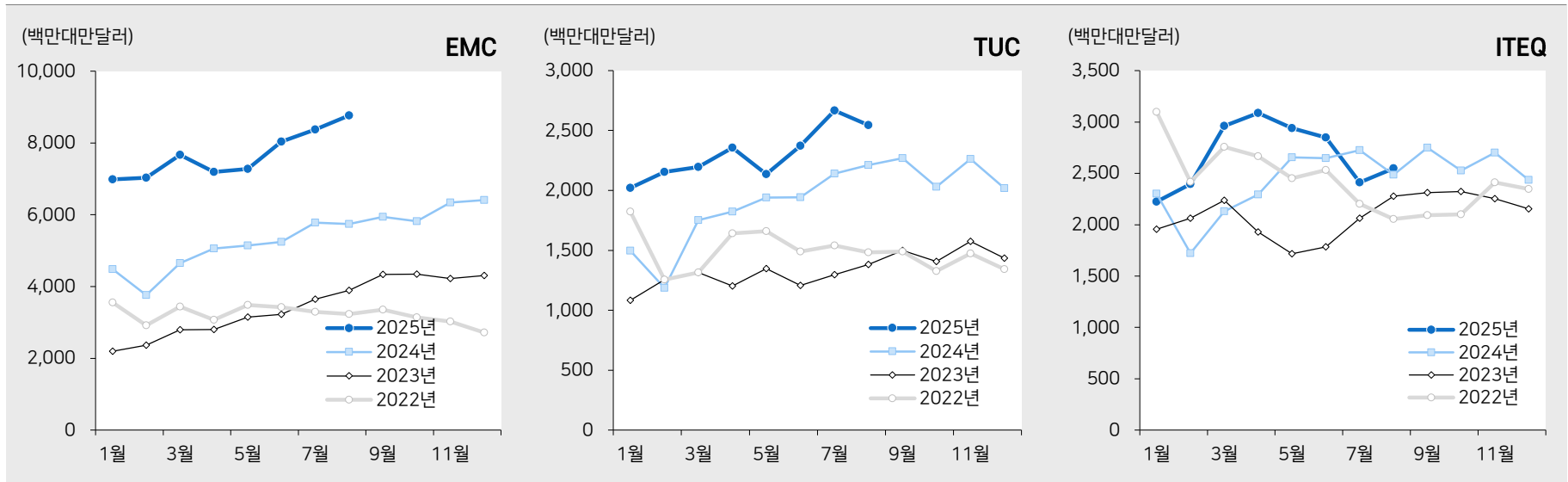
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

CCL, AI 기반 P+Q 상승 지속

CCL P,Q 동반 성장 지속

- AI 확산과 함께 MLB 기판의 주요 원재료인 CCL 소재의 구조적인 P,Q 성장 Cycle 진입
- 대만 주요 CCL 공급업체인 Elite Materials(EMC), Taiwan Union(TUC), ITEQ 모두 역대 최고 실적 갱신 중

대만 EMC / TUC / ITEQ 월별 매출액



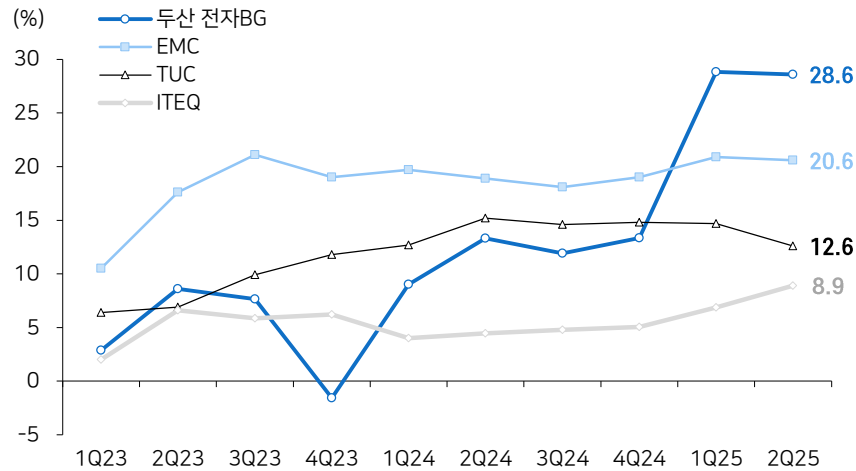
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

두산, 북미 N사와 함께 Outperform 지속

타 CCL 업체 대비 견조한 실적을 기록중인 두산 전자BG

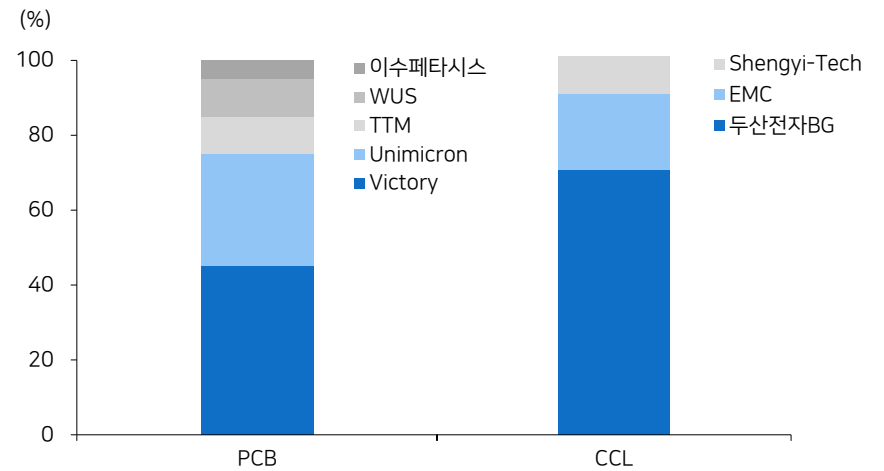
- 북미 N사의 경우 높은 마진과 안정적인 수요를 기반으로 납기와 품질을 최우선시 하고 있으며, 공급처 다변화에 대한 시도는 제한적인 수준
- 동사는 북미 N사의 GB200에 이어 GB300 컴퓨팅 트레이용 CCL을 단독 공급하고 있으며, 차세대 제품에서도 기술적 격차를 기반으로 시장의 우려를 넘어서는 높은 점유율을 확보할 것으로 전망
- 경쟁사 대비 동사의 강점은 1) AI 가속기의 대면적화 과정에서 반도체 패키지용 CCL 기술의 네트워크 CCL 적용이 확대되고 있으나 경쟁사는 관련 제품 공급 경험이 없다는 점 2) 저유전율 특성 구현 과정에서 동사만의 레시피를 적용한 레진이 경쟁사 대비 우수한 특성을 갖추고 있다는 점

글로벌 CCL 업체 영업이익률 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

북미 N사 PCB/CCL 점유율 비교



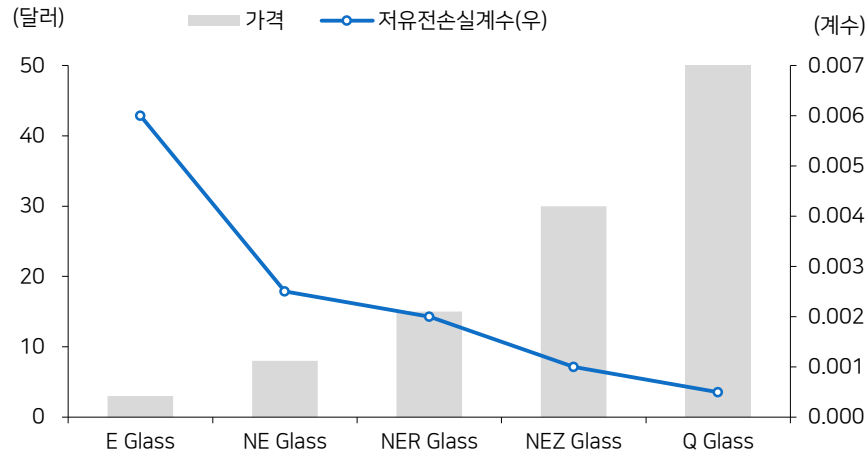
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

차세대 제품용 CCL에서의 단가 상승은 프리미엄 요인

M8.5/M9 CCL 확대 적용을 통한 ASP 상승 지속

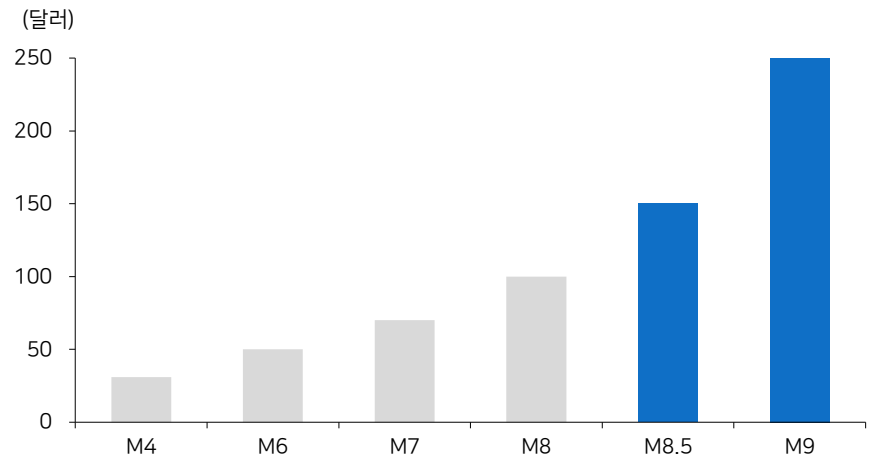
- M8.5(HVLP-4 동박 + Low DK2 glass) 혹은 M9(Q-Glass) 등급 CCL 차세대 제품 적용 예상
- Q-Glass는 현재의 NEZ Glass 대비 1.7~2배 높은 가격의 제품으로 기존 유리 섬유와 달리 실리카 함량이 최대 99%에 달하는 석영 직물을 활용해, 유전 손실을 0.0007 이하로 낮춘 초저손실 특성을 구현
- M8.5는 동박 사양 변경으로 인한 원가 상승이 예상되며, M8.5와 M9 등급 CCL의 단가는 각각 약 150달러와 250달러 수준으로 추정 (M9는 Q Glass 적용 효과)
- 고사양 AI 서버 애플리케이션에서 CCL의 원가 비중이 낮기 때문에 가격 인상 부담이 크지 않고, 동시에 고속 전송 성능 개선 효과가 크다는 점에서 차세대 제품 전환 과정에서 CCL 단가 지속 상승 전망

CCL 원재료 유리섬유 가격, 저유전손실 특성 비교



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

CCL 등급별 가격 비교



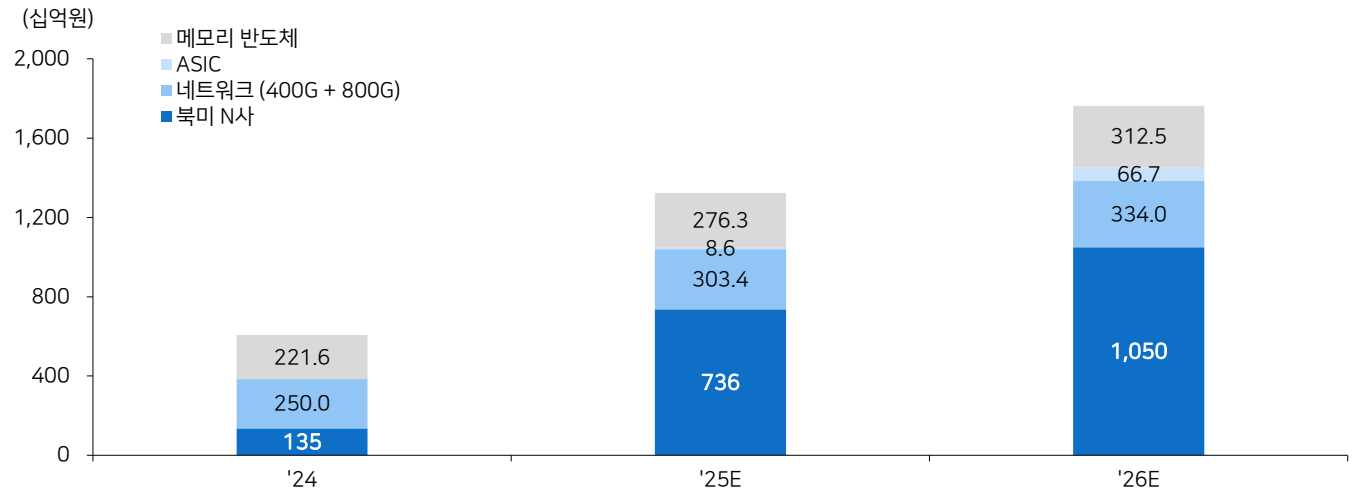
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

2026년 = AI가속기 + 네트워크 성장 + 메모리 업사이클 기대

2026년 = AI가속기 + 네트워크 성장 + 메모리 업사이클 기대

- 북미 N사 외에도 ASIC 부문에서 AWS 스위치용 CCL을 시작으로, 구글 TPUv7p향 CCL 납품 기대
- 현재 스위치향 매출은 전체의 약 16% 수준이며, 내년 800G 시장 개화로 추가 성장 예상
- 메모리 패키지용 CCL은 글로벌 시장 점유율 60%로 1위를 유지하고 있으며, 내년 메모리 업사이클과 함께 동반 성장 전망
- + 주요 AI 고객사가 중국 저가형 신규 칩을 실제 출시할 경우, 동사 실적 추정치의 업사이드 요인으로 작용할 전망

두산 전자BG 반도체·네트워크 매출액 추이 및 전망



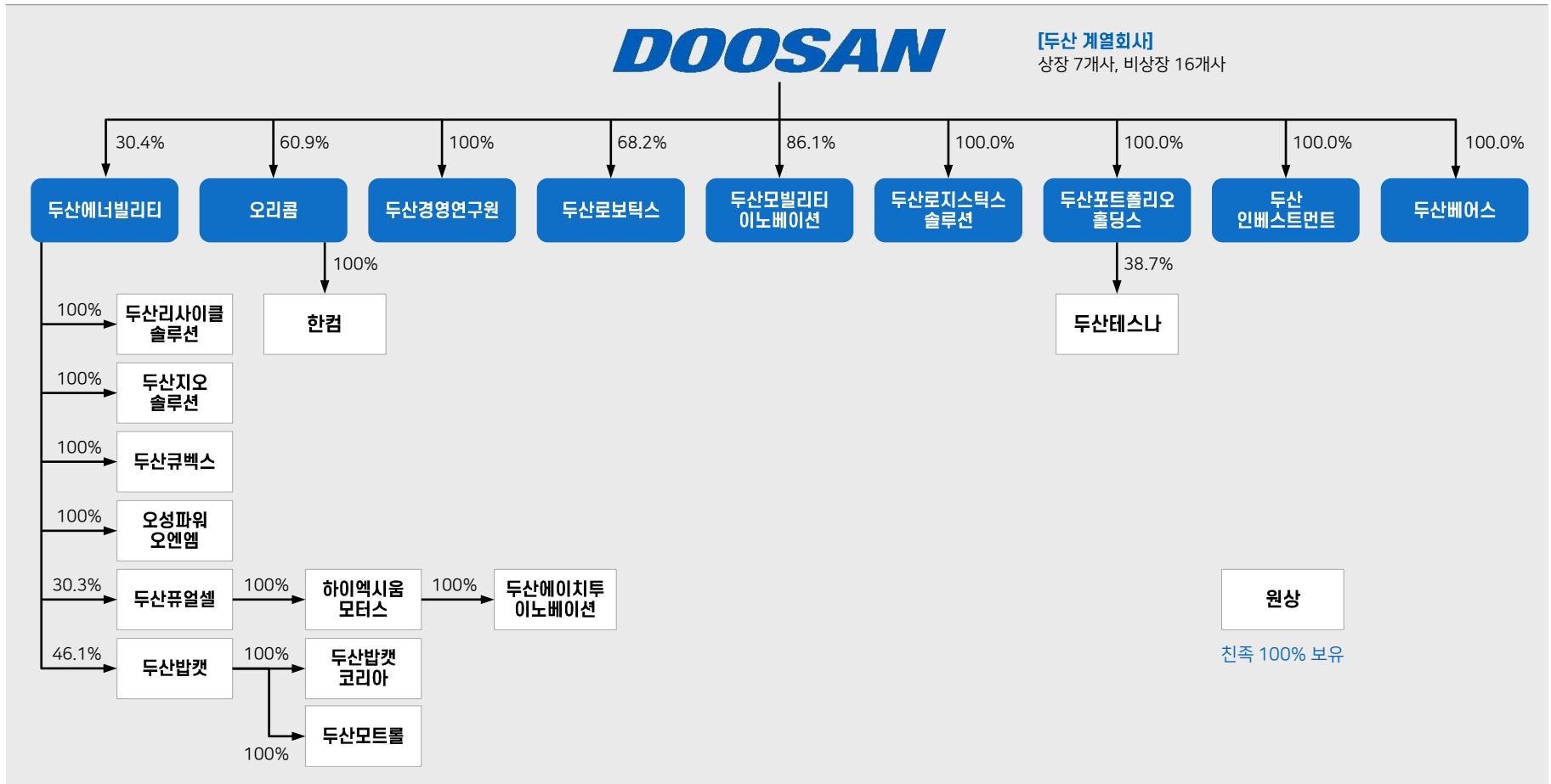
주: TSMC CoWoS Capa 기준
자료: 메리츠증권 리서치센터

두산 실적 Snapshot

실적 전망 (십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,329	1,371	1,358	1,400	1,452.9	1,401.4	1,380.0	1,350.0	1,364.7	1,396.1	1,380.0
연결매출액	4,462.3	4,592.2	3,878.5	5,199.8	4,298.7	5,346.4	4,774.3	5,643.0	18,132.9	20,066.9	22,437.1
두산자체사업	269.3	325.1	342.5	440.1	485.0	558.5	569.6	587.8	1,377.0	2,205.4	2,557.4
전자BG	186.5	235.2	249.6	335.9	402.9	476.2	492.1	504.4	1,007.2	1,880.0	2,232.2
두산에너빌리티	4,097.9	4,150.5	3,395.6	4,589.1	3,748.6	4,569.0	3,907.9	4,692.3	16,233.1	16,917.7	18,402.3
두산로보틱스	10.9	14.4	10.0	11.5	5.3	23.5	16.3	18.7	46.8	63.8	98.1
기타 및 연결조정	84.3	102.2	130.4	159.1	59.9	195.4	280.5	344.3	476.0	880.1	1,379.4
전자BG 매출 성장률 (% YoY)	21.2%	18.2%	22.3%	72.2%	116.0%	102.5%	97.1%	50.1%	33.9%	86.7%	18.7%
연결영업이익	246.1	336.7	110.2	208.9	198.5	357.8	377.5	625.3	901.9	1,560.6	2,405.3
두산자체사업	23.6	37.9	35.5	44.2	121.1	142.1	151.3	157.2	141.2	571.7	712.2
전자BG	16.8	31.3	29.7	44.8	116.1	136.2	146.0	153.6	122.6	551.9	687.4
두산에너빌리티	358.1	309.8	114.8	234.9	142.5	271.1	259.0	376.9	1,017.6	1,049.5	1,336.5
두산로보틱스	-6.9	-7.9	-9.6	-16.9	-6.7	-8.9	-5.0	-8.2	-41.2	-28.8	-9.5
기타 및 연결조정	-145.5	-34.4	-60.2	-98.2	-174.5	-182.7	-173.8	-52.6	-338.3	-583.6	-321.2
전자BG 영업이익률 (%)	5.5%	7.3%	2.8%	4.0%	28.8%	28.6%	29.7%	30.2%	12.2%	29.4%	30.8%
세전이익	233.3	304.0	-27.0	-19.2	105.9	396.2	245.9	477.2	491.1	1,225.2	1,922.4
지배주주순이익	5.0	20.6	-88.3	-163.5	23.6	78.6	138.3	268.4	-226.2	509.0	1,081.4
지배주주순이익률 (%)	0.1%	0.4%	-2.3%	-3.1%	0.6%	1.5%	2.9%	4.8%	-1.2%	2.5%	4.8%

자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

두산 지배구조 개요



자료: 두산, 메리츠증권 리서치센터

Nvidia의 Product Roadmap

		2022		2023		2024		2025		2026		2027			
Scale-up Networking		Hopper				Blackwell				Rubin					
	Accelerator	H100 (SXM)		H200		B200 / GB200		GB300 (Ultra) B300 (single die, B300A)		VR200		VR300 (Ultra)			
	NVLink	NVLink 4.0				NVLink 5.0				NVLink 6.0		NVLink 7.0			
	NVLink speed (GB/s uni-di)	450				900				1,800		1,800			
	Number of NVLink Links	18				18				18		18			
	Lanes per NVLink Link	2				2				4		4			
	NVLink Lane Speed (Gb/s uni-di)	100G				200G				200G		200G			
	NVSwitch Generation	NVSwitch 3.0				NVSwitch 5.0				NVSwitch 6.0		NVSwitch 7.0			
	NVSwitch Aggregate BW (GB/s uni-di)	1,600				3,600				7,200		14,400			
	NVSwitch Ports	64				72				72		144			
NVSwitch Lanes per Port	2				2				4		4				
NVSwitch Speed per Lane (Gb/s uni-di)	100G				200G				200G		200G				
Scale-Out Networking	NIC	CX-7 400G				CX-7 400G		CX-8 800G				CX-9 1.6T			
	Scale-Out Switch	Quantum X400 - 64x400G Spectrum-X 128x400GbE				Quantum X800 - 144x800G Spectrum-X 64x800G				x1600 IB/Ethernet Switch					
	Transceiver	400G SR4, 800G SR8				800G DR4, 1.6T DR8				1.6T DR4(TBD), 3.2T DR8(TBD)					
	Laser	VCSEL				EML, SiPho				SiPho(TBD)					
Chip and Package Level	GPU TDP (W)	700		700		700 / 1200		1,400		600		1,800		3,600	
	Foundry Node	4N				4NP				N3P (3NP)					
	Logic Die Configuration	1 x Reticle Sized GPU				2 x Reticle Sized GPU				2 x Reticle Sized GPU, 2x I/O chiplet		4 x Reticle Sized GPU, 2x I/O chiplet			
	FP4 PFLOPs - Dense (per Package)	4*				10		15		4.6		33.3		66.7	
	HBM	80GB HBM3		141GB HBM3E		192GB HBM3E		288GB HBM3E		144GB HBM3E		288GB HBM4		1024GB HBM4E	
	HBM Stacks	5		6		8		4		8		16		16	
	HBM Bandwidth	3.35TB/s		4.8TB/s		8TB/s		4TB/s		13TB/s		32TB/s		32TB/s	
	Packaging	CoWoS-S				CoWoS-L				CoWoS-L					
	SerDes speed (Gb/s uni-di)	112G				224G				224G		224G		224G	
Nvidia CPU	Grace								Vera						
System Form Factor	Maximum system density	NVL8				NVL72 144 compute chiplets 72 GPUs		NVL16		NVL144 144 compute chiplets 72 GPUs		NVL576 576 compute chiplets 144 GPUs			
	Form Factor Supported	HGX				HGX, Oberon				HGX, Oberon, Kyber					
	# of GPU Packages	8				72		72		16		72		144	
	# of GPU Dies	8				144		144		16		144		576	
	Scale up links	UBB (PCB)				Copper Backplane		UBB (PCB)		Copper Backplane		PCB Backplane			
	Aggregate FP4 PFLOPs (Dense)	32*				720		1,080		74		2,398		9,605	
	Aggregate HBM capacity	14TB		14TB		14TB		21TB		64TB		21TB		147TB	
Aggregate HBM bandwidth	27TB/s		38TB/s		576TB/s		576TB/s		64TB/s		936TB/s		4,608TB/s		

자료: 메리츠증권 리서치센터

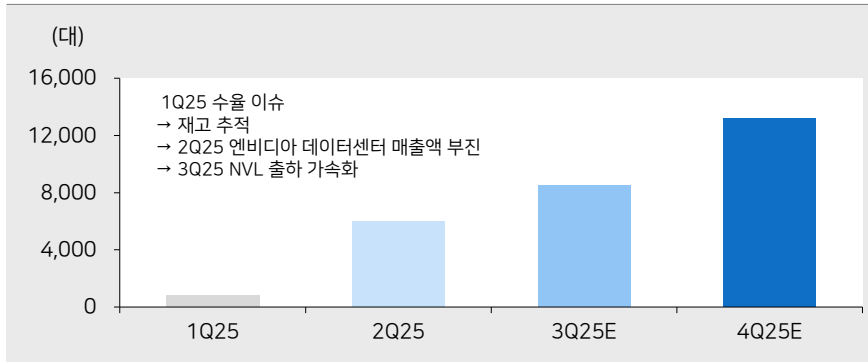
NVL 서버랙 현황 및 전망

NVL72 → NVL144 → NVL576



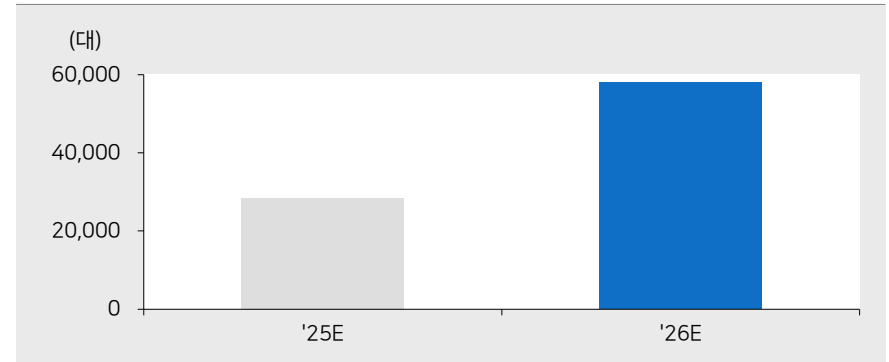
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

올해 연간 GB200/GB300 NVL72 서버랙 생산량 전망



주: Foxconn +300% QoQ 가이드런스 제시
자료: Mops, 메리츠증권 리서치센터

NVL 서버랙 생산량 전망



주: 2026년은 Vera Rubin NVL144 포함
자료: 메리츠증권 리서치센터

Nvidia PCB/CCL 디자인 변화 과정

- 엔비디아의 Hopper → Blackwell → Rubin 제품 전환 과정에서 CCL 등급 상향과 기판 층수 증가라는 긍정적인 변화가 지속
- 내년 2분기 출시가 예상되는 루빈(Rubin)은 다이 면적이 20~25% 확대되기 때문에 웨이퍼당 칩 수는 15개에서 8개로 감소
- 다만 기판 층수가 2~3층 늘어나고 면적 확대와 초기 수율 부담까지 반영될 경우 CCL 사용량은 Blackwell 대비 50~70% 증가할 전망

Nvidia Rubin Ultra PCB/CCL 디자인

	PCB	CCL Level	Layers (층)
HGXH100	OAM-HDI	M6	18
	UBB-PTH	M7	24
	Mainboard	M6	16
HGXB200	OAM-HDI	M7	20
	UBB-PTH	M7	24
	Mainboard	M6	18
HGXB300	OAM-HDI	M7	20
	UBB-PTH	M7	24
	Mainboard	M6	18
GB200 Bianca	Compute-HDI	M8+M4	22
	Switch-PTH	M8	26
GB300 Bianca	Compute-HDI	M8+M4	22
	Switch-PTH	M8	26
VR200 Bianca	Compute-HDI	M8/9+M6	24
	Switch-PTH	M8	26~30
VR200 Coredliia	OAM-HDI	M8/9+M6	24
	UBB-PTH	M8/9+M6	24
	Switch-PTH	M8	26~30
VR300 Kyber	OAM-HDI	M8/9+M6	
	UBB-PTH	M8/9+M6	
	Switch-PTH	M8	
	Midplane	M9	78

자료: Fibermall, 메리츠증권 리서치센터

AI GPU, ASIC 출하량 가정

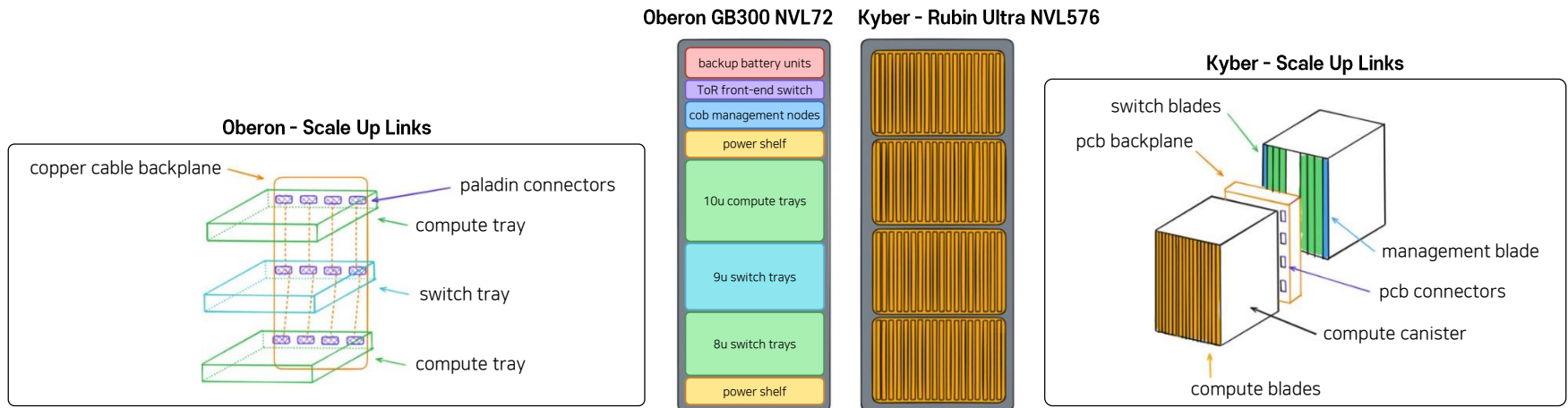
(만개)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
NVDA	168.0	436.8	606.0	640.0	588.0
Hooper	168.0	388.8	30.0	15.0	10.0
Blackwell		48.0	576.0	417.0	50.0
Rubin				208.0	528.0
AMD	16.0	72.0	83.2	70.4	52.8
Google (TPU)	64.0	112.0	153.6	219.2	257.6
AWS (Trainium)	18.0	54.0	154.0	180.0	220.0
META (MTIA)				79.0	84.0
Open AI (Titan)				19.2	25.4
Microsoft (MAIA)				24.0	48.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

Kyber 랙이 도입되는 Vera Rubin Ultra NVL576

- NVL576의 경우 기존의 Oberon 랙 아키텍처가 아닌 Kyber 랙 아키텍처를 활용하며 Kyber 랙 아키텍처는 18개의 컴퓨팅 블레이드로 구성된 4개의 캐니스터로 구성
- 각 컴퓨팅 블레이드에 Rubin Ultra GPU 2개, Vera CPU 2개를 탑재 → 캐니스터당 총 36개의 R300 GPU (144개 다이)와 36개의 Vera CPU를 탑재 → 이에 따라 랙 내의 NVLink 월드 크기는 144개 GPU(576개 다이)로 증가
- PCB 보드 백플레인은 캐니스터 내의 GPU와 NVSwitch 간의 확장 링크로서 구리 케이블 백플레인을 대체 (기존 구리 케이블 카트리지를 이용한 컴퓨트 트레이와 스위치 트레이의 연결 방식은 데이터 손실, 케이블 정리 공간 부족 등의 어려움을 야기하기 때문)
- 랙 뒷면의 NVSwitch 블레이드는 PCB 백플레인 뒷면을 통해 컴퓨팅 블레이드에 연결

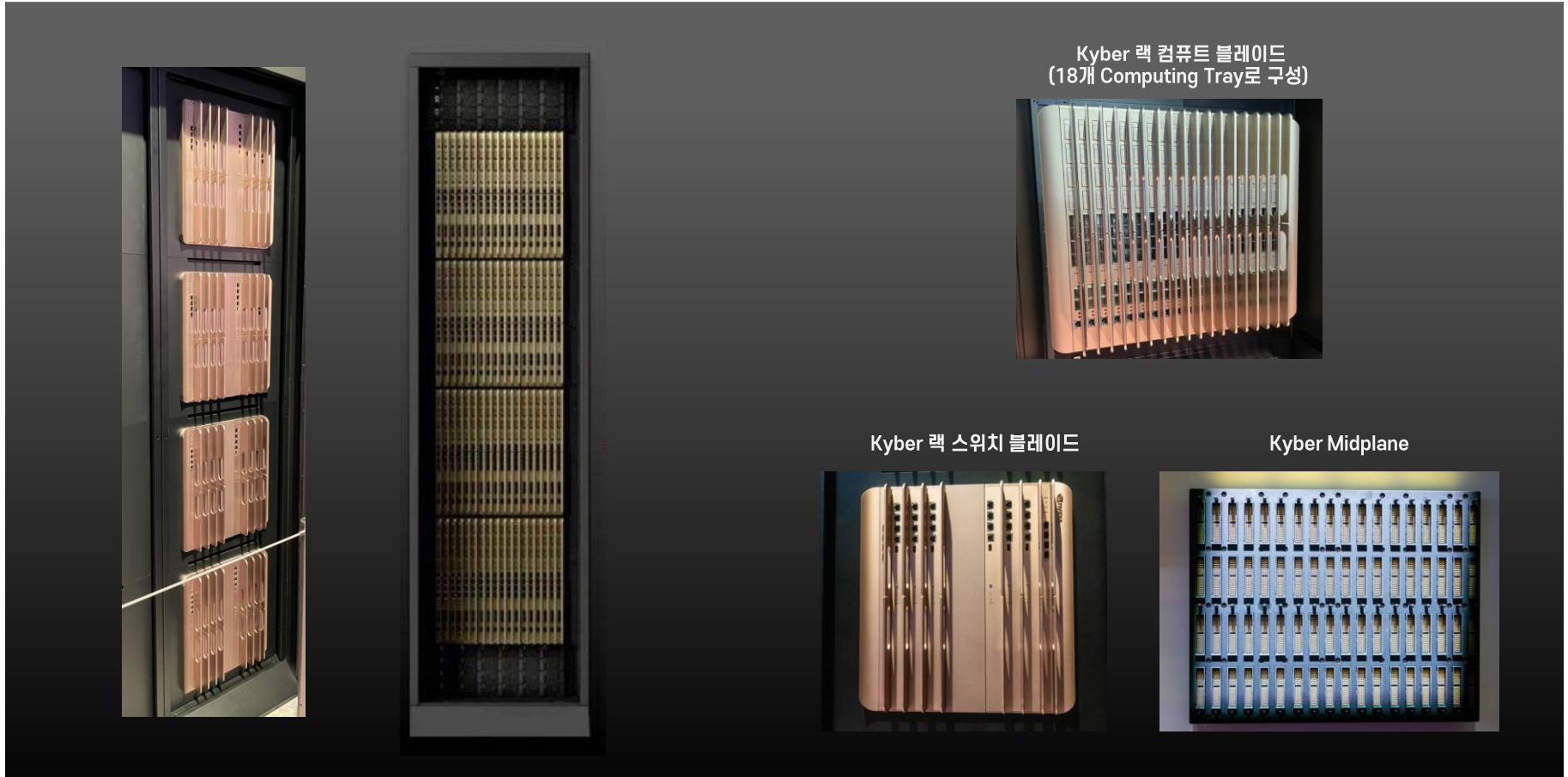
Oberon(GB200 NVL72) → Kyber(Vera Rubin Ultra NVL 576 구조) 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

Nvidia Kyber 랙 구성

AI 진화론 Ep.3
종, 횡, 무진



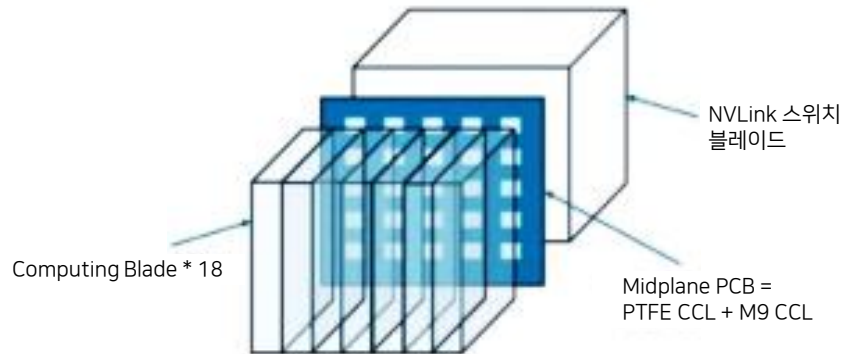
자료: Nvidia, 메리츠증권 리서치센터

Vera Rubin Ultra의 변화 ① Midplane PCB 채택

Midplane PCB의 등장

- Kyber 랙에서는 기존 Oberon 랙 구성에서의 케이블 카트리지 역할을 Midplane PCB 가 대체
- 이는 기존 케이블 카트리지를 활용한 컴퓨터 트레이와 스위치 트레이 간 연결 방식은 삽입 손실과 케이블 정리 공간 부족 등 한계가 존재했기 때문
- 현재 CCL용 PPO 수지는 고주파 신호 손실을 감당하는데 한계가 존재 → 이에 따라 낮은 유전율 및 유전손실을 구현하기 위해 CCL은 PTFE(테플론) 수지 소재 적용 → ASP 상승 전망
- PCB는 초고속 신호 전송(100Gbps PAM4)과 대규모 전력 분배망(PDN) 요구를 동시에 충족하기 위해, 60~80층 규모의 초고다층 구조가 채택될 전망

Nvidia Rubin Ultra 디자인



자료: Fibermall, 메리츠증권 리서치센터

Midplane PCB/CCL 스펙 (NVL 576 = 144 GPU)

	M9	PTFE	PCB
Layer	41	36	78
Size	18U * 47U(TBD)		
CCL size (m ²)	72	63	
Content (\$)	36,000	31,680	100,080
Content/GPU (\$)	250	220	700

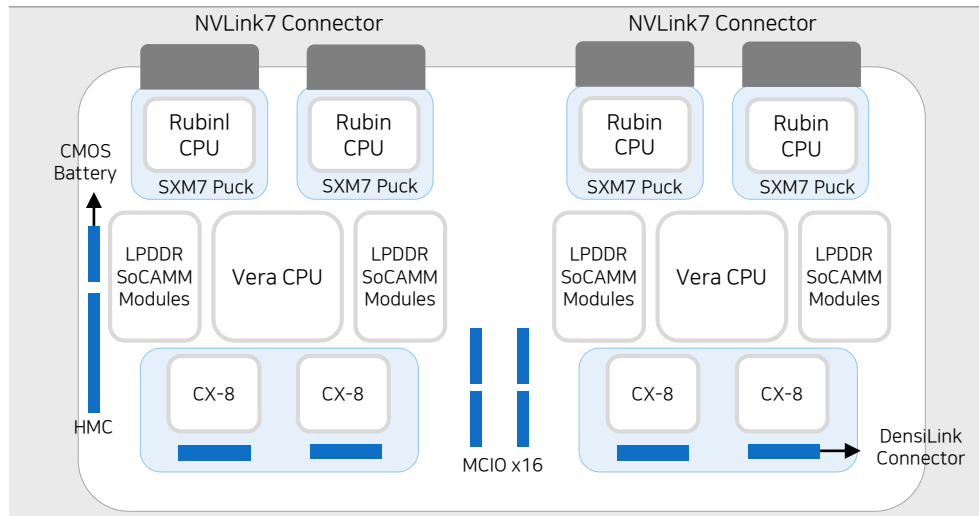
자료: 메리츠증권 리서치센터

Vera Rubin Ultra의 변화 ② Coredelia 구조 채택 가능성

Coredelia의 채택 여부도 업사이드 요소

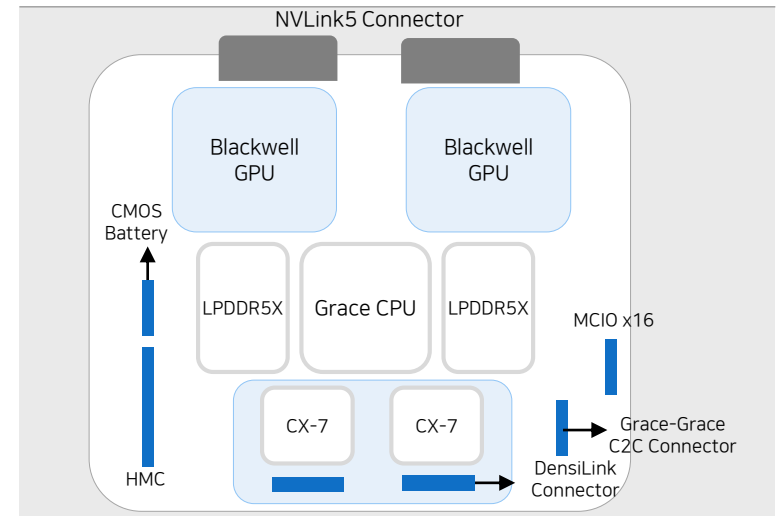
- 코델리아(Cordelia)는 한 보드에 2 Grace CPU + 4 GPU를 수용 (비양카는 1 CPU + 2 GPU), 보드 단위 성능/밀도를 끌어올리는 고집적 설계로 보드 간 커넥터·배선 수를 줄이고 NVLink/PCIe의 고속 경로를 단축시키는 구조
- GB300에서 처음으로 적용 가능성이 등장하였지만 신뢰성/신호 손실 및 SoCamm 이슈로 비양카로 회귀
- Vera Rubin Ultra는 랙/Midplain까지 재설계한 초고집적 Scale-up 플랫폼으로, 보드 수를 줄이고 집적도를 높이는 코델리아가 밀도·전력 요건에 더 적합해 채택 가능성이 재등장
- 코델리아는 1) 보드 집적도와 전력·신호 요구가 한층 강화되고 2) 초기 수율 문제 발생 가능성을 높인다는 점에서, PCB·CCL의 P,Q 동반 성장을 이끄는 핵심 플랫폼으로 부각될 전망

Vera Rubin Ultra Coredelia Board 개요



자료: Semi analysis, 메리츠증권 리서치센터

GB200, GB300 Bianca Board 개요



자료: Semi analysis, 메리츠증권 리서치센터

두산 (000150)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	19,130.1	18,132.9	20,067.0	22,437.1	24,132.0
매출액증가율(%)	12.6	-5.2	10.7	11.8	7.6
매출원가	15,885.1	15,170.7	16,348.4	17,770.6	19,687.2
매출총이익	3,245.1	2,962.1	3,718.6	4,666.5	4,444.9
판매비와관리비	1,808.8	1,958.4	2,158.0	2,261.2	2,431.1
영업이익	1,436.3	1,003.8	1,560.6	2,405.3	2,013.8
영업이익률(%)	7.5	5.0	7.8	10.7	8.3
금융손익	-400.6	-216.1	-183.8	-42.9	91.9
중속/관계기업관련손익	-42.3	27.9	9.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-542.4	-222.6	-160.7	-440.0	-80.0
세전계속사업이익	451.0	593.0	1,225.1	1,922.5	2,025.7
법인세비용	178.9	290.7	438.3	480.6	506.4
당기순이익	272.1	302.2	786.8	1,441.8	1,519.2
지배주주지분 손이익	-388.3	-226.2	509.0	1,081.4	1,139.4
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	11,446.3	11,912.7	13,754.9	16,244.4	18,770.0
현금및현금성자산	3,539.2	3,704.1	3,991.1	5,030.3	6,327.2
매출채권	1,665.7	1,718.4	2,228.5	2,559.5	2,839.9
재고자산	2,927.1	3,136.4	3,316.0	3,808.6	4,225.9
비유동자산	16,840.5	18,230.4	18,287.5	18,494.8	18,631.4
유형자산	6,509.4	7,012.6	7,011.9	7,138.3	7,239.9
무형자산	8,031.7	8,547.4	8,414.9	8,386.3	8,328.5
투자자산	938.9	1,196.4	1,408.9	1,518.4	1,611.2
자산총계	28,286.8	30,143.1	32,042.4	34,739.1	37,401.4
유동부채	11,438.9	11,024.2	12,191.7	13,231.3	14,112.2
매입채무	2,694.1	2,495.1	2,709.9	3,112.4	3,453.5
단기차입금	1,717.5	3,081.1	4,373.9	4,373.9	4,373.9
유동성장기부채	2,270.9	790.8	818.5	818.5	818.5
비유동부채	5,641.2	7,229.4	7,432.5	7,679.6	7,973.7
사채	626.6	1,089.1	1,099.1	1,099.1	1,099.1
장기차입금	2,308.7	3,313.8	3,170.8	3,070.8	3,070.8
부채총계	17,080.1	18,253.6	19,624.2	20,910.9	22,085.8
자본금	123.7	123.7	123.7	123.7	123.7
자본잉여금	1,881.2	1,928.3	1,935.1	1,935.1	1,935.1
기타포괄이익누계액	599.6	688.9	677.3	677.3	677.3
이익잉여금	208.0	-81.6	392.5	1,442.0	2,549.6
비지배주주지분	9,582.6	10,409.3	10,476.4	10,836.8	11,216.7
자본총계	11,206.7	11,889.5	12,418.2	13,828.2	15,315.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	1,908.7	307.8	1.6	2,166.3	2,268.3
당기순이익(손실)	272.1	302.2	786.8	1,441.8	1,519.2
유형자산감가상각비	547.5	603.3	634.5	670.5	695.3
무형자산상각비	156.8	164.0	108.2	58.6	57.7
운전자본의 증감	432.7	-1,052.6	-1,580.6	-4.7	-4.0
투자활동 현금흐름	-1,106.3	-994.8	-850.6	-1,034.9	-973.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-583.9	-710.4	-557.2	-796.9	-796.9
투자자산의 감소(증가)	-26.6	-143.2	-113.6	-109.5	-92.8
재무활동 현금흐름	636.3	573.9	1,244.3	-92.2	1.8
차입금증감	184.7	1,406.3	1,211.3	-60.3	33.6
자본의증가	276.5	47.2	6.8	0.0	0.0
현금의증가(감소)	1,465.0	164.9	287.0	1,039.2	1,296.9
기초현금	2,074.2	3,539.2	3,704.1	3,991.1	5,030.3
기말현금	3,539.2	3,704.1	3,991.1	5,030.3	6,327.2
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	1,157,729	1,097,377	1,214,425	1,357,863	1,460,437
EPS(지배주주)	-24,026	-14,215	30,275	64,913	68,426
CFPS	140,780	127,486	143,929	180,934	186,410
EBITDAPS	129,547	107,177	139,396	189,694	167,443
BPS	75,846	69,123	90,683	139,696	191,421
DPS	2,000	2,000	1,700	1,700	1,700
배당수익률(%)	2.1	0.8	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	-3.9	-17.9	20.6	9.6	9.1
PCR	0.7	2.0	4.3	3.4	3.3
PSR	0.1	0.2	0.5	0.5	0.4
PBR	1.2	3.7	6.9	4.5	3.3
EBITDA(십억원)	2,140.6	1,771.0	2,303.4	3,134.5	2,766.8
EV/EBITDA	7.2	11.5	12.4	8.8	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-22.7	-14.6	29.8	43.8	32.1
EBITDA이익률	11.2	9.8	11.5	14.0	11.5
부채비율	152.4	153.5	158.0	151.2	144.2
금융비용부담률	2.4	2.7	2.4	2.2	2.0
이자보상배율(x)	3.1	2.0	3.2	4.9	4.2
매출채권회전율(x)	10.7	10.7	10.2	9.4	8.9
재고자산회전율(x)	6.7	6.0	6.2	6.3	6.0

Astera Labs (ALAB US) 엔비디아 반(反)엔비디아 동반 성장 수혜

Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

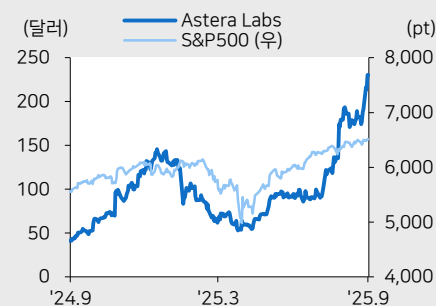
Bloomberg TP (12M)	175.5 달러
현재주가 (9.10)	230.4 달러
상승여력	-23.8 %
S&P500	6,532.0 Pt
시가총액	38,292 백만
유동주식비율	80.1 %
52주 최고/최저가	230.9 / 38.1 달러

주요주주(%)

FMR	14.9
Vanguard	7.3
Sutter Hill Ventures	6.7

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	28.4	248.8	448.9
상대주가	25.8	230.8	429.8

주가그래프



고성능 연결 솔루션 제공 기업 Astera Labs

- Astera Labs는 AI 인프라용 맞춤형 연결 솔루션(PCIe, CXL, Ethernet 기반 하드웨어 + COSMOS SW)을 제공하는 글로벌 팹리스 반도체 기업
- 주요 제품으로는 1) Scorpio(AI 서버 및 클러스터 연결용 패브릭 스위치), 2) Aries(PCIe/CXL 데이터 대역폭 연결), 3) Leo (CXL 기반 메모리 컨트롤러), 4) Taurus(이더넷 기반 스마트 케이블 모듈) 보유

투자포인트1) Scorpio 스위치 – AMD / ASIC 진영의 희망으로 부상

- Scorpio는 AI 서버 아키텍처에서 Scale-Up과 Scale-Out을 모두 지원하는 PCIe 기반 스위치
- 향후 성장 동력은 1) 하반기에 출시될 AWS Trainium용 NeuronLink 스위치 2) 내년 하반기에 출시될 AMD MI 400 시리즈용 UALink 스위치
- 2026년 이후 UALink 컨소시엄의 본격적인 확장 구간에서 Scorpio의 가파른 성장 기대

투자포인트 2) Pcle Gen 6 확산의 수혜

- Astera Labs의 Aries는 PCIe 리타이머 제품으로, 리타이머(Retimer)는 PCIe·CXL·Ethernet 등 고속 데이터 전송 인터페이스에서 신호 품질을 보정하고 복구해주는 중계 칩
- 엔비디아 Blackwell 플랫폼을 지원하는 PCIe 6.0 기반 리타이머 'Aries 6'를 선제적으로 출시하며 엔비디아 내 독점적 지위 확보
- PCIe 6.0 리타이머는 내년부터 다수의 GPU·ASIC 고객사가 표준으로 채택할 예정이어서, 본격적인 물량·고객사 확대 기대

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	116	-29	-26	-0.71	적자지속						
2024	396	-116	-83	-0.64	적자지속	6.0					
2025E	777	222	163	0.9	흑자전환	7.3	148.8	31.5	192.8	19.3	-
2026E	1,036	316	232	1.3	36.5	9.1	117.8	25.3	141.7	20.9	-
2027E	1,434	496	354	2.0	56.5	12.0	83.6	19.3	94.9	19.9	-

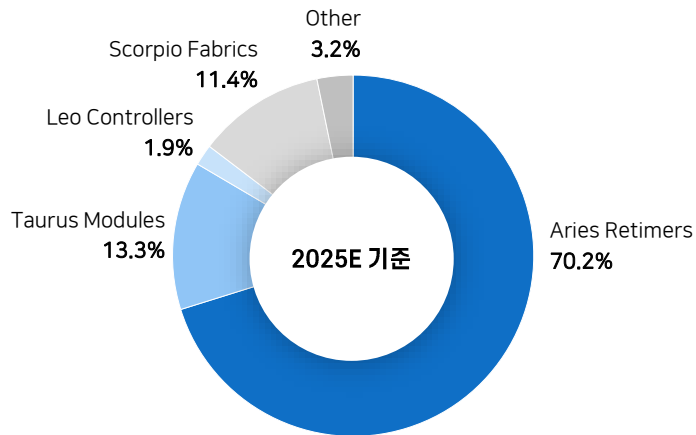
주: Non-GAAP 기준, '24년 3월 상장, 추정치는 Bloomberg Consensus 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Astera Labs(ALAB US) – 고성능 연결 솔루션 제공 기업

Astera Labs 기업 개요

- Astera Labs는 AI 인프라용 맞춤형 연결 솔루션(PCIe, CXL, Ethernet 기반 하드웨어 + COSMOS SW)을 제공하는 글로벌 팹리스 반도체 기업
- 주요 제품으로는 1) Scorpio(AI 서버 및 클러스트 연결용 패브릭 스위치), 2) Aries(PCIe/CXL 데이터 대역폭 연결), 3) Leo(CXL 기반 메모리 컨트롤러), 4) Taurus(이더넷 기반 스마트 케이블 모듈) 보유
- 주요 제품군을 통해 Nvidia, AMD, Intel 등 데이터센터 플랫폼에서 AI 학습·추론 인프라의 확장성과 성능 최적화 구현을 지원하며, 다양한 하이퍼스케일 및 AI플랫폼의 연결 솔루션 제공
- Scorpio Fabric 스위치의 출하 본격화, CXL 솔루션 확대, SW 제공 등을 기반으로 한 수익성 개선 예상

Astera Labs 2025년 제품군별 실적 비중 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 제품

Products

<p>PCI Express®</p> <p>Scorpio Smart Fabric Switches Aries PCIe/CXL® Smart DSP Retimers Aries PCIe/CXL® Smart Cable Modules Aries PCIe Smart Gearbox</p>	<p>CXL®</p> <p>Leo CXL® Smart Memory Controllers Aries PCIe/CXL® Smart DSP Retimers Aries PCIe/CXL® Smart Cable Modules</p>	<p>Ethernet</p> <p>Taurus Ethernet Smart Cable Modules</p>
---	--	---

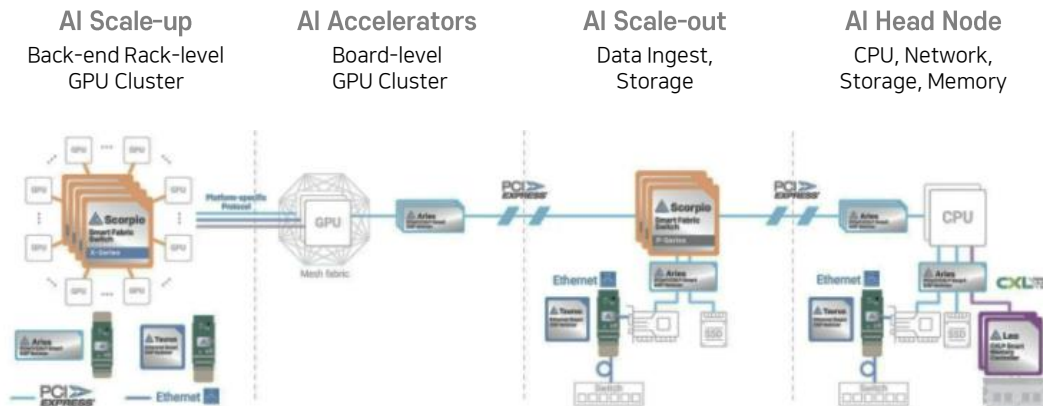
자료: Astera Labs

Scorpio – AMD / ASIC 진영의 희망

비엔비디아 진영의 핵심 Scorpio

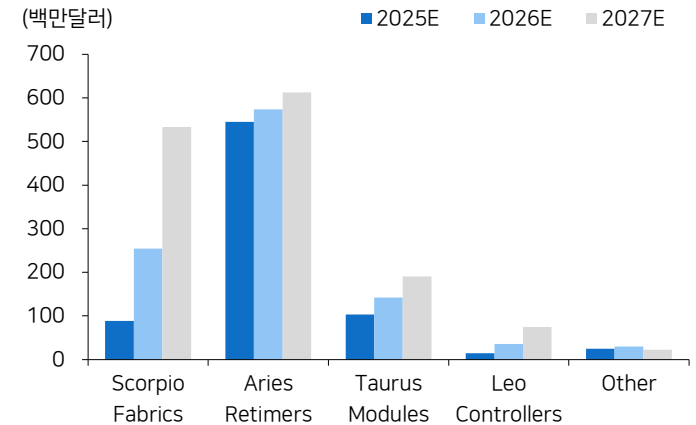
- Scorpio는 AI 서버 아키텍처에서 Scale-Up과 Scale-Out을 모두 지원하는 PCIe 기반 스위치 솔루션으로, GPU·ASIC·CPU 등 다양한 가속기와 호환 가능하도록 설계
- 향후 성장 동력은 1) 하반기에 출시될 AWS Trainium용 NeuronLink 스위치 2) 내년 하반기에 출시될 AMD MI 400 시리즈용 UALink 스위치로 비 엔비디아 진영 중심 성장 전망
- 특히 2Q25 실적 발표에서 Astera Labs는 차세대 Scorpio X 제품과 관련해 10개 고객사와 계약 체결 사실을 공개. 고객군은 하이퍼스케일러, 대형 서버 ODM, 그리고 ASIC 기반 AI 가속기를 준비하는 신규 진입 기업까지 폭넓게 분포
- 현재 AI 인프라 생태계는 엔비디아 중심 구조지만, 2026년 이후 UALink 컨소시엄의 본격적인 확장 구간에서 Scorpio의 가파른 성장 기대

글로벌 광트랜시버 시장 전망



자료: Astera Labs

Astera Labs 제품군별 실적 전망



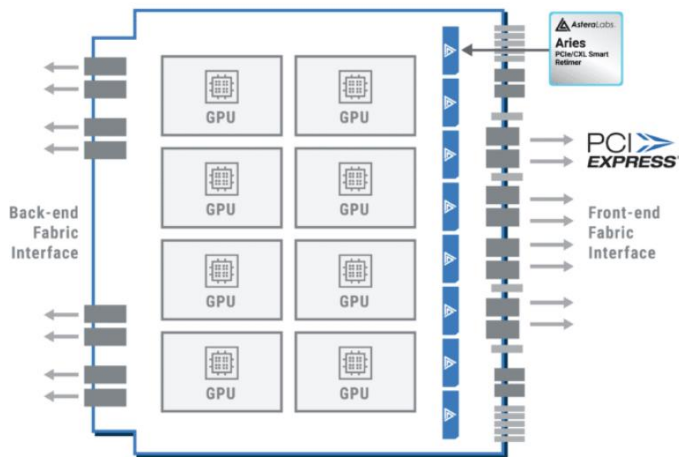
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Aries – Pcle Gen 6 확산의 수혜

리타이머 시장의 독보적 1위

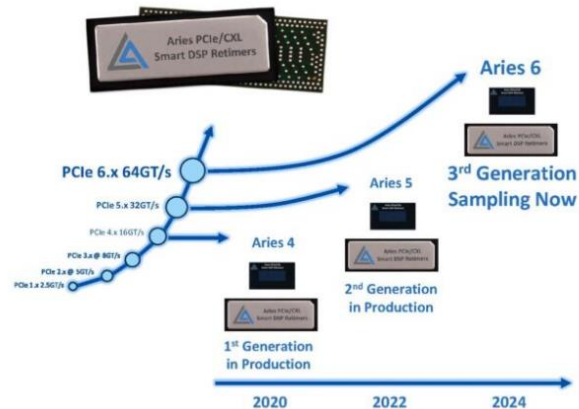
- Aries는 PCIe 리타이머 제품으로, 리타이머(Retimer)는 PCIe·CXL·Ethernet 등 고속 데이터 전송 인터페이스에서 신호 품질을 보정하고 복구해주는 중계 칩
- 리타이머는 최근 구축되는 AI 인프라의 80% 이상에서 필수적으로 채택되고 있으며, 동사는 자체 설계한 COSMOS 소프트웨어 시스템을 기반으로 리타이머 시장 점유율 1위를 기록 중(경쟁사는 브로드컴, Credo)
- 또한 엔비디아 Blackwell 플랫폼을 지원하는 PCIe 6.0 기반 리타이머 ‘Aries 6’를 선제적으로 출시하며 엔비디아 내 독점적 지위를 확보
- PCIe 6.0 리타이머는 내년부터 다수의 GPU·ASIC 고객사가 표준으로 채택할 예정이어서, 본격적인 물량·고객사 확대 기대

AI GPU 내 Aries 사용 구조



자료: Astera Labs

Pcle 6.0을 지원하는 Aries6 주요 스펙



- **Lowest power** PCIe 6.x/CXL 3.x retimer
- **Gold Standard** - Widely-deployed & field-tested portfolio of 8/16-lane retimers
- **Low latency, high bandwidth and reliable reach** extension by up to 3x
- **Enhanced Link, Fleet and RAS Management** for cloud-scale deployments through COSMOS suite
- **Interop testing with 50+ root-complex/end-points** in Cloud-Scale Interop Lab for seamless system interoperability

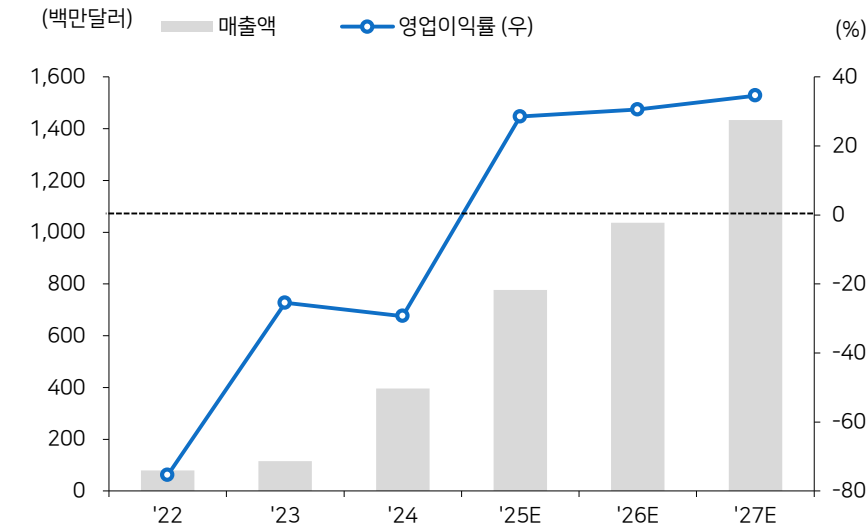
자료: Astera Labs

Astera Labs(ALAB US)- 실적 추이 및 전망

올해를 기점으로 팹리스 특유의 높은 수익성 유지 기대

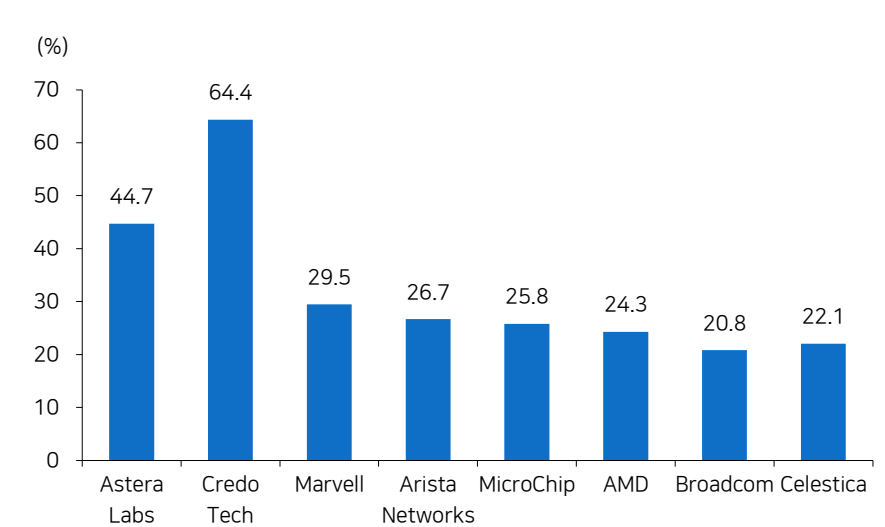
- 올해 엔비디아 Blackwell 리타이머 납품 효과로 전년 대비 가파른 실적 성장을 기록 중
- 2026년에는 리타이머 고객사 다변화와 UALink 출시를 기점으로 Scorpio X 제품의 본격 출하 기대
- 팹리스 기업 특성상 올해를 기점으로 향후에도 약 30% 수준의 높은 수익성이 유지될 전망
- 현 주가는 CY2026 기준 PER 117.8배로 높은 밸류에이션에서 거래되고 있으나, 향후 3년간 EPS CAGR이 높고 신제품의 흥행 여부에 따라 추가적인 실적 상향 가능성이 존재한다는 점에서 긍정적인 관점을 제시

전체 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 AI 기업 EPS CAGR (2025~2027년)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Celestica(CLS US) 한 손에 White Box, 다른 한 손엔 ASIC

Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	229.1 달러
현재주가(9.10)	253.0 달러
상승여력	-9.4 %
S&P500	6,532.0 Pt
시가총액	29,087 백만
유동주식비율	98.6 %
52주 최고/최저가	257.4 / 42.8 달러

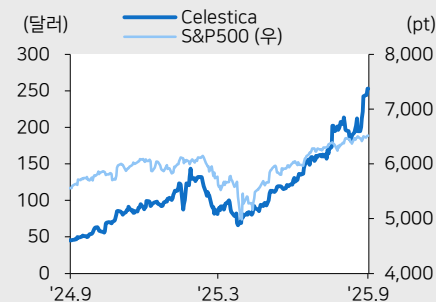
주요주주(%)

FMR	7.8
Vanguard	4.0
Sutter Hill Ventures	2.3

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.7	192.2	458.3
상대주가	21.0	174.2	439.2

주가그래프



하이퍼스케일러를 위한 맞춤형 하드웨어 솔루션 제공 기업 'Celestica'

- Celestica는 하드웨어 전문 제조 기업으로 CCS, AT&S 두 사업부로 구성 (2Q25 기준: CCS 매출 비중 72%, 영업이익 기여도 80%)
- 이 중 CCS 사업부 내 HPS(Hardware Platform Solution. 자체 설계 기반의 플랫폼을 통해 고객사향 제품을 제작) 사업을 강화 중이며 대표적으로 Ethernet 기반 White Box 및 ASIC 서버 제조 사업 확대 중

투자포인트 1) 네트워크 White Box 장비의 절대 강자

- 현재 AI 네트워크 장비 시장은 Arista의 높은 가격과 제한적 커스터마이징 한계로 인해, 빅테크를 중심으로 자체 네트워크 OS를 개발·직접 관리하려는 시도가 확대 → 상용 반도체 기반 네트워크 칩을 탑재한 장비와 결합해 사용하는 White Box 방식 부상
- 또한 White Box 네트워크 장비는 Arista 대비 포트당 30~50%의 투자 절감 효과가 발생
- White Box 관련 Celestica는 Google, Meta향 주요 네트워크 장비를 공급 중

투자포인트 2) ASIC ODM 비즈니스도 순항

- Hyperscaler들의 자체 ASIC 개발 확대에 따라 맞춤형 폼팩터와 전용 보드 수요가 확대됨에
- Celestica는 이러한 ASIC 전용 서버와 보드 플랫폼의 설계부터 제조까지 전 과정을 담당
- 주요 고객사는 Google, Meta Platforms, OpenAI로, 이들과의 협업을 통해 서버뿐만 아니라 네트워크 장비까지 동시 공급 중

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	7,961	338	245	2.0	72.0	14.9	13.8	2.0	8.1	14.2	11.5
2023	9,646	599	428	3.6	78.3	16.3	24.5	5.6	14.7	23.3	13.3
2024	11,630	846	618	5.4	166.2	17.7	45.5	14.3	29.6	31.4	-
2025E	13,730	1,015	743	6.5	20.5	22.6	37.4	11.2	24.9	30.2	-
2026E	15,800	1,187	884	7.7	18.0	28.9	31.5	8.8	20.9	30.3	-

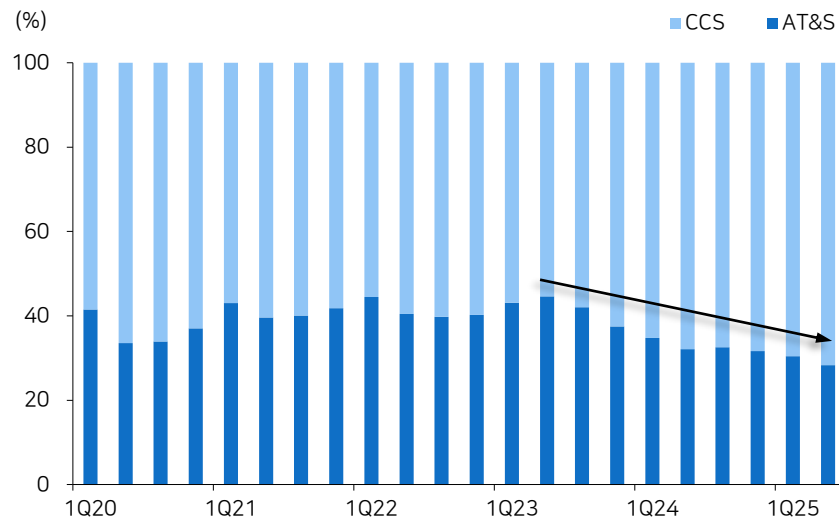
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Celestica(CLS US) – CSP을 위한 맞춤형 솔루션 제공 기업

Celestica 기업 개요

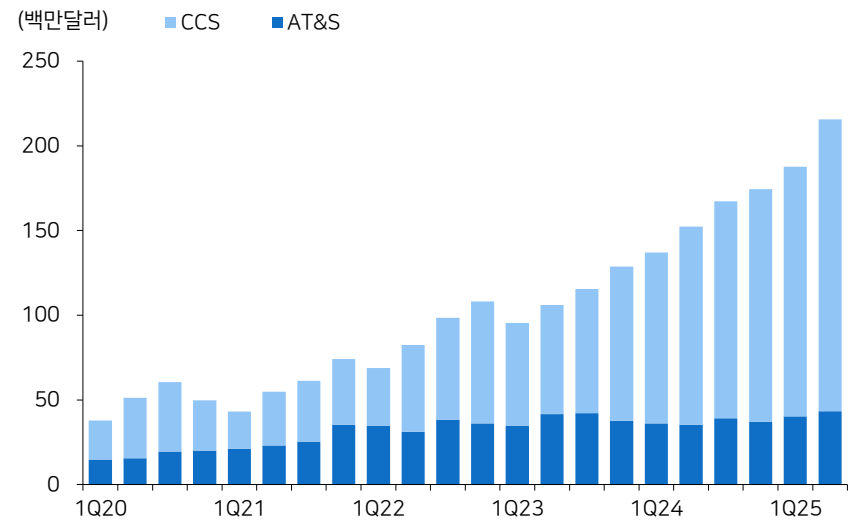
- Celestica는 하드웨어 전문 제조 기업으로 CCS, AT&S 두 사업부로 구성 (2Q25 기준: CCS 매출 비중 72%, 영업이익 기여도 80%)
- 이 중 CCS 사업부 내 HPS(Hardware Platform Solution. 자체 설계 기반의 플랫폼을 통해 고객사향 제품을 제작) 사업을 강화 중이며 대표적으로 Ethernet 기반 White Box 및 ASIC 서버 제조 사업 확대 중
- CSP들의 AI 인프라 투자 확대와 자체 하드웨어/솔루션 활용을 늘려가는 흐름이 동사의 실적 성장을 견인
- 주요 고객은 Google, Meta, Amazon, Open AI 등

Celestica 사업부별 매출 비중 추이 (1Q20부터)



자료: Celestica, 메리츠증권 리서치센터

Celestica 사업부별 영업이익 기여도 (1Q20부터)



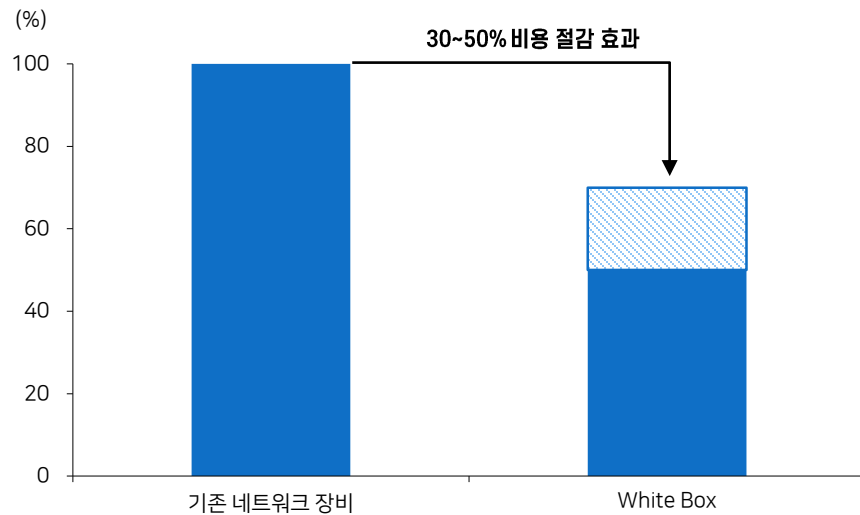
자료: Lumentum

White Box의 절대 강자

White Box와 함께 부상하는 'Celestica'

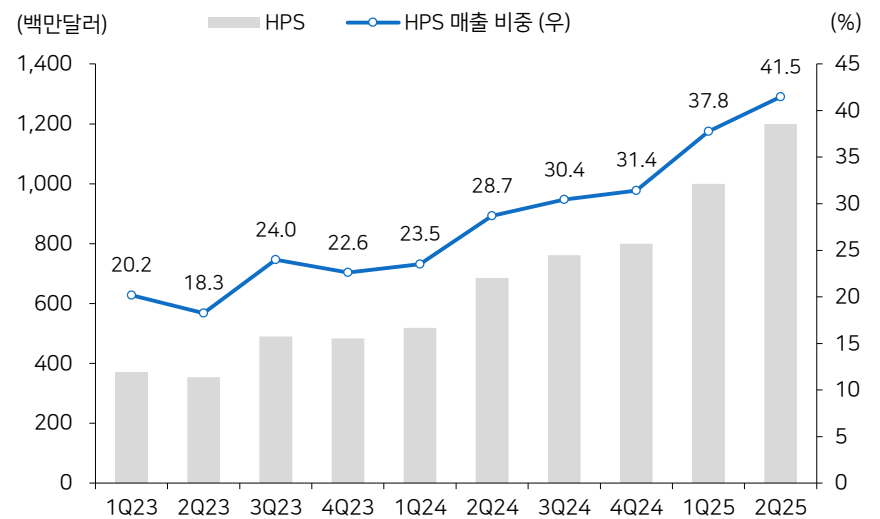
- 현재 AI 네트워크 장비 시장은 Arista의 높은 가격과 제한적 커스터마이징 한계로 인해, 빅테크를 중심으로 자체 네트워크 OS를 개발·직접 관리하려는 시도가 확대
- 이에 따라 상용 반도체 기반 네트워크 칩을 탑재한 장비와 결합해 사용하는 White Box 방식 부상
- 또한 White Box 네트워크 장비는 Arista 대비 포트당 30~50%의 투자 절감 효과가 있어 도입이 가속화 중
- White Box 관련 Celestica는 Google, Meta향 주요 네트워크 장비를 공급 중인 것으로 추정

기존 네트워크 장비 대비 30~50% 투자 절감 효과가 있는 White Box



자료: Lumentum, 메리츠증권 리서치센터

Celestica HPS (Hardware Platform Solutions) 매출 추이



자료: Lumentum, 메리츠증권 리서치센터

ASIC ODM 비즈니스도 순항

매출 회복에 따른 수익성 개선

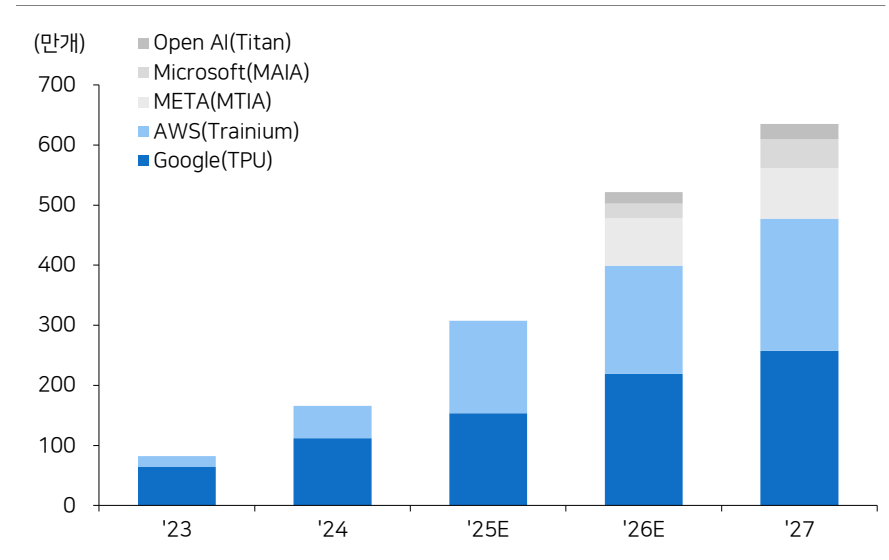
- ASIC ODM은 Hyperscaler가 직접 설계한 ASIC을 탑재한 서버·보드·시스템을 Celestica가 ODM 방식으로 개발·생산하는 비즈니스
- Hyperscaler들의 자체 ASIC 개발 확대에 따라 맞춤형 폼팩터와 전용 보드 수요가 확대
- Celestica는 이러한 ASIC 전용 서버와 보드 플랫폼의 설계부터 제조까지 전 과정을 담당
- 주요 고객사는 Google, Meta Platforms, OpenAI로, 이들과의 협업을 통해 서버뿐만 아니라 네트워크 장비까지 동시 공급 중

전체 매출액 및 Cloud & Networking 사업부 매출액 추이

	GB200	ODM Partner(s)
Nvidia	Microsoft	Foxconn / Quanta
	Oracle	Foxconn / Wistron / Wiyynn / Quanta
	Google	Quanta / Foxconn / Inventec / Flex
	Amazon	Quanta
	Meta Platforms	Quanta / Foxconn
	Dell	Wistron
	HPE	Foxconn / Wistron
	Others	SMCI / etc
	ASIC	OpenAI
Microsoft		Quanta
Amazon		Wiyynn / Jabil
Google		Celestica / Foxconn / Inventec
Meta Platforms		Quanta / Celestica

자료: Celestica, 메리츠증권 리서치센터

ASIC 출하량 추이 및 전망



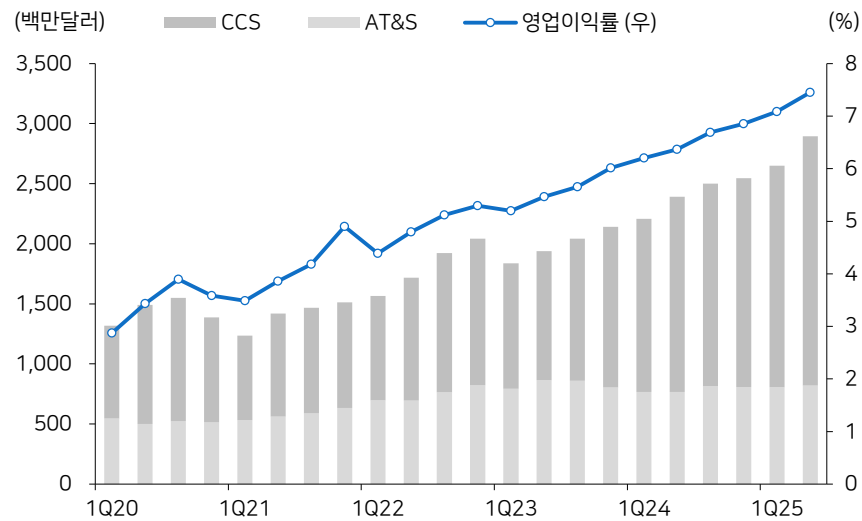
자료: 메리츠증권 리서치센터

Celestica(CLS US)- 실적 추이 및 전망

White Box + ASIC으로 중장기 성장 확보

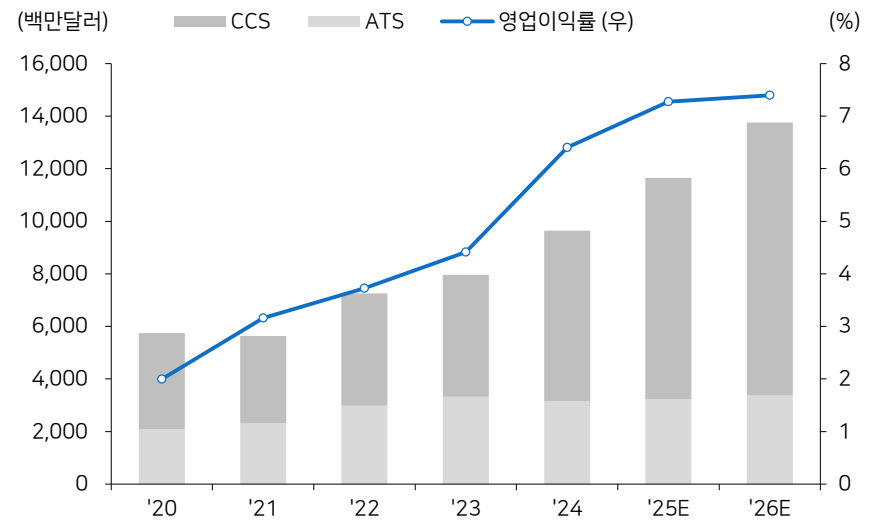
- HPS 비즈니스(White Box + ASIC ODM) 확대를 통해 전사 수익성 개선 중
- White Box와 ASIC 양축의 고성장을 기반으로 실적의 지속적인 우상향 전망
- CY2026 PER 37.4배로 역사적 고점 밸류에이션이나 AI 기반 멀티플 리레이팅과 동시에 EPS CAGR 3Y 21.5%의 가파른 성장을 통한 밸류에이션 부담 완화 전망

Celestica 분기 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Celestica 연간 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 (007660) 파죽지세

Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy

(20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	87,000원
현재주가 (9. 11)	74,600원
상승여력	16.6%

KOSPI	3,344.20pt
시가총액	54,763억원
발행주식수	7,341만주
유동주식비율	73.34%
외국인비중	27.58%
52주 최고/최저가	74,600원/20,520원
평균거래대금	943.6억원

주요주주(%)

이수 외 5인	26.24
국민연금공단	12.87

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.7	99.5	124.6
상대주가	9.0	51.4	68.8

주가그래프



3Q25E OP 489억원(+16.3% QoQ, +88.8% YoY) 전망

- ASP 상승과 소규모 보완 투자 효과로 가동률 100% 환경에서 본사 생산실적은 4Q24 1,890억 원 → 1Q25 2,000억 원 → 2Q25 2,490억원으로 확대
- 이에 더해 주요 SI 고객사향 믹스 개선 및 800G향 수출 개선 효과로 3Q25 영업이익은 컨센서스(463억원) +5.6% 상회 전망

'25년 OP 1,922억원 (+84.5% YoY) → '26년 OP 2,588억원(+34.7% YoY) 예상

- 동사의 사업보고서에 따르면, 스퀘어미터당 ASP는 '23년 302.6만원 → '24년 372.3만원 → 1H25 440.6만원으로 상승
- 이는 고다층·미세화로 구현 및 고속 신호 설계 기판 수요 확대에 따른 층수 증가와 다중적층 기판 적용 확대가 지속된 결과
- 특히 다중적층 분야에서는 네트워크 칩 성능 고도화에 따라 신호와 전력 전달 기능을 분리해 결합하는 Sequential 공법의 적용이 확대되고 있으며, 동시에 따르면 샘플 대응 기판의 60% 이상이 Sequential 공법을 채택
- 동사의 증설 이후 제시된 월 매출 가이드는 현행 ASP를 기준으로 산출된 보수적 수치로 판단되며, 다중적층 확대에 따른 ASP 상승을 감안할 경우 업사이드가 매우 클 것으로 예상

투자 의견 Buy, 적정주가 87,000원으로 상향 제시

- 2026년 EPS 2,703원 X 32.1배(중국 MLB Peer Wus, Victory Giant 평균 멀티플)
- 이번 적정주가 상향은 MLB Peer 평균 멀티플이 9월 7일자 리포트 기준 30배에서 32.1배로 상승한 데 기인

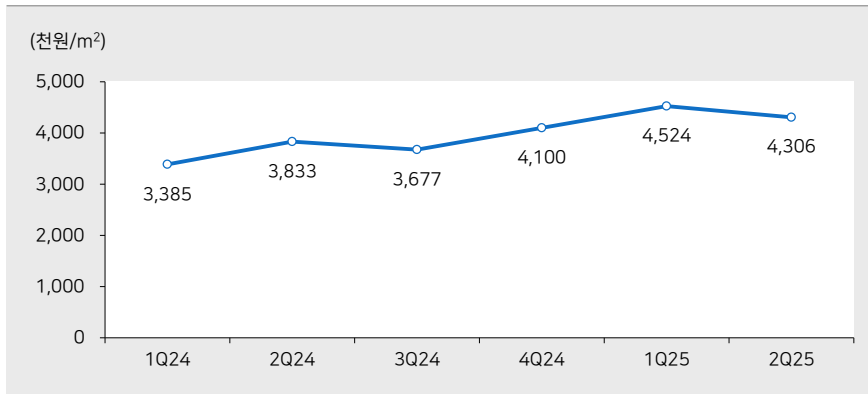
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	675.3	62.2	47.7	720	-53.4	4,022	39.8	7.1	26.4	19.5	134.8
2024	836.9	101.9	74.0	1,116	55.1	4,938	23.8	5.4	15.1	24.9	141.2
2025E	1,030.0	192.2	148.5	2,087	87.0	6,341	35.7	11.8	27.3	37.4	105.1
2026E	1,245.4	258.8	198.4	2,703	29.5	8,900	27.6	8.4	20.3	35.5	83.2
2027E	1,441.0	301.4	230.5	3,140	16.2	11,897	23.8	6.3	16.9	30.2	67.9

이수페타시스 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
환율(원)	1,320	1,370	1,360	1,397	1,453	1,390	1,380	1,350	1,362	1,412	1,360
매출액	199.6	204.7	206.4	226.1	252.5	241.4	260.8	275.3	836.9	1,030.0	1,245.4
(% QoQ)	15.2%	2.6%	0.8%	9.6%	11.6%	-4.4%	8.0%	5.6%			
(% YoY)	16.1%	25.0%	24.2%	30.5%	26.5%	17.9%	26.3%	21.7%	23.9%	23.1%	20.9%
페타시스	168.4	174.2	181.6	194.5	209.6	209.7	220.5	235.1	718.7	875.0	1,071.0
중국후난	36.8	37.2	33.8	44.6	53.8	50.0	50.8	51.2	152.4	205.7	222.2
미국법인	9.9	8.6	4.6	5.2	5.4	5.3	5.4	6.0	28.3	22.1	21.5
영업이익	23.0	27.5	25.9	27.8	47.7	42.1	48.9	53.5	104.2	192.2	258.8
(% QoQ)	117.5%	19.6%	-5.8%	7.3%	71.5%	-11.8%	16.3%	9.4%			
(% YoY)	14.0%	50.5%	96.8%	163.1%	107.4%	53.0%	88.8%	92.6%	66.3%	84.5%	34.7%
영업이익률 (%)	11.5%	13.4%	12.6%	12.3%	18.9%	17.4%	18.8%	19.4%	12.5%	18.7%	20.8%

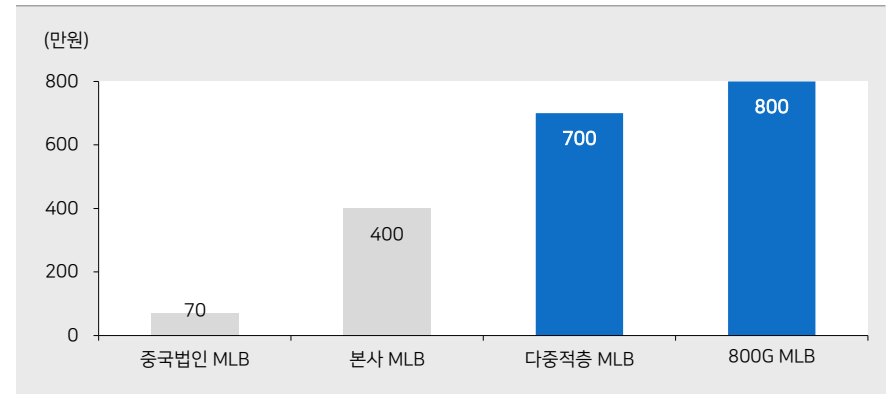
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 ASP 추이



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 증설 단계별 본사 Capa 추이 및 전망



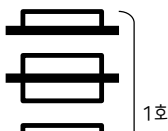
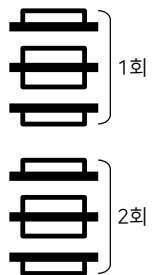
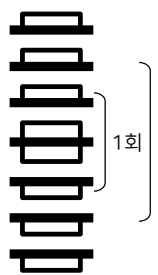
자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

MLB는 공정 수 증가로 인해 구조적인 수율 저하가 발생

MLB는 다중적층으로의 전환 과정에서 구조적인 수율 저하 발생

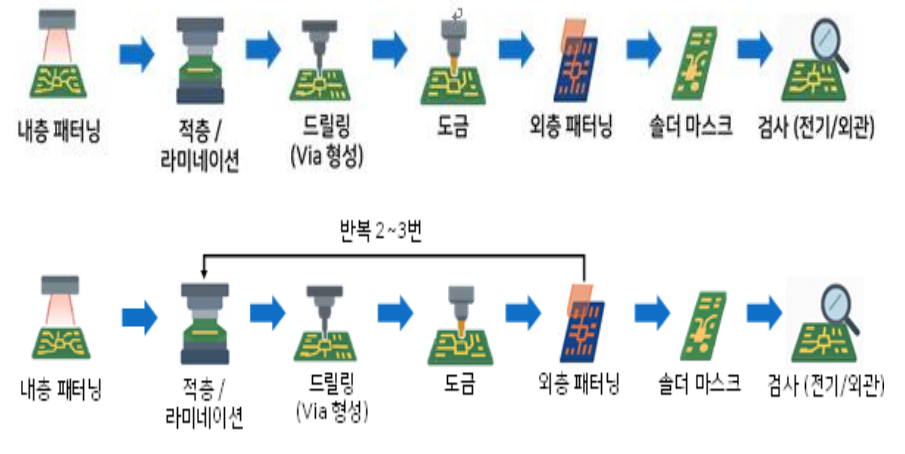
- MLB는 고다층화, 미세 회로 구현, 고속 신호 설계 수요 확대에 따라 고난이도 공정 적용이 빠르게 확산 중
- 데이터 전송 속도를 높이고 전력 소모를 줄이기 위해서는 칩 간 거리를 줄이는 것이 필수적이며, 이는 고밀도 회로 구현을 통해서만 가능하기 때문
- 고밀도 회로 구현을 위해서 Sequential/HDI와 같은 다중적층 구조를 채택할 경우, 동일한 층수와 동일한 크기의 보드를 생산하더라도 공정 단계가 크게 증가
- 실제로 다중적층 구조를 적용하면 코어 내부층 제작에 더해, 코어 층 위·아래 추가 층까지 추가 제작이 필요하며 동일한 30층 MLB 기판을 생산하기 위해서는 2~3배 많은 적층·드릴링·도금·패터닝 공정 요구
- 이는 MLB 기판의 구조적 수율 저하를 발생시키며 공급 부족과 단가 상승의 주요 요인으로 작용

HDI, Sequential 등 고밀도 회로 구현을 위한 새로운 공정 적용 중

구분	일반 MLB	다중적층	
		Sequential	HDI
PCB 구조	 1회	 1회 3회 2회	 1회 2회 3회
APP	Server	Server / Data center	

자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

일반 MLB 제조 공정 Vs HDI, Sequential 등 고밀도 회로 구현 제조공정



자료: 이수페타시스, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 밸류에이션 테이블

이수페타시스 PER 밸류에이션 테이블

			2022	2023	2024	2025	2025E
주가 (원)	High		8,720	43,300	59,700		
	Low		4,655	5,270	21,000		
	Average		6,693	20,486	37,993		
확정치	PER (배)	High	5.4	57.4	53.5		
		Low	2.9	7.0	18.8		
		Average	4.1	27.1	34.0		
	EPS (원)	(원)	1,620	755	1,116	2,087	2,703
		Growth(%)	흑전	-53.4	55.1	87.0	29.5
컨센서스	PER (배)	High	5.4	53.4	47.6		
		Low	2.9	6.5	16.8		
		Average	4.1	25.3	30.3		
	EPS (원)	(원)	1,613	811	1,253	2,100	2,722
		Growth(%)	흑전	-49.9	74.2	88.1	30.4

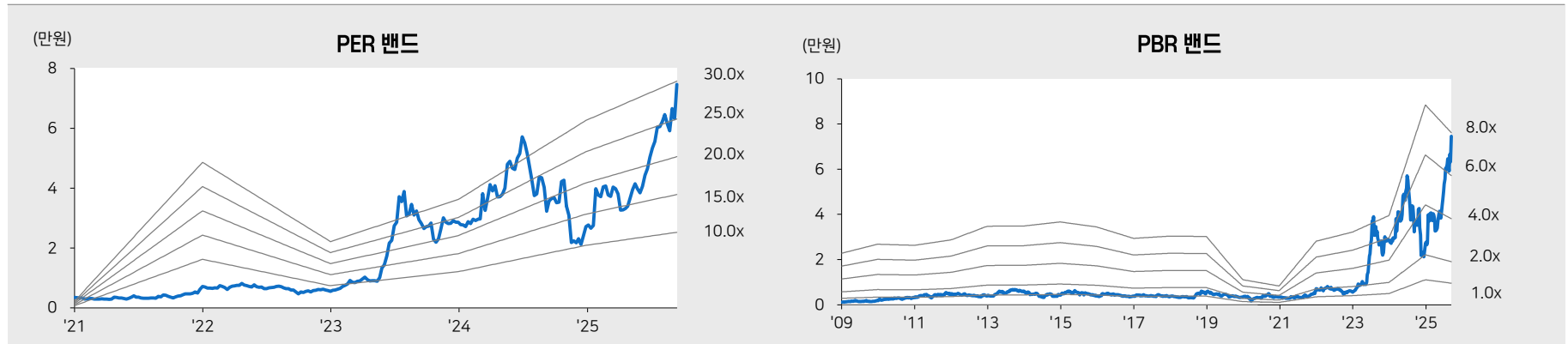
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
EPS	2,703	2026년 EPS
적정배수(배)	32.1	중국 MLB Peer VGT, WUS 평균
적정가치	86,751	
적정주가	87,000	
현재주가	74,600	
상승여력 (%)	16.6%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 PER / PBR 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

이수페타시스 (007660)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	675.3	836.9	1,030.0	1,245.4	1,441.0
매출액증가율(%)	5.0	23.9	23.1	20.9	15.7
매출원가	558.9	680.3	769.5	915.6	1,054.0
매출총이익	116.5	156.6	260.6	329.8	387.0
판매비와관리비	54.3	54.7	68.3	71.0	85.6
영업이익	62.2	101.9	192.2	258.8	301.4
영업이익률(%)	9.2	12.2	18.7	20.8	20.9
금융손익	-8.3	-8.8	-8.0	-12.5	-13.0
중속/관계기업관련손익	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	-1.2	1.4	0.1	0.1
세전계속사업이익	54.7	91.8	185.6	246.5	288.5
법인세비용	6.9	17.8	37.1	48.1	58.1
당기순이익	47.7	74.0	148.5	198.4	230.5
지배주주지분 순이익	47.7	74.0	148.5	198.4	230.5
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	383.6	522.7	597.8	779.6	999.8
현금및현금성자산	48.0	80.4	53.4	121.3	238.1
매출채권	146.7	213.3	262.5	317.4	367.3
재고자산	176.1	186.9	230.0	278.1	321.8
비유동자산	242.8	267.4	356.8	417.5	467.0
유형자산	192.4	201.6	287.4	344.0	389.6
무형자산	4.4	7.2	6.1	5.2	4.4
투자자산	28.5	27.4	32.0	37.1	41.8
자산총계	626.4	790.1	954.6	1,197.1	1,466.8
유동부채	290.5	377.4	401.9	454.3	502.0
매입채무	70.4	117.8	145.0	175.4	202.9
단기차입금	143.4	150.9	150.9	150.9	150.9
유동성장기부채	21.7	22.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	69.1	85.3	87.2	89.4	91.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	60.3	72.6	72.6	72.6	72.6
부채총계	359.7	462.6	489.1	543.8	593.4
자본금	63.3	63.3	63.3	63.3	63.3
자본잉여금	81.0	81.0	81.0	81.0	81.0
기타포괄이익누계액	13.1	15.9	15.9	15.9	15.9
이익잉여금	114.4	172.3	310.2	498.1	718.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	266.8	327.5	465.5	653.4	873.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	52.5	84.9	113.2	164.9	220.1
당기순이익(손실)	47.7	74.0	148.5	198.4	230.5
유형자산감가상각비	15.0	23.7	34.1	43.4	54.4
무형자산상각비	0.4	0.7	1.1	0.9	0.8
운전자본의 증감	-23.4	-47.5	-55.5	-60.7	-55.1
투자활동 현금흐름	-61.4	-63.0	-109.8	-88.2	-94.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-65.2	-60.0	-120.0	-100.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-4.4	1.1	-4.6	-5.1	-4.7
재무활동 현금흐름	10.3	3.1	-30.4	-8.7	-8.9
차입금증감	23.1	27.3	-21.0	1.8	1.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.3	32.4	-27.0	68.0	116.8
기초현금	45.7	48.0	80.4	53.4	121.3
기말현금	48.0	80.4	53.4	121.3	238.1
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	10,182	12,617	14,483	16,965	19,630
EPS(지배주주)	720	1,116	2,087	2,703	3,140
CFPS	1,314	2,247	3,161	4,091	4,859
EBITDAPS	1,168	1,903	3,198	4,130	4,858
BPS	4,022	4,938	6,341	8,900	11,897
DPS	95	143	143	143	143
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	39.8	23.8	35.7	27.6	23.8
PCR	21.8	11.8	23.6	18.2	15.4
PSR	2.8	2.1	5.2	4.4	3.8
PBR	7.1	5.4	11.8	8.4	6.3
EBITDA(십억원)	77.5	126.2	227.5	303.2	356.6
EV/EBITDA	26.4	15.1	27.3	20.3	16.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.5	24.9	37.4	35.5	30.2
EBITDA이익률	11.5	15.1	22.1	24.3	24.7
부채비율	134.8	141.2	105.1	83.2	67.9
금융비용부담률	1.7	1.4	1.0	0.8	0.7
이자보상배율(x)	5.4	8.7	18.0	25.3	29.2
매출채권회전율(x)	4.7	4.6	4.3	4.3	4.2
재고자산회전율(x)	3.9	4.6	4.9	4.9	4.8

대덕전자(353200) UALink 생태계를 지탱하는 또 하나의 축

Analyst 양승수 02.6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	29,000원
현재주가(9.11)	25,650원
상승여력	13.1%

KOSPI	3,344.20pt
시가총액	12,675억원
발행주식수	4,942만주
유동주식비율	67.24%
외국인비중	8.20%
52주 최고/최저가	25,950원/12,870원
평균거래대금	163.5억원

주요주주(%)	
대덕 외 5인	32.76
국민연금공단	10.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	52.6	44.3
상대주가	3.6	15.8	8.4

주가그래프



3Q24 영업이익 160억원(+73.0% YoY)로 시장 컨센서스 24.0% 상회 전망

- 메모리 기판: GDD7, DDR5 중심의 수요 호조 지속. 특히 GDDR7은 기존 메모리 고객사 외에 신규 고객사로의 공급망 합류 효과로 출하 물량 증가가 이어질 것으로 예상
- FC-BGA: 차량 전장화에 따른 응용처 확대 효과로 매출 증가 및 적자 폭 축소 전망
- MLB: AI 가속기 및 스위치향 출하 증가와 더불어 방산향 물량 확대 효과가 본격화되면서 안정적인 성장세가 이어질 것으로 기대

UALink 생태계의 핵심

- 동사의 주요 AI 가속기 고객사는 '26년부터 UALink 기술을 기반으로, 엔비디아의 NVL72와 유사한 서버랙 제품 출시 계획을 발표
- 이 과정에서 신호 무결성(Signal Integrity) 확보를 위해 엔비디아의 Bianca Board와 유사한 UBB와 OAM을 통합한 형태의 새로운 기판 채택 예상
- 해당 기판은 현행 Bianca Board와 마찬가지로 고난이도의 HDI 기술 적용이 불가피하며, 과거 스마트폰 메인보드를 통해 HDI 기술을 축적해온 동사가 유리한 입지를 확보할 것으로 기대
- 동사의 MLB 매출액은 AI 가속기 및 네트워크·방산향 수요 확대에 힘입어 '24년 1,227억원에서 '25년 1,694억원, '26년 2,968억원으로 성장 전망

투자의견 Buy, 적정주가 29,000원 상향 제시

- 2026년 EPS(1,718원) X 16.7배(이수페타시스, Unimicron 평균 Per에 20% 할인)
- AI 중심의 중장기 성장 스토리를 기반으로 한 투자 매력도가 지속적으로 부각될 것으로 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	909.7	23.7	25.4	501	-86.5	16,857	54.0	1.6	8.5	2.9	29.9
2024	892.1	11.3	23.8	464	-7.4	16,996	33.4	0.9	4.5	2.7	24.4
2025E	998.7	31.9	24.4	655	41.3	17,087	39.1	1.5	8.3	2.8	26.1
2026E	1,186.9	97.4	84.9	1,718	162.2	18,351	14.9	1.4	5.3	9.3	28.7
2027E	1,621.9	234.3	203.4	4,115	139.5	21,916	6.2	1.2	2.7	19.6	32.6

대덕전자 실적 테이블

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	214.9	238.3	232.8	206.6	215.6	246.2	267.0	271.2	892.2	998.7	1,186.9
(% QoQ)	-8.3%	10.9%	-2.3%	-11.2%	4.3%	14.2%	8.5%	1.6%			
(% YoY)	-1.3%	8.4%	-2.1%	-11.8%	0.3%	3.3%	14.7%	31.2%	-1.9%	11.9%	18.9%
패키지기판	188.5	208.6	197.7	173.9	176.6	207.9	222.0	222.6	768.7	829.0	890.1
Memory	117.5	129.6	127.3	102.0	101.3	127.1	133.5	132.7	476.4	494.6	527.5
Non-Memory	71.0	79.0	70.4	72.0	75.3	80.7	88.5	89.8	292.4	334.3	362.6
MLB기판	25.5	29.6	35.0	32.6	38.8	37.7	44.7	48.2	122.7	169.4	296.8
FPCB	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
영업이익	-2.9	10.9	9.2	-6.0	-6.2	1.9	16.0	20.2	11.3	31.9	97.4
(% QoQ)	-144.9%	-477.8%	-15.5%	-164.8%	3.8%	-130.6%	739.5%	26.8%			
(% YoY)	-128.1%	94.3%	550.9%	-192.9%	114.9%	-82.6%	73.0%	-438.6%	-52.6%	183.1%	205.4%
영업이익률 (%)	-1.3%	4.6%	4.0%	-2.9%	-2.9%	0.8%	6.0%	7.5%	1.3%	3.2%	8.2%
세전이익	2.6	15.4	6.5	5.7	-6.3	-1.9	17.8	18.4	30.2	28.1	103.6
지배주주순이익	2.0	12.2	5.2	4.4	-5.7	4.4	12.5	13.2	23.8	32.4	84.9
지배주주순이익률 (%)	0.9%	5.1%	2.2%	2.1%	-2.6%	1.8%	4.7%	4.9%	2.7%	3.2%	7.2%

자료: 대덕전자, 메리츠증권 리서치센터

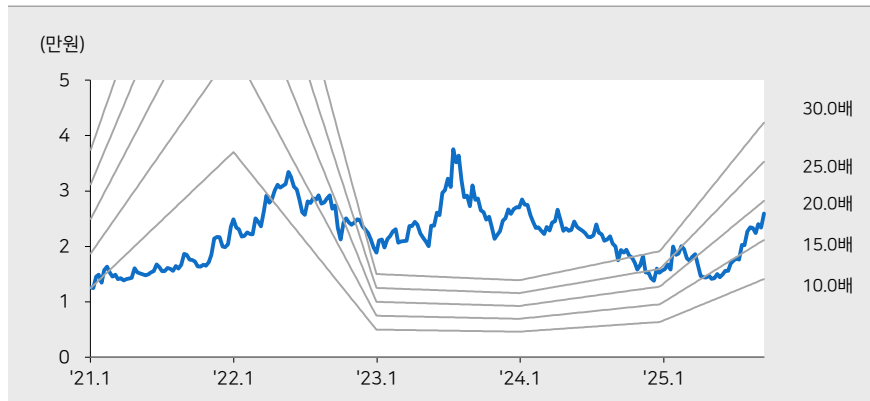
대덕전자 밸류에이션 테이블

대덕전자 PER 밸류에이션 테이블

(배)		2021	2022	2023	2024	2025E	
주가 (원)	High	25,450	34,100	39,650	29,950		
	Low	11,800	18,700	17,900	12,870		
	Average	16,558	26,165	25,464	21,301		
확정치	PER (배)	High	20.2	9.2	79.2	64.6	
		Low	9.3	5.0	35.8	27.8	
		Average	13.1	7.1	50.9	45.9	
컨센서스	EPS (원)	(원)	1,262	3,705	501	464	655
		Growth(%)	-545.3	193.4	-86.5	-7.4	41.3
		High	21.2	8.6	71.2	59.2	
PER (배)	Low	9.8	4.7	32.1	25.4		
	Average	13.8	6.6	45.7	42.1		
	EPS (원)	(원)	1,200	3,980	557	506	517
Growth(%)	-1,479.3	231.7	-85.0	1.1	11.5		

자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PER 밴드



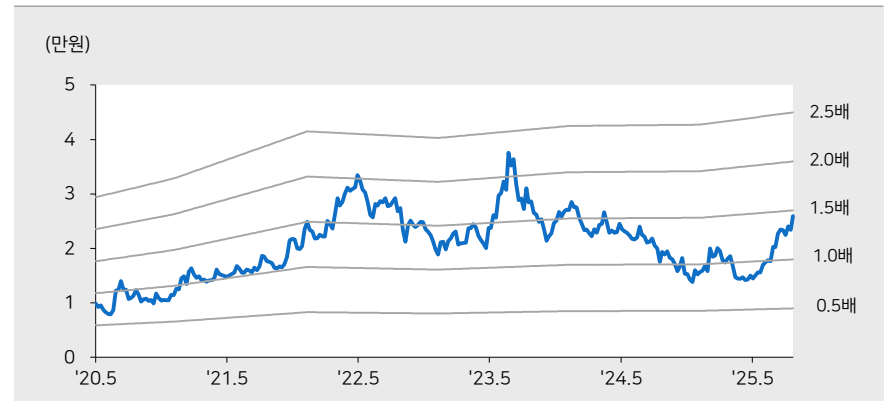
자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 적정주가 산정표

	Fair Value(원)	비고
EPS	1,718	2026년 EPS
적정배수(배)	16.7	이수페타시스, Unimicron 평균 Per에 20% 할인
적정가치 (원)	28,663	
적정주가 (원)	29,000	
현재주가 (원)	25,650	
상승여력 (%)	13.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

대덕전자 (353200)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	909.7	892.1	998.7	1,186.9	1,621.9
매출액증가율(%)	-30.9	-1.9	11.9	18.9	36.6
매출원가	834.5	830.6	902.8	1,009.2	1,269.0
매출총이익	75.1	61.6	95.8	177.7	352.9
판매비와관리비	51.4	50.3	64.0	80.4	118.6
영업이익	23.7	11.3	31.9	97.4	234.3
영업이익률(%)	2.6	1.3	3.2	8.2	14.4
금융손익	9.1	17.1	-3.8	7.2	11.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.5	1.8	0.0	-1.0	0.0
세전계속사업이익	28.4	30.2	28.1	103.6	246.2
법인세비용	3.0	6.4	3.7	18.6	42.9
당기순이익	25.4	23.8	24.4	84.9	203.4
지배주주지분 순이익	25.4	23.8	24.4	84.9	203.4
Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	433.1	465.9	484.5	604.9	871.7
현금및현금성자산	76.6	38.2	5.7	35.8	94.2
매출채권	123.2	128.4	143.7	170.8	233.4
재고자산	90.6	100.5	112.5	133.7	182.7
비유동자산	694.5	622.9	625.7	612.1	625.1
유형자산	629.2	567.7	573.3	562.2	576.9
무형자산	12.8	11.0	8.1	5.5	3.8
투자자산	7.0	7.3	7.3	7.4	7.5
자산총계	1,127.5	1,088.7	1,110.1	1,216.9	1,496.8
유동부채	176.7	159.7	170.8	202.6	276.0
매입채무	46.2	42.4	47.5	56.4	77.1
단기차입금	0.0	2.3	2.3	2.3	2.3
유동성장기부채	6.8	6.8	0.0	0.0	0.0
비유동부채	82.5	53.5	59.1	69.0	91.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.9	6.6	6.6	6.6	6.6
부채총계	259.2	213.2	230.0	271.6	367.9
자본금	25.8	25.8	25.8	25.8	25.8
자본잉여금	545.1	545.1	545.1	545.1	545.1
기타포괄이익누계액	0.8	3.1	3.1	3.1	3.1
이익잉여금	296.7	301.6	306.3	371.4	555.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	868.3	875.5	880.2	945.3	1,128.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	180.8	97.8	129.3	170.2	268.4
당기순이익(손실)	25.4	23.8	24.4	84.9	203.4
유형자산감가상각비	110.5	113.4	94.4	91.1	85.4
무형자산상각비	4.6	4.1	3.8	2.6	1.8
운전자본의 증감	40.5	-64.3	-4.8	-10.0	-23.1
투자활동 현금흐름	-197.5	-116.1	-134.4	-120.3	-190.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-117.1	-59.6	-100.0	-80.0	-100.0
투자자산의 감소(증가)	-1.0	-0.2	-0.0	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	-28.9	-20.6	-27.4	-19.7	-19.7
차입금증감	-7.2	-4.2	-6.8	0.0	0.1
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-45.8	-38.4	-32.5	30.2	58.4
기초현금	122.4	76.6	38.2	5.7	35.8
기말현금	76.6	38.2	5.7	35.8	94.2
Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	18,408	18,053	20,209	24,019	32,820
EPS(지배주주)	501	464	655	1,718	4,115
CFPS	3,800	3,291	2,633	3,845	6,504
EBITDAPS	2,808	2,604	2,633	3,865	6,504
BPS	16,857	16,996	17,087	18,351	21,916
DPS	300	400	400	400	400
배당수익률(%)	1.1	2.6	1.6	1.6	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	54.0	33.4	39.1	14.9	6.2
PCR	7.1	4.7	9.7	6.7	3.9
PSR	1.5	0.9	1.3	1.1	0.8
PBR	1.6	0.9	1.5	1.4	1.2
EBITDA(십억원)	138.8	128.7	130.1	191.0	321.4
EV/EBITDA	8.5	4.5	8.3	5.3	2.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.9	2.7	2.8	9.3	19.6
EBITDA이익률	15.3	14.4	13.0	16.1	19.8
부채비율	29.9	24.4	26.1	28.7	32.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	25.8	16.5	67.1	280.5	670.3
매출채권회전율(x)	5.8	7.1	7.3	7.5	8.0
재고자산회전율(x)	8.6	9.3	9.4	9.6	10.2

Union Tool (6278 JP) MLB 쇼티지와 함께 가는 기업

Analyst 양승수 02. 6454-4875
seungsoo.yang@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	9,070엔
현재주가 (4.28)	8,580엔
상승여력	+5.7%

NIKKEI 225	44,372.50pt
시가총액	169,712.4백만엔
유동주식비율	45.8%
52주 최고/최저가	9,150 / 3,120엔

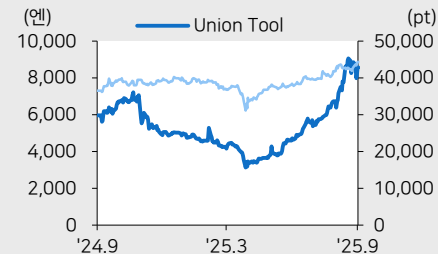
주요주주(%)

Koei Japan	31.03
Mizuho	4.02
Tokyo Kiraboshi	3.46

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.3	108.8	54.9
상대주가	21.1	87.0	27.9

주가그래프



PCB 드릴 비트(Drill Bit) 장인 Union Tool

- Union Tool은 1955년 설립되어, 1963년 일본 최초로 PCB 드릴비트를 제조·판매하기 시작한 PCB 가공용 드릴비트 전문 기업
- PCB 드릴비트는 기판의 회로 연결을 위한 비아홀 가공에 사용되는 핵심 소모품

투자 포인트

- 기판의 층수 증가와 고속 신호 전송 수요 확대와 함께 드릴링 과정에서의 미세 가공 정밀도, 내마모성, 칩 제거 성능 등이 품질과 생산성을 좌우하는 핵심 요소로 부각
- 특히 AI 서버용 MLB는 기존 대비 2~3배 이상 많은 홀을 필요로 하며, 수 μm 단위의 정밀도를 요구하기 때문에 드릴비트의 소모와 마모가 빨라져 교체 주기 단축이 불가피
- AI 서버용 MLB의 고다층화와 미세비아 확대에 따라 드릴링 횟수가 폭증하고 있으며, 드릴비트의 소모성 특성으로 인해 공급 부족 심화
- 드릴비트는 초정밀 공구 산업으로, 일본 Union Tool, 대만 Topoint, 교세라 등 소수 업체가 과점하고 있으며 그 중 Union Tool이 글로벌 1위 기업으로 가장 많은 생산 Capa를 보유 중

매출 비중 현황 (CY 1H25 기준)

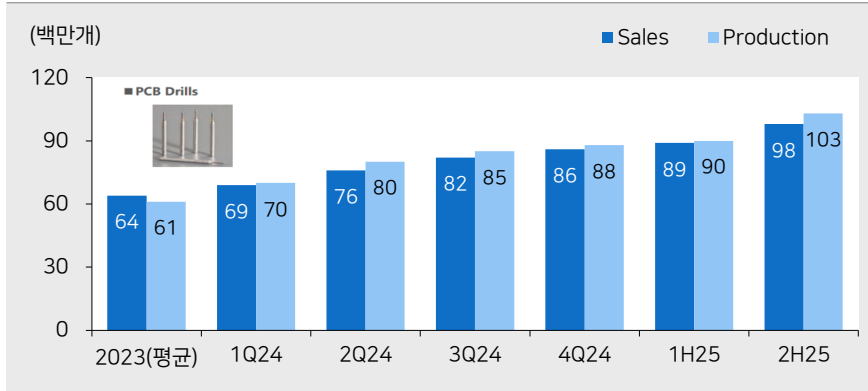
- 품목별: ULF Coated Drill: 35.4%, 기타 PCB Drill: 35.7% End Mill: 16.8%, DUC Drill: 6.8%, 기타: 5.2%
- 응용처별: Automotive: 20%, PKG: 48%, Digital & Mobile: 6%, Telecommunication: 13%, Others: 13%
- 지역별: 일본 48.5% / 아시아 42.8% / 북미 3.6% / 유럽 5.0%

(백만엔)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (엔) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	25,338	3,778	3,077	178	-38.4	3,894.6	18.7	0.9	5.8	4.7	0.5
2024	32,606	6,878	5,283	306	71.7	4,233.7	16.4	1.2	7.1	7.5	0.5
2025E	38,367	8,000	6,067	351.2	14.8	4,407.2	24.4	1.9		8.5	-
2026E	43,500	9,600	7,300	422.6	20.3	4,689.4	20.3	1.8			-
2027E	47,000	10,300	7,850	454.4	7.5	4,995.9	18.9	1.7			-

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

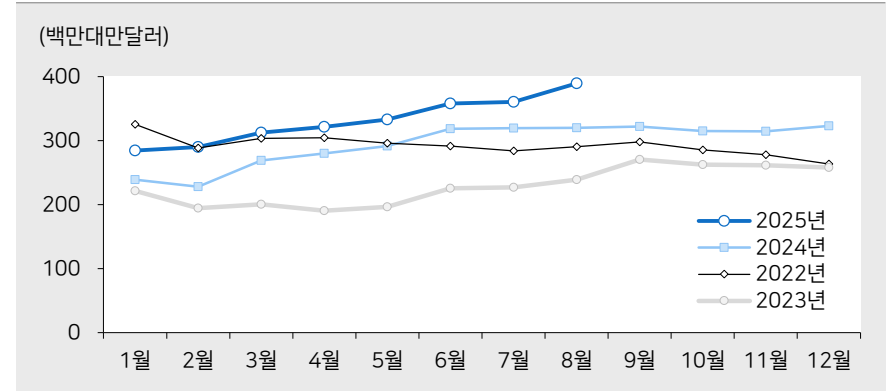
Union Tool 실적 차트

Union Tool PCB Drill 판매 및 생산 추이



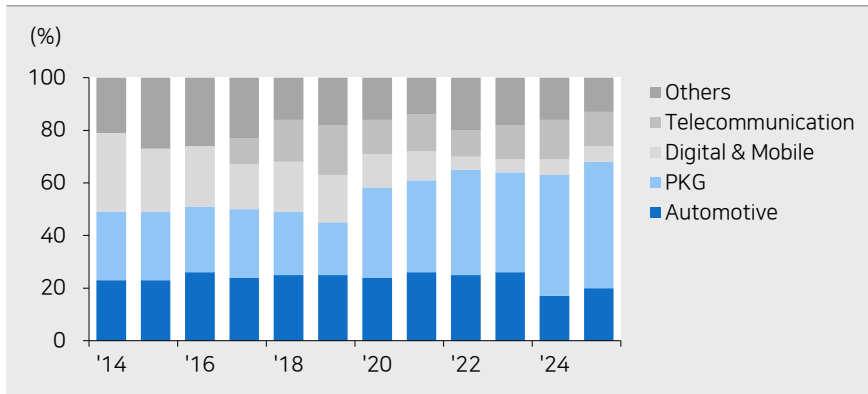
자료: Union Tool, 메리츠증권 리서치센터

경쟁사 Topoint 월별 매출



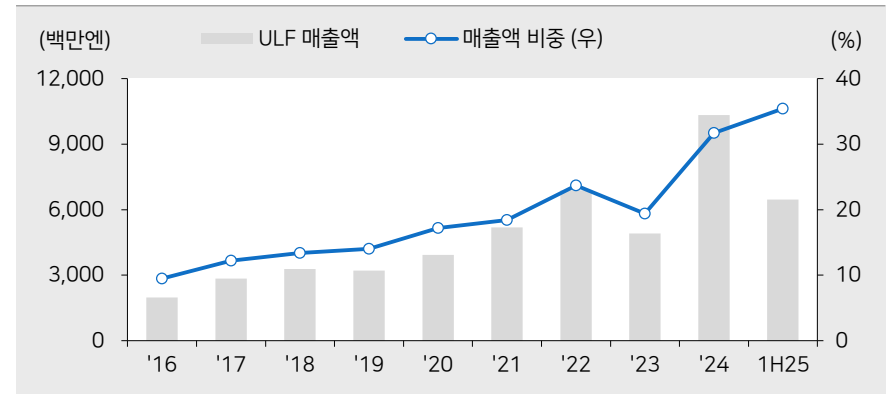
자료: Topoint, 메리츠증권 리서치센터

Union Tool 응용처별 매출 비중 추이



자료: Union Tool, 메리츠증권 리서치센터

Union Tool ULF 코팅드릴 매출 추이



자료: Union Tool, 메리츠증권 리서치센터

Lumentum (LITE US) Telecom의 영광을 Datacom에서 재현

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12M)	139.81 달러
현재주가(9.10)	164.88 달러
상승여력	-15.2%

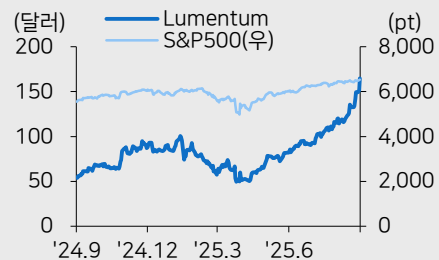
S&P 500	6,532.04 Pt
시가총액	11,525 백만달러
유동주식비율	97.49%
52주 최고/최저가	167.96/45.65

주요주주(%)

Vanguard Group	10.65
Capital Group Companies INC	10.60
Blackrock	10.58

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	43.3	165.7	205.6
상대주가	40.8	148.5	188.0

주가그래프



Telecom 시장의 전통적 강자에서 Datacom 시장의 다크호스로

- Lumentum은 광학 및 광자 제품을 제조하는 시장 선도 업체로, 통신사 퍼블릭망이나 데이터센터 및 AI/ML 구축 기업에 공급하는 Cloud & Networking 사업부와 반도체, 전기차 등 기타 Industrial Tech 사업부로 구성
- 동사는 전통적으로 LTE, 5G와 같은 Telecom 광 모듈 시장에서 글로벌 1위(M/S 약 20%) 사업자 지위를 유지했으나, 데이터센터와 같은 Datacom 광 모듈 시장에서는 Coherent, Innolight에 밀려 한 자릿수 시장 점유율로 약세

데이터센터 관련 광 모듈 실적의 개선

- 전체 매출액의 80% 이상을 차지하는 Cloud & Networking 사업부는 4Q25 4억 2,410만달러(+66.5% YoY)를 기록
- 해당 사업부는 FY 2024년 매출액 감소로 10% 초반까지 훼손된 영업이익률이 23.6%까지 크게 회복
- Industrial Tech 사업부는 매출액 5,660만달러(+5.6% YoY), 영업이익 340만달러(흑전 YoY)로 수익성 개선 중

2025년 3월 NVIDIA의 실리콘 포토닉스 생태계 파트너사로 선정

- Lumentum은 FY 1Q26 분기 총 매출액 가이드스를 전년 대비 +55.8% 성장한 5.1~5.4백만달러로 제시
- 2027년 Cloud & Networking 사업부 연간 매출액 컨센서스는 약 25억달러로 +32.9% CAGR 성장 전망
- 2025년 3월 NVIDIA의 실리콘 포토닉스 파트너사로 선정되어 CPO 기술에 필요한 레이저 기술 제공 예정

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,713	303	199	2.79	-47.1	27.57	25.2	2.82	9.7	10.3	103.3
2023	1,767	-116	-132	-1.93	적자전환	20.42	N/A	2.78	30.5	-8.1	212.0
2024	1,359	-434	-547	-8.12	적자확대	14.42	N/A	9.68	N/A	-47.3	267.4
2025E	2,299	156	141	4.87	흑자전환	21.43	83.6	12.70	49.1	27.0	229.9
2026E	2,763	427	360	12.05	147.34	21.43	33.8	7.69	23.5	27.0	229.9

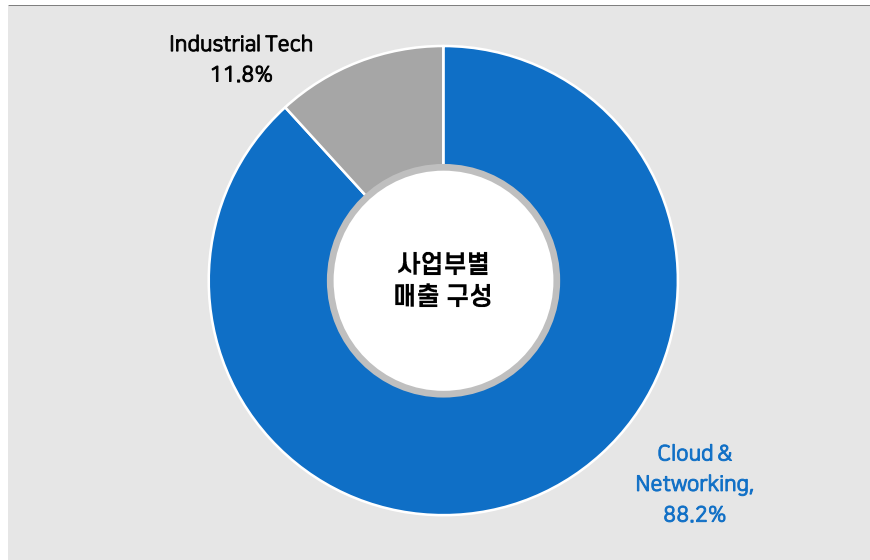
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Lumentum(LITE US) – 글로벌 광 모듈 시장 선도 업체

Lumentum 기업 개요

- Lumentum은 광학 모듈 분야 시장 선도 업체로, 통신사 퍼블릭망이나 데이터센터 및 AI/ML 구축 기업에 공급하는 Cloud & Networking 사업부와 반도체, 전기차 등 기타 Industrial Tech 사업부로 구성
- Cloud & Networking 주력 제품 800G ZR+ 트랜시버는 고출력 광범위 커버리지를 지원
- LTE, 5G와 같은 Telecom 광 모듈 시장에서 글로벌 1위(M/S 약 20%) 사업자 지위를 가졌으나, 데이터센터 등 Datacom 광 모듈 시장에서는 Coherent, Innolight에 밀려 한 자릿수 시장 점유율 차지
- Industrial Tech 사업은 모바일 및 자동차를 포함한 다양한 3D 센서에 필요한 레이저 기술을 제공

Lumentum FY 4Q25 사업부별 매출 구성



자료: Lumentum, 메리츠증권 리서치센터

주요 제품



자료: Lumentum

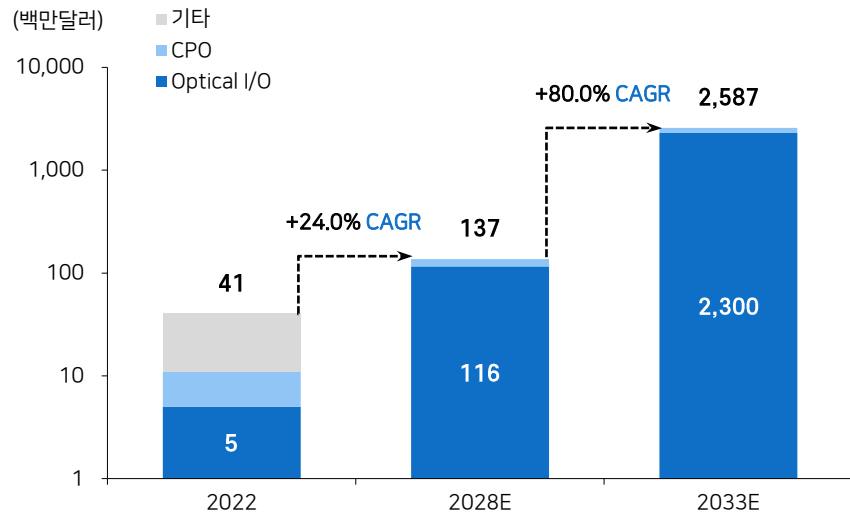
Lumentum(LITE US) – 글로벌 광 모듈 시장 전망 및 경쟁력

AI 진화론 Ep.3
중, 횡, 무진

광트랜시버 시장 고성장 지속 전망

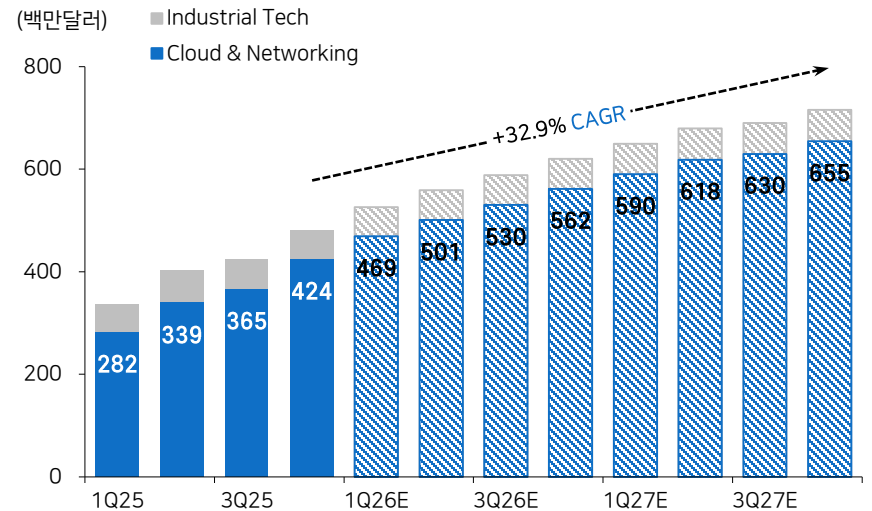
- 글로벌 광트랜시버 시장은 2022년 5백만달러에서 2028년 1억 1,600만달러(+24.0% CAGR), 2033년 23억달러(+45.9% CAGR)로 고성장 가속화 전망
- Lumentum은 FY 1Q26 분기 총 매출액 가이드언스를 전년 대비 +55.8% 성장한 5.1~5.4백만달러로 제시
- 2027년 Cloud & Networking 사업부 연간 매출액 컨센서스는 약 25억달러로 +32.9% CAGR 성장 전망
- 2025년 3월 NVIDIA의 실리콘 포토닉스 파트너사로 선정되어 CPO 기술에 필요한 레이저 기술 제공 예정

글로벌 광트랜시버 시장 전망



자료: YOLE, 메리츠증권 리서치센터

Lumentum 실적 컨센서스



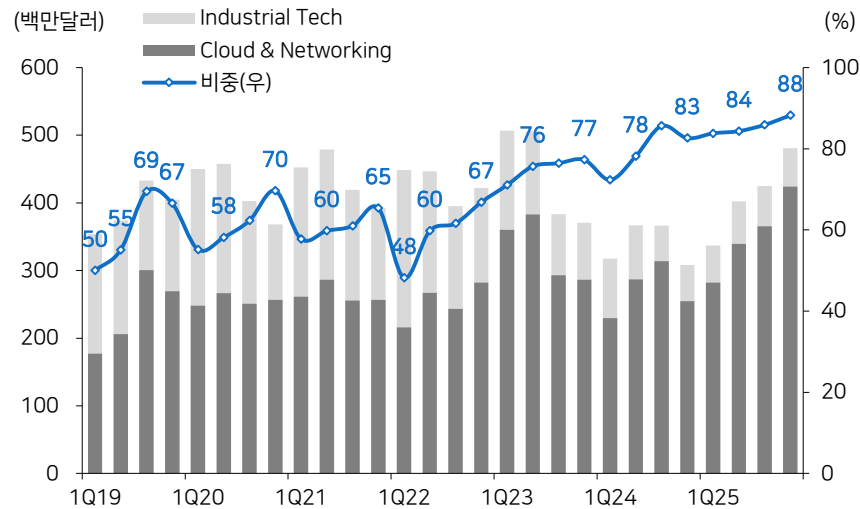
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Lumentum(LITE US) – 실적 추이 및 전망

매출 회복에 따른 수익성 개선

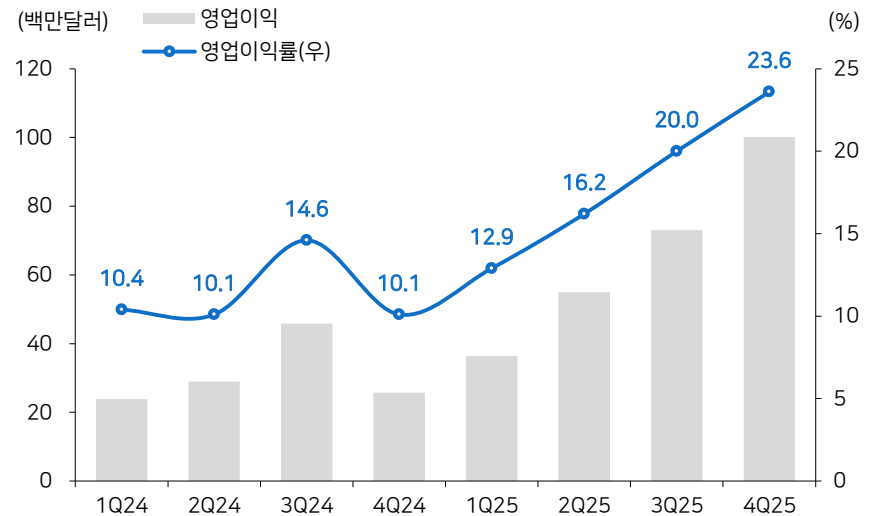
- 총 매출액의 80% 이상을 차지하는 Cloud & Networking 사업부는 4Q25 4억 2,410만달러(+66.5% YoY)를 기록. FY 2024년 매출액 감소로 10% 초반까지 훼손된 영업이익률이 23.6%까지 크게 회복
- 반면 Industrial Tech는 매출액 5,660만달러(+5.6% YoY), 영업이익 340만달러(흑전 YoY)로 개선 중
- CY 1H24 이미징 및 센싱 수요 둔화로 매출이 전반기 대비 -36.7% 하락하고, 구조조정 및 무형자산 상각에 따른 일회성 비용 반영으로 적자전환. FY 2025는 매출액이 소폭 회복하며 OPM 5.2% 기록

전체 매출액 및 Cloud & Networking 사업부 매출액 추이



자료: Lumentum, 메리츠증권 리서치센터

Cloud & Networking 사업부 영업이익 및 이익률 추이



자료: Lumentum, 메리츠증권 리서치센터

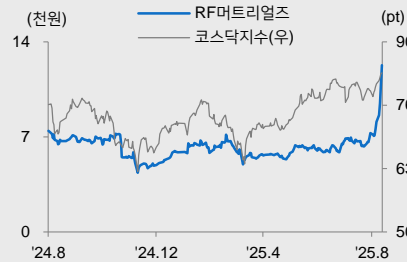
Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9.11)	11,930원
상승여력	-
KOSDAQ	834.76pt
시가총액	1,006억원
발행주식수	843만주
유동주식비율	41.79%
외국인비중	5.02%
52주 최고/최저가	11,930원/4,245원
평균거래대금	16.0억원

주요주주(%)	
알에프에이치아이씨 외 9인	55.28

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	88.2	95.9	89.1
상대주가	83.0	69.3	60.7

주가그래프



화합물 반도체 패키지 전문기업

- 동사는 RF 및 광통신에 사용되는 통신용 패키지, 레이저 모듈에 적용되는 레이저용 패키지 등 화합물 반도체 패키지를 개발 및 생산
- 2004년 메탈라이프로 설립된 동사는 2017년 RFHIC에 인수되었으며, 2019년 코스닥 상장 후 2021년 사명 변경 완료
- 2024년 기준 매출 비중은 통신용 패키지 22%, 레이저용 패키지 2%, 군수용 패키지 3%, 군수용 장비부품(RF시스템즈) 59%

통신용 패키지 매출의 안정적 성장 전망

- 동사는 2Q25 연결 매출액 166억원(+45.5% YoY), 영업이익 19억원(흑전 YoY)으로 상장 이후 최대 분기 실적 기록
- 자회사 RF시스템즈 방산 수주에 따른 군수용 장비부품 매출(+42.3% YoY)이 전반적인 외형 성장을 견인했으나, Lumentum향 공급 물량이 확대된 통신용 패키지 매출도 52억원(+183.7% YoY)으로 역대 최대 성과 달성

검증된 기술력으로 우주용 반도체 패키지뿐만 아니라 데이터센터 시장 진출 전망

- 수직 중합 기술, 냉각 효율 극대화 기술 등을 통해 방열 효과를 극대화한 콜드플레이트를 레이저 모듈에 적용해 양산
- 또한, 국가전략형 과제로 2030년까지 1,050억원의 예산이 투입되는 우주항공 반도체 개발에 참여
- Lumentum의 공급망 재편으로 데이터센터 네트워크 장비에 필수적인 Pump Laser 관련 매출의 중장기 성장 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	18.2	-0.6	-0.6	-85	N/A	4,057	-164.8	3.5	323.1	-2.1	80.9
2021	37.8	-0.0	-0.9	-119	적자확대	4,337	-123.7	3.4	24.1	-2.6	69.1
2022	50.4	2.7	3.3	410	흑자전환	5,233	29.3	2.3	21.0	7.8	81.5
2023	47.9	-0.0	-0.7	-80	적자전환	5,259	-132.8	2.0	25.9	-1.5	61.9
2024	44.5	-1.5	-4.8	-568	적자확대	4,871	-8.4	1.0	19.9	-11.7	62.5

RF머트리얼즈(327260) – 회사 개요 및 주요 제품 소개

RF머트리얼즈 회사 소개

- 당사는 통신용 패키지, 레이저용 패키지 등 화합물 반도체 패키지를 개발 및 생산
- 2004년 메탈라이프로 설립되어, 2017년 RFHIC에 인수. 2019년 코스닥 상장 후 2021년 사명 변경
- 2024년 기준 매출 비중은 통신용 패키지 22%, 레이저용 패키지 2%, 군수용 패키지 3%, 군수용 장비부품(RF시스템즈) 59%

RF머트리얼즈 회사 연혁

연도	내용
2004	회사 설립
2010	중소기업 기술혁신상 수상
2012	세라믹 Metallizing 구축
2013	GaN RF 트랜지스터용 PKG 양산
2014	500평에서 1,000평으로 공장 확장
2015	multi-Layer Ceramic 생산설비 구축
2017	RFHIC와 M&A
2018	세라믹 그린시트 생산 설비 구축
2019	코스닥 상장
2020	적층 세라믹 라인 증설, 알에프시스템즈 인수
2021	메탈라이프에서 알에프머트리얼즈로 사명 변경
2022	연 수출 5백만달러 달성

자료: RF머트리얼즈, 메리츠증권 리서치센터

RF머트리얼즈 주요 제품



자료: RF머트리얼즈

RF머트리얼즈(327260) – 주요 고객사 현황

RF머트리얼즈 주요 고객 현황

- 통신용 패키지는 GaN, GaAs, InP 등 화합물 반도체가 안정적으로 작동할 수 있도록 밀폐 상태를 유지하며, 고열을 방출할 수 있는 Heat Sink와 세라믹 단자로 구성
- 통신용 패키지 매출은 Captive인 RFHIC향 비중이 높은 편이었으나, 검증된 기술력을 바탕으로 Wolfspeed, Lumentum, Macom 등에 공급하며 Captive 의존도를 낮추고 고객 다변화에 성공
- 주요 경쟁사는 일본은 Kyocera, NGK Spark Plug, 미국의 Sinclair 등

RF머트리얼즈 주요 국내 고객사 현황

Optical Communication	
RF Power T/R	
Laser Module	
Military & Defense	
Others (Automobile, Power)	

자료: RF머트리얼즈, 메리츠증권 리서치센터

RF머트리얼즈 주요 해외 고객사 현황

Optical Communication	
RF Power T/R	
Laser Module	
Military & Defense	

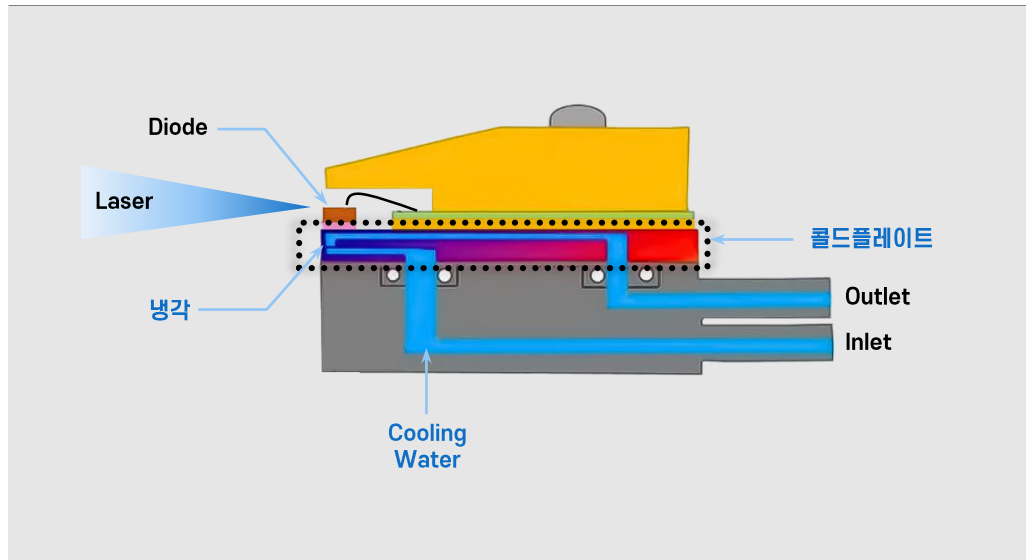
자료: RF머트리얼즈, 메리츠증권 리서치센터

RF머트리얼즈(327260) – 검증된 기술 경쟁력

RF머트리얼즈 기술 경쟁력

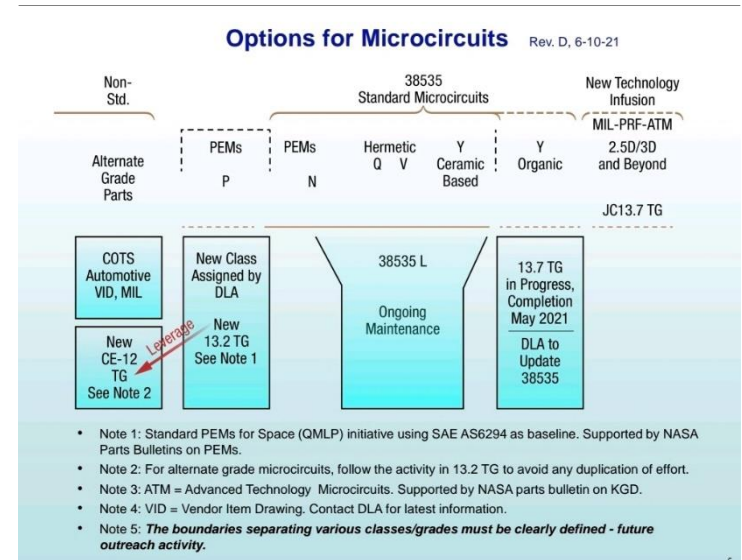
- 콜드 플레이트는 작은 유체통로로 냉각제를 통과시킴으로써 열을 분산시켜 방열 효과를 극대화한 제품
- 수직 중합 기술, 냉각 효율 극대화 기술 등 경쟁력을 통해 레이저 모듈에 콜드플레이트를 적용해 양산
- 또한, 동사는 국가전략형 과제로 2030년까지 1,050억원의 예산이 투입되는 우주항공 반도체 개발에 참여
- 우주용 패키징은 극한 환경에서의 고신뢰성을 위해 방사선 차폐, 열 관리, 소형화 및 경량화가 핵심
- 기존 우주용 패키징은 세라믹이 주로 사용됐으나, 비용 효율성 추세와 맞물려 실리콘 사용 증가

RF머트리얼즈의 콜드 플레이트 기술



자료: 언론

우주용 패키지 개발 방향



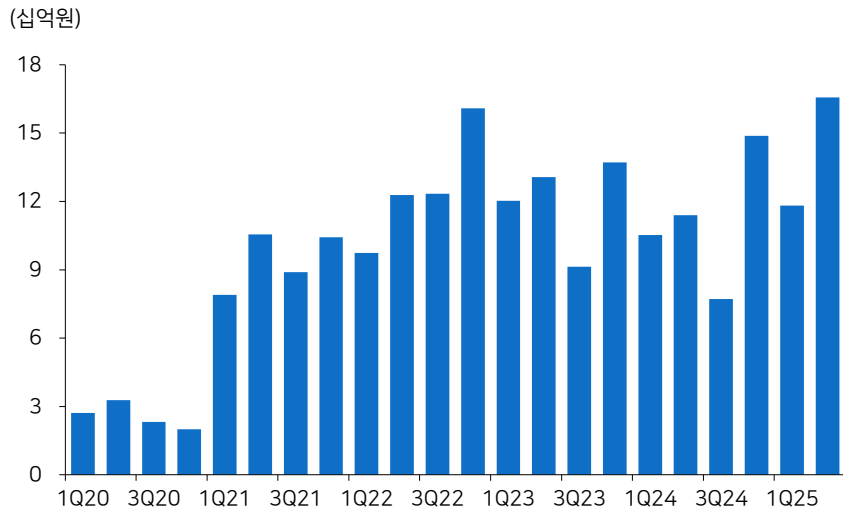
자료: NASA

RF머트리얼즈(327260) – 매출액 및 영업이익 추이

RF머트리얼즈 실적 추이

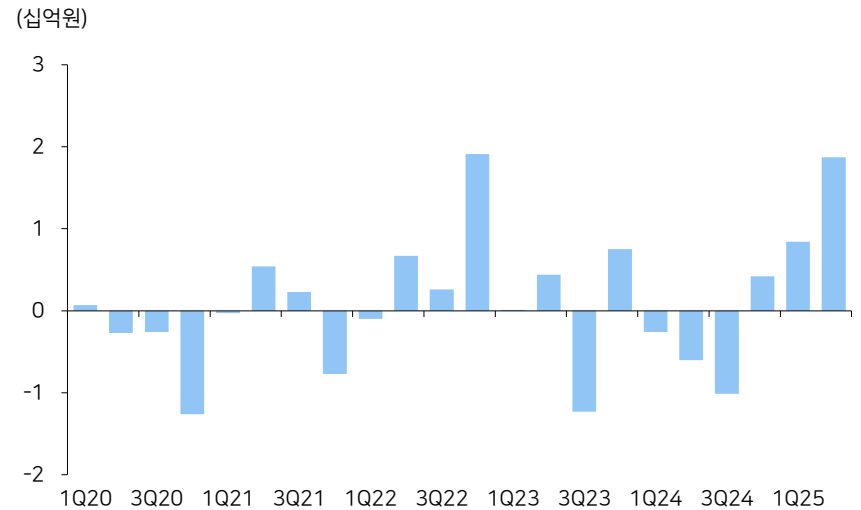
- 2Q25 연결 매출액 166억원(+45.5% YoY), 영업이익 19억원(흑전 YoY)으로 상장 후 최대 분기 실적 기록
- RF시스템즈 방산 수주에 따른 군수용 장비부품 매출(+42.3% YoY)이 전반적인 외형 성장을 견인
- Lumentum향 공급 물량 확대로 통신용 패키지 매출도 52억원(+183.7% YoY)으로 역대 최대 성과 달성
- Lumentum의 공급망 재편으로 데이터센터 네트워크에 필수적인 Pump Laser 매출의 증장기 성장 전망

RF머트리얼즈 분기 매출액 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

RF머트리얼즈 분기 영업손익 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

RF머트리얼즈 (327260)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	18.2	37.8	50.4	47.9	44.5
매출액증가율(%)	0.0	107.4	33.5	-5.0	-7.1
매출원가	15.6	30.7	38.1	37.3	35.1
매출총이익	2.7	7.1	12.4	10.6	9.5
판매비와관리비	3.3	7.2	9.6	10.6	10.9
영업이익	-0.6	-0.0	2.7	-0.0	-1.5
영업이익률(%)	-3.5	-0.1	5.4	-0.1	-3.3
금융손익	-0.3	-0.5	0.1	-0.5	0.5
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	0.4	0.2	0.9	-6.6
세전계속사업이익	-0.9	-0.1	3.0	0.4	-7.5
법인세비용	-0.6	0.3	-0.5	-0.3	0.1
당기순이익	-0.2	-0.4	3.6	0.7	-7.6
지배주주지분 손이익	-0.6	-0.9	3.3	-0.7	-4.8

Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	35.1	44.1	61.4	64.1	81.8
현금및현금성자산	18.3	12.5	25.3	21.5	39.0
매출채권	5.4	5.7	6.4	6.7	10.5
재고자산	9.9	10.0	9.3	11.3	12.0
비유동자산	23.5	27.2	34.5	32.9	31.7
유형자산	20.1	23.0	27.6	27.5	25.9
무형자산	2.1	2.2	3.0	2.3	2.5
투자자산	0.6	0.5	2.4	2.0	1.5
자산총계	58.6	71.3	95.9	97.0	113.5
유동부채	16.0	18.6	25.4	25.8	32.5
매입채무	6.0	7.4	6.6	6.9	8.2
단기차입금	2.0	2.0	10.5	6.0	1.0
유동성장기부채	0.5	0.5	0.5	1.4	9.9
비유동부채	10.2	10.6	17.7	11.4	11.2
사채	8.0	8.2	13.1	10.9	3.7
장기차입금	1.4	0.8	3.3	0.0	6.8
부채총계	26.2	29.1	43.1	37.1	43.7
자본금	1.8	4.0	4.1	4.2	4.2
자본잉여금	16.2	20.5	25.0	27.7	30.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-0.1	-0.0	0.0
이익잉여금	11.1	10.2	13.5	12.0	7.4
비지배주주지분	3.2	7.3	9.9	15.6	28.8
자본총계	32.4	42.2	52.8	59.9	69.9

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	-0.3	4.0	4.6	5.2	2.0
당기순이익(손실)	-0.2	-0.4	3.6	0.7	-7.6
유형자산감가상각비	0.8	1.8	2.1	2.6	2.7
무형자산상각비	0.1	0.4	0.5	0.5	0.4
운전자본의 증감	-1.3	0.3	-1.8	0.2	-3.2
투자활동 현금흐름	-8.4	-18.6	-14.8	-4.8	16.9
유형자산의 증가(CAPEX)	5.3	4.6	12.0	3.9	1.2
투자자산의 감소(증가)	0.6	-0.1	1.9	-0.4	-0.5
재무활동 현금흐름	12.0	8.8	23.1	-3.2	-1.5
차입금증감	10.0	1.2	7.6	0.0	5.5
자본의증가	10.2	0.5	7.2	-6.3	0.0
현금의증가(감소)	3.3	-5.8	12.8	-2.8	17.5
기초현금	15.0	18.3	12.5	25.3	21.5
기말현금	18.3	12.5	25.3	22.5	39.0

Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	2,548	4,987	6,194	5,728	5,277
EPS(지배주주)	-85	-119	410	-80	-568
CFPS	346	630	1,238	1,218	991
EBITDAPS	42	283	647	369	199
BPS	4,057	4,337	5,233	5,259	4,871
DPS	0	0	100	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	-164.8	-123.7	29.3	-132.8	-8.4
PCR	40.7	23.3	9.7	8.7	4.8
PSR	5.5	2.9	1.9	1.9	0.9
PBR	3.5	3.4	2.3	2.0	1.0
EBITDA(십억원)	0.3	2.1	5.3	3.1	1.7
EV/EBITDA	323.1	24.1	21.0	25.9	19.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	-2.6	7.8	-1.5	-11.7
EBITDA이익률	1.6	5.7	10.4	6.4	3.8
부채비율	80.9	69.1	81.5	61.9	62.5
금융비용부담률	1.9	2.7	2.4	4.6	4.1
이자보상배율(x)	-1.8	0.0	2.3	0.0	-0.8
매출채권회전율(x)	6.7	6.8	8.3	7.3	5.2
재고자산회전율(x)	3.7	3.8	5.2	4.7	3.8

오이솔루션 (138080) 낙수효과(Trickle-down Effect)

Analyst 정지수 02. 6454-4863
jisoo.jeong@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (9.11)	10,840원
상승여력	-

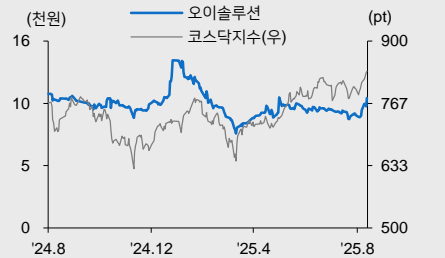
KOSDAQ	834.76pt
시가총액	1,152억원
발행주식수	1,062만주
유동주식비율	67.43%
외국인비중	1.94%
52주 최고/최저가	14,000원/7,890원
평균거래대금	2.2억원

주요주주(%)

박찬 외 3인	27.34
---------	-------

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.9	4.2	2.4
상대주가	9.8	-9.9	-13.0

주가그래프



국내 1위 광트랜시버 제조 기업

- 2003년 설립된 국내 1위 광트랜시버 제조 기업으로 전송속도별 1.25Gbps 이하부터 20Gbps 이상까지 다양한 제품군 보유
- 2024년 기준 매출 비중은 Wireless 62%, Telecom 15%, FTTH/MSO 12%, Datacom 3% 등 주로 통신 인프라 대응

기저효과를 감안해도 2025년 상반기 실적 반등은 긍정적

- 1Q25에 이어 2Q25에도 연결 매출액 159억원(+111.7% YoY), 영업적자 -16억원(적축 YoY) 기록하며 턴어라운드 성공
- 2Q25 사업부별 매출액은 Wireless(+25.3% YoY), Telecom/Datacom(+145.4% YoY) 반등이 고무적이었으며, FTTH/MSO 부문은 일본과 미국의 유선망 투자로 확대로 전년 대비 +1,040.9% 고성장 기록
- 2025년 연결 매출액 617억원(+92.8% YoY)으로 전년 대비 두 배 성장 전망. 분기 BEP는 4Q25 혹은 1Q26 달성 전망

글로벌 Top Tier로부터 낙수효과 기대

- 일본 고객사가 AI 데이터센터 관련 레이저 사업에 집중함에 따라 NTT 등 일본 내수용 광트랜시버 생산 시작
- 일본 NTT향 광트랜시버 물량은 1H25 초도 물량 대비 1H26 양산 물량은 두 배 이상 확대 전망
- 일본 정부는 디지털 인프라 정비 계획을 발표하며 2026년 초 mmWave(26HGz, 40GHz) 경매 계획

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	103.2	7.3	12.4	1,163	-75.0	13,835	48.1	4.0	40.9	8.6	32.8
2021	98.7	1.7	14.4	1,353	16.4	14,994	25.9	2.3	36.6	9.4	26.7
2022	77.0	-8.7	-6.0	-563	적자전환	13,898	-31.3	1.3	-293.4	-3.9	27.3
2023	46.0	-31.1	-33.8	-3,183	적자확대	10,488	-4.0	1.2	-5.7	-26.1	36.4
2024	32.0	-30.4	-33.1	-3,118	적자축소	6,975	-3.3	1.5	-5.6	-35.7	84.4

오이솔루션(138080) – 국내 1위 광트랜시버 제조 기업

AI 진화론 Ep.3
중, 횡, 무진

오이솔루션 기업 개요

- 국내 1위 광트랜시버 제조 기업으로 전송속도별 1.25Gbps 이하부터 20Gbps 이상까지 다양한 제품 보유
- 2024년 기준 매출 비중은 Wireless 62%, Telecom 15%, FTTH/MSO 12%, Datacom 3% 등
- 과거 삼성전자 네트워크 사업부 의존도가 높은 편이었으나, 꾸준히 고객 다변화를 모색했으며, 최근 글로벌 Top Tier 통신장비 업체의 신규 벤더 등록 완료

오이솔루션 주요 제품 라인업



자료: 오이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

오이솔루션 주요 고객사 현황



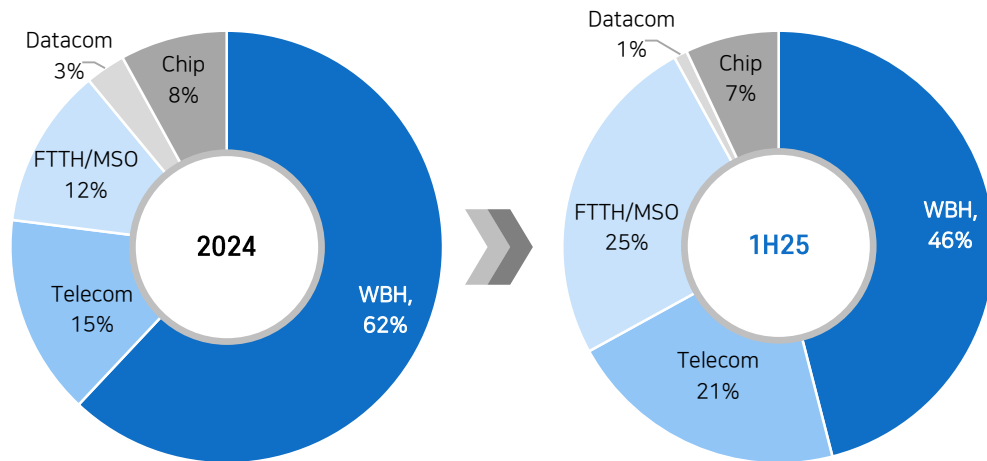
자료: 오이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

오이솔루션(138080) – 의미 있는 매출 비중의 변화

무선에서 유선으로의 매출 비중 변화

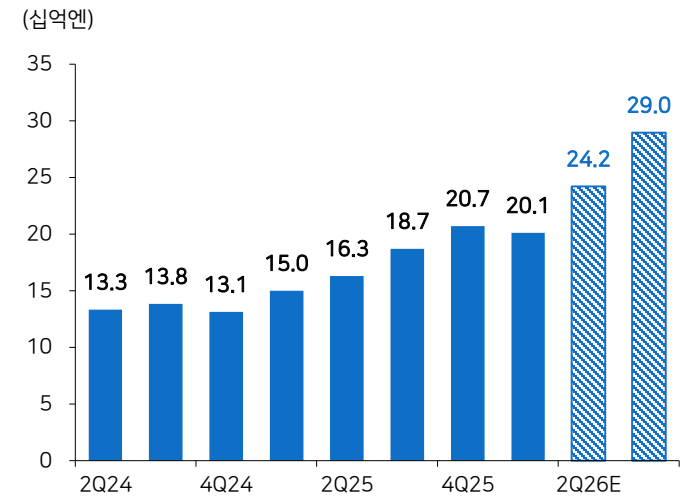
- 2024년 기준 매출 비중은 Wireless 62%, Telecom 15%, FTTH/MSO 12%, Datacom 3% 등이었으나, 1H25 기준 매출 비중은 Wireless 46%, Telecom 21%, FTTH/MSO 25% 등으로 유선 비중이 확대
- 일본 고객사가 데이터센터 관련 레이저 사업에 집중함에 따라 NTT 등 일본 내수용 광트랜시버 생산 시작
- 일본 NTT향 광트랜시버 물량은 1H25 초도 물량 대비 1H26 양산 물량은 두 배 이상 확대 전망

오이솔루션 제품별 매출 비중 변화 (2024년 vs 1H25)



자료: 오이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

스미토모 Optical & electronic devices 사업부 매출 추이



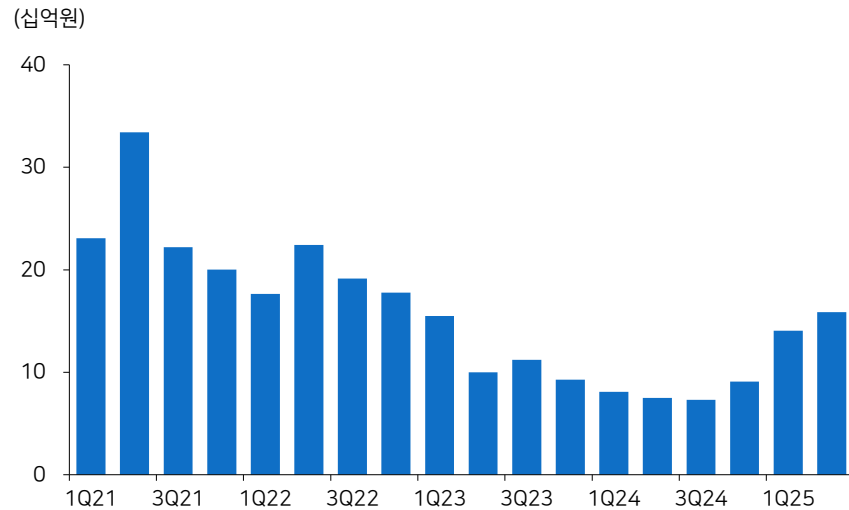
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오이솔루션(138080) – 낙수효과(Trickle-down Effect)

머지 않은 턴어라운드

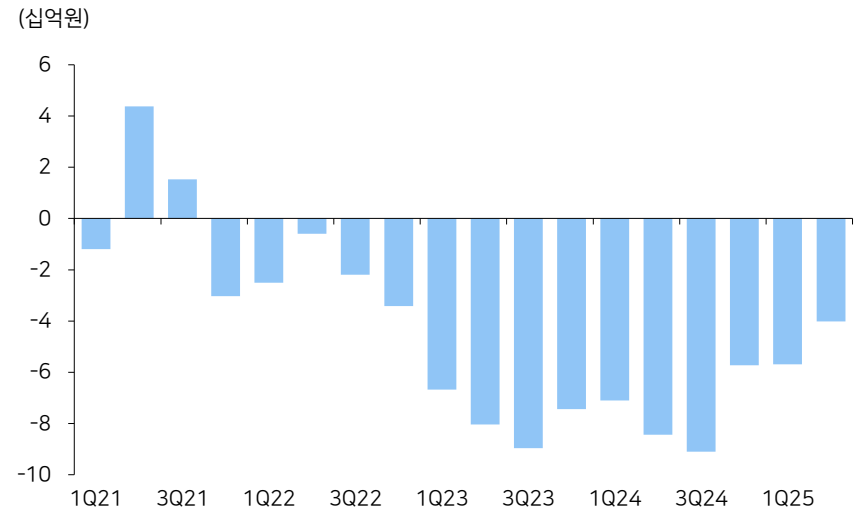
- 2Q25에도 연결 매출액 159억원(+111.7% YoY), 영업적자 -16억원(적축 YoY) 기록하며 턴어라운드 성공
- 2Q25 실적은 Wireless(+25.3% YoY), Telecom/Datacom(+145.4% YoY) 반등이 고무적이었으며, FTTH/MSO는 일본과 미국 등 유선 투자로 확대로 전년 대비 +1,040.9% 고성장 기록
- 2025년 연결 매출액 617억원으로 전년 대비 +92.8% 성장 전망. 분기 BEP는 4Q25 or 1Q26 달성 전망

오이솔루션 분기 매출액 추이



자료: 오이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

오이솔루션 분기 영업손익 추이



자료: 오이솔루션, 메리츠증권 리서치센터

오이솔루션 (138080)

Income Statement					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	103.2	98.7	77.0	46.0	32.0
매출액증가율(%)	-50.9	-4.4	-22.0	-40.2	-30.4
매출원가	62.7	62.4	52.8	46.8	36.9
매출총이익	40.5	36.3	24.1	-0.7	-4.9
판매비와관리비	33.2	34.6	32.8	30.3	25.5
영업이익	7.3	1.7	-8.7	-31.1	-30.4
영업이익률(%)	7.1	1.7	-11.3	-67.6	-94.8
금융손익	1.1	8.2	0.5	3.8	-0.7
중속/관계기업관련손익	-1.9	0.6	0.8	0.6	-1.7
기타영업외손익	0.1	1.6	0.9	-2.8	0.8
세전계속사업이익	6.7	12.0	-6.5	-29.5	-32.0
법인세비용	-5.7	-2.4	-0.5	4.4	1.2
당기순이익	12.4	14.4	-6.0	-33.8	-33.1
지배주주지분 손이익	12.4	14.4	-6.0	-33.8	-33.1
Balance Sheet					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	129.8	106.9	99.3	74.8	67.7
현금및현금성자산	40.1	31.1	23.3	14.7	5.2
매출채권	14.8	10.8	10.9	4.6	6.7
재고자산	22.5	33.3	38.0	27.9	27.1
비유동자산	65.4	94.9	88.7	77.1	69.0
유형자산	39.3	39.8	37.8	29.2	26.2
무형자산	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8
투자자산	21.3	49.1	43.2	45.0	40.3
자산총계	195.2	201.8	187.9	152.0	136.6
유동부채	45.7	40.7	38.9	39.5	53.1
매입채무	1.9	0.8	0.9	1.0	2.2
단기차입금	36.0	34.0	34.0	34.0	30.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.5	1.8	1.3	1.1	9.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	48.2	42.5	40.3	40.5	62.5
자본금	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	52.2	52.2	52.2	52.2	52.2
기타포괄이익누계액	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8
이익잉여금	87.5	99.7	90.9	54.6	21.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	147.0	159.3	147.7	111.4	74.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동현금흐름	25.8	6.9	-8.0	-7.4	-24.9
당기순이익(손실)	12.4	14.4	-6.0	-33.8	-33.1
유형자산감가상각비	5.8	7.7	8.0	8.0	5.9
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	16.3	-16.6	-14.5	8.2	-8.4
투자활동 현금흐름	-33.7	-10.7	6.6	1.5	0.0
유형자산의 증가(CAPEX)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-8.4	-27.3	6.7	-1.2	2.9
재무활동 현금흐름	4.2	-5.5	-6.6	-2.7	15.2
차입금증감	-0.2	0.7	0.3	-0.3	8.4
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-4.2	-9.0	-7.8	-8.6	-9.5
기초현금	44.3	40.1	31.1	23.3	14.7
기말현금	40.1	31.1	23.3	14.7	5.2
Key Financial Data					
	2020	2021	2022	2023	2024
주당데이터(원)					
SPS	9,712	9,288	7,243	4,330	3,015
EPS(지배주주)	1,163	1,353	-563	-3,183	-3,118
CFPS	2,158	2,050	682	-1,837	-1,602
EBITDAPS	1,249	889	-56	-2,160	-2,290
BPS	13,835	14,994	13,898	10,488	6,975
DPS	300	300	200	100	0
배당수익률(%)	0.5	0.9	1.1	0.8	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	48.1	25.9	-31.3	-4.0	-3.3
PCR	25.9	17.1	25.8	-7.0	-6.5
PSR	5.8	3.8	2.4	3.0	3.5
PBR	4.0	2.3	1.3	1.2	1.5
EBITDA(십억원)	13.3	9.4	-0.6	-22.9	-24.3
EV/EBITDA	40.9	36.6	-293.4	-5.7	-5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	9.4	-3.9	-26.1	-35.7
EBITDA이익률	12.9	9.6	-0.8	-49.9	-76.0
부채비율	32.8	26.7	27.3	36.4	84.4
금융비용부담률	0.6	0.5	1.0	3.5	7.3
이자보상배율(x)	11.5	3.1	-11.5	-19.1	-12.9
매출채권회전율(x)	4.3	7.7	7.1	5.9	5.6
재고자산회전율(x)	4.4	3.5	2.2	1.4	1.2

SK하이닉스 (000660) 리더십에 걸맞는 재평가 예상

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	370,000원
현재주가 (9. 11)	307,000원
상승여력	20.5%

KOSPI	3,344.20pt
시가총액	2,234,967억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	74.13%
외국인비중	56.09%
52주 최고/최저가	307,000원/152,800원
평균거래대금	9,255.3억원

주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.07
국민연금공단	7.35
The Capital Group 외 59 인	7.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.0	63.5	95.3
상대주가	10.3	24.0	46.8

주가그래프



스페셜티 선도력 유지, 1nm 기반 서버 DRAM, eSSD 재평가로 몸값 올라가는 솔리다임

- HBM: 2025년 동사의 글로벌 HBM 점유율은 66% 수준으로 예상 (금액기준). 물량기준 점유율은 54%로 추정. 2026년에도 동사 점유율은 60% 초반 수준으로 전망 (물량 52%), 이는 주요 수요처 향 HBM4 조기 공급 및 시장 선점 효과 기반
동사의 HBM4 Revised CS 샘플의 경우, 속도·발열·프리퀀시 등 다양한 기준에 강화된 기준에 부합하는 수준으로 파악됨
- 2026년 일반 서버 수요 급반등: 동사는 향후 1nm 제품으로 대응 예상. 경쟁사 대비 공정 우위 노린 전공정투자 연말 개시 전망 eSSD 수요 역시 지속 상향조정 발생 전망. 애플단지 솔리다임의 가치 평가 극대화는 연말 발생할 주요 이벤트로 평가

가파른 주가 상승에도 여전히 저평가. 마이크론 (DRAM)은 커녕, 키옥시아 (NAND)보다 저렴한 HBM 리더

- 향후 가파른 DRAM 산업 업황 개선이 발생할 전망. 최근 북미 CSP 업체들은 강력한 서버 투자를 예고하는 중
- 현 DRAM 업황은 2017년 초와 유사한 상황. 지난 수 분기 간의 HBM 성과 제외 시, 공급사들은 여전히 재무난에 빠져있으며, 클린룸의 적극적 활용에 몸을 사리기 때문. 향후 1) 생산공간확보, 2) 수요의 지속발생 여부 확인, 3) 더블부킹 등 허수 주문 검증, 4) 재무여력 확보, 5) 투자 결정 이후 설치 과정에 시간이 소모되며 수급 격차는 3H26까지 지속 발생할 전망
- 3Q25 영업이익은 10.9조원 (+18% QoQ)으로 전망. 분기실적은 4Q26까지 지속 개선
- 투자의견 Buy, 적정주가 37만원 (25E/26E 평균 P/B 2.1배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517.0	적자전환	73,494.7	-24.5	4.2	16.7	-17.0	87.5
2024	66,193.0	23,467.3	19,788.7	27,182.2	흑자전환	101,515.3	11.3	3.0	3.9	26.8	62.2
2025E	88,640.2	39,816.0	33,161.1	45,550.8		143,788.0	6.7	2.1	2.7	37.1	41.9
2026E	111,577.7	55,757.8	46,088.9	63,308.7		204,809.7	4.8	1.5	1.6	36.3	35.1
2027E	119,304.1	52,696.9	44,227.6	60,752.0		261,534.8	5.1	1.2	1.2	26.1	29.6

SK하이닉스 - 2025년 역대 최고 영업이익 경신

AI 진화론 Ep.3
중, 황, 무진

SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	17,639.0	22,232.0	23,643.2	25,125.9	23,961.3	27,233.5	29,595.6	30,787.3	32,765.7	66,193.0	88,640.2	111,577.7
DRAM	13,806.4	16,762.6	18,124.1	19,414.6	18,615.5	21,474.9	23,207.9	24,143.2	20,462.1	44,117.9	68,107.7	87,441.5
NAND	3,282.9	4,819.2	5,009.2	5,460.1	4,849.6	5,240.9	5,826.9	6,061.7	10,333.1	20,292.3	18,571.4	21,979.1
영업이익	7,441.0	9,213.0	10,865.8	12,296.2	11,274.8	13,570.5	15,088.5	15,824.0	-7,730.3	23,467.3	39,816.0	55,757.8
DRAM	7,589.9	9,551.4	11,057.2	12,277.0	11,192.4	13,235.2	14,473.9	15,234.5	536.7	21,313.1	40,475.5	54,136.0
NAND	42.5	(106.2)	(63.9)	31.8	127.0	376.7	670.8	647.8	-7,968.9	2,829.2	(95.8)	1,822.2
기타	(191.4)	(232.3)	(127.5)	(12.6)	(44.7)	(41.4)	(56.1)	(58.2)	-298.1	-674.9	(563.7)	(200.4)
세전이익	9,299.2	8,722.6	10,593.8	11,932.0	13,787.5	13,899.2	15,136.7	15,530.7	-11,657.8	23,885.4	40,547.6	58,354.0
지배주주순이익	8,107.1	6,997.2	8,492.4	9,564.4	10,891.0	10,981.4	11,953.3	12,263.2	-9,112.4	19,788.7	33,161.1	46,088.9
영업이익률 (%)	42%	41%	46%	49%	47%	50%	51%	51%	-24%	35%	45%	50%
DRAM	55%	57%	61%	63%	60%	62%	62%	63%	3%	48%	59%	62%
NAND	1%	-2%	-1%	1%	3%	7%	12%	11%	-77%	14%	-1%	8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 - 메모리 전망 주요 가정

AI 전환론 Ep.3
중, 황, 무진

SK하이닉스 - 메모리 출하량 및 평가 전망 가정치

		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	18,529	23,347	24,514	25,250	23,482	26,300	28,141	28,985	63,477	74,195	91,640	106,909
	% QoQ	-8%	26%	5%	3%	-7%	12%	7%	3%				
	% YoY	17%	22%	29%	25%	27%	13%	15%	15%	14%	17%	24%	17%
	NAND	193,593	332,980	346,299	377,466	328,395	351,383	383,007	394,497	1,135,175	1,095,704	1,250,337	1,457,283
	% QoQ	-19%	72%	4%	9%	-13%	7%	9%	3%				
	% YoY	-37%	11%	38%	58%	70%	6%	11%	5%	22%	-3%	14%	17%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.51	0.53	0.54	0.56	0.57	0.59	0.59	0.60	0.25	0.44	0.53	0.59
	% QoQ	1%	2%	2%	4%	2%	3%	1%	1%				
	% YoY	46%	31%	16%	10%	11%	11%	10%	7%	-37%	77%	22%	10%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-20%	-9%	-1%	0%	1%	1%	2%	1%				
	% YoY	2%	-21%	-32%	-28%	-9%	1%	4%	5%	-40%	95%	-22%	2%
영업이익률 (%)	DRAM	55%	57%	61%	63%	60%	62%	62%	63%	3%	48%	55%	57%
	NAND	1%	-2%	-1%	1%	3%	7%	12%	11%	-77%	14%	1%	-2%

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,765.7	66,193.0	88,640.2	111,577.7	119,304.1
매출액증가율(%)	-26.6	102.0	33.9	25.9	6.9
매출원가	33,299.2	34,364.8	37,100.1	41,240.6	51,047.7
매출총이익	-533.5	31,828.2	51,540.1	70,337.1	68,256.4
판매비와관리비	7,196.9	8,360.8	11,724.7	14,579.3	15,559.6
영업이익	-7,730.3	23,467.3	39,816.0	55,757.8	52,696.9
영업이익률(%)	-23.6	35.5	44.9	50.0	44.2
금융손익	-3,831.4	-852.9	799.0	2,527.0	3,949.8
증속/관계기업관련손익	15.1	-38.3	10.8	69.2	69.2
기타영업외손익	-3,816.3	-891.2	732.2	2,596.2	4,019.0
세전계속사업이익	-11,657.8	23,885.4	40,547.6	58,354.0	56,715.9
법인세비용	-2,520.3	4,088.5	7,375.7	12,254.4	12,477.5
당기순이익	-9,137.6	19,796.9	33,171.9	46,099.7	44,238.4
지배주주지분 손이익	-9,112.4	19,788.7	33,161.1	46,088.9	44,227.6

Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468.1	42,278.9	55,064.0	86,976.1	118,044.9
현금및현금성자산	7,587.3	11,205.1	17,744.2	42,403.2	72,995.3
매출채권	6,600.3	13,019.0	16,548.5	20,277.2	20,473.5
재고자산	13,480.7	13,313.9	12,923.4	15,835.3	15,988.6
비유동자산	69,862.1	77,576.3	93,533.6	114,533.7	128,717.9
유형자산	52,704.9	60,157.5	72,930.3	84,930.3	91,030.3
무형자산	3,834.6	4,018.9	4,213.0	3,879.7	3,681.5
투자자산	1,367.4	1,940.7	1,824.3	1,875.7	1,927.2
자산총계	100,330.2	119,855.2	148,597.7	201,509.9	246,762.8
유동부채	21,007.8	24,965.4	30,011.9	41,303.4	48,254.8
매입채무	1,845.5	2,277.4	2,894.7	3,547.0	3,581.3
단기차입금	4,145.7	1,283.5	5,601.1	5,601.1	5,601.1
유동성장기부채	5,711.5	3,968.8	3,544.7	2,843.4	1,370.9
비유동부채	25,818.6	20,974.1	13,892.4	11,089.2	8,094.8
사채	9,490.4	12,409.4	7,288.8	5,351.8	3,351.8
장기차입금	10,152.6	5,037.7	3,216.2	2,244.0	1,244.0
부채총계	46,826.4	45,939.5	43,904.3	52,392.6	56,349.5
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,372.6	4,487.1	4,725.6	4,725.6	4,725.6
기타포괄이익누계액	1,014.1	2,532.1	1,490.2	1,490.2	1,490.2
이익잉여금	46,729.3	65,418.1	96,908.7	141,332.7	182,628.7
비지배주주지분	-0.5	12.3	15.3	15.3	15.3
자본총계	53,503.8	73,915.7	104,693.3	149,117.3	190,413.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	4,278.2	29,795.9	44,690.3	58,888.1	62,449.7
당기순이익(손실)	-9,137.6	19,796.9	33,171.9	46,099.7	44,238.4
유형자산감가상각비	13,121.1	11,985.3	15,300.0	17,500.0	18,900.0
무형자산상각비	552.5	596.2	734.5	733.4	598.2
운전자본의 증감	793.8	-5,599.8	-1,170.1	-4,956.2	-261.0
투자활동 현금흐름	-7,334.7	-18,004.6	-33,794.5	-28,942.8	-24,442.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325.1	-15,945.5	-28,000.0	-29,500.0	-25,000.0
투자자산의 감소(증가)	-18.7	-112.9	3.6	17.8	17.8
재무활동 현금흐름	5,696.9	-8,703.9	-3,977.8	-5,286.3	-7,414.9
차입금증감	6,968.5	-7,375.7	-2,028.9	-3,610.6	-4,472.5
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,610.3	3,617.8	6,539.1	24,659.0	30,592.1
기초현금	4,977.0	7,587.3	11,205.1	17,744.2	42,403.2
기말현금	7,587.3	11,205.1	17,744.2	42,403.2	72,995.3

Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	45,008	90,924	121,758	153,266	163,879
EPS(지배주주)	-12,517	27,182	45,551	63,309	60,752
CFPS	3,586	4,969	8,982	33,872	42,022
EBITDAPS	8,164	49,518	76,718	101,636	99,169
BPS	73,495	101,515	143,788	204,810	261,535
DPS	1,200	2,204	2,409	3,328	3,912
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.8	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	(24.5)	11.3	6.7	4.8	5.1
PCR	85.6	61.8	34.2	9.1	7.3
PSR	6.8	3.4	2.5	2.0	1.9
PBR	4.2	3.0	2.1	1.5	1.2
EBITDA(십억원)	5,943.4	36,048.9	55,850.6	73,991.2	72,195.1
EV/EBITDA	16.7	3.9	2.7	1.6	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-17.0	26.8	37.1	36.3	26.1
EBITDA이익률	-67.7	94.2	72.2	71.0	60.5
부채비율	87.5	62.2	41.9	35.1	29.6
금융비용부담률	3.8	1.5	0.6	0.1	-0.7
이자보상배율(x)	-5.3	17.4	46.0	74.0	87.0
매출채권회전율(x)	5.6	6.7	6.0	6.1	5.9
재고자산회전율(x)	2.3	2.6	2.8	2.9	3.2

삼성전자(005930) 저평가내 반가운 업사이클

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균증가 대비 상승 여력 기준)

적정주가(12개월)	85,000원
현재주가(9. 11)	73,400원
상승여력	15.8%

KOSPI	3,344.20pt
시가총액	4,345,014억원
발행주식수	591,964만주
유동주식비율	75.36%
외국인비중	50.53%
52주 최고/최저가	73,400원/49,900원
평균거래대금	11,691.9억원

주요주주(%)	
삼성생명보험 외 15 인	20.15
국민연금공단	7.75
BlackRock Fund Advisors 외 15 인	5.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.4	36.9	13.1
상대주가	-0.9	3.9	-15.0

주가그래프



수익성 위주의 메모리 사업 전개 + 체질 변화 순항 중인 모바일

- HBM: 동사의 적극적 개발은 현재 진행 형. 핵심 전략은 1cm 활용을 통한 '성능 차별화' 및 주요 고객사 내 '견제카드 포지셔닝'
- 주요 고객사 향 HBM3E 12단 재설계 제품 인증은 조건부로 연내 가능할 수 있겠으나, PO (대량주문) 물량은 이미 대부분 배정된 상황으로 추정. 동사 입장에서는 HBM4를 통한 내년 공급망 합류가 관건. 현재 공정에 심혈을 기울여, 웨이퍼센터부 최고 성능 선별적 제작에 몰두하고 있을 것으로 예상됨. 고객사의 PO 일정은 1Q26~2Q26내 발생 가능
- 일정 준수와 세부 항목 통과도 중요하겠지만, PO가 가시화될 경우 성능 차별화를 시도하는 동사 입장에서 그에 걸맞는 판가 계약이 중요. 원가 효율화를 통한 수익 극대화 역시 시도돼야 할 전망. 선별제작하는 '샘플'과 달리 대량양산 '제품'은 재무 성과 입증이 중요
- MX: 원가 절감 중심에서 제품 차별화를 통한 마케팅 소구점 회복은 반가운 변화. 3Q25 스마트폰 판매량 추정치는 기존의 5,700만대에서 6,100만대로 상향조정. 트라이폴드 이후 갤럭시S26으로 이어지는 2026년도 MX 실적 역시 견조한 개선 이어질 전망

3Q25 영업이익 9.9조원으로 전분기 대비 견조한 성장 시현 전망, 완만한 주가 상승 예상

- 현 DRAM 업황은 2017년 초와 유사한 상황. 일반 서버 수요 급증 불구, 지난 수 분기 간의 HBM 성과 제외 시, 공급사들은 여전히 재무난에 빠져있으며, 클린룸의 적극적 활용에 몸을 사리기 때문. 향후 1) 생산공간확보, 2) 수요의 지속발생 여부 확인, 3) 더블부킹 등 허수 주문 검증, 4) 재무여력 확보, 5) 투자 결정 이후 설치 과정에 시간이 소모되며 수급 격차는 3H26까지 지속 발생할 전망
- 3Q25 영업이익은 9.9조원 (+111% QoQ)으로 전망 [부문별 DS 4.9조원 (메모리 6.0조원), SDC 1.1조원, IM 3.2조원 등]
- 투자의견 Buy, 적정주가 8.5만원 (25E/26E 평균 P/B 1.46배)

(조원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	258.9	6.6	14.5	2,424	-73.6	48,654	35.1	1.8	8.2	4.1	25.4
2024	300.9	32.7	33.6	5,632	132.3	54,169	15.1	1.6	5.1	8.6	27.9
2025E	325.8	31.8	29.8	4,430	-21.3	55,717	19.2	1.5	3.2	7.5	29.1
2026E	374.1	52.8	41.1	6,105	37.8	60,628	13.9	1.4	2.4	9.9	30.0
2027E	412.8	63.2	48.3	7,166	17.4	66,658	11.9	1.3	1.9	10.7	29.9

삼성전자 - 분기 이익은 1H25부터 개선 가속화

삼성전자 실적추정

(조원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	79.1	74.6	86.0	86.1	89.5	89.2	96.4	99.0	258.9	300.9	325.8	374.1
DS	25.1	27.9	31.7	34.6	33.5	37.8	40.2	43.4	67.9	111.1	119.2	155.0
DRAM	12.8	13.8	16.3	17.8	17.9	20.3	21.7	23.3	27.2	52.7	60.7	83.1
NAND	6.3	7.4	7.9	9.0	8.8	9.1	9.3	10.3	16.7	31.8	30.6	37.5
비메모리	6.0	6.7	7.5	7.8	6.9	8.4	9.2	9.9	24.0	26.6	27.9	34.4
SDC	5.9	6.4	9.6	10.4	7.0	7.9	10.2	10.6	31.2	29.5	32.3	35.6
LCD	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	1.8	1.9	1.6	1.9
OLED	5.5	6.0	9.2	10.0	6.5	7.4	9.7	10.1	29.5	27.6	30.7	33.6
MX/네트워크	37.0	29.2	34.4	30.0	39.6	32.9	35.7	34.2	112.8	117.2	130.7	142.5
핸드셋	36.2	28.5	33.7	29.1	38.8	32.1	34.8	33.1	109.0	114.4	127.5	138.8
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.1
스마트폰	32.7	25.2	30.2	24.5	34.7	28.1	30.7	27.7	96.5	100.9	112.5	121.3
테블릿	3.5	3.3	3.5	4.6	4.0	3.9	4.1	5.4	12.3	13.4	14.9	17.4
VD/가전	14.5	14.1	14.6	14.7	14.4	14.7	15.2	15.1	57.6	56.5	57.9	59.4
하만	3.4	3.8	3.8	4.3	3.4	4.2	4.2	4.8	14.4	14.2	15.4	16.6
기타	-6.7	-6.9	-8.0	-8.0	-8.4	-8.3	-9.0	-9.2	-25.0	-27.6	-29.7	-35.0
영업이익	6.7	4.7	9.9	10.5	11.0	12.1	14.2	15.5	6.6	32.7	31.8	52.8
영업이익률 (%)	8.4%	6.3%	11.5%	12.2%	12.3%	13.6%	14.7%	15.6%	2.5%	10.9%	9.8%	14.1%
DS	1.1	0.4	4.9	6.4	5.9	7.5	9.0	10.8	-14.8	15.1	12.8	33.3
DRAM	4.0	3.2	6.0	7.1	6.0	7.5	8.4	9.7	-1.6	15.4	20.3	31.6
NAND	-0.3	-0.2	0.0	0.3	0.3	0.5	0.4	0.7	-10.8	4.8	-0.2	1.7
비메모리	-2.5	-2.6	-1.1	-1.0	-0.4	-0.4	0.3	0.5	-2.5	-5.1	-7.3	-0.1
SDC	0.5	0.5	1.1	1.1	0.6	0.8	1.2	1.1	5.5	3.7	3.1	3.7
LCD	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.0	-1.2	-0.7	-0.5	-0.2
OLED	0.6	0.7	1.2	1.2	0.7	0.8	1.3	1.1	6.7	4.5	3.7	3.9
MX/네트워크	4.3	3.1	3.2	2.2	3.7	2.7	3.0	2.6	12.5	10.7	12.9	12.0
핸드셋	4.3	3.1	3.2	2.2	3.7	2.7	3.0	2.6	12.1	10.6	12.8	12.0
피쳐폰	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
스마트폰	4.1	2.9	3.0	2.0	3.5	2.5	2.8	2.3	11.5	10.0	12.0	11.1
테블릿	0.2	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.6	0.8	0.8
VD/가전	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	1.7	1.8	1.3	1.9
하만	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.6	0.5	0.5	1.2	1.3	1.7	1.9
기타	0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	0.0	0.0
지배주주 순이익	8.0	4.9	8.1	8.8	9.3	9.3	10.6	12.0	14.5	33.6	29.8	41.1

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 - 메모리 전망 주요 가정

삼성전자 - 메모리 출하량 및 평가 전망 가정치

		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2023	2024	2025E	2026E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	23,022	25,785	28,363	29,498	27,728	29,946	31,743	33,013	86,224	98,268	106,668	122,429
	% QoQ	2%	12%	10%	4%	-6%	8%	6%	4%				
	% YoY	-6%	0%	12%	31%	20%	16%	12%	12%	8%	14%	9%	15%
	NAND	566,287	730,511	767,036	859,080	807,536	831,762	873,350	978,152	2,378,266	2,673,679	2,922,914	3,490,799
	% QoQ	-8%	29%	5%	12%	-6%	3%	5%	12%				
	% YoY	-22%	5%	21%	40%	43%	14%	14%	14%	15%	12%	9%	19%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.38	0.39	0.42	0.44	0.46	0.48	0.49	0.50	0.24	0.39	0.40	0.48
	% QoQ	-21%	2%	6%	5%	5%	5%	1%	3%				
	% YoY	22%	5%	3%	-10%	19%	23%	17%	15%	-40%	63%	3%	19%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-15%	-3%	1%	2%	1%	1%	-3%	-1%				
	% YoY	3%	-17%	-23%	-15%	1%	5%	1%	-2%	-47%	62%	-15%	2%
영업이익률 (%)	DRAM	31%	23%	37%	40%	34%	37%	39%	42%	-6%	29%	33%	34%
	NAND	-5%	-3%	0%	3%	3%	5%	4%	6%	-64%	15%	-1%	3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

Income Statement					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	258,935.5	300,870.9	325,849.0	374,058.5	412,845.4
매출액증가율(%)	-14.3	16.2	8.3	14.8	10.4
매출원가	180,388.6	186,562.3	204,017.5	217,572.0	235,164.9
매출총이익	78,546.9	114,308.6	121,831.5	156,486.5	177,680.4
판매비와관리비	71,979.9	81,582.7	90,055.0	103,714.4	114,525.9
영업이익	6,567.0	32,726.0	31,776.5	52,772.1	63,154.5
영업이익률(%)	2.5	10.9	9.8	14.1	15.3
금융손익	3,454.6	3,717.6	3,924.4	2,462.0	2,154.3
중속/관계기업관련손익	887.6	751.0	595.9	636.1	636.1
기타영업외손익	4,342.2	4,468.7	5,404.8	3,098.1	2,790.4
세전계속사업이익	11,006.3	37,529.7	37,181.3	55,870.2	65,944.9
법인세비용	-4,480.8	3,078.4	6,468.6	13,878.0	16,803.4
당기순이익	15,487.1	34,451.4	30,712.7	41,992.1	49,141.5
지배주주지분 손이익	14,473.4	33,621.4	29.8	41.1	48.3

Balance Sheet					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	195,936.6	227,062.3	229,046.7	263,489.1	304,667.4
현금및현금성자산	69,080.9	53,705.6	37,623.5	36,969.3	46,608.8
매출채권	36,647.4	43,623.1	49,554.3	56,959.4	63,008.5
재고자산	51,625.9	51,754.9	58,791.7	67,577.3	74,753.9
비유동자산	259,969.4	287,469.7	302,726.0	314,245.7	323,969.8
유형자산	187,256.3	205,945.2	212,149.6	216,149.6	220,149.6
무형자산	22,741.9	23,738.6	25,874.3	25,086.2	23,907.3
투자자산	11,767.4	12,592.1	13,363.6	13,999.7	14,635.8
자산총계	455,906.0	514,532.0	531,772.7	577,734.8	628,637.2
유동부채	75,719.5	93,326.3	98,760.4	112,246.1	123,539.1
매입채무	11,319.8	12,370.2	14,052.1	16,152.0	17,867.3
단기차입금	7,114.6	13,172.5	6,690.3	6,190.3	5,690.3
유동성장기부채	1,308.9	2,207.3	2,507.4	2,882.1	3,188.2
비유동부채	16,508.7	19,013.6	20,981.3	21,169.8	21,342.1
사채	537.6	14.5	13.5	13.5	13.5
장기차입금	3,724.9	3,935.9	2,006.0	2,106.0	2,206.0
부채총계	92,228.1	112,339.9	119,741.7	133,415.9	144,881.2
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타포괄이익누계액	1,181.2	17,597.9	10,319.2	10,319.2	10,319.2
이익잉여금	346,652.2	370,513.2	388,074.3	420,362.1	459,799.3
비지배주주지분	10,444.1	10,504.5	10,867.9	10,867.9	10,867.9
자본총계	363,677.9	402,192.1	412,031.1	444,318.9	483,756.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	44,137.4	72,982.6	63,480.0	75,604.3	85,966.7
당기순이익(손실)	15,487.1	34,451.4	30,712.7	41,992.1	49,141.5
유형자산감가상각비	35,532.4	39,650.0	42,000.0	42,000.0	42,000.0
무형자산상각비	3,134.2	2,980.8	3,273.5	3,761.7	4,152.5
운전자본의 증감	-5,458.8	-1,567.6	-14,193.9	-14,179.4	-11,582.8
투자활동 현금흐름	-16,922.8	-85,381.7	-61,566.2	-64,708.7	-64,708.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-57,611.3	-51,406.4	-53,000.0	-46,000.0	-46,000.0
투자자산의 감소(증가)	-787.6	134.2	-445.3	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-8,593.1	-7,797.2	-16,391.3	-11,549.9	-11,618.5
차입금증감	1,280.5	4,911.8	-4,684.5	-25.3	-93.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	19,400.2	-15,375.3	-16,082.0	-654.2	9,639.5
기초현금	49,680.7	69,080.9	53,705.6	37,623.5	36,969.3
기말현금	69,080.9	53,705.6	37,623.5	36,969.3	46,608.8

Key Financial Data					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	38,120	44,293	48,377	55,534	61,293
EPS(지배주주)	2,424	5,632	4,430	6,105	7,166
CFPS	2,856	-2,264	-2,388	-97	1,431
EBITDAPS	6,659	11,094	11,439	14,629	16,228
BPS	48,654	54,169	55,717	60,628	66,658
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
배당수익률(%)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	35.1	15.1	19.2	13.9	11.9
PCR	29.8	-37.6	-35.6	-875.1	59.4
PSR	2.2	1.9	1.8	1.5	1.4
PBR	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3
EBITDA(십억원)	45,233.5	75,356.8	77,050.0	98,533.8	109,307.0
EV/EBITDA	8.2	5.1	3.2	2.4	1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	8.6	7.5	9.9	10.7
EBITDA이익률	22.7	55.8	39.2	46.8	46.4
부채비율	25.4	27.9	29.1	30.0	29.9
금융비용부담률	-1.3	-1.3	-1.0	-0.5	-0.3
이자보상배율(x)	7.1	36.2	52.1	91.1	110.5
매출채권회전율(x)	7.2	7.5	7.0	7.0	6.9
재고자산회전율(x)	3.5	3.6	3.7	3.4	3.3

NVIDIA (NVDA US) 시대의 주인공

Analyst 김선우 02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

Not Rated

Bloomberg TP (12개월)	212.6달러
현재주가 (9.11)	177.3달러
상승여력	+19.9%

S&P500	6,532.0pt
시가총액	4,309,119백만
유동주식비율	96.1%
52주 최고/최저가	184.5 / 86.6달러

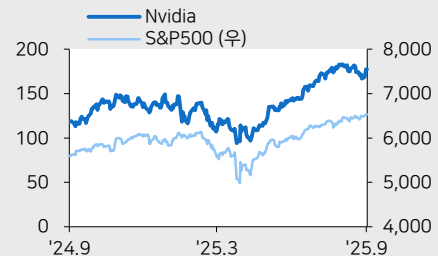
주요주주(%)

Vanguard	9.2
Blackrock	7.9
FMR	4.1

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.59	248.8	448.9
상대주가	25.76	230.78	429.8

주가그래프



AI 시대 15년의 선도기업. 압도적 연산능력은 추론 시장에서도 차별화 요인

- 동사는 게이밍, 3D 그래픽, AI 연구 개발 등에 사용되는 GPU를 설계·판매하는 팹리스 사업 영위. PC 그래픽 부문을 시작으로 AI·데이터 사이언스·자율주행·로봇 등으로 적용 분야 확대
- FY25 기준 매출 비중은 Datacenter 88%, Gaming 9%, Professional Visualization 1%. AI 투자를 위한 GPU 수요 폭증이 지속되며 FY25 Datacenter 매출은 높은 기저에도 불구하고 +142% YoY 성장 달성 (FY24 +217%)
- 대규모 모델 훈련 및 추론을 지원하는 차세대 아키텍처를 지속 개발 중. AI 워크로드 최적화에 초점을 맞춘 GPU·CPU 통합 플랫폼과 소프트웨어 라인업을 확대. 산업 생태계를 아우르는 통합 플랫폼을 구축해 AI 인프라 시장 주도권 강화 지속
- 2Q25 매출액 467.4억달러 (+55.6% YoY), GPM 72.7% (-2.4%pt YoY) 를 기록하며 시장 눈높이를 상회. 다음 분기 가이드언스에 중국 지역 매출이 반영되지 않았음에도 시장 기대치를 재차 상회

AI 플랫폼 공급업체로서 견고한 리더십 증명

- 최근 실적 발표에서 GB300으로의 세대 전환과 내년도 업그레이드 버전인 Rubin 개발이 계획대로 진행 중. 2030년까지 AI 인프라 지출이 3~4조달러로 추정되며, 동사가 AI 플랫폼을 기반으로 가장 큰 비중을 차지할 것이라는 자신감을 내비친바 있음
- 중국의 AI 칩 자립, ASIC 기업들의 시장 진입 불구 동사의 시장 지배력은 AI 통합 플랫폼을 기반으로 견고하게 이어질 것으로 전망. 현재 FY26E P/E 51.9배 밸류에이션에 거래되는 중. 하반기 차세대 제품군의 출하가 본격화 되며 역대 최대 실적을 재차 경신할 것으로 전망. 이에 따라, 밸류에이션 부담 또한 완화할 수 있을 것으로 예상

(백만달러)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (달러) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (달러)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	60,922	32,972	29,759	1.2	584.7	1.7	50.7	35.0	42.8	91.5	16.8
2024	130,497	81,453	72,880	2.9	146.5	3.2	48.6	44.0	41.3	119.2	9.2
2025E	205,581	129,562	107,298	4.4	48.4	6.0	39.4	29.5	32.6	87.2	-
2026E	272,398	182,129	147,742	6.1	39.0	10.4	28.1	17.0	22.4	72.7	-
2027E	319,590	212,143	172,898	7.1	16.3	16.0	24.3	11.1	18.9	60.6	-

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

NVIDIA (NVDA US) – 실적 추이

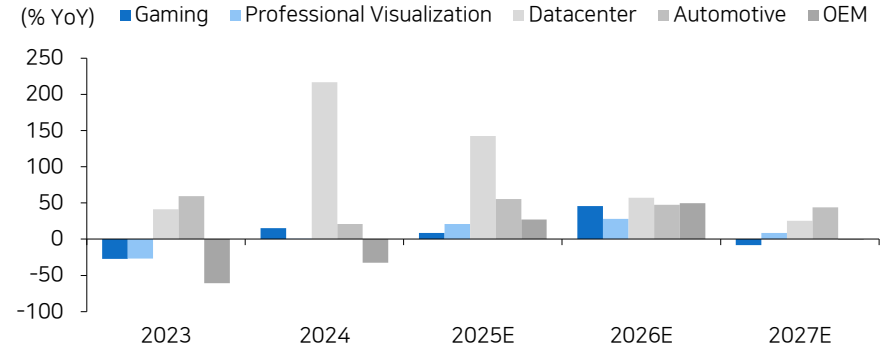
NVIDIA 실적추정

(백만달러)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	26,974	60,922	130,497	202,931	249,041
Gaming	9,067	10,447	11,350	16,516	15,130
Professional Visualization	1,544	1,553	1,878	2,405	2,609
Datacenter	15,005	47,525	115,186	180,932	227,135
Automotive	903	1,091	1,694	2,496	3,589
OEM	455	306	389	582	578

성장률 (% YoY)					
매출액	0.2	125.9	114.2	55.5	22.7
Gaming	-27.2	15.2	8.6	45.5	-8.4
Professional Visualization	-26.9	0.6	20.9	28.1	8.5
Datacenter	41.4	216.7	142.4	57.1	25.5
Automotive	59.5	20.8	55.3	47.3	43.8
OEM	-60.8	-32.7	27.1	49.7	-0.7

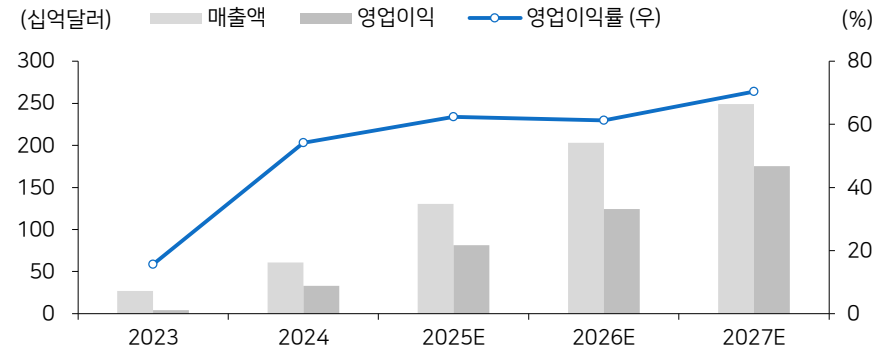
주: FY 기준 / FY2025 : 2024.02 ~ 2025.01
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

NVIDIA 매출액 부문 별 성장률



주: FY 기준
자료: NVIDIA, 메리츠증권 리서치센터

NVIDIA 연간 주요 실적 추이



주: FY 기준 / 영업이익 추정치는 BBG 컨센서스 기준
자료: NVIDIA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

[기업] 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균증가대비 -20% 미만
[산업] 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

두산 (000150) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2025.04.29	채권분석	Buy	440,000	양승수	-29.6	-28.2	
2025.05.02	기업브리프	Buy	500,000	양승수	-20.8	-5.2	
2025.05.29	기업브리프	Buy	590,000	양승수	-5.4	3.7	
2025.06.18	기업브리프	Buy	700,000	양승수	-14.6	-4.3	
2025.07.28	기업브리프	Buy	830,000	양승수	-31.3	-22.4	
2025.09.12	산업분석	Buy	890,000	양승수	-	-	

이수페타시스 (007660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.01.22	기업브리프	Buy	35,983	양승수	-7.9	21.4	
2024.04.05	기업브리프	Buy	52,516	양승수	-26.8	-20.1	
2024.05.16	기업브리프	Buy	55,434	양승수	-11.3	-7.0	
2024.05.31	산업분석	Buy	60,296	양승수	-19.8	-9.5	
2024.06.19	기업브리프	Buy	64,186	양승수	-29.8	-11.1	
2024.09.10	산업분석	Buy	52,516	양승수	-28.8	-15.4	
2024.11.11	기업브리프	Hold	31,121	양승수	-20.6	-0.2	
2025.01.24	기업브리프	Buy	37,928	양승수	-2.1	4.9	
2025.02.13	기업브리프	Buy	44,736	양승수	-12.1	-4.3	
2025.03.17	기업브리프	Buy	50,000	양승수	-29.7	-17.7	
2025.04.29	채권분석	Buy	53,000	양승수	-28.2	-17.9	
2025.05.15	기업브리프	Buy	62,000	양승수	-32.1	-24.0	
2025.06.24	기업브리프	Buy	64,000	양승수	-17.4	-8.1	
2025.07.14	기업브리프	Buy	65,000	양승수	-4.6	2.0	
2025.08.14	기업브리프	Buy	75,000	양승수	-17.0	-11.2	
2025.09.08	기업브리프	Buy	81,000	양승수	-11.4	-8.6	
2025.09.12	산업분석	Buy	87,000	양승수	-	-	

대덕전자 (353200) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.08.04	기업브리프	Hold	34,000	양승수	-19.1	-6.3	
2023.10.25	기업브리프	Hold	29,000	양승수	-26.8	-21.2	
2023.11.03	기업브리프	Hold	27,000	양승수	-7.5	5.9	
2024.05.07	기업브리프	Hold	25,000	양승수	-8.9	-0.4	
2024.08.02	기업브리프	Buy	29,000	양승수	-34.6	-24.7	
2024.11.01	기업브리프	Buy	24,000	양승수	-32.8	-16.7	
2025.02.10	기업브리프	Buy	22,000	양승수	-19.8	-5.2	
2025.04.10	기업브리프	Buy	20,000	양승수	-27.4	-25.7	
2025.04.29	기업브리프	Buy	19,000	양승수	-17.2	-6.1	
2025.07.08	기업브리프	Buy	21,000	양승수	-7.9	-1.2	
2025.07.29	기업브리프	Buy	25,000	양승수	-6.8	3.8	
2025.09.12	산업분석	Buy	29,000	양승수	-	-	

SK하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.07.27	기업브리프	Buy	147,000	김선우	-18.4	-11.6	
2023.10.26	기업브리프	Buy	167,000	김선우	-21.6	-15.3	
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.6	-18.9	
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9	-0.8	
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1	-5.7	
2024.06.10	산업분석	Buy	260,000	김선우	-22.0	-7.3	
2024.09.10	산업분석	Buy	230,000	김선우	-21.0	-2.0	
2025.01.23	기업브리프	Buy	270,000	김선우	-19.7	11.1	
2025.07.24	기업브리프	Buy	320,000	김선우	-17.0	-5.0	
2025.09.12	산업분석	Buy	370,000	김선우	-	-	

삼성전자 (005930) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2023.07.27	기업브리프	Buy	94,000	김선우	-25.3	-16.5	
2024.01.02	기업브리프	Buy	95,000	김선우	-22.1	-16.2	
2024.03.14	기업브리프	Buy	100,000	김선우	-19.9	-12.2	
2024.07.31	기업브리프	Buy	108,000	김선우	-30.1	-22.3	
2024.09.10	산업분석	Buy	95,000	김선우	-35.8	-30.2	
2024.11.01	기업브리프	Buy	87,000	김선우	-37.0	-32.5	
2025.01.31	기업브리프	Buy	72,000	김선우	-22.0	-14.2	
2025.05.01	기업브리프	Buy	73,000	김선우	-17.6	-0.5	
2025.07.31	기업브리프	Buy	84,000	김선우	-16.2	-13.6	
2025.09.12	산업분석	Buy	85,000	김선우	-	-	