Sector Report
2025.07.01

IT하드웨어/IT인프라
**박희철**
02)6742-3697
phc3312@heungkuksec.co.kr

(Overweight)

# IT 하드웨어

## 패러다임 전환기의 투자 전략

IT 산업의 패러다임이 인터넷을 넘어 AI로 전환되고 있다. 패러다임의 전환은 큰 투자 기회로 작용한 바 있다. 전환기에 발맞춘 중장기적인 투자 전략이 필요한 시점이다. 현 시점은 과거 인터넷 패러다임으로 전환되었던 초기와 유사하다. 인프라 수요를 필두로 선제적인 대형 투자가 집행되고 있고, 기존의 디바이스는 더 이상 동력을 잃어버린 것처럼 보인다. IT 하드웨어 산업의 방향성을 체크하고 중장기적인 관점에서 산업을 접근하고자 한다.

Heungkuk
흥국증권

# Contents

3p I. Executive Summary

1. Key Chart
2. 분석대상 기업 요약
3. Peer Valuation Table

12p Ⅱ. 산업분석

1. IT 하드웨어 산업 변화 요인 점검
   1) IT 패러다임의 변화
   2) 세부 트렌드 결정 요인 – 기술 성숙과 지정학적 이슈

18p 2. 수요처별 IT 현황 진단
   1) B2B 수요 – AI 인프라 수요 강세에 따른 고성능 대응 역량 부각
   2) B2C 수요 – 비가시적 인터페이스로의 방향성

27p 3. 패러다임 전환기, 중장기 IT 투자 포인트
   1) 매크로 관점 – 기회를 가진 기업에 집중
   2) 산업단의 관점 – 저점 매수 전략 유효 전망
   3) 결론 – Top Picks: 삼성전기, LG이노텍

40p Ⅲ. 기업 분석

- 41p 1. 삼성전기 (009150): 기준에 부합하는 기업
- 44p 2. LG이노텍 (011070): 저점 매수 전략 유효
- 47p 3. 아이티엠반도체 (084850): 긍정적인 사업 흐름 전개
- 50p 4. 티엘비 (356860): 고성능 수요 측면에서 접근

# I. Executive Summary

- 2022년 연말, 시장에 등장한 LLM을 기점으로 IT 패러다임은 인터넷을 넘어 AI로 향하기 시작했다. 패러다임의 전환에 따라 Nvidia를 필두로 AI 인프라 관련 기업들이 호조세를 보이고 있으나, 과거 인터넷으로 전환되던 시기에 Google, Amazon, Meta, Netflix 등 다양한 테크 공룡들이 등장한 바 있어, 투자자들은 큰 파도 속 투자 전략을 모색할 필요가 있다.

- 막대한 AI 인프라 투자는 과거 인터넷 전환 시기의 네트워크 인프라와 유사하다. 즉, 패러다임 전환은 허상이 아닌 비가역적인 변화이다. IT 하드웨어 단에서도 Next를 판단해야할 때이다. 특히, IT 하드웨어는 패러다임에 따른 영향 뿐 아니라 기술 성숙과 지정학적 이슈에 따라 산업 전반의 영향을 주는 트렌드들이 등장하곤 했다. 현 시점은 과거와 유사한 흐름을 보이고 있으나, AI 기술의 미성숙과 지정학적 이슈의 부각으로 인해 수요처별 성장 속도와 리스크가 상이한 상황이다.

- IT 하드웨어 산업은 B2B 수요와 B2C 수요 간의 양극화가 발생하고 있다. AI 인프라 투자를 이끄는 B2B 수요의 경우 전환 초기인 만큼 성능 개선 속도가 매우 빨라 수요와 동행하는 기술력을 가지고 있거나, 다양한 제품군별 확장이 가능한 기술력, 필연적인 미래 변화에 대응할 수 있는 기술력을 갖춘 기업이 각광 받고 있다. 대표적으로 SOCAMM, CXL, 유리기판, 실리콘 포토닉스가 해당한다.

- B2C 수요의 경우 AI 디바이스라는 방향성에 주목해야한다. On-Device AI를 시작으로 AI 디바이스가 확산될 것으로 예상하지만, On-Device AI는 레거시 IT 폼팩터에 AI 기능을 추가한 것에 불과하다. 핵심은 과거 폼팩터의 변화가 신규 수요를 창출했던 것처럼 새로운 형태의 AI 디바이스의 등장이 필요하다.

- 빅테크들은 AI 디바이스 개발을 위해 노력하고 있다. 대표적으로 XR 디바이스가 존재한다. 아직 부족한 사용자 경험과 높은 비용 등으로 인해 SET 산업에 유의미한 수요를 창출하고 있지 못하지만, AI 기능의 사용자 경험은 비가시적인 인터페이스, 즉, 인지에서 결과를 도출하기까지 사용자의 물리 행위가 필요하지 않는 형태일 때 극대화될 전망이다. 현재, Google, Meta 등이 제시하는 가벼운 형태의 안경을 시작으로 OpenAI는 목걸이 형태를 제시하는 등 다양한 폼팩터 시도가 예상된다.

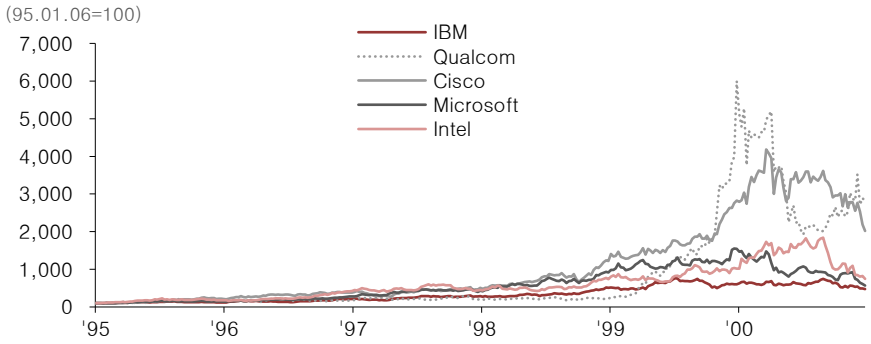
- 결론적으로 AI 인프라 수요는 여전히 견조하고, AI 디바이스는 방향성 속 잠재력이 존재한다. 중장기적인 투자 전략으로 먼저 매크로 관점에서 부각되고 있는 지정학적 이슈에 따라 수혜 가능성이 있는 기업들을 선호할 필요가 있다. 그리고 주권 AI 등이 부가되고 있어 AI 인프라에 대한 견조한 수요 성장은 공감하지만, 밸류에이션 관점에서 손익비를 고려할 필요가 있다. 오히려 AI 디바이스로의 방향성을 고려했을 때, 디바이스 부품 경쟁력을 가지는 국내 SET 업체들에 대한 저점 매수 전략이 유효할 것이다.

- 이에 따라 Top-Picks로 대표적인 SET 업체인 삼성전기(009150.KS/BUY/TP 170,000원), LG이노텍(011070.KS/BUY/TP 180,000원)을 제시한다. 그리고 AI 인프라 수요와 전방을 공유하는 티엘비(356860.KQ/BUY/TP 29,000원)와 개별 기업 단의 턴어라운드 기대감과 지정학적 이슈에 따른 수혜 가능성이 존재하는 아이티엠반도체(084850.KQ/BUY/TP 16,000원)를 관심종목으로 제시한다.

# 1. Key charts

전환기 초기에는 인프라 관련 기업 수익률이 높게 형성

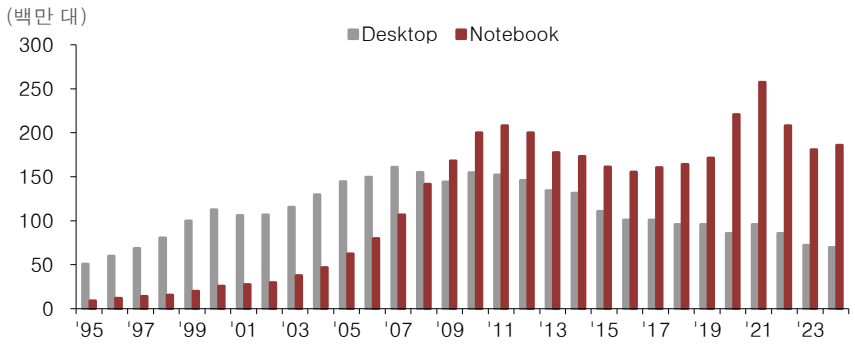
그림 1 인터넷 패러다임 대표 기업들의 주가 추이




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

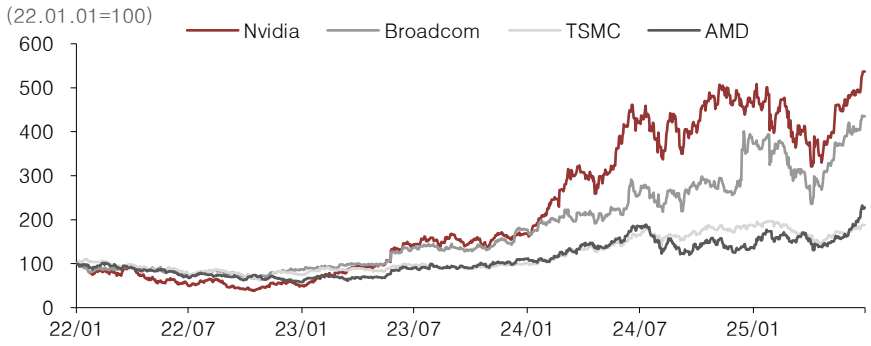
폼팩터 전환으로 시장 전체 규모 확대

그림 2 PC 출하량 추이와 폼팩터 전환에 따른 영향



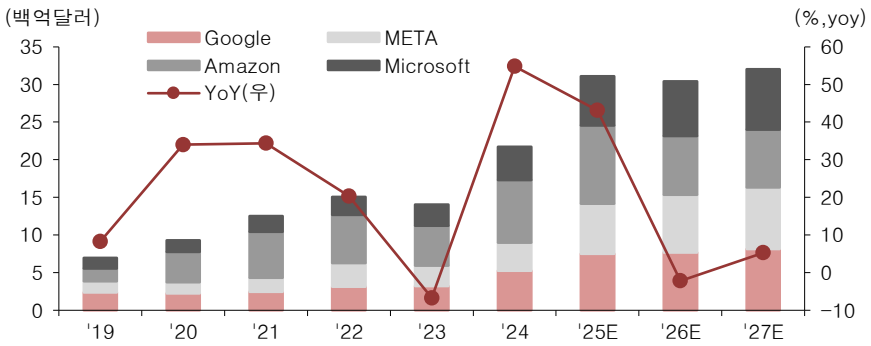

자료: IDC, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 3 AI 패러다임 전환기 대표 기업들의 주가 추이




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 4 빅테크 4사 합산 CAPEX 추이 및 예상치




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 1 SOCAMM, CXL

| 구분 | SOCAMM | CXL |
|---|---|---|
| 의미 | 차세대 서버용 DRAM 모듈 | 차세대 고속 인터페이스 표준 |
| 역할 | 전력 효율 및 성능 향상에 기여 | 메모리 병목 해소에 기여 |
| 기술 기반 | 저전력 DRAM | PCIe 기반 캐시 일관성 프로토콜 |
| 단계 | 양산 준비 및 표준화 단계 | 채택 확대 기대 |

자료: Micron, CXL 컨소시엄, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

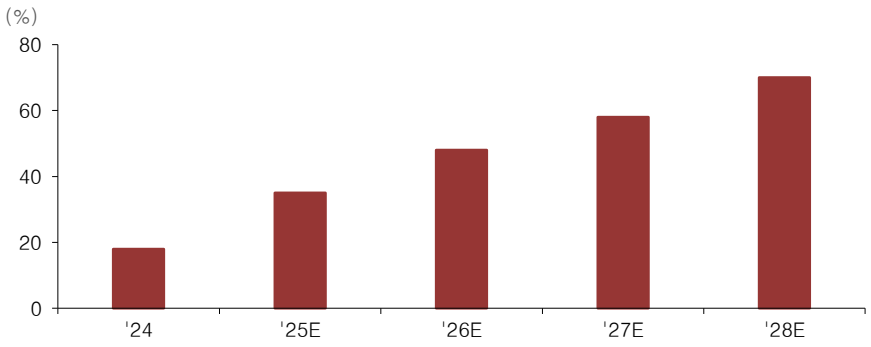
표 2 유리기판 vs 유기소재 기판

| 구분 | 유리기판 | 유기소재 기판 |
|---|---|---|
| 재료 | 유리 | ABF, BT레진 등 |
| 열팽창 계수 | 3 ~ 7 | 15 ~ 20 |
| 유전율 | 4.5 ~ 5.5 | 3.0 ~ 4.5 |
| 유전 손실 | 0.001 ~ 0.003 | 0.003 ~ 0.008 |
| 평탄도 | < 0.1 μm | > 0.5 μm |
| 열 전도성 | 1.0 ~ 1.5 | 0.2 ~ 0.5 |
| 최대면적 | 500 x 500 mm 수준 | 100 x 100 mm 수준 |

자료: IEEE, YoleGroup, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

공급단의 출시 제품 증가는 침투율 확대로 이어질 전망

그림 5 AI PC 침투율 추이




자료: Canalys, 흥국증권 리서치센터

저가형을 제외하면 대부분이 AI 기능을 지원하는 신제품들

표 3 주요 노트북 제조사의 2025년 출시 및 예정 노트북

| 구분 | Lenovo | Dell | HP |
|---|---|---|---|
| AI 기능 탑재 (예상) | - ThinkPad X1 Carbon Gen 13<br>- ThinkBook Plus Gen 5 Hybrid<br>- Legion Pro 7 Gen 10<br>- Yoga Pro 9i Gen 10<br>- IdeaPad Pro 5i Gen 10 | - XPS 13/15/17 (2025)<br>- Alienware R2/R3 (2025)<br>- Precision 7670/7680<br>- Precision 5570/5580<br>- Inspiron 16 Plus (2025)<br>-Latitude 9440 Gen 4 | - Elite Series<br>- Dragonfly Series<br>- Omni Series<br>- Omen Series<br>- Spectre Series<br>- Envy Series |
| AI 기능 미탑재 (예상) | - IdeaPad Slim 3/5 Gen 10<br>- ThinkPad X13 Gen 6<br>- ThinkBook 14/16 Gen 7<br>- ThinkPad L,T,E Series Gen 6 | - Inspiron 14 5000 (2025)<br>- Inspiron 15 3000 (2025)<br>- Latitude 9430 Gen 3<br>- Latitude Rugged Series | - Pro Series<br>- Victus Series<br>- Pavilion Series<br>- Chromebook Series |

자료: 각 제조사 및 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

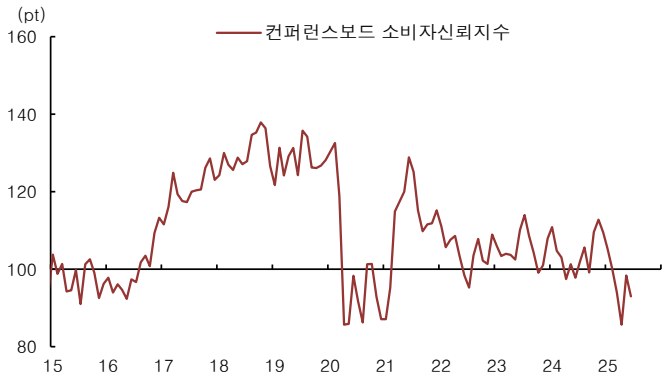
다양한 폼팩터 시도가 예상

그림 6 신규 AI 디바이스 – OpenAI IO

자료: OpenAI, 흥국증권 리서치센터

아직 저조한 소비심리

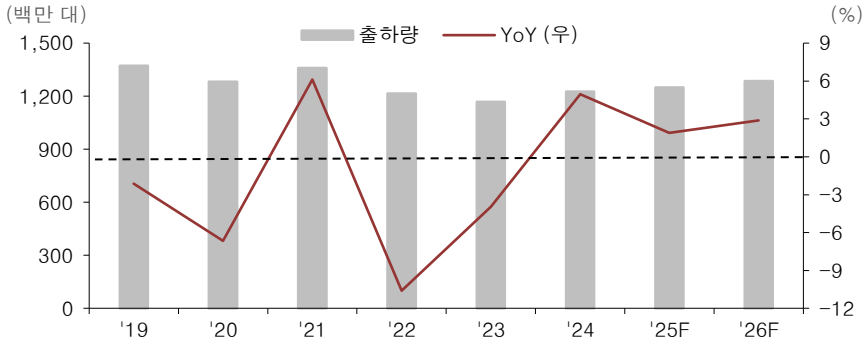
그림 7 컨퍼런스보드 소비 심리 지수




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

다만, 스마트폰은 저점 반등 예상

그림 8 스마트폰 출하량 추이 및 전망치



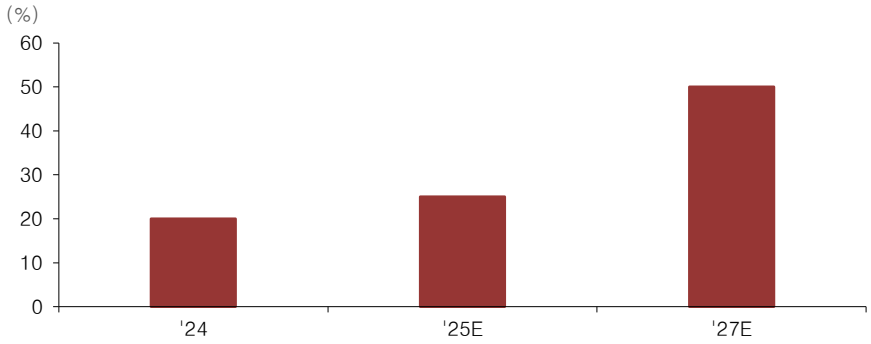

자료: IDC, Counterpoint, 흥국증권 리서치센터

미국의 공급망 압박 본격화시 SET 수혜 전망

그림 9 Ofilm 공급망 제외와 LG이노텍 주가 추이

자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

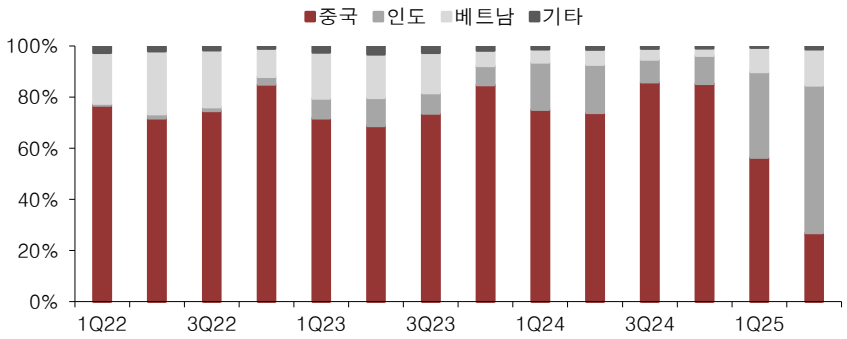
그림 10 Apple의 인도 생산 비중 목표치




자료: Apple, 언론보도취합, 흥국증권 리서치센터

**중국 비중의 급격한 하락세**

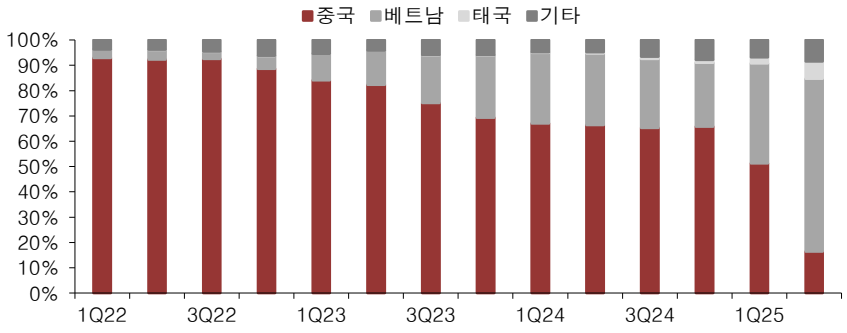
그림 11 국가별 미국 내 스마트폰 수입 금액 추이




자료: KITA, 흥국증권 리서치센터
※2Q25는 4월 금액만 포함

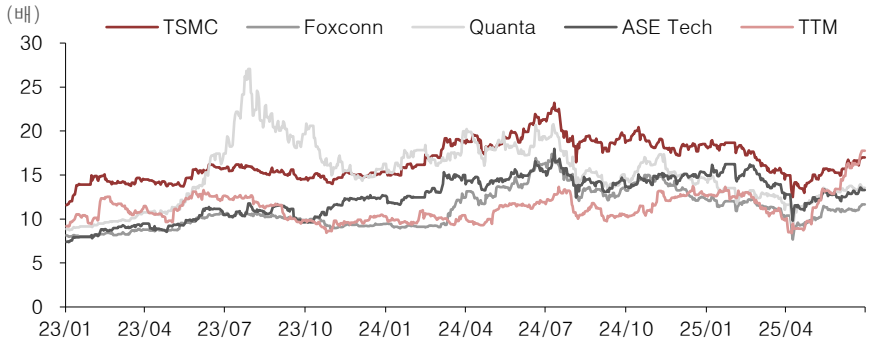
**노트북, 태블릿도 유사한 양상**

그림 12 국가별 미국 내 휴대용 컴퓨터 수입 금액 비중 추이



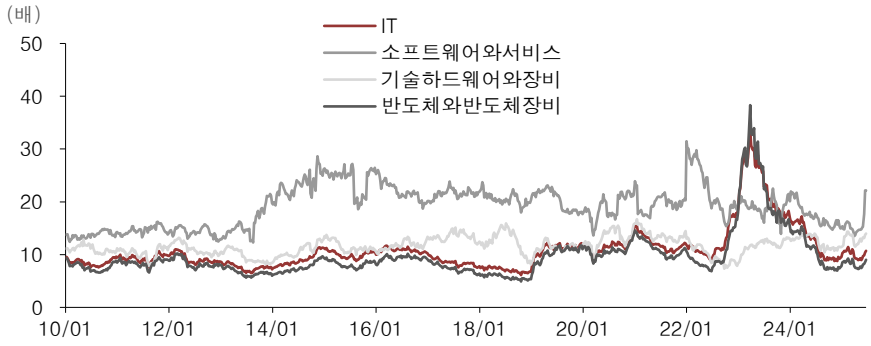

자료: KITA, 흥국증권 리서치센터
※2Q25는 4월 금액만 포함

그림 13 Nvidia 주요 밸류체인 기업 들의 12MF P/E 추이



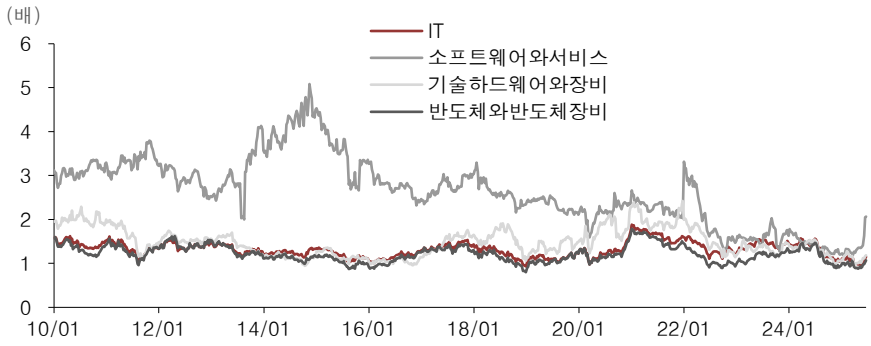

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 14 국내 IT 섹터별 P/E 밸류에이션 추이




자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 15 국내 IT 섹터별 P/B 밸류에이션 추이




자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

# 2. 분석대상 기업 요약

| 구분 | | 삼성전기 (009150.KS) | LG이노텍 (011070.KS) | 아이티엠반도체 (084850.KQ) | 티엘비 (084850.KQ) |
|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | | BUY | BUY | BUY | BUY |
| | | (유지) | (유지) | (상향) | (상향) |
| 목표주가(원) | | 170,000 | 180,000 | 16,000 | 29,000 |
| 현재주가(원) | | 134,700 | 147,400 | 11,980 | 22,100 |
| 상승여력(%) | | 26.2 | 22.1 | 33.6 | 31.2 |
| 절대수익률(%) | 1M | 10.2 | 1.7 | 2.2 | 27.7 |
| | 3M | (0.9) | (10.9) | 4.0 | 3.5 |
| | 6M | 8.8 | (9.0) | (6.0) | 69.3 |
| | 12M | (14.7) | (45.8) | (48.7) | (6.4) |
| 시장 대비 | 1M | (3.6) | (12.1) | (4.2) | 21.3 |
| 상대수익률(%) | 3M | (21.0) | (31.0) | (8.7) | (9.1) |
| | 6M | (19.2) | (37.0) | (21.3) | 54.1 |
| | 12M | (24.5) | (55.6) | (41.7) | 0.7 |
| 매출액증가율(%) | 2024 | 15.8 | 2.9 | 11.6 | 5.1 |
| | 2025F | 6.3 | (0.3) | 7.5 | 20.7 |
| | 2026F | 7.6 | 2.8 | 13.2 | 16.5 |
| 영업이익증가율(%) | 2024 | 11.3 | (15.0) | 흑자전환 | 10.3 |
| | 2025F | 12.9 | (17.8) | 221.4 | 332.3 |
| | 2026F | 20.6 | 33.9 | 272.7 | 36.7 |
| 순이익증가율(%) | 2024 | 60.6 | (20.5) | 흑자전환 | 43.9 |
| | 2025F | (10.0) | (26.9) | 409.3 | 243.5 |
| | 2026F | 22.0 | (0.5) | 217.1 | 32.1 |
| P/E(배) | 2024 | 13.7 | 8.5 | 236.9 | 35.5 |
| | 2025F | 16.2 | 9.1 | 39.9 | 17.3 |
| | 2026F | 13.2 | 6.3 | 12.6 | 13.1 |
| P/B(배) | 2024 | 1.1 | 0.7 | 1.5 | 1.1 |
| | 2025F | 1.1 | 0.6 | 2.0 | 1.8 |
| | 2026F | 1.1 | 0.6 | 1.8 | 1.6 |
| ROE(%) | 2024 | 8.2 | 8.9 | 0.6 | 3.3 |
| | 2025F | 6.8 | 7.1 | 3.8 | 10.6 |
| | 2026F | 7.9 | 9.8 | 13.7 | 12.7 |
| 배당수익률(%) | 2024 | 1.5 | 1.3 | - | 1.5 |
| | 2025F | 1.3 | 1.4 | - | 1.1 |
| | 2026F | 1.5 | 1.5 | - | 1.4 |

주: 2025년 6월 30일 종가 기준
자료: 흥국증권 리서치센터

# 3. Peer Valuation Table

| 구분 | | Murata Manufacturing | Shennan Circuits | Ibiden | Unimicron Technology | Cowell E Holdings | 평균 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 현재주가(각국 통화) | | 2,154.0 | 107.8 | 6,347.0 | 114.0 | 27.3 | |
| 시가총액(백만 달러) | | 29,381.6 | 10,034.0 | 6,212.1 | 5,965.5 | 2,994.6 | |
| 주가수익률 | 1M | 1.0 | 27.9 | 7.4 | 7.5 | 21.9 | 13.2 |
| | 3M | (6.6) | 12.8 | 59.1 | 23.2 | (5.1) | 16.7 |
| | 6M | (14.8) | 9.4 | 33.5 | (19.4) | (0.5) | 1.6 |
| | 12M | (33.8) | 34.4 | (2.2) | (35.6) | 11.0 | (5.2) |
| P/E | 2024 | 20.2 | 33.7 | 19.7 | 42.2 | 26.2 | 28.4 |
| | 2025(E) | 16.4 | 24.4 | 29.4 | 19.7 | 15.2 | 21.0 |
| | 2026(E) | 20.3 | 19.8 | 25.5 | 11.6 | 11.8 | 17.8 |
| P/B | 2024 | 1.8 | 4.3 | 1.4 | 2.3 | 6.1 | 3.2 |
| | 2025(E) | 1.5 | 3.4 | 1.7 | 1.7 | 4.3 | 2.5 |
| | 2026(E) | 1.5 | 3.0 | 1.7 | 1.5 | 3.3 | 2.2 |
| EV/EBITDA | 2024 | 8.2 | 19.2 | 5.1 | 10.0 | 17.8 | 12.1 |
| | 2025(E) | 7.7 | 16.9 | 9.9 | 5.6 | 9.8 | 10.0 |
| | 2026(E) | 8.6 | 14.5 | 7.6 | 4.2 | 7.7 | 8.5 |
| 매출액 성장률 | 2024 | 0.7 | 30.2 | (5.6) | 7.6 | 170.0 | 40.6 |
| | 2025(E) | 5.3 | 19.8 | 5.8 | 29.7 | 44.3 | 21.0 |
| | 2026(E) | (4.5) | 16.2 | 10.5 | 14.7 | 30.1 | 13.4 |
| 영업이익 성장률 | 2024 | 23.0 | 42.6 | (5.2) | (44.3) | 185.6 | 40.3 |
| | 2025(E) | 15.4 | 22.8 | (2.4) | 124.7 | 75.7 | 47.3 |
| | 2026(E) | (18.1) | 23.7 | 17.9 | 71.4 | 28.1 | 24.6 |
| 영업이익률 | 2024 | 16.0 | 11.6 | 12.9 | 4.4 | 5.4 | 10.1 |
| | 2025(E) | 17.6 | 11.9 | 11.9 | 7.7 | 6.6 | 11.1 |
| | 2026(E) | 15.1 | 12.6 | 12.7 | 11.5 | 6.5 | 11.7 |
| 순이익률 | 2024 | 13.4 | 10.5 | 9.1 | 4.4 | 4.8 | 8.4 |
| | 2025(E) | 14.3 | 11.2 | 8.3 | 7.1 | 5.5 | 9.3 |
| | 2026(E) | 11.9 | 11.7 | 8.4 | 9.7 | 5.3 | 9.4 |
| ROE | 2024 | 9.1 | 13.5 | 6.8 | 5.5 | 25.7 | 12.1 |
| | 2025(E) | 9.4 | 15.1 | 6.1 | 9.3 | 31.2 | 14.2 |
| | 2026(E) | 7.7 | 16.4 | 7.3 | 14.5 | 30.0 | 15.2 |

주: 2025년 6월 30일 종가 기준
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

# Ⅱ. 산업 분석

## 1. IT 하드웨어 산업 변화 요인 점검

### 1) IT 패러다임의 변화

2022년 연말, 시장에 등장한 LLM을 기점으로 IT 패러다임은 인터넷에서 AI로 변화하기 시작했다. 1990년대 중반부터 인터넷은 개인들이 가지기 시작한 PC간의 연결을 위해 시작해 IT 패러다임의 중심으로 부각됐다. 인터넷이라는 플랫폼 위에서 기업들은 다양한 부가가치를 만들어내기 위해 노력했고, 향후 검색, 커머스, 소셜 미디어, 스트리밍에 이르기까지 소비자들에게 다양한 가치를 창출했다. 인터넷 패러다임으로의 전환은 Google, Amazon, Meta, Netflix 등 신규 테크 공룡들을 만들어낸 핵심이었다. 2025년 하반기를 바라보는 현재, 또 한 번의 패러다임 전환은 이미 시작되었다. IT 산업은 또 한 번의 큰 파도를 만들어낼 것으로 보인다.

**패러다임 전환기의 시작은 인프라**

패러다임 전환에 따라 선제적인 인프라 투자가 수반되고 있다. 현재 그 시점에 해당된다. 산업의 규모에 따라 인프라 투자 강도가 결정되고, AI를 구현하기 위해 필수적으로 사용되는 하드웨어를 갖춘 기업. 즉, 골든러쉬 시기 곡괭이에 비유되는 AI 가속기가 빠른 속도로 산업 확장을 이루고 있다. 실제로 2023년부터 Nvidia를 필두로 관련 공급망인 Foxconn, Super Micro Computer, Quanta 등으로 막대한 자금이 유입되고 있고, 기업들은 경이로운 성장세를 이어가고 있다. 국내 또한 대표적으로 이수페타시스의 MLB가 과거 협소한 전방 산업으로 인해 낮은 평가를 받고 있다가, AI 가속기와 공급망 상 연결고리가 발생하면서 국내의 선두 주자로써 강한 주가 수익률을 보이기도 했다.

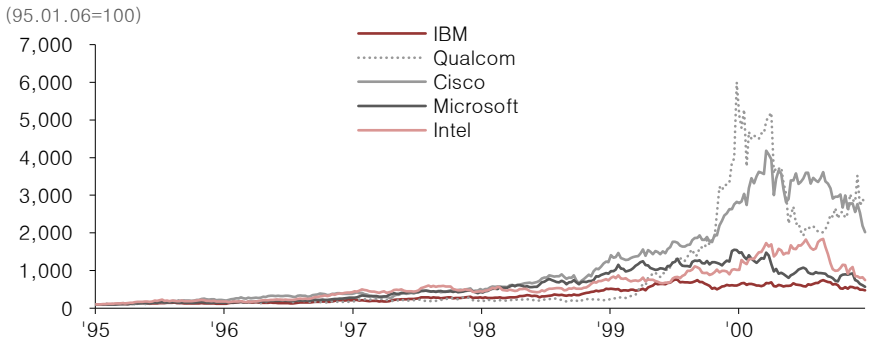
현재 AI 인프라는 핵심 메가 트렌드인 상황이다. 국내 대표 섹터인 반도체의 경우에도 HBM이라는 메모리가 AI 시대의 주인공 격으로 급부상하며, 산업에 활기를 가져다주고 있다. B2C 시장에선 다소 저조한 평가를 받았던 HBM이 AI 시대에서는 특유의 압도적인 메모리 대역폭을 무기로 급 부상하고 있기 때문이다. 물론 AI 인프라의 주인공으로 부상한 HBM 관련 기업들 뿐 아니라 AI 인프라의 전반적인 기업들이 Peak Out의 도전을 받게 되었고, 조정 기간을 겪기도 했다. 하지만 현 시점 대부분 고점 수준의 주가로 회복하며, 메가 트렌드가 지속됨을 증명하고 있다.

**데이터로 검증되는 패러다임 전환기**

패러다임의 변화는 시작되었다. 막대한 AI 인프라 투자는 허상이 아니다. 과거 인터넷으로 패러다임이 전환되던 시절의 Cisco는 약 6년 간 막대한 네트워크 인프라 투자와 함께 연평균 매출 약 57.4%, 영업이익은 약 42.8% 수준으로 성장했던 바 있다. AI 인프라 기업들도 약 2년 ~ 3년 간 흐름을 이어오며 패러다임 전환기임을 보여주고 있다. AI는 이미 실제 경제 및 사용 경험에 큰 변화를 가져오고 있다. PwC의 조사에 따르면 AI가 2030년까지 전 세계 GDP를 약 15.7조 달러 증가시킬 것으로 전망하고 있고, 전 세계 개발자들이 사용하는 플랫폼인 GitHub의 조사에서도 AI를 사용한 개발자들이 그렇지 않은 개발자보다 약 55% 빠르게 과제를 완료했다고 밝히고 있다. 이미 AI로의 변화는 시작되었고, 비가역적이다.

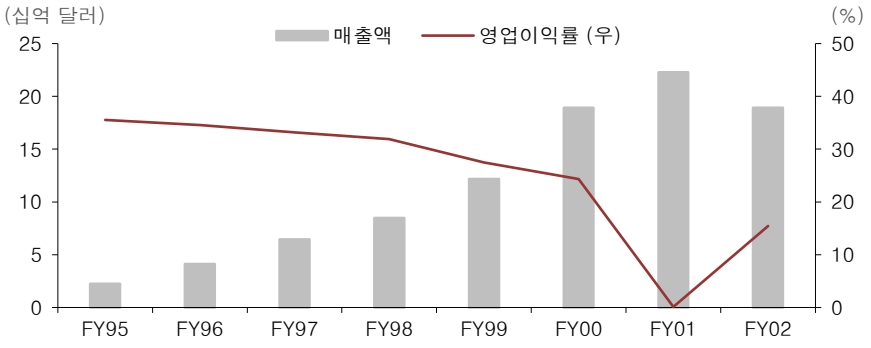
**전환기에는 인프라 관련 기업 수익률이 높게 형성**

그림 16 인터넷 패러다임 대표 기업들의 주가 추이



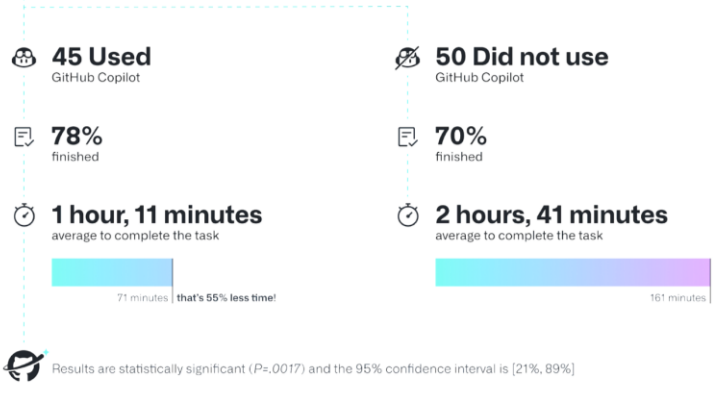

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 17 Cisco의 인터넷 패러다임 전환 당시 실적




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 18 개발자 능률에 도움을 주고 있는 AI 현황




자료: Github, 흥국증권 리서치센터

### 2) 세부 트렌드의 변화 – 기술 성숙과 지정학적 이슈

**패러다임 변화와 동행하는 트렌드**

IT 산업의 패러다임은 시작되었다. 과거 사례를 살펴보면 인터넷 패러다임으로 전환 초기인 90년대 후반에는 인프라 투자가 강하게 집행되었고, 이후 2000년대를 지나며 하드웨어 기술 발달과 함께 세부적인 트렌드 변화가 발생하기도 했다. 대표적인 예시가 PC의 시대에서 노트북, 태블릿, 스마트폰으로 다변화된 하드웨어가 존재한다. PC는 패러다임 초기에는 인터넷을 사용하기 위한 필수적인 하드웨어로 연평균 +17.3% 출하량이 증가했던 핵심 디바이스였다. 다만, PC의 시대는 패러다임 전반에 걸쳐 이어지지 못했고, 일부 기능적인 강점이 있는 노트북, 태블릿, 스마트폰 등으로 일부 수요가 대체되었다.

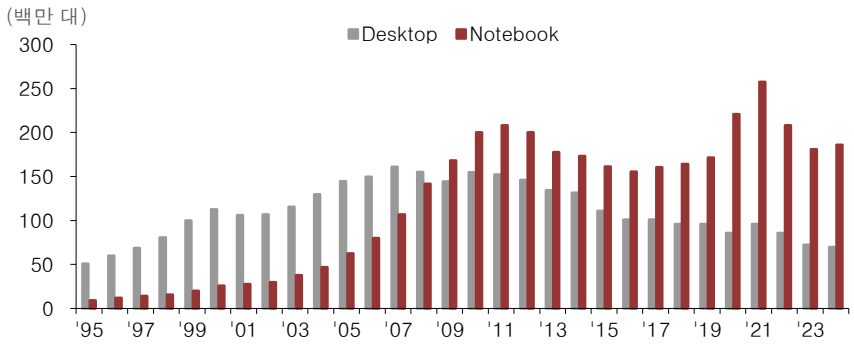
패러다임이 지속하는 동안에도 세부적인 트렌드 변화에 민감해야 한다. **IT 하드웨어에서 트렌드는 주로 1) 패러다임 내 기술 성숙에 따라 발생하는 하드웨어 다변화에 따른 변화와 2) 불가피한 지정학적 이슈 등이 야기하는 트렌드 변화 등이 존재**한다. 앞서 소개한 케이스는 기술 성숙에 따른 하드웨어 수요 다변화 사례이다. 같은 패러다임 속에서도 편의성 또는 특수한 목적성 등으로 인해 신규 디바이스가 등장하면서, 시장이 확대되는 경향을 보인다. 앞서 PC 시대에서 노트북으로 전환된 시기를 살펴보면 뚜렷하다. 당시 이미 존재했던 노트북은 무선통신 기술과 저전력 기술의 발전을 통해 편의성과 성능을 공존하게 하면서 본격적인 폼팩터 확장 구간에 돌입했다. 인터넷 패러다임 전환이 일어난 이후 기술이 성숙해진 2000년대 초반 이후에 사용성이 좋은 노트북이 등장하게 되었고, 2000년대 중반에는 글로벌 출하량 1억 대 수준을 기록하기도 했다. 노트북 확산은 PC 출하량 둔화를 야기했지만, SET 전체 시장 성장에는 크게 기여했는데, 신규 폼팩터의 등장이 핵심 트렌드인 이유가 이것이다. 우리가 모두 잘 아는 스마트폰의 경우에도 2000년대 중반 등장 이후 레거시 디바이스들의 출하량을 감소시켰다. 하지만 스마트폰은 연간 10억대 이상 팔리는 핵심 디바이스로 부상하며, SET 산업 확대에 기여한 바 있다.

기술 성숙은 폼팩터 변화만 유도하는 것은 아니다. 성능 및 혁신 경쟁을 야기하기도 한다. 대표적으로 스마트폰의 경우 초기에는 UX 혁신 경쟁이 존재했다. 당시 Apple이 제시한 터치 스크린과 어플리케이션 생태계라는 UX는 스마트폰을 재정의한 수준이었고, 독창적인 UI 등을 통해 소비자들을 사로잡곤 했다. 이후 폼팩터가 현재의 Bar 형태로 자리 잡은 이후에는 매년 새로운 AP, 높은 카메라 화소, 디스플레이 품질 등 디바이스 성능 경쟁으로 심화된 바 있었고, 성능 경쟁이 무의미해진 시점부터 급격히 신규 수요를 만들어내고 있지 못하고 있다.

AI 패러다임도 유사하게 흘러갈 것으로 예상한다. 선제적으로 인프라 투자가 시작되고 중장기적으로 지속된 이후, 다양한 폼팩터의 AI 디바이스의 등장, 그리고 혁신 및 성능 경쟁으로 이어지는 수순은 반복될 것이다. 지금 시점은 인프라 투자는 활황, 디바이스 경쟁은 혁신을 누가 시작할지 모르는 초기 단계라고 볼 수 있는 것이다.

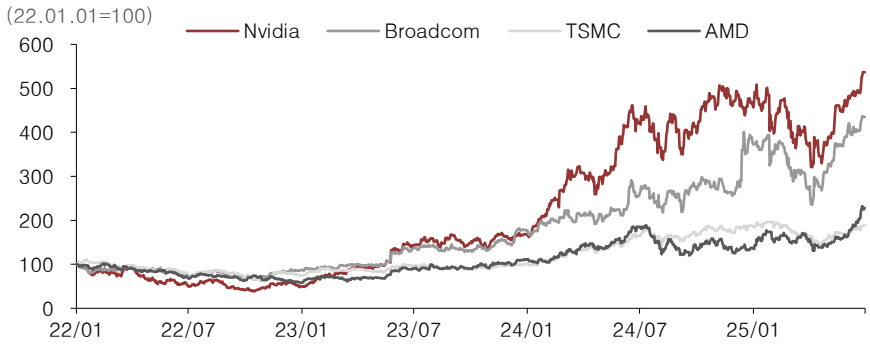
**트렌드 전환으로 시장 전체 규모 확대**

그림 19 PC 출하량 추이와 폼팩터 전환에 따른 영향




자료: IDC, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 20 AI 패러다임 전환기 대표 기업들의 주가 추이




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

**지정학적 이슈는 IT 트렌드 변화의 핵심**

기술 성숙에 따른 변화 외에도 트렌드는 강제로 결정되기도 한다. 바로 정책적, 외교적인 이슈로 인한 사례다. 특히, 2010년대 중반부터 붉어진 미국과 중국간의 기술 패권 경쟁은 글로벌 IT 산업에 큰 영향을 주고 있다. 전 세계 IT 하드웨어의 생산 공장 역할을 수행하던 중국은 2015년 '중국 제조 2025'를 발표하며, 핵심 첨단 산업에서 선두 주자로 부상하기 위한 계획을 공개했었다. 중국이라는 국가가 가지는 막대한 인적 자원과 국가 주도하에 이뤄지는 천문학적인 투자 규모 등 경쟁력 있는 환경은 미국이 명백하게 IT 패권에 대한 도전이라고 인식하게 되었다. 미국은 이 시기부터 중국을 향해 첨단 IT 공급망 배제 등의 조치를 통해 견제하기 시작했는데, 이후부터 강제적인 지정학적 트렌드가 발생하기도 했다.

지정학적 트렌드를 결정하는 핵심 요인은 크게 2가지다. 먼저 1) 중국의 국가 주도 투자를 기반으로 빠르게 성장하고 있는 IT 산업 역량에 따른 경쟁 심화와 2) 미국의 견제에 따른 강제적인 공급망 재배치 등이 있다. 중국의 IT 역량은 2015년 이후 빠르게 향상되고 있다. 막대한 투자를 통해 탄생한 화웨이, BOE, CATL은 물론이고, 반도체 내에서도 SMIC, CXMT, YMTC 등이 성공적으로 자리를 잡고 글로벌 IT 산업의 핵심으로 부상하고 있다. 각 기업들은 강력한 내수 시장을 기반으로 글로벌 1위에 준하는 성과를 보이기도 했다.

글로벌 역량을 키우고 있는 중국 IT 기업에 대항해 미국은 지속적으로 견제하고 있다. 견제를 위한 정책에 따라 IT 산업의 판도가 바뀌는만큼 공급망 변화 관점에서도 깊이 지켜볼 필요가 있다. 트럼프 1기부터 관세와 Entity List 등을 통한 직접적인 견제가 시작되었고, 바이든 정부에서도 CHIPS 4 동맹을 통한 중국에 대항할 기술 블록을 형성하고, 첨단 산업에 대한 투자를 견제하는 정책이 이어져왔다. 이 과정 속 미국과 중국의 기술 블록화는 심화되고 있어, 이에 따라 글로벌 공급망을 가진 기업들은 선택과 집중을 해야하는 전략을 수립하기도 한다. 글로벌 기업들의 전략에 따라 밸류체인 내의 특정 기업이 크게 부각 받기도, 크게 피해를 입기도 하는 것이 이 때문이다.

결국 IT 하드웨어의 방향성은 패러다임 전환이라는 큰 물결과 세부 트렌드 변화라는 작은 파도에 따라 결정된다. 이러한 이유로 패러다임 전환기인 현 시점에서는 기술이 미성숙함에 따라 AI 인프라 수요가 먼저 강세를 보이고 있고, 동시에 트럼프가 재집권함에 따라 지정학적 이슈도 강하게 부각되고 있다. 이에따라 IT 하드웨어의 수요처별로 성장 속도와 리스크가 상이하게 발생하고 있는데, 중장기적인 투자 전략을 모색하기 이전에 패러다임 전환기의 수요처별 현황을 점검할 필요가 있다.

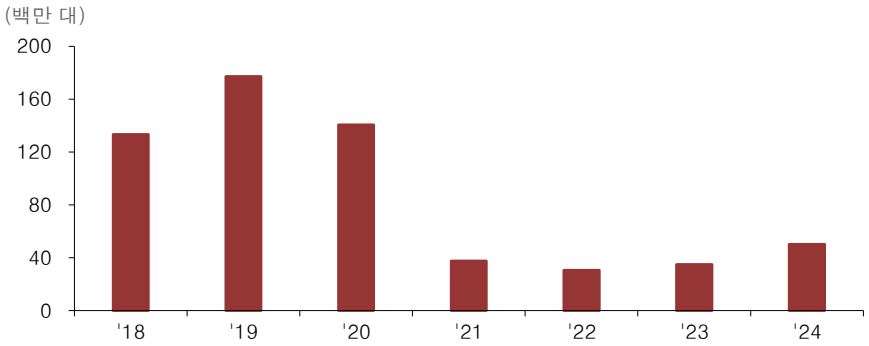
표 4 2015년에 발표한 '중국 제조 2025' 상세

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 발표 시기 | 2015년 5월 8일 |
| 대상 기간 | 2015년 ~ 2025년 |
| 주요 전략 산업 | **차세대 IT**, 고정밀 수치 제어 공작기계 및 로봇, 항공 우주 장비,<br>해양 엔지니어링 장비 및 첨단 기술 선박, 첨단 궤도 교통 장비,<br>에너지 절약 및 신에너지 차량, 전력 장비, 농업 기계 및 장비, 신소재,<br>바이오 의약 및 고성능 의료 기기 |
| 정량적 목표 | 핵심부품 소재 자급률 40% 달성(2020년), 70% 달성(2025년)<br>제조업 R&D 투자 비중을 GDP 대비 1.68%로 확대<br>노동 생산성 118% 증가<br>에너지 소비량 28% 감소 |
| 추진 방식 | 정부 주도 대규모 자금 지원, 기술 R&D 집중, 인재 육성, M&A 장려, 표준 제정 및 기술 규제 |

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

**지정학적 이슈로 크게 타격을 입은 화웨이**

그림 21 화웨이 스마트폰 출하량 추이




자료: IDC, 흥국증권 리서치센터

표 5 중국의 국가 집적회로 산업 투자 기금

| 구분 | 1단계 | 2단계 | 3단계 |
|---|---|---|---|
| 시기 | 2014년 | 2019년 | 2024년 |
| 규모 | 약 200억 달러 | 약 290억 달러 | 약 475억 달러 |
| 주요 목표 | 반도체 굴기 | 첨단 기술 자립 | AI 제재 돌파 |
| 핵심 투자 대상 | SMIC,CXMT,YMTC 등 | SMIC, 화웨이 등 | AI 칩 개발 기업<br>첨단 패키징 기업 등 |

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

## 2. 수요처별 IT 현황 진단

### 1) B2B 수요 – AI 인프라 수요 강세에 따른 고성능 대응 역량 부각

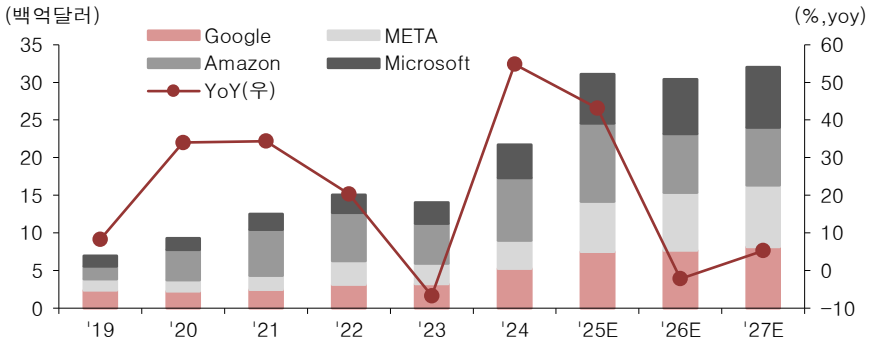
AI 패러다임으로 전환됨에 따라 자연스럽게 인프라 투자가 선행하고 있다. AI 인프라 투자는 주로 B2B 중심으로 집행되고 있으며, 대표적인 빅테크 4사가 적극적이다. 빅테크 4사의 CAPEX는 빠르게 증가하는 추세인데, 2022년 4사의 합산 CAPEX는 약 1,250억 달러 규모였으나, 2024년에는 2,172억 달러에 달했고, 2025년 추정 CAPEX는 약 3,109억 달러 수준으로 생성형 AI 주목 이전 대비 약 2.5배 증가했다. 패러다임 전환이라는 큰 물결에 발 맞춰 강하게 반응이 나오고 있는 것이다.

**패러다임 전환 초기, 고성능 대응 역량은 핵심 경쟁력**

패러다임 전환 초기인만큼 향후 고성능 대응 기술력을 갖춘 기업들에게 기회 요인은 지속될 전망이다. IT 하드웨어 단의 대표적인 고성능 대응 역량은 1) 수요와 동행하는 기술력, 2) SOCAMM, CXL과 같은 확장이 기대되는 기술력과 3) 유리기판, CPO와 같이 미래 성장 기술력 등이 존재한다. 먼저, AI 인프라의 대표적인 하드웨어인 AI 가속기의 경우 기술력이 빠르게 향상되고 있다. Nvidia의 CEO인 젠슨 황이 이번 GTC2025에서 언급한 바에 따르면 기존 AI 가속기인 Hopper 아키텍처의 데이터센터 대비 신규 아키테처인 Blackwell은 약 68배의 성능을 구현하고, 추후 Rubin 아키텍처의 경우 약 900배 성능 개선이 있다고 언급한 바 있다. 성능 증가 수요와 함께 IT 하드웨어 부품들 중 고성능 대응이 가능한 역량에 투자자들이 주목하고 있는데, 대표적으로 고다층 기판이 있다. 현재 Nvidia의 AI 가속기에 사용되는 패키지 기판은 약 20층 이상, HDI 기판은 약 22층 이상으로 파악되는데, 이를 제조할 수 있는 기업은 제한적이다. 향후 더 큰 대역폭과 속도를 갖출 아키텍처로의 발전을 감안하면, 이처럼 고성능 수요에 대응 가능한 기술력은 지속적으로 주목될 전망이다.

SOCAMM, CXL과 같은 메모리 단의 변화도 함께 자극되고 있다. SOCAMM은 AI 가속기에 탑재되는 LPDDR을 대체하기 위한 커스터마이징 메모리 모듈로, 현재는 표준화 작업이 진행 중인 것으로 파악된다. CAMM 방식을 사용해 기존의 DIMM 방식보다 전송 속도 증가 등의 구조적인 이점을 가지고 있어 강한 이점을 가진다. 고성능을 지원할 입출력 개수도 현재 R-DIMM 대비 강점을 가지고 기판에 직접 접합되는 형태로 공간 효율 측면에서도 긍정적이어서 AI 인프라 산업 내 적극적인 채택이 예상되는 제품군이다. 표준화 작업 이후 다양한 수요처가 발생하며 본격적인 시장 성장 기회가 발생할 전망이다. CXL은 메모리 병목을 최소화하기 위한 차세대 인터페이스 기술이다. CXL은 서버-랙-데이터센터로 확대되는 광범위한 방향성 속 메모리 풀링과 메모리 계층화 등을 통해 연산 로직과 DRAM 간의 연결을 지원할 수 있고, AI 워크로드에 최적화된 메모리 사용을 지원한다. 마이크론이 최근 3FQ25 실적 발표에서 CXL 메모리 모듈을 양산한다고 밝힌 바 있으며, CPU 고객사들의 플랫폼에 채택되고 있음을 알리기도 했다.

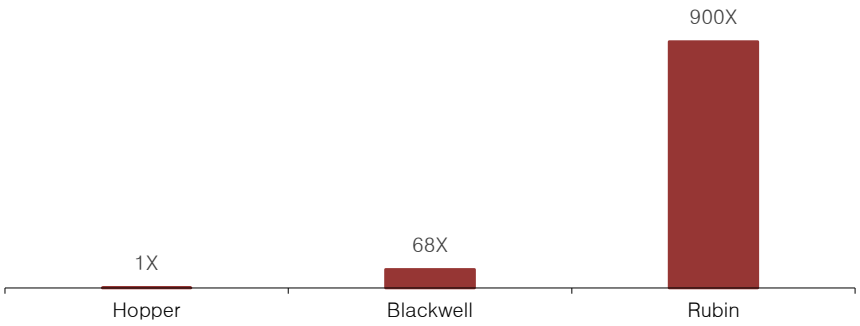
그림 22 빅테크 4사 합산 CAPEX 추이 및 예상치




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

Nvidia의 성능 개선 속도는 해자를 형성

그림 23 GTC 2025에서 공개한 아키텍처별 예상 성능 비교



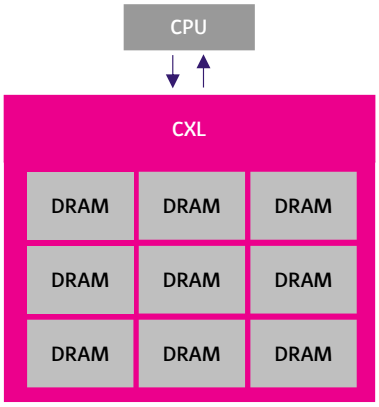

자료: Nvidia, 흥국증권 리서치센터

표 6 SOCAMM, CXL

| 구분 | SOCAMM | CXL |
|---|---|---|
| 의미 | 차세대 서버용 DRAM 모듈 | 차세대 고속 인터페이스 표준 |
| 역할 | 전력 효율 및 성능 향상에 기여 | 메모리 병목 해소에 기여 |
| 기술 기반 | 저전력 DRAM | PCIe 기반 캐시 일관성 프로토콜 |
| 단계 | 양산 준비 및 표준화 단계 | 채택 확대 기대 |

자료: Micron, CXL 컨소시엄, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

그림 24 CXL 구조




자료: SK Hynix, 흥국증권 리서치센터

유리기판은 고성능 기술 발전에 따라 필연적인 수요가 예상되는 제품군이다. AI 가속기의 연결이 데이터센터 규모로 광범위해짐에 따라 부품들은 대면적화, 고집적의 필요성이 발생하고 있다. 이에따라 Warpage 현상 제어가 핵심 포인트로 부상하기 시작했고, 이를 해결하기 위한 아이템이 유리기판이다. 유리는 소재 자체가 낮은 유전 손실, 낮은 열팽창 계수, 뛰어난 표면 평탄성을 가지고 있어 기존 유기 소재 대비 강점을 가지고 있다. 국내에서는 SKC의 자회사인 SK 앱솔릭스가 작년 파일럿 라인을 공개하며, 시장 기대감을 모은 바 있다. SK앱솔릭스는 미국 조지아 주 내에서 파일럿 라인을 작년에 공개했으며, 현재 공급 계약이 일부 존재하는 것으로 파악된다. 이외의 유리기판 플레이어를 살펴보면 기존 Substrate 역량을 갖춘 삼성전기가 존재한다. 삼성전기도 올해 하반기 테스트 물량 대응과 함께 2026년 본격 양산을 예고하고 있다.

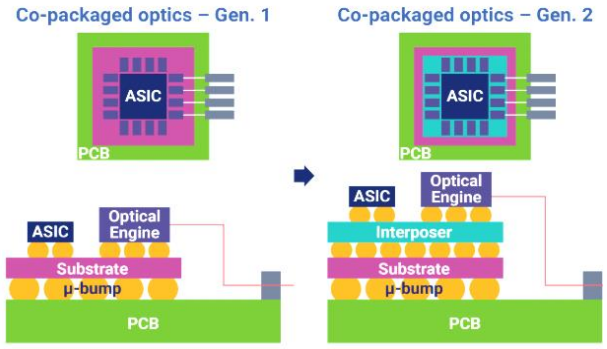
실리콘 포토닉스도 AI 가속기를 중심으로 양산 시대에 접어들고 있다. 특히, CPO(Co-Packaged Optics) 기술이 주목받고 있는데, CPO는 고성능 로직칩 내에 광학 모듈을 패키지 단에서 통합하는 기술로 기존 방식보다 전력 소모와 대역폭 한계, 신호 지연 문제등을 해결해 주는 기술이다. 광 트랜시버 등 고속 광통신을 구성하는 요소를 패키지 내부에 통합해 칩 간의 전기적 연결 거리를 단축하고, 전력 소비, 신호 손실 최소화, 전송 속도 극대화에 기여한다. 네트워크 속도가 빨라질수록 열관리 및 신호 무결성 관리가 중요한만큼 연산 칩과 광학 통신 모듈 간의 전기적 연결 거리를 극도로 줄인 해당 기술이 각광받고 있다. 다만, CPO의 경우 국내에서 관련 밸류체인을 찾기 어렵다. Nvidia를 필두로 Broadcom, AMD, Marvell 등 대표적인 하드웨어 업체들과 Coherent, Lumentum 등 광통신 부품 관련 기업들이 산업 내에서 두각을 보이고 있다.

표 7 유리기판 vs 유기소재 기판

| 구분 | 유리기판 | 유기소재 기판 |
|---|---|---|
| 재료 | 유리 | ABF, BT레진 등 |
| 열팽창 계수 | 3 ~ 7 | 15 ~ 20 |
| 유전율 | 4.5 ~ 5.5 | 3.0 ~ 4.5 |
| 유전 손실 | 0.001 ~ 0.003 | 0.003 ~ 0.008 |
| 평탄도 | < 0.1 μm | > 0.5 μm |
| 열 전도성 | 1.0 ~ 1.5 | 0.2 ~ 0.5 |
| 최대면적 | 500 x 500 mm 수준 | 100 x 100 mm 수준 |

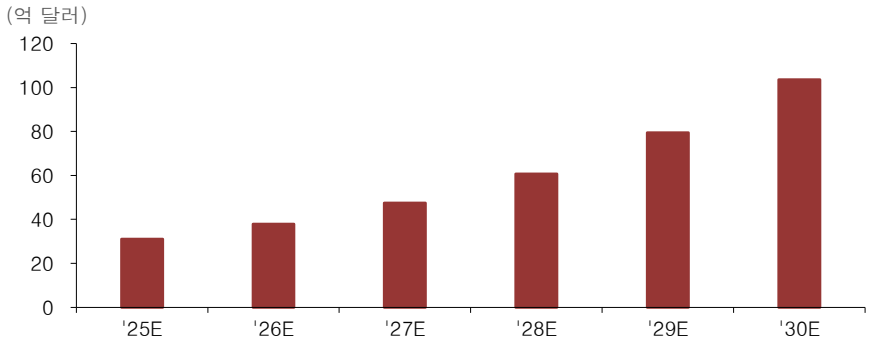
자료: IEEE, YoleGroup, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

그림 25 CPO의 구조




자료: IDTechEX, 흥국증권 리서치센터

그림 26 실리콘 포토닉스 시장 추이 및 전망치




자료: Mordor Intelligence, 흥국증권 리서치센터

### 2) B2C 수요 - 비가시적 인터페이스로의 방향성

**레거시 폼팩터부터 시작될 AI 디바이스**

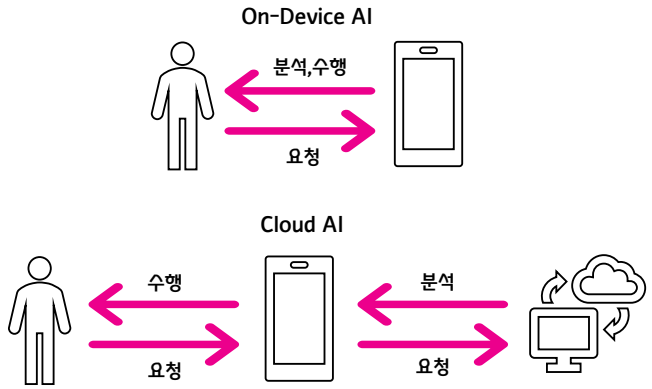
패러다임 전환 초기인 현재, 인프라 투자 중심의 B2B 수요 대비 디바이스 중심의 B2C 수요는 다소 부진하고 있다. 현재 주요 디바이스들은 모두 인터넷 패러다임에 적합한 폼팩터이기 때문이다. 당장 폼팩터의 혁신을 바라기는 어려우나, 공존을 기대할 수 있다. On-Device AI가 그 일환이다. 레거시 IT 디바이스들의 폼팩터에 AI 연산 기능 등 지원이 확대됨에 따라 선제적인 On-Device AI 시대를 예상하고 있는 것이다. 이는 기존의 IT 디바이스에 AI 연산이 가능한 NPU 등의 프로세서를 탑재해 디바이스 단에서 AI를 구동하는 형태가 초기 형태라는 의미이다. 2024년 CES에서 거론된 이후 IT 하드웨어 산업 투자자들에게 지속적인 관심을 받고 있으나, 아직까지는 사용자 경험의 부재, 하드웨어의 제약, 높은 소비자 비용 등으로 인해 기대치에 못 미치는 수요가 존재한다. 다만, 공급단의 움직임이 감지되는 시점이다.

**공급 단에서 시장 전환을 촉구**

AI PC가 대표적인 예시이다. AI 디바이스의 수요를 자극할 핵심 요인은 당연히 사용자 경험의 개선이지만, AI PC의 경우에는 공급단에서 적극적으로 시장 전환을 진행 중이다. 2025년에 출시되는 글로벌 주요 노트북 제조사 3사(Lenovo, Dell, HP)의 신규 노트북 라인업을 살펴보면, 약 76%의 신제품이 AI 기능을 탑재해 출시되는 것으로 확인된다. 즉, 신제품 자체를 AI PC로만 제조해 시장 전환을 촉진하고 있는 것이다. 이런 공급 확대 기조는 Windows 10 교체 수요와 함께 유의미한 데이터를 기록할 가능성도 높다. 노트북 외에도 최근 나오는 CPU에는 NPU가 필수적으로 탑재되며, PC 시장 자체에서의 전환을 가속화하고 있다. 시장 조사 기관인 Canalys의 조사에 따르면, **AI PC의 출하량은 2024년부터 2028년까지 연평균 44% 증가해, 2028년에는 전체 PC 출하량 중 약 70% 수준에 달할 것으로 전망**하고 있다.

스마트폰의 AI 기능 지원도 유사한 추이다. Apple의 경우에도 자사의 AI 기능인 Apple Intelligence를 15 Pro 이후의 모델은 모두 지원하고 있는데, 이는 엔트리급으로 출시된 16e도 해당된다. **즉, 하이엔드 스마트폰이 아니더라도 AI 기능 탑재를 지원해 필연적인 시장 확대를 노리는 것이다.** Apple 외에도 이러한 기조는 뚜렷하다. 삼성의 갤럭시 모델 또한 S시리즈와 Z시리즈는 물론이며, 중저가형인 A시리즈까지도 2025년 이후에 나오는 모델부터는 AI 기능을 지원한다고 밝혔으며, 화웨이도 중저가형 라인업인 노바 시리즈에, Xiaomi, OPPO 등도 중저가형에 AI 기능을 탑재하며, 공급 주도의 On-Device AI 시대를 열고 있다. **모수가 확보된 이후에는 점진적인 사용자 경험 개선을 통해 본격적인 AI 디바이스 시대가 열릴 것으로 판단한다.**

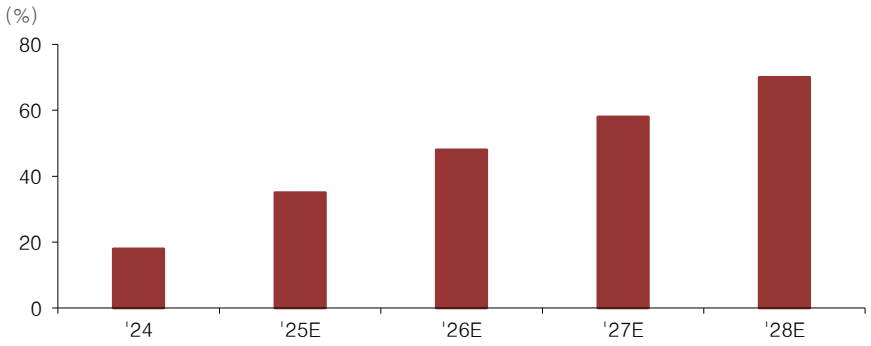
그림 27 On-Device AI 구조도




자료: Samsung, 흥국증권 리서치센터

그림 28 AI PC 침투율 추이

공급단의 출시 제품 증가는 침투율 확대로 이어질 전망




자료: Canalys, 흥국증권 리서치센터

표 8 주요 노트북 제조사의 2025년 출시 및 예정 노트북

저가형을 제외하면 대부분이 AI 기능을 지원하는 신제품들

| 구분 | Lenovo | Dell | HP |
|---|---|---|---|
| AI 기능 탑재 (예상) | - ThinkPad X1 Carbon Gen 13<br>- ThinkBook Plus Gen 5 Hybrid<br>- Legion Pro 7 Gen 10<br>- Yoga Pro 9i Gen 10<br>- IdeaPad Pro 5i Gen 10 | - XPS 13/15/17 (2025)<br>- Alienware R2/R3 (2025)<br>- Precision 7670/7680<br>- Precision 5570/5580<br>- Inspiron 16 Plus (2025)<br>-Latitude 9440 Gen 4 | - Elite Series<br>- Dragonfly Series<br>- Omni Series<br>- Omen Series<br>- Spectre Series<br>- Envy Series |
| AI 기능 미탑재 (예상) | - IdeaPad Slim 3/5 Gen 10<br>- ThinkPad X13 Gen 6<br>- ThinkBook 14/16 Gen 7<br>- ThinkPad L,T,E Series Gen 6 | - Inspiron 14 5000 (2025)<br>- Inspiron 15 3000 (2025)<br>- Latitude 9430 Gen 3<br>- Latitude Rugged Series | - Pro Series<br>- Victus Series<br>- Pavilion Series<br>- Chromebook Series |

자료: 각 제조사 및 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

**중장기 핵심은 AI 디바이스에 적합한 신규 폼팩터**

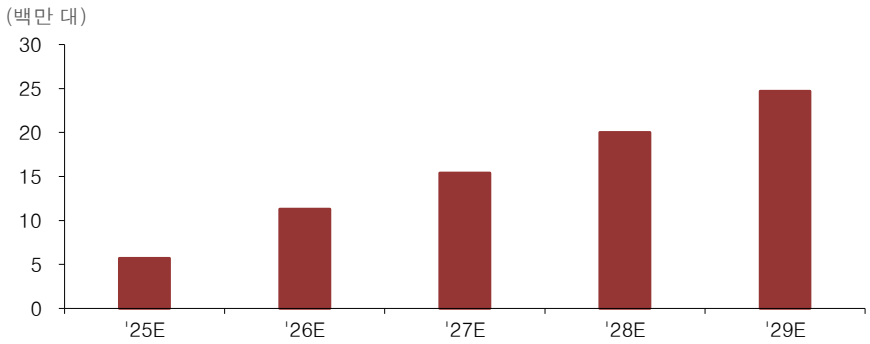
하지만, On-Device AI 즉, 레거시 폼팩터에 AI 기능이 탑재되는 것만으로는 IT 하드웨어 산업이 큰 부가가치를 누리기는 힘들 것으로 보인다. 공급단의 촉진 전략을 통해 AI 디바이스는 확산하고 있으나, 대부분 교체 수요일 것으로 예상되기 때문이다. **신규 수요를 창출하기 위해서는 AI에 최적화된 신규 폼팩터가 등장**해야 한다. 이 장기적인 방향성을 '비가시적인 인터페이스'를 가진 디바이스로의 전환이라고 표현하고자 한다. 비가시적인 인터페이스란 사용자 인터페이스가 눈에 보이지 않거나, 자연스럽게 환경에 녹아 들어 있는 형태로, 흔히 디바이스를 조작하는 클릭, 터치, 타이핑 등의 입력 과정이 필요 없는 인터페이스를 뜻한다. 현재 레거시 폼팩터의 AI 기능은 폼팩터의 한계로 인지에서 결과에 도출하기까지 사용자의 의도적인 물리 행위가 필요한 반면, 비가시적인 인터페이스를 갖춘 AI 디바이스는 사용자의 상황 인식을 통해 의도적인 물리 행위 없이 결과를 도출할 수 있다는 뜻이다.

이러한 시도의 대표적인 예시가 XR이다. 아직 부족한 사용자 경험과 비싼 소비 비용으로 인해 기존 폼팩터들 대비 영세한 규모의 시장을 형성하고 있다. 하지만, 빅테크들이 모두 XR에 뛰어드는 이유는 AI 디바이스로 나아가는 방향성이 입력 과정이 필요 없는 인터페이스로 향하고 있기 때문이다. Google의 경우 이번 I/O 2025에서 Project Aura AR Glass를 발표하기도 했다. 가벼운 안경 형태의 XR 디바이스로 Micro OLED 디스플레이와 Qualcomm의 Snapdragon를 프로세서로 갖추고 있는 제품이다. 아직까지는 구동 부품과의 유선 연결이 필요한 형태이지만, AI가 내재화되어 있는 비가시적인 인터페이스에 근접한 시도로 2026년 시장 출시를 앞두고 있다.

Google 외에도 XR 시장의 강자인 Meta의 경우 AI 어시스턴트 형태의 스마트 글래스를 이미 출시한 바 있다. Meta와 Essilor Luxottica가 협력한 Ray-Ban Smart Glass이다. 해당 디바이스는 출시 이후 약 2년 동안 200만대가 팔리는 수준에 그쳤다. 하지만 최근 들어 오히려 더 강하게 시장에 확산되고 있는데, 이는 AI 기능의 개선과 동행하고 있다. Ray-Ban Smart Glass의 경우 마이크와 카메라가 달린 안경의 형태로 음성 등을 통해 AI 기능을 제어하고 피드백을 받을 수 있는 형태이다. 즉, AI 어시스턴트 디바이스의 형태로 AI 기능 개선에 사용 경험이 극대화되고 있는 것이다. 실제로 긍정적인 반응이 이어지고 있어, Essilor Luxottica는 2024년 4분기 실적발표에서 Smart Glass의 연간 생산 능력을 약 1,000만대 이상으로 확장할 계획이 있다고 밝힌 바 있다.

현재에도 존재하는 XR 형태 외에도 AI 디바이스의 진정한 폼팩터 구축을 위해 다양한 기업들이 노력하고 있다. AI 시대의 강자로 부상하고 있는 OpenAI도 AI 디바이스를 개발 중이라고 밝혔다. Apple 출신의 전설적인 디자이너가 이끄는 스타트업에 약 65억 달러를 투자하며, 그 의지를 다지고 있다. 해당 디바이스가 목표하는 바는 AI 에이전트가 사용자의 주변 상황과 맥락을 인지하고, 스크린 없이 작업 수행이 가능한 폼팩터를 목표한다고 밝혔다. **최근 구체적인 형태도 공개된 바 있는데, 내장 카메라와 마이크가 탑재된 목걸이 형태의 신규 폼팩터로 등장**했다.

그림 29 XR 시장 추이 및 전망치




자료: IDC, 흥국증권 리서치센터

그림 30 Meta의 Ray-Ban Smart Glass

자료: Rayban, 흥국증권 리서치센터

그림 31 Google의 Project Aura

자료: Google, 흥국증권 리서치센터

**다양한 폼팩터 시도가 예상**

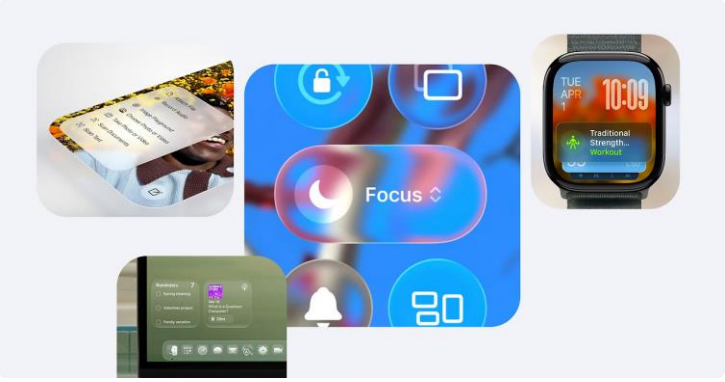
그림 32 신규 AI 디바이스 – OpenAI IO

자료: OpenAI, 흥국증권 리서치센터

**AI 디바이스의 폼팩터는 아직 구체화되지 않았다.** 현재 소비자들이 접근하는 AR/VR 형태는 종착지가 아니다. 앞서 살펴봤듯이 패러다임 전환 초기보다 기술이 성숙해가면서 해당 패러다임에 더 부합하는 디바이스들이 등장하곤 한다. **핵심은 신규 디바이스들이 이전 폼팩터의 수요를 전부 전환하지 않고 일부 공존**한다는 것이다. 현재의 PC, 노트북, 태블릿, 스마트폰의 공존과 같은 개념이다. AI 디바이스는 현재 예측되는 형태는 비가시적인 인터페이스를 구현할 수 있는, 사용자의 상황, 맥락을 빠르게 파악할 수 있도록 카메라 및 센서에 강점을 가지는 소형 디바이스로의 발전이 예상된다. 해당 시대의 필수적인 기술은 1) 저전력 설계 및 구현 기술, 2) 오감을 대신할 수 있는 센싱 기술, 3) 초소형 및 저중량 설계 등이 부각될 것이다. 시대의 변화 속 해당 역량을 갖춘 기업들을 주목해야하는 이유다.

**공간 컴퓨팅, 비가시적인 형태의 신규 인터페이스**

그림 33 Apple의 Liquid Glass UI




자료: Apple, 흥국증권 리서치센터

**카메라, 센서 초소형 부품들의 수요 존재**

그림 34 Apple Vision Pro Teardown

자료: IDC, Counterpoint Research, 흥국증권 리서치센터

## 3. 패러다임 전환기, 중장기 IT 투자 포인트

### 1) 매크로 관점 – 기회를 가진 기업에 집중

**현재 IT 경기는 양극화 되어있다.** B2B 수요는 AI 인프라 호조세와 더불어 강세가 이어지고 있고, B2C 디바이스의 경우 경기 부진과 함께 약세를 면치 못하고 있다. 일례로 S&P500에 포함된 기업들의 CAPEX 추이는 올해 전년 동기 대비 약 19%, 전분기 대비 약 16% 상승하고 있는 반면에 컨퍼런스보드 소비심리 지수는 2025년 6월 약 93을 기록하며 부진한 상황이다.

다만, 지표 상으로 부진을 이어오던 B2C도 저점을 다지고 상승 전환할 가능성이 높은 구간으로 판단한다. 소비 심리 등도 매크로 불확실성이 야기한 금리 인하 압박 기조에 따라 일부 완화될 것으로 기대하고 있고, 대표적인 IT 디바이스인 스마트폰의 출하량도 2023년 저점을 형성한 이후 소폭이나마 상승 전환을 이뤄냈기 때문이다. 매크로 환경을 예단할 수 없으나, Downside 가능성 보다는 Upside 가능성이 높다고 판단하는 이유다.

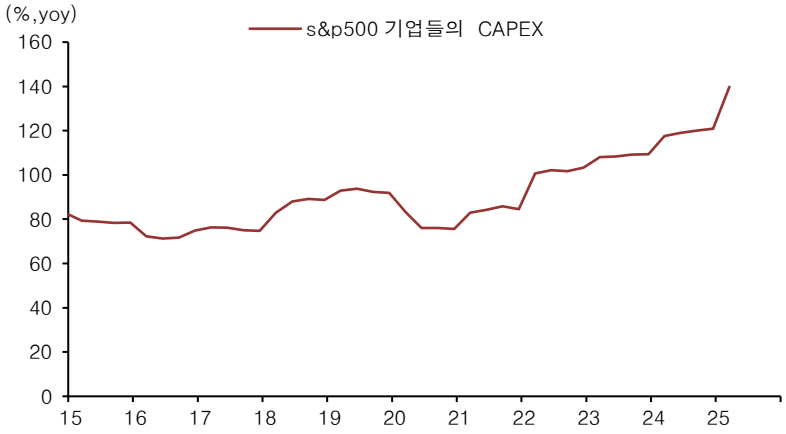
경기 측면 외에도 매크로 관점에서는 빼놓을 수 없는 것은 지정학적 이슈가 야기하는 트렌드이다. 기술 블록이 강화되는 현황을 점검하고 수혜 가능성이 있는 기업에 집중해야할 필요가 있다. 미국과 중국간의 첨단 기술 경쟁이 IT 산업 내에서는 핵심인데, 이에따라 1) 서방과 중국간의 기술 생태계 분리, 2) 신규 신흥국 대상의 공급망 확장, 3) 기술 주권 기조의 강화 등이 부각될 전망이다..

미국은 첨단 IT 기술에 대한 중국 제재를 통해 중국의 IT 성장 속도를 늦추고 있다. 대표적으로 첨단 반도체를 제조하기 위해 필수적인 EUV 장비에 대한 제재와 AI 인프라의 핵심인 Nvidia의 하이엔드 AI 가속기에 대한 규제가 존재한다. 특히, FDPR(Foreign Direct Product Rule)을 통해 미국 외에서 생산된 첨단 IT 제품 및 장비에 대해서도 수출 통제를 진행하며 기술 블록 분리를 가속화하고 있다.

기술 공급망이 글로벌 단위에서 블록 단위로 분리됨에 따라 공급망이 재편되고 있다. 글로벌 비교우위 전략에 의해 중국은 값싼 노동력으로 세계의 IT 공장 역할을 수행하며 선도적인 IT 공급망을 구축해왔다. 하지만, 최근의 기술 블록 형성으로 인해 공급망 일부가 인도, 베트남, 멕시코, 태국 등지로 세분화되고 있는 것이다. 실제로 Apple의 공급망에서 이러한 기조가 뚜렷하게 관찰된다.

기술블록은 각 국가의 기술 주권 강화라는 기조로 이어지고 있다. 미국발 IT 공급망 탈세계화 기조에 따라 각 국가들은 IT 자급에 관심을 가지고 있다. 기술 주권은 첨단 핵심 기술의 인프라 구축부터 후속 기술 개발 및 생산, 활용까지 외부 국가의 공급망 없이 독자적인 통제권을 가지는 것을 뜻하며, 글로벌 공급망 제약에 따라 그 중요도가 고조되고 있다.

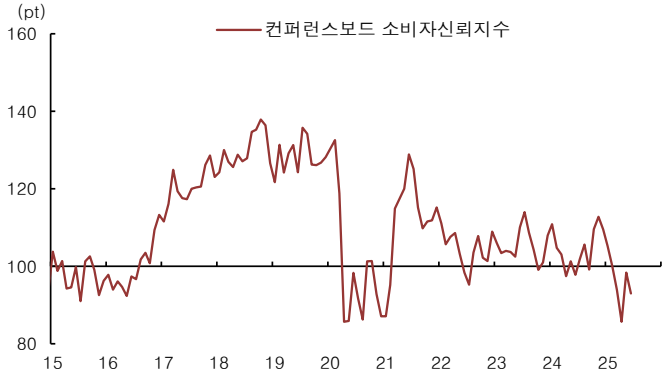
그림 35 S&P500 CAPEX 추이




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

아직 저조한 소비심리

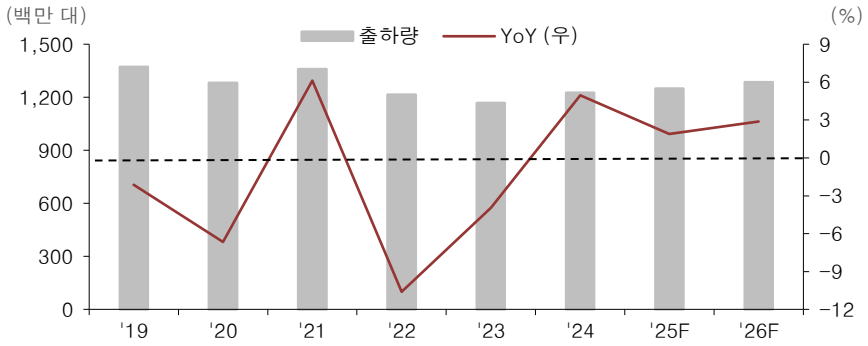
그림 36 컨퍼런스보드 소비 심리 지수




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

다만, 스마트폰은 저점 반등 예상

그림 37 스마트폰 출하량 추이 및 전망치




자료: IDC, Counterpoint, 흥국증권 리서치센터

표 9 시기별 대중국 첨단 산업 규제 정책

| 시기 | 2017년 | 2018년 ~ 2020년 | 2021년 ~ 2024년 | 2025년 ~ |
|---|---|---|---|---|
| 핵심목표 | 중국 초기 압박 시작 | 무역전쟁 및 핵심 기업 견제 | 기술블록 형성 및 통제 지속 | 기술블록 유지 및 첨단 생태계 육성 |
| 조치 | 301조 조사 개시 | 고율 관세, Entity List, FDPR | CHIPS Act, CHIPS 4 동맹, 대중국 투자 심사 행정명령 | 전방위적 관세 조치, 미국 내 리쇼어링 지원 |
| 영향 | 향후 무역 제재 기반 확립 | 탈중국 공급망 다변화 논의 결정 | 전략적 핵심 IT 기술 발전 저지 | 미중 첨단 산업 공급망 분리 가속화 |

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

표 10 국내 대표 IT 하드웨어 산업 육성 정책

| 정책명 | 내용 | 목표 |
|---|---|---|
| 반도체 특별법 제정 및 지원 | 반도체 산업 맞춤형 재정 지원<br>투자 인센티브 확대 | 반도체 글로벌 경쟁력 강화 |
| AI 인프라 확충 | 초대형 데이터센터 구축<br>고성능 GPU 클러스터 확보 | AI 산업 기반 조성 |
| 차세대 통신망 구축 | 5G 전국망 고도화<br>6G 조기 상용화 | 초고속, 저지연 통신망 구축 |
| 클라우드 및 엣지 인프라 강화 | 공공민간 클라우드 센터 구축<br>관련 장비 지원 | 신산업 기반 마련 |
| AI 반도체 육성 | AI 특화 반도체 개발<br>설계, 제조 기업 지원 | AI 하드웨어 자립 |
| 미래 모빌리티 인프라 | 전기차 충전소 확충<br>자율주행 테스트베드 | 미래 산업 경쟁력 확보 |

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

표 11 주요 국가별 주권 AI 성격의 투자 추이

| 국가 | 프로젝트 | 투자 규모 | 비고 |
|---|---|---|---|
| 미국 | Stargate 프로젝트 | 5,000억 달러 | AI 인프라 구축 |
| 중국 | AI+ 이니셔티브 | 2,770억 위안 | AI 인프라 구축, 인재 확보 등 |
| | 국가 집적 회로 산업 투자 3단계 | 3.440억 위안 | AI 반도체 기술 확보 등 |
| | AI 산업사슬 발전지원 행동 계획 | 1조 위안 | AI 인프라 구축, AI 전환 지원 |
| EU | AI 챔피언스 이니셔티브 | 2,000억 유로 | 데이터센터 기가 팩토리 구축 |
| | Invest EU | 500억 유로 | 공공 AI 인프라 구축 |
| 사우디 | 비전 2030 AI 투자 | 400억 달러 | 데이터센터 구축, LLM 등 |
| 한국 | AI 100조 투자 | 100조 원 | AI 인프라, 반도체, 인재 확보 등 |
| 일본 | AI 반도체 산업 투자 | 10조 엔 | AI 인프라, AI 모델, 차세대 AI 반도체 등 |

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

현황도 앞서 언급한 흐름에서 크게 벗어나지 않는다. 2025년 하반기 들어 미국의 강경했던 대외 관세 정책 기조는 완화되는 추세다. 트럼프는 중국과도 희토류와 첨단 기술 간의 무역 협의가 일부 이뤄졌다 발표하기도 했으며, 주요국과의 무역 합의도 9월까지 모두 진행할 것이라 밝히고 있기 때문이다. 다만, 그 방향성에 있어서 바뀐 점은 없다. 1) 결국 진행될 미중간의 기술 블록 형성과 2) 미국의 강경한 자국 리쇼어링 정책은 이번 임기 꾸준하게 이어올 핵심이다.

현재의 지정학적인 판도 속에서 제시하고 싶은 전략은 **기술 블록 형성에 집중해 1) 미국에서 제시하는 미국 내 생산 기조에 발 맞출 수 있는 기업, 2) 공급망 내 중국과 경쟁 구도가 두드러지는 기업, 3) 탈중국에 따라 신규 공급망으로 부상하는 국가 내에 생산시설이 있는 기업**이다. 국내 IT 하드웨어 업체에 초점을 맞추면 반도체 대형사들을 제외하면 미국 내에 진출해 생산하고 있는 기업이 전무하다. 향후 국내 대형 기업들의 미국 진출 시나리오와 더불어 투자 여력이 있는 기업들에 대한 선호도가 더 크게 평가받을 전망이다.

앞선 포인트가 가장 중요하지만, 국내 SET 업체들의 규모를 감안하면 뚜렷한 수혜가 예상되는 기업은 없다. 핵심은 공급망 내에서 중국과의 경쟁이 심해 기술 블록화에 대한 수혜 가능성 여부와 부상하는 제 3국으로의 투자에 따른 미국 기술 블록 합류 여부이다. 먼저 중국과의 공급망 내의 경쟁이 심한 제품군은 카메라 모듈과 기판이 존재한다. 특히, 카메라 모듈의 경우 중국 내수 스마트폰 시장의 부상과 중국 기업의 기술력이 두드러지는 분야이다. 실제로 스마트폰 제조사 내 플래그십 라인업은 국내 기업들이 강세를 보이나, 이미 중저가형은 중국 기업들의 점유율이 두드러지는게 현실이다. 더군다나, 플래그십 라인업의 점유율도 지속적인 도전을 받고 있다. 이러한 포인트 속 기술 블록 구분은 오히려 큰 기회로 작용할 가능성이 높다. 앞서 언급했던 Oflim의 벤더 탈락은 LG이노텍이 고객사 내 점유율을 견고히 하는데 주요하게 작용한 바 있다. Oflim이 벤더 탈락한 2021년 1분기 이후 스마트폰 활황기까지 겹치며 LG이노텍의 주가 수익률은 고점까지 약 +123%를 기록했었다. 중국에 대한 공급망 전환이 지난 임기보다 두드러지는 상황 속에서 구체적인 고객사의 공급망 전략이 이번 신제품과 함께 부각될 것이다.

**빠르게 변화되는 Apple의 공급망**

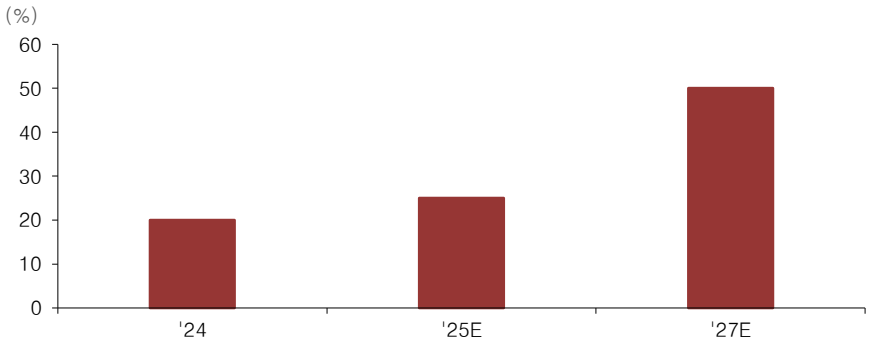
새롭게 부상하는 신흥국으로의 생산지 변화에 따른 수혜도 지속적으로 기대해볼만 하다. 특히 중국 비중이 높았던 Apple 공급망이 뚜렷한 영향을 받을 전망이다. iPhone은 보도 자료들을 통해서도 관세 정책을 트리거로 인도 생산 비중이 크게 늘어나고 있음을 확인할 수 있다. 보도에서는 Apple의 인도의 iPhone 생산 목표치는 2027년까지 약 50% 수준임을 밝혔는데, 미국의 스마트폰 수입 통계를 보면 뚜렷하게 감지된다. 2025년 1분기, 미국 내 스마트폰 전체 수입 금액 중 인도 비중은 약 33%를 기록했는데, 전년 동기가 약 18%, 전분기가 약 11% 임을 감안하면 두드러진 상승폭이다. **4월에 들어서는 더욱 뚜렷한 기조인데, 인도 수입 비중이 약 58%에 달하면서 같은 분기 중국이 약 27%까지 하락한 것과 대조**된다. 관세 정책이 유예된 이후의 추이가 중요하겠으나, 뚜렷한 공급망 변화를 관찰할 수 있는 대목이다.

미국의 공급망 압박 본격화시 SET 수혜 전망

그림 38 Ofilm 공급망 제외와 LG이노텍 주가 추이

자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

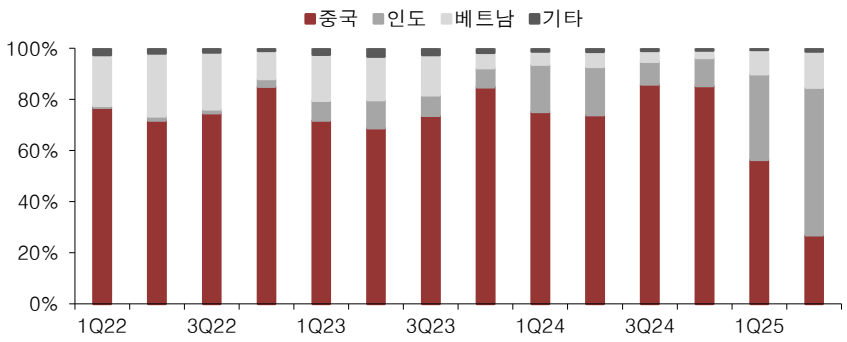
그림 39 Apple의 인도 생산 비중 목표치




자료: Apple, 언론보도취합, 흥국증권 리서치센터

중국 비중의 급격한 하락세

그림 40 국가별 미국 내 스마트폰 수입 금액 추이

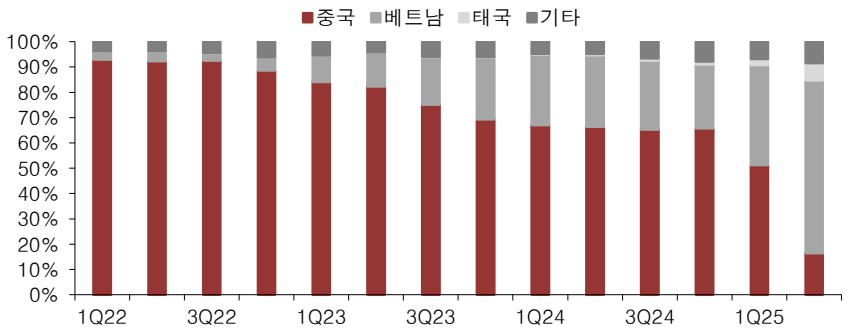



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터
※2Q25는 4월 금액만 포함

iPad와 Macbook의 경우도 유사한 것으로 추정된다. 이들의 변화 추이도 수입 데이터를 통해 뚜렷하게 감지된다. 휴대용 PC로 분류되는 두 디바이스는 관세 정책이 드러나기 이전인 과거 중국 수입 비중이 약 90%를 상회해왔으나, 올해 1분기 중국의 수입 비중이 약 51%로 하락했고, 베트남의 수입 비중이 약 39%로 크게 상승하고 있는 모양새다. 마찬가지로 4월은 더욱 두드러진 추이를 보여주고 있다. **4월의 중국 수입 비중은 약 16%, 베트남 수입 비중은 약 68%까지 확대**됐다. 즉, Apple의 공급망이 정책적인 이유로 빠르게 변화하고 있음을 확인할 수 있다.

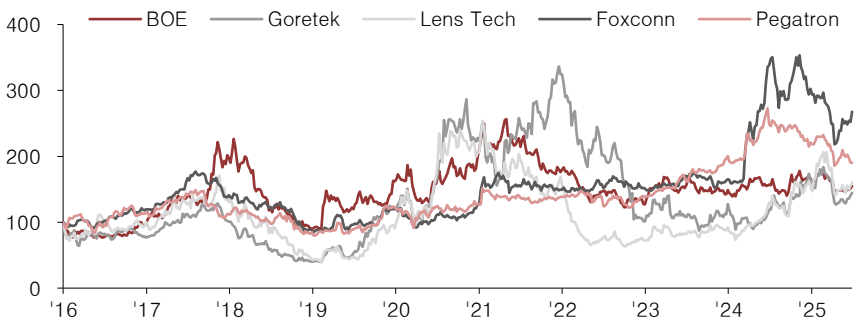
공급망 변화에 성공적인 대응이 필요하다. **특히, 기존의 중국 생산 비중이 매우 높아 탈중국 생산망의 효과가 두드러지는 공급망은 Apple 공급망이다.** 이원화된 벤더들의 경우에도 중국 기업이 다수 포진되어 있어, Apple 공급망 중 중국과 경쟁이 심화되고 있고, 중국 이외의 거점에도 원활한 공급이 가능하거나, 근거리에 위치한 공장을 확보해둔 기업의 수혜 강도가 높아질 전망이다. 이 기준을 통해 국내 SET 업체의 경쟁 구도를 재점검하고 전략을 도출해야 한다.

그림 41 **국가별 미국 내 휴대용 컴퓨터 수입 금액 비중 추이**




자료: KITA, 흥국증권 리서치센터
※2Q25는 4월 금액만 포함

그림 42 **Apple 공급망 내 핵심 중화권 기업들 주가 추이**




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

### 2) 산업단의 관점 – 저점 매수 전략 유효 전망

AI 패러다임 전환기를 맞아 AI 인프라 수요는 중장기적으로 견조할 전망이다. 견조한 추세를 예상하는 핵심 이유는 1) 주권 AI라는 신규 수요처의 부각과, 2) AI 효용성의 점진적인 증대에 따른 ROI 확보 가능성, 3) 기술 향상이 만들어내는 수요 등이 존재하기 때문이다.

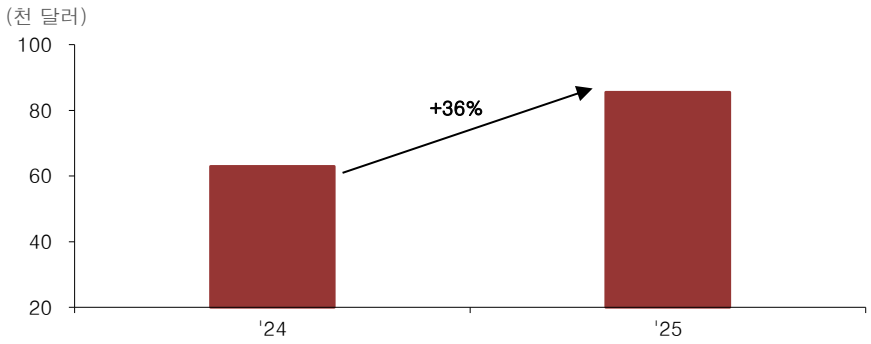
**주권 AI 등 고성능 수요는 견조할 전망**

최근 AI 인프라 수요의 한 축으로 부상하고 있는 '주권 AI'는 B2B 중심의 AI 인프라 단의 신규 수요처가 발생한 요인이다. AI 인프라는 필연적으로 해당 국가의 기술 안보로 이어질 전망이다. 첨단 기술 인프라가 존재하면 이를 바탕으로 국가의 경쟁력을 향상시킬 수 있고, 지정학적인 리스크 속에서 안정적인 성장을 도모할 수 있기 때문이다. 앞서 살펴봤듯 주요 국가들은 독자적인 AI 생태계 구축을 위해 인프라 확보에 심혈을 기울이고 있다. 대표적인 사례는 Stargate Project, 유럽의 InvestAI, 중국의 AI+ 이니셔티브, 일본의 라피더스 프로젝트, 한국의 AI 100조원 투자 계획들이 그 일환이다. 이처럼 AI 인프라에 대한 수요는 기업과 정부 주도로 큰 규모를 유지할 것으로 보인다.

AI에 대한 투자가 커질수록 투자 금액 회수 측면에서 수익성 우려가 지속 존재해왔다. LLM이 등장한지 약 2년이 지난 현 시점, AI 사용에 대한 견조한 수요 증가세는 데이터로 확인할 수 있다. 대표적으로 미국의 AI 관련 리서치 기관이 미국 내 관리자 급 이상의 엔지니어를 대상으로 조사한 결과에 따르면 2024년 AI에 대한 월 평균 지출은 약 62,964달러 수준이었으나, 2025년에는 85,521 달러로 YoY +36%를 기록한 바 있다. 특히, 100,000달러 이상을 지출하는 조직도 2024년 20%에서 2025년 45%로 크게 증가한 것을 감안하면, 소비 측면에서 시장 확대 조짐이 뚜렷하다는 뜻이다. AI 기능 발전에 따라 수요가 증가하면서 수익성 우려가 일부 불식되는 분위기이다.

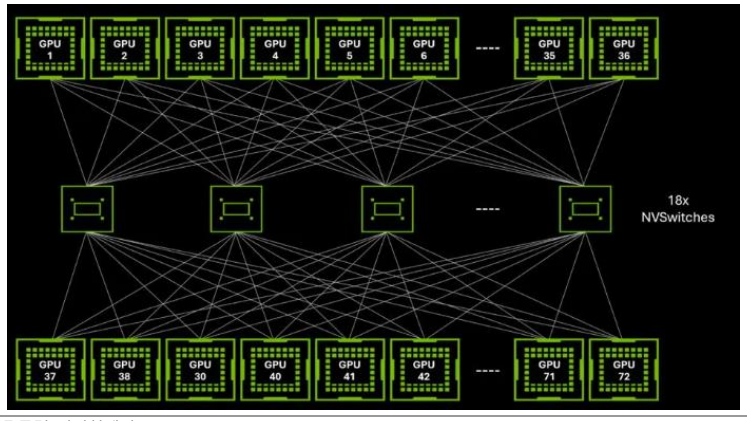
기술 향상 측면도 신규 수요를 지속 유발할 수 있는 핵심 포인트이다. AI 인프라 기술력의 가장 큰 해자를 가지고 있는 기업은 당연하게도 Nvidia이다. 현재 생산되는 Blackwell 아키텍처 제품을 넘어 향후 Vera CPU와 Rubin 아키텍처의 결합, Ultra Rubin, Feynman으로 이어지는 기술 발전은 AI 인프라 투자자들에게 계속 수요를 발생시키는 핵심 요인이다. 특히 Nvidia는 첨단 GPU들을 한 유닛처럼 움직이게하는 NVLink 기술을 적용하고 있는데, 이를 활용해 Blakwell에서는 72개의 GPU를 한 유닛으로 만든 NVL72 제품군을 세상에 공개한 바 있다. 이 기술도 점차 고도화되어 Rubin에서는 약 144개, Ultra Rubin에서는 576개가 하나로 연결되어 거대한 데이터센터 이상의 효용을 제공할 전망이다.

그림 43 기업들의 월평균 AI 지출 변화



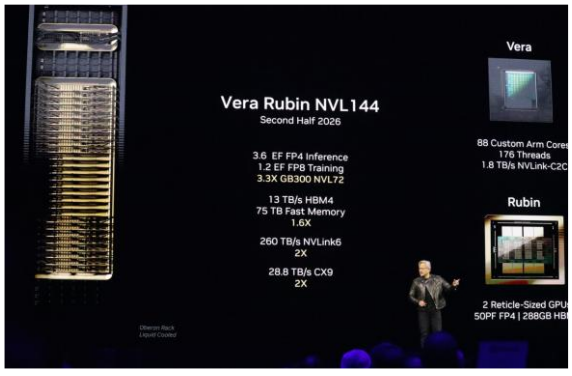

자료: Cloudzero, 흥국증권 리서치센터

그림 44 Nvidia의 NVLink



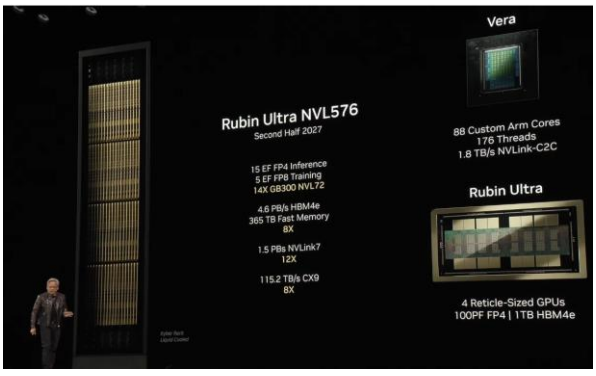

자료: Nvidia, 흥국증권 리서치센터

그림 45 Nvidia의 Rubin 아키텍처




자료: Cloudzero, 흥국증권 리서치센터

그림 46 Nvidia의 Ultra Rubin 아키텍처




자료: Nvidia, 흥국증권 리서치센터

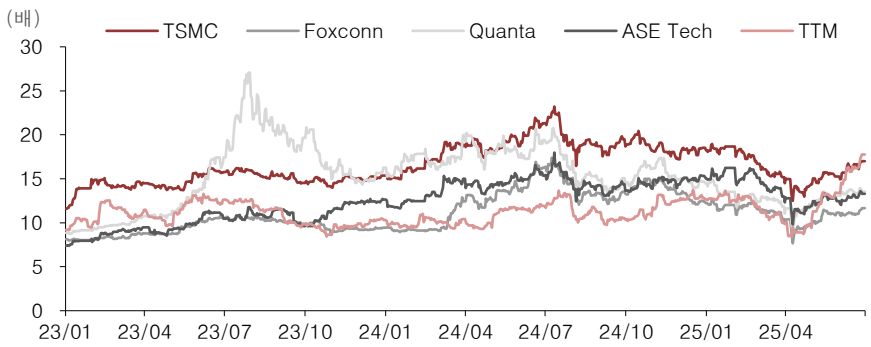
AI 인프라의 견조한 성장세에 힘입어 국내 AI 가속기 관련 공급망에 대한 선호도가 매우 높아진 상황이다. 하지만, 핵심은 빠른 이익 성장과 함께 높은 밸류에이션을 유지할 수 있을지 여부다. 현재 종가 기준 Nvidia는 전고점을 돌파하고 12MF P/E 기준 약 33배 수준에서 거래되고 있다. 과거 전고점 대비 약 6% 이상 높은 주가를 형성하고 있음에도 전고점의 약 40배 대비 낮은 밸류에이션을 받고 있는 점은 EPS Growth가 뚜렷하다는 뜻으로 해석할 수 있다. Nvidia의 성장세에 따라 국내 대표적인 공급망의 전방은 확대되고 있다. 대표적으로 이수페타시스가 존재한다. 해당 기업은 AI 인프라에 사용되는 MLB를 공급하는 기업으로 AI 연산에 사용되는 ASIC, GPU 등에 기판을 공급하고 있다. 빠른 증설 결정 등을 통해 시장 수요에 버금가는 성장을 목표하고 있어 국내 투자자들에게는 AI 인프라 관련 하드웨어 기업으로 잘 알려져 있다.

**밸류에이션 관점에서 고민할 필요 존재**

다만, 하위 공급망의 밸류에이션 논리는 상위 기업의 밸류에이션 논리가 무너질 경우 함께 무너질 가능성은 존재한다. 특히, Nvidia의 거대한 수요 중 1) 일부 제품, 2) 낮은 내부 점유율을 가질수록 밸류에이션에 대한 고민이 필요하다. 특히, 이수페타시스의 경우 현재 12MF P/E 기준 약 22배 수준을 형성하고 있다. Nvidia와 링크가 발생한 2024년 이후 이수페타시스의 12MF P/E는 Nvidia 대비 평균 약 35% 할인 받아온 바 있음을 감안하면, 밸류에이션 고민이 필요한 시점으로 평가받기도 한다.

AI 인프라 시장 수요 성장에 대한 이견은 없다. 오히려 AI 주권 확보 측면에서 또 한 번의 거대한 수요를 목도하고 있음을 인지하고 있다. 하지만 성장 곡선 둔화 시 야기될 고평가 논리를 타개할 포인트가 필요하다. 오히려 높은 밸류에이션을 이미 받고 있는 기업보다 고성능 시장 수요와 연계되나, 아직 밸류에이션에 반영되지 못한 기업들이 현 시점에 투자 매력이 더욱 높다고 판단된다.

그림 47 **Nvidia 주요 밸류체인 기업 들의 12MF P/E 추이**




자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

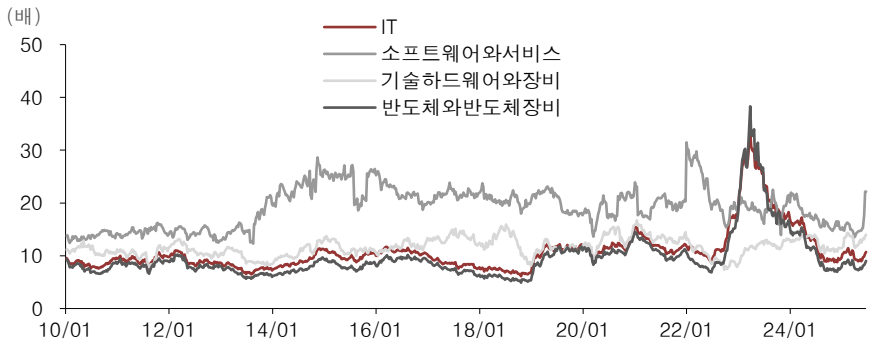
**오히려 SET에 대한 저점 매수 전략을 제안**하고자 한다. AI 디바이스 전환이라는 중장기적인 성장 여력이 뚜렷하다고 판단하며, 신규 폼팩터 디바이스의 등장과 레거시 폼팩터 간의 공존을 예상하기 때문이다. **즉, AI 디바이스의 등장에 따라 과거 노트북, 태블릿, 스마트폰이 등장한 것과 같이 SET 시장의 큰 수요로 자리매김할 것으로 예상**하기 때문이다.

현재 디바이스 수요 부진의 우려는 전환기의 당연한 수순이다. XR 디바이스가 대표적이다. Apple의 Vision Pro와 함께 XR 디바이스에 대한 기대감이 형성되었으나, 미성숙한 기술로 인한 높은 가격, 부족한 AI 기능 및 사용 경험에 따른 수요 부진 등이 제약으로 작용한 바 있다. Vision Pro와 같은 형태는 AI 디바이스가 향하는 방향성 중 하나일 뿐이다. 일례로 최근 AI 어시스턴트 기능을 수행하는 디바이스들과 비교하면 이해하기 쉽다.

AI 디바이스의 가격은 합리적인 범위로 돌입할 전망이다. 공간 컴퓨팅으로 나아가려는 Apple의 지향점을 담은 Vision Pro의 경우 다소 실험적인 제품으로 약 3,499달러라는 매우 높은 가격으로 출시된 바 있다. 이는 높은 제조 원가 때문인데, 초고해상도의 OLEDoS와 고성능 프로세서 등으로 인해 BOM Cost가 약 1,500달러에 달하는 것으로 추정된다. 하지만 모든 AI 디바이스들이 이렇게 실험적인 가격으로 출시되지는 않을 것이다. 단순한 AI 어시스턴트 기능을 갖춘 Ray-ban Meta Glass의 BOM Cost는 약 130달러 수준으로 299달러의 가격으로 출시된 바 있다. 이 제품이 상대적으로 합리적이 가격과, AI 어시스턴트라는 기능에 충실한 형태로 좋은 사용자 경험을 이끌어 내고 있는 만큼 AI 디바이스는 비싸서 수요 창출이 어렵다는 시각은 단순한 판단이다. 실제로 AI 어시스턴트를 넘어 AI 디바이스로 출시될 Google의 Project Aura XR 글래스의 경우도 600달러에서 1,000달러 수준으로 출시될 것으로 예상된다.

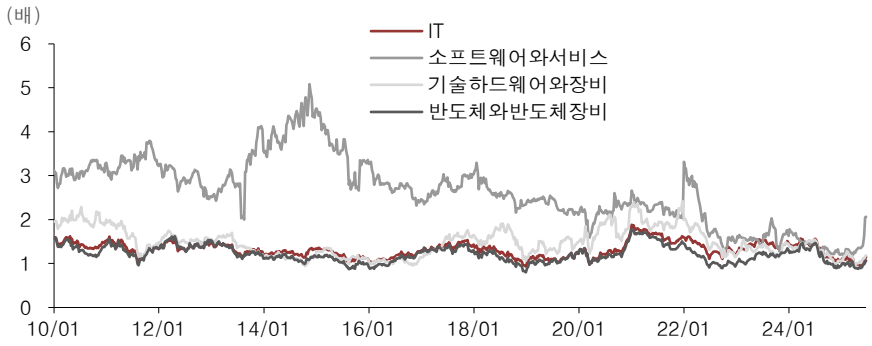
핵심은 AI 콘텐츠일 것이다. 이는 Agent AI 또는 AGI로의 방향성 속에서 자연스레 해결될 것으로 예상된다. 실제로 **생성형 AI의 사용자들은 AI 성능 향상과 함께 지속적으로 증가**하고 있는데, OpenAI의 CEO Sam Altman도 지난 4월 Open AI의 사용자 수가 약 8억명에 달한다고 언급하기도 했다. 트래픽도 빠르게 증가 중이다. Cloudfare가 공개한 생성형 AI 서비스에 대한 트래픽도 급격히 증가하는 추세로, 2024년 2월부터 2025년 3월까지의 월간 트래픽이 약 251% 증가한 것으로 파악된다. 전문가들의 평가도 긍정적으로 바뀌고 있다. Thomson Reuters의 자료에 따르면 2024년에는 전문가들의 생성형 AI에 대한 부정적인 평가가 약 55% 수준이었다면, 2025년에는 긍정적인 평가가 약 55% 수준으로 입장이 바뀐 것을 확인할 수 있었다. 특정한 콘텐츠를 제시하긴 어렵지만, AI 성능 향상과 함께 콘텐츠에 대한 만족도와 사용자 트래픽은 증가하는 추세임을 데이터로 확인할 수 있는 것이다.

그림 48 국내 IT 섹터별 P/E 밸류에이션 추이




자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 49 국내 IT 섹터별 P/B 밸류에이션 추이




자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

**다양한 가격대로 형성되는 XR 디바이스**

표 12 XR 디바이스의 BOM Cost

| 구분 | Apple Vision Pro | Meta Ray-Ban Smart Glass |
|---|---|---|
| 디스플레이 | Micro OLED 3380ppi x 2 | X |
| 프로세서 | M2 Chip / R1 Chip | Snapdragon AR1 Gen 1 |
| 카메라&센서 | 카메라 12개 / 센서 5개 등 | 12MP 초광각 카메라 2개 / 마이크 5개 등 |
| 광학렌즈 | Pancake 렌즈 | 일반 안경 |
| 기타 | 알루미늄 프레임, 3D 성형 유리 등 | 안경테, 힌지 등 |
| BOM Cost (추정) | 약 $1,500 이상 | 약 $130 ~ $140 |

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

AI 디바이스에 대한 제반 조건은 구성되고 있다. 가격은 하드웨어 기술의 성숙도와 가벼운 형태의 폼팩터의 등장으로 넓은 범위의 고객을 대응할 것으로 예상되고, AI 콘텐츠에 대한 우려도 AGI로 가는 방향성 속에서 실제 수요가 증가함을 확인할 수 있었기 때문이다. 앞서 언급했던 물리적인 입력 단계를 축소한 인터페이스를 갖춘 디바이스가 실제로 개발 중인 만큼 SET의 중장기적인 방향성은 긍정적으로 평가한다.

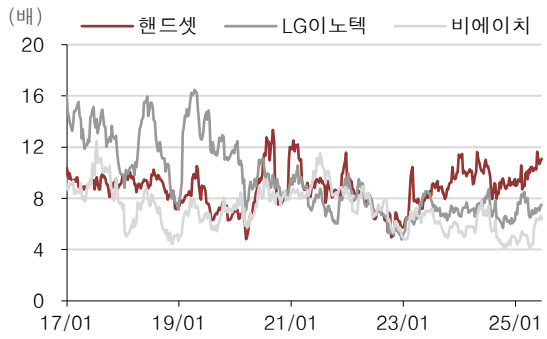
현 시점에서 이 방향성 속 직접적인 수혜가 예상되는 기업을 선정하기는 어렵다. 산업의 방향성 측면에서 접근할 뿐 특정 공급망이 존재하진 않기 때문이다. 다만, 그 방향성을 고려할 때, **향후 핵심이 될 하드웨어 부품은 1) 저전력 설계, 2) 경박 단소화, 3) 카메라 및 센서 부품 등**이라고 판단한다. **해당 분야는 국내 SET 업계에서 강점을 가진 부문**들이다.

이에 따라 핵심 SET 업체 중심의 저점 매수 전략을 제안하고자 한다. 현재 IT 하드웨어 중 SET향 공급이 많은 기업들이 저평가를 면치 못하고 있다. 가장 두드러지는건 LG이노텍과 비에이치 등이 존재한다. LG이노텍의 경우 12MF P/B 기준 0.6배 수준으로 평가 받고 있는데, 이 수치는 역사적으로도 저점일 뿐 아니라, 국내 IT 핸드셋 섹터의 평균 P/B가 약 1.0배, 현재는 약 1.1배 수준으로 평가 받고 있다는 것과 비교하면 강한 저평가를 받고 있는 상황이다. 비에이치도 유사하게 현재 12MF P/B 기준 약 0.5배 수준으로, 과거 Apple 공급망에 합류하기 이전 수준의 저점을 형성하고 있다. 향후 SET의 업황 전환과 향후 카메라 모듈과 FPCB의 중요성을 고려해보면 과한 수준을 형성하고 있다.

**패러다임 전환기의 방향성에 발맞춘 저점 매수 전략**

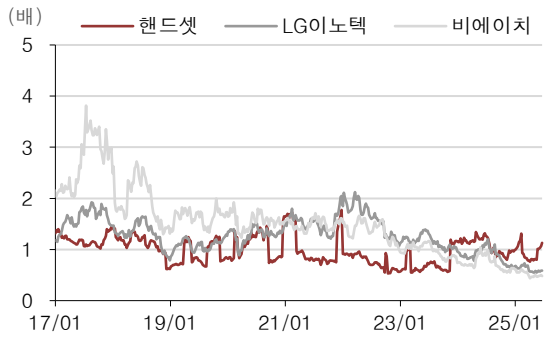
**현재 기존 레거시 SET의 Up-Turn을 당장 기대하기는 어렵다. 다만, 향후 방향성과 현재 수준의 저평가는 기회요인**이다. 현재 매크로 상황과 SET의 신규 폼팩터의 부재 등 부진한 모멘텀 속 저점을 확인할 수 있다. AI 디바이스라는 중장기적인 방향성까지 감안하면, 핵심 SET 기업 중심의 저점 매수 전략이 유효할 것으로 판단한다.

그림 50 주요 Apple 공급망 기업 12MF P/E 추이




자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

그림 51 주요 Apple 공급망 기업 12MF P/B 추이




자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

### 3) 결론 – Top Picks: 삼성전기, LG이노텍

상기한 관점에서 IT 하드웨어 포트폴리오를 구성할 때 고려해야 할 포인트로 1) 고성능 AI 인프라 기조 속 수혜 요인이 있는가, 2) SRT의 방향성 속 두각을 보일 가능성이 있는가, 3) 밸류에이션 관점에서 접근 가능한가, 4) 개별 기업단에서 주가 상승 모멘텀이 존재하는가를 중심으로 선정하고자 한다.

**Top-Picks으로 삼성전기(009150.KS), LG이노텍(011070.KS)를 제시**하고자 한다. 이외의 **관심종목으로는 티엘비(356860.KQ), 아이티엠반도체(084850.KQ)를 제시**한다. 먼저 삼성전기의 경우 고성능 AI 인프라 투자 확대 기조 속 AI 가속기 및 서버용 제품군의 비중이 점진적으로 증가하는 추세이고, SET의 방향성 속에서도 MLCC, 카메라 모듈 등 AI 디바이스에도 부합할 제품군들에 강점을 가지고 있다. 개별 기업 단에서도 유리기판이라는 고성능화의 핵심으로 부상하는 아이템도 성장 동력으로 갖추고 있기 때문에 업사이드가 기대되는 기업이다.

LG이노텍은 밸류에이션 관점에서 접근하고자 한다. 해당 기업은 Apple의 주요 공급망 기업으로 최근 SET 업황 부진의 영향에 따라 밸류에이션 관점에서 저평가를 받고 있는 기업이다. 전술한 것처럼 두 기업의 12MF P/B는 0.6배 수준으로 핸드셋 섹터로 비교해도 저평가를 받고 있고, Historical P/B 관점에서도 저평가를 받고 있다. Peer를 비교해도 저평가는 두드러진다. LG이노텍의 Peer 평균 12MF P/B는 2.3배 수준이다. 같은 업황을 공유하는 Peer 대비해서 저평가를 받고 있다. 이외에도 SET의 방향성 속 카메라 모듈의 역량은 부각될 가능성이 높다고 판단된다.

이외 관심기업인 티엘비와 아이티엠반도체 중 티엘비는 메모리 모듈 PCB 제조에 강점을 가진 기업으로 최근 AI 서버용으로 사용되는 DRAM 모듈 강세와 함께 강한 수요를 보이고 있다. 즉, 고성능 AI 인프라 기조 속의 수혜 요인이 뚜렷한 기업이다. 아이티엠반도체의 경우에는 개별 기업 모멘텀 측면에서 접근하고자 하는데, 최근 고객사 확대와 함께 뚜렷한 턴어라운드 가능성을 보여주고 있고, 인도를 거쳐 End-User로 향하는 공급망 구조를 갖추고 있어 지정학적 관점에서 수혜 가능성이 높다고 판단하고 있다.

# Ⅲ. 기업 분석

1. 삼성전기 (009150): 기준에 부합하는 기업 *42p*

2. LG이노텍 (011070): 저점 매수 전략 유효 *45p*

3. 아이티엠반도체 (084850): 긍정적인 사업 흐름 전개 *48p*

4. 티엘비 (356860): 고성능 수요 측면에서 접근 *51p*

IT하드웨어/IT인프라
**박희철**
02)6742-3697
phc3312@heungkuksec.co.kr

(009150)

# 삼성전기

## 기준에 부합하는 기업

# BUY(유지)

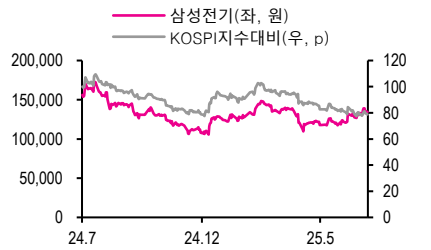
| 목표주가 | 170,000원(유지) |
|---|---|
| 현재주가(06/30) | 134,700원 |
| 상승여력 | 26.2% |
| 시가총액 | 10,061십억원 |
| 발행주식수 | 74,694천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 172,700 / 105,600원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 40십억원 |
| 외국인 지분율 | 32.5% |
| 주요주주 | |
| 삼성전자 (외 6인) | 23.8% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 10.6% |
| 자사주 (외 1인) | 2.7% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 10.2 | -0.9 | 8.8 | -14.7 |
| 상대수익률(KOSPI) | -3.6 | -21.0 | -19.2 | -24.5 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 8,892 | 10,294 | 10,938 | 11,773 |
| 영업이익 | 661 | 735 | 830 | 1,001 |
| EBITDA | 1,497 | 1,575 | 1,745 | 1,980 |
| 지배주주순이익 | 423 | 679 | 611 | 746 |
| EPS | 5,617 | 9,022 | 8,337 | 10,183 |
| 순차입금 | -132 | -392 | -348 | -349 |
| PER | 27.3 | 13.7 | 16.2 | 13.2 |
| PBR | 1.5 | 1.1 | 1.1 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 5.7 | 5.7 | 5.0 |
| 배당수익률 | 0.8 | 1.5 | 1.3 | 1.5 |
| ROE | 5.5 | 8.2 | 6.8 | 7.9 |
| 컨센서스 영업이익 | 661 | 735 | 858 | 1,020 |
| 컨센서스 EPS | 5,617 | 9,022 | 8,981 | 10,528 |

**주가추이**




### 2Q25 Pre: 매출액 2조 7,369억원, 영업이익 2,017억원

삼성전기의 2Q25 실적을 매출액 2조 7,369억원(YoY +6.1%), 영업이익 2,017억원(YoY -3.1%)으로 추정. 수요처 다변화 성과는 유의미하나, SET 부진이 지속. 2분기는 특히 부정적인 환율 효과에 따라 이익 추정치 조정이 불가피. 사업적인 측면에서는 당분기 긍정적인 요소 다수 존재. AI 가속기 물량은 확대되어 올해 FC-BGA 내부 서버/네트워크향 비중이 40%를 넘어갈 전망이며, AI 서버에 탑재되는 MLCC 또한 글로벌 Top-Tier 지위를 유지. 부진한 SET 수요 개선을 기다릴 시점.

### 다양한 관점으로 바라봐도 형성되는 기대감

산업 분석에서 제시한 기준에 대부분 부합하는 견조한 기업. 주권 AI 기조와 함께 고성능 AI 인프라 수요는 지속될 전망. 동사는 AI 서버용 MLCC에 대해 굳건한 점유율을 유지. 시장 확대와 함께 내부 비중이 빠르게 상승하는 단계로 중장기적으로 유의미한 매출 기여 가능할 전망. AI 가속기향 기판은 신규 기여 부문. 고부가의 신성장 동력을 확보한 측면으로 해석 가능. 올해 서버용 FC-BGA의 매출 비중은 약 40% 이상으로 전망. 추가적으로 유리기판 또한 강한 수요를 확인하고 고객사와 논의 중인 단계로 파악. 유리기판은 인프라 하드웨어의 고성능화에 따른 필연적인 부품. 본격 양산 시 밸류에이션 프리미엄 요소로 판단. 중장기적인 SET 방향성 측면에서도 동사는 MLCC, 카메라 모듈 등 수혜를 볼 요소 다수 존재. AI 디바이스로 나아가는 전환적인 관점에서도 동사는 단단한 하방을 유지할 것으로 전망. 그룹사의 XR 디바이스도 올해 하반기 출시 전망. 당장의 큰 수요를 기대하긴 어려우나, AI 디바이스 밸류체인 합류 관점에서 긍정적.

### 투자의견 Buy, 목표주가 170,000원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지. 2025년 매출액은 10조 9,377억원(YoY +6.3%), 영업이익 8,124억원(YoY +10.5%)로 추정. 비우호적인 환율 환경과 매크로 영향으로 인한 SET 수요 부진 지속 등 사업 환경이 어려운 가운데에도 고성능 수요를 필두로 실적 하방 형성. 산업 내에서 제시한 기준에 부합하는 기업으로 향후 IT 하드웨어 산업의 방향성과 무관한 성장 지속 기대.

표 13 삼성전기 분기별 실적 추이

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액(십억원)** | **2,022** | **2,221** | **2,361** | **2,306** | **2,624** | **2,573** | **2,615** | **2,492** | **2,738** | **2,737** | **2,770** | **2,692** | **8,909** | **10,294** | **10,938** |
| 컴포넌트 | 826 | 1,007 | 1,096 | 975 | 1,023 | 1,160 | 1,197 | 1,082 | 1,216 | 1,284 | 1,301 | 1,206 | 3,903 | 4,462 | 5,007 |
| 광학통신솔루션 | 799 | 777 | 825 | 888 | 1,173 | 921 | 860 | 861 | 1,023 | 908 | 864 | 894 | 3,289 | 3,797 | 3,689 |
| 패키지솔루션 | 398 | 437 | 440 | 443 | 428 | 499 | 558 | 549 | 499 | 545 | 606 | 592 | 1,717 | 2,035 | 2,242 |
| **QoQ(%)** | ***2.7*** | ***9.8*** | ***6.3*** | ***(2.3)*** | ***13.8*** | ***(1.7)*** | ***1.4*** | ***(4.7)*** | ***9.9*** | ***(0.1)*** | ***1.2*** | ***(2.8)*** | | | |
| 컴포넌트 | *(0.9)* | *21.9* | *8.9* | *(11.0)* | *4.9* | *13.4* | *3.2* | *(9.6)* | *12.4* | *5.6* | *1.3* | *(7.2)* | | | |
| 광학통신솔루션 | *21.8* | *(2.8)* | *6.3* | *7.6* | *32.1* | *(21.5)* | *(6.6)* | *0.1* | *18.8* | *(11.2)* | *(4.9)* | *3.5* | | | |
| 패키지솔루션 | *(17.1)* | *10.0* | *0.5* | *0.7* | *(3.3)* | *16.6* | *11.8* | *(1.6)* | *(9.1)* | *9.1* | *11.2* | *(2.3)* | | | |
| **YoY(%)** | ***(22.7)*** | ***(9.6)*** | ***(1.0)*** | ***17.2*** | ***29.8*** | ***16.2*** | ***10.8*** | ***8.1*** | ***4.4*** | ***6.1*** | ***6.6*** | ***8.0*** | ***(5.5)*** | ***15.5*** | ***6.3*** |
| 컴포넌트 | *(32.8)* | *(11.7)* | *17.9* | *17.0* | *23.9* | *15.3* | *9.2* | *11.0* | *18.9* | *10.7* | *8.6* | *11.5* | *(5.5)* | *14.3* | *12.2* |
| 광학통신솔루션 | *(8.0)* | *(0.3)* | *(8.4)* | *35.5* | *46.9* | *18.6* | *4.2* | *(3.1)* | *(12.8)* | *(1.4)* | *2.6* | *3.8* | *2.7* | *15.5* | *(2.9)* |
| 패키지솔루션 | *(23.5)* | *(18.4)* | *(20.4)* | *(7.7)* | *7.6* | *14.1* | *27.0* | *24.1* | *16.7* | *9.1* | *8.5* | *7.8* | *(17.8)* | *18.5* | *10.2* |
| **영업이익(십억원)** | **140** | **205** | **184** | **110** | **180** | **212** | **225** | **115** | **200** | **202** | **242** | **186** | **639** | **735** | **830** |
| 영업이익률(%) | *6.9* | *9.2* | *7.8* | *4.8* | *6.9* | *8.2* | *8.6* | *4.6* | *7.3* | *7.4* | *8.7* | *6.9* | *7.2* | *7.1* | *7.6* |
| **순이익(십억원)** | **118** | **119** | **165** | **48** | **187** | **172** | **117** | **208** | **134** | **146** | **183** | **148** | **423** | **679** | **611** |
| 순이익률(%) | *5.8* | *5.4* | *7.0* | *2.1* | *7.1* | *6.7* | *4.5* | *8.4* | *4.9* | *5.3* | *6.6* | *5.5* | *4.7* | *6.6* | *5.6* |

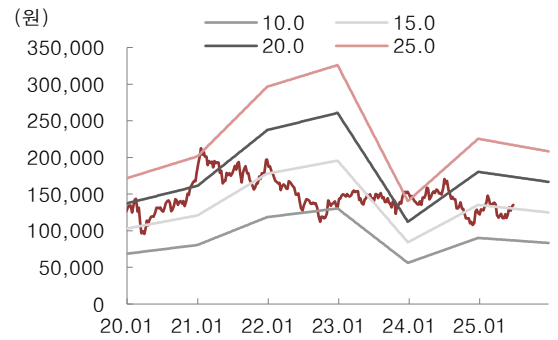
자료: 삼성전기, 흥국증권 리서치센터

표 14 삼성전기 목표주가 산정 P/B Multiple Valuation

| | 2025E | 비고 |
|---|---|---|
| BPS (원) | 117,494 | 25년 추정 BPS |
| 목표 P/B (배) | 1.4 | 12MF P/B 평균 |
| **목표주가 (원)** | **170,000** | |
| 현재주가 (원) | 134,700 | 25.06.30 종가 기준 |
| 상승여력 (%) | 26.2 | |

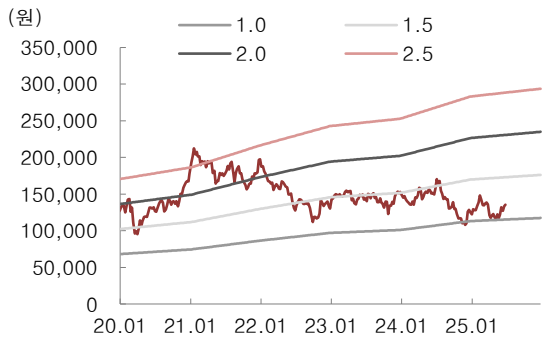
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 52 삼성전기 P/E 밴드 차트




자료: 흥국증권 리서치센터

그림 53 삼성전기 P/B 밴드차트




자료: 흥국증권 리서치센터

삼성전기(009150) 요약 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8,892** | **10,294** | **10,938** | **11,773** | **12,555** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (5.6) | 15.8 | 6.3 | 7.6 | 6.6 |
| **영업이익** | **661** | **735** | **830** | **1,001** | **1,091** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (44.2) | 11.3 | 12.9 | 20.6 | 9.0 |
| EBITDA | 1,497 | 1,575 | 1,745 | 1,980 | 2,130 |
| 영업외손익 | (97) | 62 | (34) | (26) | (46) |
| 순이자수익 | (11) | (0) | (30) | (44) | (69) |
| 외화관련손익 | (18) | 115 | 10 | 33 | 37 |
| 지분법손익 | (4) | (1) | (17) | (17) | (17) |
| 세전계속사업손익 | 563 | 797 | 796 | 976 | 1,045 |
| **당기순이익** | **450** | **703** | **638** | **776** | **831** |
| **지배기업당기순이익** | **423** | **679** | **611** | **746** | **799** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (56.9) | 60.6 | (10.0) | 22.0 | 7.1 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 4.7 | 2.1 | 5.1 | 9.8 | 6.8 |
| 영업이익증가율(3Yr) | (10.2) | (20.9) | (11.1) | 14.9 | 14.1 |
| EBITDA증가율(3Yr) | (5.1) | (12.5) | (5.4) | 9.8 | 10.6 |
| 순이익증가율(3Yr) | (10.3) | (8.4) | (13.7) | 19.9 | 5.7 |
| 영업이익률(%) | 7.4 | 7.1 | 7.6 | 8.5 | 8.7 |
| EBITDA마진(%) | 16.8 | 15.3 | 16.0 | 16.8 | 17.0 |
| 순이익률 (%) | 5.1 | 6.8 | 5.8 | 6.6 | 6.6 |
| **NOPLAT** | **560** | **613** | **666** | **796** | **868** |
| (+) Dep | 837 | 840 | 915 | 979 | 1,039 |
| (-) 운전자본투자 | 175 | 478 | 25 | 187 | 176 |
| (-) Capex | 1,210 | 776 | 1,225 | 1,342 | 1,431 |
| OpFCF | 12 | 199 | 331 | 246 | 299 |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 5,208 | 5,892 | 6,336 | 7,121 | 8,063 |
| 현금성자산 | 1,728 | 2,028 | 2,446 | 2,924 | 3,592 |
| 매출채권 | 1,241 | 1,492 | 1,550 | 1,675 | 1,786 |
| 재고자산 | 2,120 | 2,251 | 2,193 | 2,369 | 2,526 |
| 비유동자산 | 6,449 | 6,901 | 7,240 | 7,684 | 8,159 |
| 투자자산 | 695 | 822 | 828 | 862 | 897 |
| 유형자산 | 5,603 | 5,933 | 6,272 | 6,687 | 7,130 |
| 무형자산 | 151 | 146 | 140 | 135 | 132 |
| **자산총계** | **11,658** | **12,792** | **13,576** | **14,805** | **16,222** |
| 유동부채 | 2,900 | 3,057 | 3,535 | 4,151 | 4,917 |
| 매입채무 | 1,325 | 1,212 | 1,203 | 1,311 | 1,398 |
| 유동성이자부채 | 1,330 | 1,580 | 2,057 | 2,553 | 3,220 |
| 비유동부채 | 727 | 720 | 688 | 691 | 695 |
| 비유동이자부채 | 267 | 56 | 41 | 22 | 2 |
| **부채총계** | **3,628** | **3,777** | **4,223** | **4,842** | **5,612** |
| 자본금 | 388 | 388 | 388 | 388 | 388 |
| 자본잉여금 | 1,054 | 1,054 | 1,054 | 1,054 | 1,054 |
| 이익잉여금 | 5,873 | 6,490 | 6,966 | 7,576 | 8,223 |
| 자본조정 | 533 | 857 | 711 | 711 | 711 |
| 자기주식 | (147) | (147) | (147) | (147) | (147) |
| **자본총계** | **8,030** | **9,016** | **9,353** | **9,963** | **10,611** |
| 투하자본 | 7,621 | 8,287 | 8,623 | 9,216 | 9,827 |
| 순차입금 | (132) | (392) | (348) | (349) | (370) |
| ROA | 3.7 | 5.6 | 4.6 | 5.3 | 5.2 |
| ROE | 5.5 | 8.2 | 6.8 | 7.9 | 8.0 |
| ROIC | 7.6 | 7.7 | 7.9 | 8.9 | 9.1 |

## 주요투자지표

(단위:십억원,원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 5,617 | 9,022 | 8,337 | 10,183 | 10,913 |
| BPS | 101,129 | 113,261 | 117,494 | 125,355 | 133,704 |
| DPS | 1,150 | 1,800 | 1,800 | 2,000 | 2,000 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 27.3 | 13.7 | 16.2 | 13.2 | 12.3 |
| PBR | 1.5 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| EV/ EBITDA | 7.7 | 5.7 | 5.7 | 5.0 | 4.6 |
| 배당수익율 | 0.8 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | 1.5 |
| PCR | 7.4 | 5.5 | 6.9 | 5.9 | 5.6 |
| PSR | 1.3 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 45.2 | 41.9 | 45.2 | 48.6 | 52.9 |
| Net debt/Equity | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Net debt/EBITDA | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 유동비율 | 179.6 | 192.7 | 179.2 | 171.5 | 164.0 |
| 이자보상배율 | 57.9 | 2,353.4 | 28.1 | 22.8 | 15.8 |
| 이자비용/매출액 | 0.8 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 75.9 | 74.4 | 72.5 | 70.9 | 68.6 |
| 현금+투자자산(%) | 24.1 | 25.6 | 27.5 | 29.1 | 31.4 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 16.6 | 15.4 | 18.3 | 20.5 | 23.3 |
| 자기자본(%) | 83.4 | 84.6 | 81.7 | 79.5 | 76.7 |

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

## 현금흐름표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **1,180** | **1,430** | **1,295** | **1,578** | **1,703** |
| 당기순이익 | 450 | 703 | 638 | 776 | 831 |
| 자산상각비 | 837 | 840 | 915 | 979 | 1,039 |
| 운전자본증감 | (301) | (319) | (184) | (187) | (176) |
| 매출채권감소(증가) | (229) | (38) | (34) | (125) | (111) |
| 재고자산감소(증가) | (283) | (130) | 21 | (175) | (157) |
| 매입채무증가(감소) | 111 | (260) | (134) | 109 | 87 |
| **투자현금** | **(1,023)** | **(806)** | **(1,297)** | **(1,441)** | **(1,532)** |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | (0) | (1) | (1) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 0 | (24) | (33) | (34) |
| 설비투자 | (1,210) | (776) | (1,225) | (1,342) | (1,431) |
| 유무형자산감소 | (42) | (47) | (46) | (47) | (47) |
| **재무현금** | **(173)** | **(309)** | **418** | **340** | **496** |
| 차입금증가 | 77 | (123) | 443 | 476 | 648 |
| 자본증가 | (160) | (89) | (136) | (136) | (151) |
| 배당금지급 | 160 | 89 | 136 | 136 | 151 |
| 현금 증감 | (8) | 344 | 418 | 477 | 667 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **1,616** | **1,760** | **1,508** | **1,765** | **1,879** |
| (-) 운전자본증가(감소) | 175 | 478 | 25 | 187 | 176 |
| (-) 설비투자 | 1,210 | 776 | 1,225 | 1,342 | 1,431 |
| (+) 자산매각 | (42) | (47) | (46) | (47) | (47) |
| Free Cash Flow | 190 | 460 | 212 | 189 | 224 |
| (-) 기타투자 | 0 | 0 | 24 | 33 | 34 |
| 잉여현금 | 190 | 460 | 187 | 156 | 191 |

IT하드웨어/IT인프라
박희철
02)6742-3697
phc3312@heungkuksec.co.kr

(011070)

# LG이노텍

## BUY(유지)

## 저점 매수 전략 유효

| 목표주가 | 180,000원(유지) |
|---|---|
| 현재주가(06/30) | 147,400원 |
| 상승여력 | 22.1% |

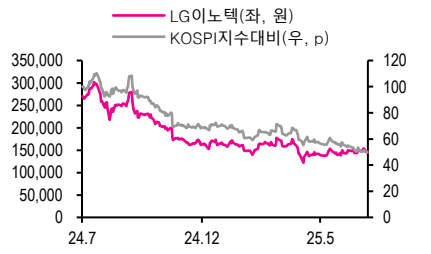
| | |
|---|---|
| 시가총액 | 3,489십억원 |
| 발행주식수 | 23,667천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 302,000 / 122,000원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 22십억원 |
| 외국인 지분율 | 22.8% |
| 주요주주 | |
| LG전자 (외 2인) | 40.8% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 8.4% |
| 자사주 (외 1인) | 0.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 1.7 | -10.9 | -9.0 | -45.8 |
| 상대수익률(KOSPI) | -12.1 | -31.0 | -37.0 | -55.6 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 20,605 | 21,201 | 21,145 | 21,728 |
| 영업이익 | 831 | 706 | 581 | 777 |
| EBITDA | 1,877 | 1,986 | 1,796 | 1,953 |
| 지배주주순이익 | 565 | 449 | 383 | 556 |
| EPS | 23,881 | 18,983 | 16,201 | 23,509 |
| 순차입금 | 1,371 | 1,360 | 1,456 | 861 |
| PER | 10.0 | 8.5 | 9.1 | 6.3 |
| PBR | 1.2 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 3.8 | 2.6 | 2.8 | 2.2 |
| 배당수익률 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.5 |
| ROE | 12.6 | 8.9 | 7.1 | 9.8 |
| 컨센서스 영업이익 | 831 | 706 | 634 | 767 |
| 컨센서스 EPS | 23,881 | 18,983 | 17,717 | 22,428 |

**주가추이**




### 2Q25 Pre: 매출액 3조 7,435억원, 영업이익 292억원

LG이노텍의 2025년 2분기 실적은 연결 기준 매출액 3조 7,435억원(YoY -17.8%), 영업이익 275억원(YoY -80.7%)으로 추정. 상반기까지는 구형 모델 매출이 지속 발생하는데, 지난 1분기 선주문 수요가 발생함에 따라 부진한 분기 실적 전망. 특히, 이익단도 동사에게 비우호적인 환율 환경에 따라 기존 추정 대비 하향 조정. 하반기 신규 모델 협상에 따라 기회 요인 일부 존재할 수 있으나, 업황 자체는 제한적. 고객사의 출하량 전망치도 전년과 유사한 수준으로 전망, 당장의 Up-Turn은 어려운 실정. 타 사업 부문의 수익성은 연내 개선 흐름 지속 전망.

### 부진은 있으나 몰락은 없다

다소 부진한 시간을 지나고 있으나, 동사의 사업 역량의 근본적인 훼손은 없다고 판단. 매크로 영향과 그에 따른 경쟁 심화 등의 이슈가 존재하지만, 여전히 동사는 고부가 제품 내에서 과점적인 지위를 확보한 기업. 특히, 카메라 모듈의 경우 산업 부분에서 제시한 AI 디바이스로의 방향성 뿐 아니라 로보틱스 등 다양한 미래 산업으로의 확장이 가능한 제품. 다만, 아직까지는 신규 수요처 등이 실적에 유의미한 영향을 주기는 어려운 시기. 핵심인 SET 출하량은 소폭 개선되는 분위기. 동사의 고객사의 경우 AI 역량 부족 등이 거론되며 보수적인 전망이 있으나, 시간의 문제라고 판단. 향후 초박형 모델과 폴더블 모델 등 스마트폰 라인업 다변화 등은 이연 수요 등을 자극할 전망. 특히, 초박형 모델의 싱글 카메라로의 변모로 인해 투자자들의 우려가 존재. 하지만, 대체 모델이 비인기 모델이라는 점과 초박형 모델의 모듈이 ASP가 높기 때문에 유의미한 영향을 주지 않을 것으로 판단. 지정학적인 기회 요인까지 고려하면 섹터 내 저점 매수에 적합한 기업.

### 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원 유지

동사에 대한 투자의견을 BUY, 목표주가를 180,000원으로 유지. 2025년 매출액은 21조 1,448억원(YoY -0.6%), 영업이익 5,806억원(YoY -17.8%)으로 추정. 부진한 한 해가 예상되나, 고객사의 출하량 반등 가능성과 미래 방향성을 고려하면 현재의 밸류에이션은 매력적. 지정학적 이슈에 대한 수혜 가능성까지 고려하면 12MF P/B 0.6배는 Upside Risk가 강한 구간.

표 15 LG이노텍 분기별 실적 추이

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액(십억원)** | **4,376** | **3,907** | **4,764** | **7,557** | **4,334** | **4,555** | **5,685** | **6,627** | **4,983** | **3,744** | **5,581** | **6,838** | **20,605** | **21,201** | **21,145** |
| 광학솔루션 | 3,547 | 3,084 | 3,909 | 6,755 | 3,514 | 3,680 | 4,837 | 5,769 | 4,138 | 2,839 | 4,672 | 5,911 | 17,295 | 17,800 | 17,560 |
| 기판소재 | 330 | 336 | 329 | 328 | 328 | 378 | 370 | 383 | 377 | 428 | 423 | 437 | 1,322 | 1,460 | 1,665 |
| 전장부품 | 499 | 488 | 526 | 476 | 491 | 497 | 478 | 475 | 468 | 476 | 486 | 489 | 1,988 | 1,941 | 1,919 |
| **YoY(%)** | ***10.7*** | ***5.5*** | ***(11.6)*** | ***15.4*** | ***(1.0)*** | ***16.6*** | ***19.3*** | ***(12.3)*** | ***15.0*** | ***(17.8)*** | ***(1.8)*** | ***3.2*** | ***5.2*** | ***2.9*** | ***(0.3)*** |
| 광학솔루션 | *14.8* | *9.9* | *(12.0)* | *19.9* | *(0.9)* | *19.3* | *23.7* | *(14.6)* | *17.8* | *(22.9)* | *(3.4)* | *2.5* | *8.3* | *2.9* | *(1.3)* |
| 기판소재 | *(20.4)* | *(25.7)* | *(24.5)* | *(16.3)* | *(0.6)* | *12.7* | *12.6* | *17.0* | *14.9* | *13.2* | *14.1* | *14.1* | *(21.9)* | *10.4* | *14.0* |
| 전장부품 | *11.7* | *9.4* | *3.0* | *(8.6)* | *(1.5)* | *1.8* | *(9.1)* | *(0.2)* | *(4.8)* | *(4.1)* | *1.7* | *3.1* | *3.4* | *(2.4)* | *(1.1)* |
| **영업이익(십억원)** | **145** | **18** | **183** | **484** | **176** | **152** | **130** | **248** | **125** | **29** | **167** | **259** | **831** | **706** | **581** |
| 광학솔루션 | 104 | (28) | 137 | 449 | 152 | 103 | 114 | 228 | 75 | (19) | 110 | 212 | 661 | 597 | 378 |
| 기판소재 | 26 | 45 | 24 | 32 | 10 | 27 | 12 | 22 | 29 | 31 | 35 | 36 | 126 | 71 | 131 |
| 전장부품 | 16 | 2 | 23 | 3 | 15 | 22 | 5 | (2) | 22 | 17 | 22 | 11 | 44 | 39 | 72 |
| **영업이익률(%)** | ***3.3*** | ***0.5*** | ***3.8*** | ***6.4*** | ***4.1*** | ***3.3*** | ***2.3*** | ***3.7*** | ***2.5*** | ***0.8*** | ***3.0*** | ***3.8*** | ***4.0*** | ***3.3*** | ***2.7*** |
| 광학솔루션 | *2.9* | *(0.9)* | *3.5* | *6.6* | *4.3* | *2.8* | *2.3* | *3.9* | *1.8* | *(0.7)* | *2.4* | *3.6* | *3.8* | *3.4* | *2.2* |
| 기판소재 | *7.8* | *13.3* | *7.1* | *9.7* | *2.9* | *7.2* | *3.2* | *6.3* | *7.6* | *7.3* | *8.4* | *8.2* | *9.5* | *4.8* | *7.9* |
| 전장부품 | *4.8* | *0.5* | *7.0* | *1.0* | *3.0* | *4.4* | *1.5* | *(0.3)* | *4.7* | *3.5* | *4.4* | *2.3* | *2.2* | *2.0* | *3.7* |
| **순이익(십억원)** | **83** | **2** | **129** | **351** | **139** | **99** | **105** | **107** | **86** | **13** | **113** | **172** | **565** | **449** | **383** |
| 순이익률(%) | *1.9* | *0.1* | *2.7* | *4.6* | *3.2* | *2.2* | *1.8* | *1.6* | *1.7* | *0.3* | *2.0* | *2.5* | *2.7* | *2.1* | *1.8* |

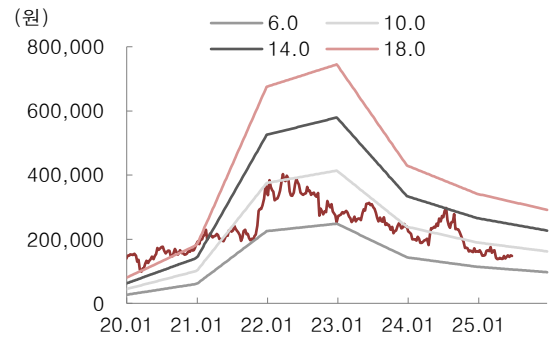
자료: LG이노텍, 흥국증권 리서치센터

표 16 LG이노텍 목표주가 산정 P/B Multiple Valuation

| | 2025E | 비고 |
|---|---|---|
| BPS (원) | 229,851 | 25년 추정 BPS |
| 목표 P/B (배) | 0.8 | Historical 저점 평균 P/B |
| **목표주가 (원)** | **180,000** | |
| 현재주가 (원) | 147,400 | 25.06.30 종가 기준 |
| 상승여력 (%) | 22.1 | |

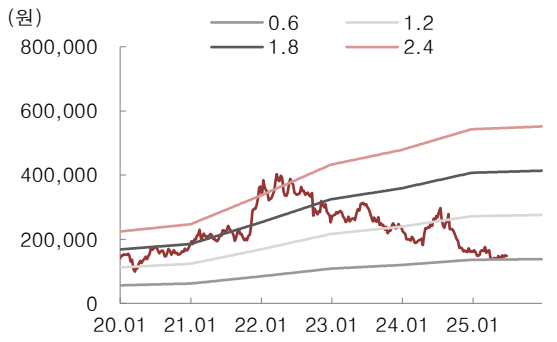
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 54 LG이노텍 P/E 밴드차트




자료: 흥국증권 리서치센터

그림 55 LG이노텍 P/B 밴드차트




자료: 흥국증권 리서치센터

LG이노텍(011070) 요약 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **20,605** | **21,201** | **21,145** | **21,728** | **22,552** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 5.2 | 2.9 | (0.3) | 2.8 | 3.8 |
| **영업이익** | **831** | **706** | **581** | **777** | **941** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (34.7) | (15.0) | (17.8) | 33.9 | 21.0 |
| EBITDA | 1,877 | 1,986 | 1,796 | 1,953 | 2,070 |
| 영업외손익 | (192) | (117) | (89) | (49) | (49) |
| 순이자수익 | (68) | (74) | (45) | (34) | (34) |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 639 | 589 | 492 | 728 | 892 |
| **당기순이익** | **565** | **449** | **383** | **556** | **681** |
| **지배기업당기순이익** | **565** | **449** | **383** | **556** | **681** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (42.3) | (20.5) | (14.7) | 45.1 | 22.4 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 29.3 | 12.4 | 2.6 | 1.8 | 2.1 |
| 영업이익증가율(3Yr) | 6.9 | (17.6) | (23.0) | (2.2) | 10.0 |
| EBITDA증가율(3Yr) | 11.6 | (0.8) | (5.9) | 1.3 | 1.4 |
| 순이익증가율(3Yr) | 33.8 | (20.3) | (26.9) | (0.5) | 14.9 |
| 영업이익률(%) | 4.0 | 3.3 | 2.7 | 3.6 | 4.2 |
| EBITDA마진(%) | 9.1 | 9.4 | 8.5 | 9.0 | 9.2 |
| 순이익률 (%) | 2.7 | 2.1 | 1.8 | 2.6 | 3.0 |
| **NOPLAT** | **735** | **539** | **453** | **594** | **718** |
| (+) Dep | 1,046 | 1,280 | 1,216 | 1,176 | 1,129 |
| (-) 운전자본투자 | (384) | 963 | 517 | 89 | 70 |
| (-) Capex | 1,799 | 879 | 819 | 834 | 866 |
| OpFCF | 365 | (24) | 332 | 846 | 911 |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 5,349 | 5,853 | 6,301 | 7,085 | 7,996 |
| 현금성자산 | 1,399 | 1,340 | 744 | 1,280 | 1,971 |
| 매출채권 | 2,293 | 2,810 | 3,163 | 3,306 | 3,431 |
| 재고자산 | 1,572 | 1,575 | 2,236 | 2,335 | 2,424 |
| 비유동자산 | 5,855 | 5,525 | 5,191 | 5,014 | 4,916 |
| 투자자산 | 778 | 826 | 808 | 841 | 875 |
| 유형자산 | 4,856 | 4,480 | 4,096 | 3,834 | 3,661 |
| 무형자산 | 222 | 219 | 287 | 339 | 380 |
| **자산총계** | **11,204** | **11,378** | **11,492** | **12,098** | **12,912** |
| 유동부채 | 4,219 | 3,955 | 4,534 | 4,693 | 4,843 |
| 매입채무 | 3,474 | 3,063 | 3,625 | 3,777 | 3,920 |
| 유동성이자부채 | 557 | 693 | 745 | 745 | 745 |
| 비유동부채 | 2,271 | 2,069 | 1,519 | 1,459 | 1,494 |
| 비유동이자부채 | 2,213 | 2,007 | 1,455 | 1,395 | 1,429 |
| **부채총계** | **6,490** | **6,024** | **6,052** | **6,152** | **6,336** |
| 자본금 | 118 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 자본잉여금 | 1,134 | 1,134 | 1,134 | 1,134 | 1,134 |
| 이익잉여금 | 3,414 | 3,868 | 4,189 | 4,695 | 5,324 |
| 자본조정 | 49 | 234 | (1) | (1) | (1) |
| 자기주식 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| **자본총계** | **4,715** | **5,354** | **5,440** | **5,947** | **6,576** |
| 투하자본 | 6,059 | 6,666 | 6,850 | 6,759 | 6,729 |
| 순차입금 | 1,371 | 1,360 | 1,456 | 861 | 204 |
| ROA | 5.4 | 4.0 | 3.4 | 4.7 | 5.4 |
| ROE | 12.6 | 8.9 | 7.1 | 9.8 | 10.9 |
| ROIC | 12.5 | 8.5 | 6.7 | 8.7 | 10.7 |

## 주요투자지표

(단위:십억원,원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 23,881 | 18,983 | 16,201 | 23,509 | 28,773 |
| BPS | 199,204 | 226,215 | 229,851 | 251,269 | 277,843 |
| DPS | 2,610 | 2,090 | 2,090 | 2,200 | 2,200 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 10.0 | 8.5 | 9.1 | 6.3 | 5.1 |
| PBR | 1.2 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EV/ EBITDA | 3.8 | 2.6 | 2.8 | 2.2 | 1.8 |
| 배당수익율 | 1.1 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| PCR | 3.0 | 1.9 | 2.5 | 2.0 | 1.9 |
| PSR | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 137.7 | 112.5 | 111.3 | 103.4 | 96.4 |
| Net debt/Equity | 29.1 | 25.4 | 26.8 | 14.5 | 3.1 |
| Net debt/EBITDA | 73.0 | 68.5 | 81.1 | 44.1 | 9.9 |
| 유동비율 | 126.8 | 148.0 | 139.0 | 151.0 | 165.1 |
| 이자보상배율 | 12.3 | 9.5 | 13.0 | 22.9 | 27.8 |
| 이자비용/매출액 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 73.6 | 75.5 | 81.5 | 76.1 | 70.3 |
| 현금+투자자산(%) | 26.4 | 24.5 | 18.5 | 23.9 | 29.7 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 37.0 | 33.5 | 28.8 | 26.5 | 24.9 |
| 자기자본(%) | 63.0 | 66.5 | 71.2 | 73.5 | 75.1 |

## 현금흐름표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **2,104** | **1,110** | **892** | **1,644** | **1,740** |
| 당기순이익 | 565 | 449 | 383 | 556 | 681 |
| 자산상각비 | 1,046 | 1,280 | 1,216 | 1,176 | 1,129 |
| 운전자본증감 | 341 | (816) | (468) | (89) | (70) |
| 매출채권감소(증가) | (516) | (285) | (329) | (143) | (125) |
| 재고자산감소(증가) | 365 | 9 | (651) | (99) | (89) |
| 매입채무증가(감소) | 485 | (494) | 616 | 152 | 143 |
| **투자현금** | **(1,904)** | **(969)** | **(979)** | **(999)** | **(1,032)** |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | (0) | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 1 | (1) | (2) | (2) |
| 설비투자 | (1,799) | (879) | (819) | (834) | (866) |
| 유무형자산감소 | (73) | (62) | (131) | (131) | (131) |
| **재무현금** | **608** | **(220)** | **(508)** | **(110)** | **(18)** |
| 차입금증가 | 707 | (158) | (508) | (60) | 34 |
| 자본증가 | (98) | (62) | (49) | (49) | (52) |
| 배당금지급 | 98 | 62 | 49 | 49 | 52 |
| 현금 증감 | 812 | (60) | (595) | 535 | 690 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **1,909** | **1,996** | **1,401** | **1,733** | **1,811** |
| (-) 운전자본증가(감소) | (384) | 963 | 517 | 89 | 70 |
| (-) 설비투자 | 1,799 | 879 | 819 | 834 | 866 |
| (+) 자산매각 | (73) | (62) | (131) | (131) | (131) |
| Free Cash Flow | 421 | 91 | (67) | 678 | 743 |
| (-) 기타투자 | 0 | (1) | 1 | 2 | 2 |
| 잉여현금 | 421 | 92 | (68) | 676 | 741 |

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

IT하드웨어/IT인프라
박희철
02)6742-3697
phc3312@heungkuksec.co.kr

(084850)

# 아이티엠반도체

## BUY(유지)

## 긍정적인 사업 흐름 전개

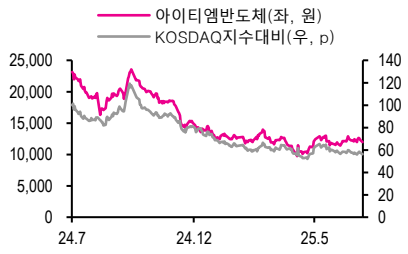
| 목표주가 | 16,000원(상향) |
|---|---|
| 현재주가(06/30) | 11,980원 |
| 상승여력 | 33.6% |
| 시가총액 | 272십억원 |
| 발행주식수 | 22,683천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 23,550 / 9,730원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 십억원 |
| 외국인 지분율 | 2.4% |
| 주요주주 | |
| NICE홀딩스 (외 15인) | 63.2% |
| 자사주 (외 1인) | 8.8% |
| 박성배 (외 1인) | 0.1% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 2.2 | 4.0 | -6.0 | -48.7 |
| 상대수익률 (KOSDAQ) | -4.2 | -8.7 | -21.3 | -41.7 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 581 | 648 | 697 | 789 |
| 영업이익 | -15 | 2 | 8 | 29 |
| EBITDA | 41 | 60 | 66 | 85 |
| 지배주주순이익 | -33 | 1 | 6 | 20 |
| EPS | -1,455 | 54 | 301 | 953 |
| 순차입금 | 275 | 287 | 349 | 335 |
| PER | -17.7 | 236.9 | 39.9 | 12.6 |
| PBR | 3.1 | 1.5 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 20.7 | 9.6 | 9.4 | 7.2 |
| 배당수익률 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| ROE | -17.2 | 0.6 | 3.8 | 13.7 |
| 컨센서스 영업이익 | -15 | 2 | 6 | 27 |
| 컨센서스 EPS | -1,455 | 54 | 132 | 882 |

**주가추이**




### 2Q25 Preview: 매출액 1,344억원, 영업손실 7억원

아이티엠반도체의 2Q25 실적은 연결 기준 매출액 1,344억원(YoY -6.3%), 영업적자 7억원(YoY 적자전환)으로 전망. 상반기는 1분기와 유사한 분위기가 이어질 것으로 전망. 해당 분기 국내 고객사향 신모델 물량 일부 추가 발생할 것으로 보이나, 주요 고객사의 구형 제품 대응이 지속되고 있기 때문. Pull-In 수요를 감지할 수 없었던 2차 벤더 기업인 만큼 선주문으로 인한 수요 감소분은 제한적이라고 판단.

### 기대해볼 하반기

주요 고객사와의 신규 모델 협상에 따라 하반기 턴어라운드 강도가 결정될 것으로 전망. 산업의 분위기는 긍정적. 동사의 제품은 인도향 고객사를 통해 주요 고객사 제품으로 탑재되는데, 최근 인도향 생산 비중이 크게 늘어나고 있는 상황. End User 고객사도 인도 생산 비중을 크게 확대할 것이라 공표한만큼 생산지 변화에 따른 수혜가 기대. 먼저, 주요 고객사의 핵심 지역인 미국 내 수입 스마트폰 비중을 살펴보면, 작년 평균 약 14%를 차지하던 인도 수입 비중이 지난 4월 약 58%로 크게 급등. 향후 추이를 살펴봐야겠지만, 고객사의 관세 불확실성 대응 전략을 감안하면 인도 수입 비중 확대 추이가 이어질 전망. 수혜 요인을 배제해도 올해 국내 고객사향 물량 증가에 따라 하반기 턴어라운드 가능성은 높다고 판단. 신규 플래그쉽 라인과 보급형 라인 모두 탑재가 확정. 경쟁사의 경우 아직 내부 점유율에서 부진을 지속. 2026년에는 국내 고객사향 모델 탑재가 실적 하방을 끌어올리고, 주요 고객사 수혜 여부에 따라 추가 Upside 가능성 존재. 2026년 턴어라운드를 기준으로 현재 매력적인 주가 수준을 형성.

### 투자의견 BUY, 목표주가 16,000원 상향

동사에 대한 투자의견을 BUY, 목표주가를 16,000원으로 상향. 2025년 매출액 6,965억원(YoY +7.5%), 영업이익 77억원(YoY +221.3%)으로 추정. 주요 매출원인 보호회로 부문에서 긍정적인 사업 환경 전개. 전자담배 부문도 디바이스 매출이 하반기부터 본격적으로 반영됨에 따라 추가 Upside 여력이 충분하다고 판단. 2026년 완연한 턴어라운드 가정 시 밸류에이션 관점에서도 접근 가능한 주가 수준으로 매력적인 투자처로 전망.

표 17 아이티엠반도체 분기별 실적 추이

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액(십억원)** | **103** | **114** | **199** | **164** | **139** | **143** | **187** | **179** | **138** | **134** | **217** | **207** | **648** | **697** | **789** |
| PMP | 60 | 67 | 147 | 116 | 94 | 91 | 136 | 127 | 92 | 86 | 164 | 149 | 448 | 491 | 552 |
| POC | 7 | 9 | 10 | 5 | 4 | 6 | 2 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 | 15 | 9 | 5 |
| 전자담배 | 20 | 24 | 24 | 28 | 26 | 30 | 28 | 34 | 27 | 30 | 31 | 41 | 117 | 130 | 165 |
| 기타 | 16 | 14 | 17 | 15 | 15 | 17 | 21 | 15 | 16 | 16 | 20 | 15 | 68 | 67 | 66 |
| ***QoQ(%)*** | ***(41.7)*** | ***10.8*** | ***74.0*** | ***(17.3)*** | ***(15.7)*** | ***3.5*** | ***30.6*** | ***(4.7)*** | ***(22.6)*** | ***(2.7)*** | ***61.7*** | ***(4.9)*** | | | |
| *PMP* | *(48.6)* | *13.0* | *119.4* | *(21.1)* | *(19.2)* | *(3.6)* | *50.0* | *(6.4)* | *(27.6)* | *(6.9)* | *91.6* | *(9.5)* | | | |
| *POC* | *(39.9)* | *22.5* | *10.0* | *(50.2)* | *(18.3)* | *38.3* | *(60.2)* | *28.2* | *2.1* | *(31.2)* | *(1.8)* | *(2.2)* | | | |
| *전자담배* | *-* | *21.4* | *(2.0)* | *16.0* | *(7.5)* | *15.9* | *(4.8)* | *18.6* | *(19.3)* | *11.8* | *2.1* | *33.7* | | | |
| ***YoY(%)*** | ***(8.0)*** | ***(11.9)*** | ***(7.5)*** | ***(7.0)*** | ***34.4*** | ***25.5*** | ***(5.8)*** | ***8.6*** | ***(0.3)*** | ***(6.3)*** | ***16.0*** | ***15.7*** | ***11.6*** | ***7.5*** | ***13.2*** |
| *PMP* | *(37.1)* | *(33.2)* | *(17.6)* | *0.6* | *58.1* | *35.0* | *(7.8)* | *9.4* | *(2.0)* | *(5.4)* | *20.9* | *16.9* | *14.7* | *9.6* | *12.4* |
| *POC* | *(24.8)* | *(14.5)* | *46.8* | *(59.7)* | *(45.2)* | *(38.1)* | *(77.6)* | *(42.4)* | *(28.0)* | *(64.2)* | *(11.6)* | *(32.5)* | *(53.0)* | *(40.1)* | *(40.0)* |
| *전자담배* | *-* | *-* | *-* | *-* | *27.7* | *21.9* | *18.4* | *21.1* | *5.6* | *1.9* | *9.3* | *23.2* | *22.0* | *10.6* | *27.6* |
| **영업이익(십억원)** | **(13)** | **(8)** | **8** | **(2)** | **(5)** | **1** | **6** | **(0)** | **(6)** | **(1)** | **10** | **5** | **2** | **8** | **29** |
| 영업이익률(%) | (12.4) | (6.9) | 4.0 | (1.2) | (3.4) | 0.7 | 3.3 | (0.1) | (4.2) | (0.5) | 4.4 | 2.3 | 0.4 | 1.1 | 3.7 |
| **순이익(십억원)** | **(14)** | **(13)** | **6** | **(12)** | **(4)** | **1** | **(8)** | **13** | **(11)** | **1** | **10** | **6** | **1** | **6** | **20** |
| 순이익률(%) | (13.1) | (11.5) | 2.9 | (7.4) | (2.9) | 0.5 | (4.4) | 7.0 | (7.8) | 0.9 | 4.4 | 2.9 | 0.2 | 0.9 | 2.5 |

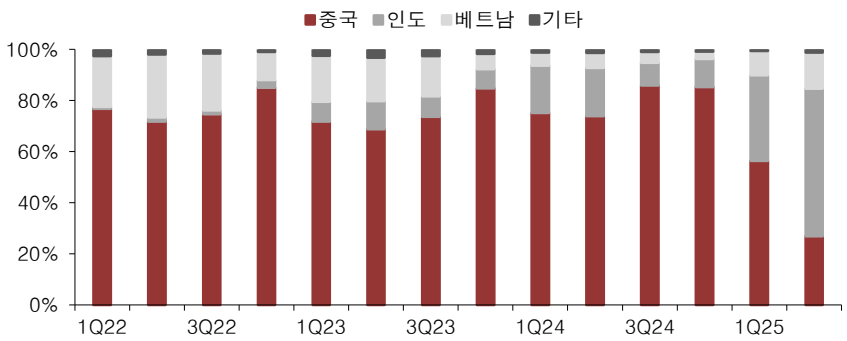
자료: 아이티엠반도체, 흥국증권 리서치센터

표 18 아이티엠반도체 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

| | 2026E | 비고 |
|---|---|---|
| EPS (원) | 953 | 2026년 추정 EPS |
| 목표 P/E (배) | 17 | 이익 구간 12MF P/E 평균 |
| **목표주가 (원)** | **16,000** | |
| 현재주가 (원) | 11,980 | 25.06.30 종가 기준 |
| 상승여력 (%) | 33.6 | |

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 56 국가별 미국 내 스마트폰 수입 금액 추이




자료: KITA, 흥국증권 리서치센터
※2Q25는 4월 금액만 포함

아이티엠반도체(084850) 요약 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **581** | **648** | **697** | **789** | **893** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (8.4) | 11.6 | 7.5 | 13.2 | 13.3 |
| **영업이익** | **(15)** | **2** | **8** | **29** | **51** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 적지 | 흑전 | 221.4 | 272.7 | 77.0 |
| EBITDA | 41 | 60 | 66 | 85 | 106 |
| 영업외손익 | (17) | 4 | 2 | (5) | (14) |
| 순이자수익 | (18) | (18) | (16) | (22) | (29) |
| 외화관련손익 | 2 | 22 | 15 | 13 | 11 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | (31) | 6 | 10 | 24 | 37 |
| **당기순이익** | **(33)** | **1** | **6** | **20** | **30** |
| **지배기업당기순이익** | **(33)** | **1** | **6** | **20** | **30** |
| 증가율 (Y-Y,%) | 적지 | 흑전 | 409.3 | 217.1 | 54.2 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 14.1 | 8.1 | 3.2 | 10.8 | 11.3 |
| 영업이익증가율(3Yr) | n/a | (23.5) | n/a | n/a | 176.8 |
| EBITDA증가율(3Yr) | (7.1) | 13.4 | 21.7 | 26.9 | 20.8 |
| 순이익증가율(3Yr) | n/a | (42.0) | n/a | n/a | 192.0 |
| 영업이익률(%) | (2.6) | 0.4 | 1.1 | 3.7 | 5.7 |
| EBITDA마진(%) | 7.1 | 9.2 | 9.5 | 10.7 | 11.8 |
| 순이익률 (%) | (5.7) | 0.2 | 0.9 | 2.5 | 3.4 |
| **NOPLAT** | **(11)** | **0** | **5** | **24** | **42** |
| (+) Dep | 56 | 58 | 58 | 56 | 55 |
| (-) 운전자본투자 | (26) | 14 | 24 | 18 | 19 |
| (-) Capex | 29 | 32 | 28 | 33 | 38 |
| OpFCF | 42 | 12 | 11 | 29 | 40 |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 227 | 216 | 294 | 490 | 672 |
| 현금성자산 | 43 | 23 | 49 | 209 | 355 |
| 매출채권 | 94 | 105 | 129 | 148 | 168 |
| 재고자산 | 86 | 85 | 112 | 128 | 145 |
| 비유동자산 | 373 | 379 | 357 | 344 | 338 |
| 투자자산 | 17 | 15 | 14 | 14 | 15 |
| 유형자산 | 351 | 359 | 330 | 310 | 298 |
| 무형자산 | 4 | 5 | 13 | 20 | 25 |
| **자산총계** | **600** | **595** | **651** | **834** | **1,010** |
| 유동부채 | 372 | 394 | 478 | 610 | 722 |
| 매입채무 | 94 | 85 | 115 | 132 | 149 |
| 유동성이자부채 | 276 | 303 | 359 | 474 | 568 |
| 비유동부채 | 42 | 7 | 39 | 70 | 104 |
| 비유동이자부채 | 42 | 6 | 39 | 70 | 104 |
| **부채총계** | **414** | **401** | **517** | **680** | **826** |
| 자본금 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 자본잉여금 | 222 | 222 | 220 | 220 | 220 |
| 이익잉여금 | (17) | (16) | (10) | 10 | 40 |
| 자본조정 | (31) | (23) | (108) | (108) | (108) |
| 자기주식 | (61) | (64) | (64) | (64) | (64) |
| **자본총계** | **186** | **194** | **134** | **154** | **184** |
| 투하자본 | 461 | 481 | 483 | 489 | 501 |
| 순차입금 | 275 | 287 | 349 | 335 | 317 |
| ROA | (5.3) | 0.2 | 1.0 | 2.7 | 3.3 |
| ROE | (17.2) | 0.6 | 3.8 | 13.7 | 18.0 |
| ROIC | (2.2) | 0.1 | 1.0 | 4.9 | 8.5 |

## 주요투자지표

(단위:십억원,원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | (1,455) | 54 | 301 | 953 | 1,470 |
| BPS | 8,210 | 8,570 | 5,919 | 6,789 | 8,129 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | (17.7) | 236.9 | 39.9 | 12.6 | 8.2 |
| PBR | 3.1 | 1.5 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |
| EV/ EBITDA | 20.7 | 9.6 | 9.4 | 7.2 | 5.6 |
| 배당수익율 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 11.6 | 4.2 | 44.4 | 3.6 | 3.2 |
| PSR | 1.0 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 222.4 | 206.2 | 384.9 | 441.7 | 447.9 |
| Net debt/Equity | 147.5 | 147.5 | 260.0 | 217.4 | 171.9 |
| Net debt/EBITDA | 663.0 | 478.6 | 527.2 | 395.0 | 300.0 |
| 유동비율 | 61.2 | 54.9 | 61.5 | 80.3 | 93.1 |
| 이자보상배율 | n/a | 0.1 | 0.5 | 1.3 | 1.8 |
| 이자비용/매출액 | 3.2 | 2.9 | 2.4 | 2.9 | 3.4 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 88.5 | 92.7 | 88.6 | 68.6 | 57.5 |
| 현금+투자자산(%) | 11.5 | 7.3 | 11.4 | 31.4 | 42.5 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 63.0 | 61.5 | 74.8 | 77.9 | 78.5 |
| 자기자본(%) | 37.0 | 38.5 | 25.2 | 22.1 | 21.5 |

## 현금흐름표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **53** | **30** | **(21)** | **58** | **66** |
| 당기순이익 | (33) | 1 | 6 | 20 | 30 |
| 자산상각비 | 56 | 58 | 58 | 56 | 55 |
| 운전자본증감 | 20 | (23) | (21) | (18) | (19) |
| 매출채권감소(증가) | (23) | 10 | (24) | (19) | (20) |
| 재고자산감소(증가) | 30 | 3 | (27) | (16) | (17) |
| 매입채무증가(감소) | 11 | (41) | 31 | 17 | 18 |
| **투자현금** | **(17)** | **(23)** | **(39)** | **(44)** | **(49)** |
| 단기투자자산감소 | 2 | 1 | (2) | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 설비투자 | (29) | (32) | (28) | (33) | (38) |
| 유무형자산감소 | 3 | 5 | (10) | (10) | (10) |
| **재무현금** | **(37)** | **(27)** | **84** | **146** | **128** |
| 차입금증가 | (52) | (24) | 84 | 146 | 128 |
| 자본증가 | (6) | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금 증감 | 0 | (18) | 24 | 160 | 145 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **50** | **70** | **6** | **76** | **85** |
| (-) 운전자본증가(감소) | (26) | 14 | 24 | 18 | 19 |
| (-) 설비투자 | 29 | 32 | 28 | 33 | 38 |
| (+) 자산매각 | 3 | 5 | (10) | (10) | (10) |
| Free Cash Flow | 50 | 28 | (56) | 15 | 18 |
| (-) 기타투자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 잉여현금 | 50 | 28 | (56) | 15 | 18 |

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

IT하드웨어/IT인프라
**박희철**
02)6742-3697
phc3312@heungkuksec.co.kr

(356860)

# 티엘비

## 고성능 수요 측면에서 접근

# BUY(유지)

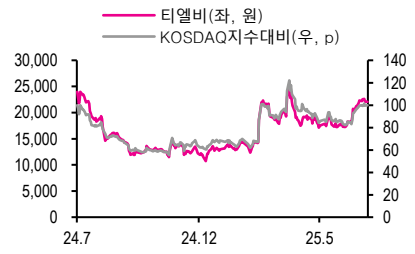
| 목표주가 | 29,000원(상향) |
|---|---|
| 현재주가(06/30) | 22,100원 |
| 상승여력 | 31.2% |
| 시가총액 | 217십억원 |
| 발행주식수 | 9,833천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 24,900 / 10,720원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 4십억원 |
| 외국인 지분율 | 4.2% |
| 주요주주 | |
| 백성현 (외 10인) | 30.6% |
| 한국증권금융 (외 1인) | 5.1% |
| 자사주 (외 1인) | 1.1% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 27.7 | 3.5 | 69.3 | -6.4 |
| 상대수익률 (KOSDAQ) | 21.3 | -9.1 | 54.1 | 0.7 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 171 | 180 | 217 | 253 |
| 영업이익 | 3 | 3 | 15 | 20 |
| EBITDA | 9 | 10 | 23 | 30 |
| 지배주주순이익 | 3 | 4 | 12 | 16 |
| EPS | 256 | 368 | 1,278 | 1,689 |
| 순차입금 | 19 | 33 | 34 | 70 |
| PER | 119.5 | 35.5 | 17.3 | 13.1 |
| PBR | 2.7 | 1.1 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 34.6 | 15.8 | 11.1 | 9.6 |
| 배당수익률 | 0.7 | 1.5 | 1.1 | 1.4 |
| ROE | 2.3 | 3.3 | 10.6 | 12.7 |
| 컨센서스 영업이익 | 3 | 3 | 15 | 19 |
| 컨센서스 EPS | 256 | 368 | 1,424 | 1,729 |

**주가추이**




### 2Q25 Preview: 매출액 538억원, 영업이익 37억원

티엘비의 2Q25 실적을 연결 기준 매출액 538억원(YoY +36.3%), 영업이익 37억원(YoY 흑자전환)으로 추정. 서버용 R-DIMM 제품 수요 강세가 이어지는 가운데, 실질적 Full-Capa 수준 수요 지속. 특히, 수요 강세로 인해 고부가품 위주의 생산을 진행하면서 Mix 개선 효과 발생. 전 분기 대비 비용 단의 변화는 크지 않았으나, Mix 개선 효과가 이익률 개선에 기여. 서버용 DRAM 수요는 하반기까지도 지속. AI 인프라 강세와 동행하는 수요인만큼 중장기적으로 호조 유지 전망.

### 가시화된 턴어라운드, 문제는 강도

동사의 수요세가 AI 인프라와 동행하는 만큼 턴어라운드는 가시화되었다 판단. 긍정적인 업황에 따라 Full-Capa 수요가 이어지고 있지만, 1분기 다소 아쉬웠던 이익률은 비용단의 문제. 금 등 핵심 비용의 하락이 필요한 시점이나, 이번 2분기는 다른 방식으로 문제를 해결해 나가는 모양새. 고부가품으로의 Mix 개선이 일어나고 있는 상황. Full-Capa 수요로 인해 동사는 더 고부가품 생산으로 ASP를 끌어올리는 것으로 파악. 특히, SOCAMM, CXL에 대한 기대감도 지속적으로 작용. 현재 해당 제품군들은 꾸준한 물량이 나가고 있는 것으로 확인. 아직은 완전한 Mass 물량은 아닌 것으로 파악되나, 고객사 수요에 맞춰 즉각적인 대응이 가능하기 때문에 시장 개화에 따른 추가 Mix 개선 가능성도 충분. 현 시점에서 판가 조정 또는 금 가격 하락 등의 요인이 더해진다면, 강한 강도의 턴어라운드도 기대 가능한 구간. 견조한 수요세에 힘입어 증설 가능성도 고조. 증설이 예상되는 내년 기준으로 성장성을 판단할 필요 존재.

### 투자의견 BUY, 목표주가 29,000원 상향

동사에 대한 투자의견을 BUY, 목표주가를 29,000원으로 상향. 2025년 매출액은 2,173억원(YoY +20.7%), 영업이익 147억원(YoY +338.9%)으로 추정. 강한 수요가 주가 하방을 지지. SOCAMM, CXL 등의 기대요소들도 단순 주가 모멘텀을 발생시키는 트리거가 아닌 실질적인 ASP를 끌어올릴 아이템임을 감안하면 턴어라운드 강도를 높일 포인트. Full-Capa 수요 지속됨에 따라 증설 가능성은 고조. 고성능 수요 측면에서 매력적인 기업.

표 19 티엘비 분기별 실적 추이

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액(억원)** | **415** | **424** | **393** | **481** | **443** | **395** | **465** | **498** | **530** | **538** | **556** | **550** | **1,800** | **2,173** | **2,533** |
| DDR5 | 97 | 155 | 166 | 161 | 158 | 173 | 188 | 158 | 277 | 302 | 321 | 305 | 677 | 1,205 | 1,502 |
| SSD | 211 | 182 | 162 | 223 | 207 | 169 | 217 | 283 | 207 | 192 | 188 | 203 | 875 | 789 | 863 |
| R-DIMM(DDR4) | 78 | 58 | 39 | 46 | 47 | 38 | 42 | 33 | 25 | 24 | 23 | 21 | 160 | 93 | 87 |
| **QoQ(%)** | ***(24.0)*** | ***2.3*** | ***(7.4)*** | ***22.3*** | ***(8.0)*** | ***(10.8)*** | ***17.6*** | ***7.3*** | ***6.4*** | ***1.5*** | ***3.2*** | ***(1.1)*** | | | |
| DDR5 | *16.2* | *59.2* | *7.7* | *(3.1)* | *(2.2)* | *10.0* | *8.7* | *(16.3)* | *75.8* | *8.9* | *6.4* | *(5.0)* | | | |
| SSD | *(17.4)* | *(14.0)* | *(10.8)* | *37.7* | *(7.2)* | *(18.6)* | *28.5* | *30.6* | *(26.8)* | *(7.6)* | *(1.9)* | *7.8* | | | |
| R-DIMM(DDR4) | *(57.1)* | *(25.6)* | *(33.2)* | *18.6* | *3.7* | *(19.9)* | *9.7* | *(21.5)* | *(22.1)* | *(6.9)* | *(3.8)* | *(7.1)* | | | |
| **YoY(%)** | ***(20.0)*** | ***(27.3)*** | ***(30.8)*** | ***(11.9)*** | ***6.7*** | ***(7.0)*** | ***18.1*** | ***3.6*** | ***19.8*** | ***36.3*** | ***19.6*** | ***10.3*** | ***5.1*** | ***20.7*** | ***16.5*** |
| DDR5 | *12.8* | *187.8* | *140.0* | *92.8* | *62.3* | *12.2* | *13.3* | *(2.1)* | *75.9* | *74.1* | *70.5* | *93.4* | *16.9* | *78.0* | *24.7* |
| SSD | *(2.5)* | *(41.7)* | *(44.7)* | *(12.7)* | *(1.9)* | *(7.2)* | *33.8* | *26.8* | *0.1* | *13.6* | *(13.4)* | *(28.4)* | *12.6* | *(9.9)* | *9.4* |
| R-DIMM(DDR4) | *(54.2)* | *(66.8)* | *(76.0)* | *(74.7)* | *(39.0)* | *(34.3)* | *7.9* | *(28.6)* | *(46.3)* | *(37.5)* | *(45.2)* | *(35.2)* | *(27.3)* | *(41.6)* | *(6.8)* |
| **영업이익(억원)** | **15** | **15** | **(12)** | **12** | **(3)** | **(1)** | **28** | **9** | **19** | **38** | **52** | **40** | **34** | **147** | **198** |
| 영업이익률(%) | *3.7* | *3.6* | *(2.9)* | *2.4* | *(0.6)* | *(0.2)* | *6.0* | *1.8* | *3.5* | *7.0* | *9.3* | *7.2* | *1.9* | *6.8* | *7.8* |
| **순이익(억원)** | **18** | **12** | **(11)** | **5** | **2** | **11** | **8** | **15** | **9** | **35** | **44** | **36** | **36** | **124** | **164** |
| 순이익률(%) | *4.4* | *2.8* | *(2.7)* | *1.1* | *0.5* | *2.9* | *0.7* | *3.0* | *1.7* | *6.5* | *7.9* | *6.6* | *2.0* | *5.7* | *6.5* |

자료: 티엘비, 흥국증권 리서치센터

표 20 티엘비 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

| | 2025E | 비고 |
|---|---|---|
| EPS (원) | 1,689 | 2026년 추정 EPS |
| 목표 P/E (배) | 17 | 12MF P/E 상단 |
| **목표주가 (원)** | **29,000** | |
| 현재주가 (원) | 17,310 | 25.05.19 종가 기준 |
| 상승여력 (%) | 27.1 | |

자료: 흥국증권 리서치센터

티엘비(356860) 요약 재무제표

## 포괄손익계산서

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **171** | **180** | **217** | **253** | **316** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (22.7) | 5.1 | 20.7 | 16.5 | 24.6 |
| **영업이익** | **3** | **3** | **15** | **20** | **27** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (92.1) | 10.3 | 332.3 | 36.7 | 35.8 |
| EBITDA | 9 | 10 | 23 | 30 | 39 |
| 영업외손익 | 0 | 2 | 3 | 3 | (1) |
| 순이자수익 | (0) | (1) | (3) | (6) | (10) |
| 외화관련손익 | 0 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 지분법손익 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 3 | 5 | 18 | 23 | 26 |
| **당기순이익** | **3** | **4** | **12** | **16** | **19** |
| **지배기업당기순이익** | **3** | **4** | **12** | **16** | **19** |
| 증가율 (Y-Y,%) | (91.8) | 43.9 | 243.5 | 32.1 | 14.6 |
| **3 Yr CAGR & Margins** | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | (2.4) | 0.4 | (0.6) | 13.9 | 20.6 |
| 영업이익증가율(3Yr) | (41.4) | (36.9) | (27.7) | 86.8 | 100.2 |
| EBITDA증가율(3Yr) | (21.0) | (16.4) | (19.7) | 48.1 | 56.9 |
| 순이익증가율(3Yr) | (40.3) | (33.8) | (26.1) | 87.0 | 73.5 |
| 영업이익률(%) | 1.8 | 1.9 | 6.7 | 7.8 | 8.5 |
| EBITDA마진(%) | 5.4 | 5.7 | 10.4 | 11.9 | 12.5 |
| 순이익률 (%) | 1.5 | 2.0 | 5.7 | 6.5 | 6.0 |
| **NOPLAT** | **2** | **2** | **10** | **14** | **19** |
| (+) Dep | 6 | 7 | 8 | 10 | 12 |
| (-) 운전자본투자 | 9 | 2 | 2 | 5 | 9 |
| (-) Capex | 25 | 18 | 17 | 54 | 38 |
| OpFCF | (26) | (11) | (1) | (35) | (15) |

## 재무상태표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 68 | 71 | 119 | 171 | 247 |
| 현금성자산 | 23 | 20 | 63 | 106 | 166 |
| 매출채권 | 23 | 25 | 27 | 32 | 40 |
| 재고자산 | 21 | 25 | 27 | 32 | 39 |
| 비유동자산 | 105 | 117 | 127 | 172 | 198 |
| 투자자산 | 13 | 12 | 12 | 13 | 13 |
| 유형자산 | 91 | 105 | 114 | 158 | 184 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| **자산총계** | **173** | **188** | **246** | **343** | **445** |
| 유동부채 | 35 | 53 | 79 | 113 | 150 |
| 매입채무 | 19 | 21 | 23 | 28 | 34 |
| 유동성이자부채 | 16 | 29 | 53 | 83 | 113 |
| 비유동부채 | 27 | 24 | 45 | 94 | 142 |
| 비유동이자부채 | 26 | 23 | 44 | 93 | 142 |
| **부채총계** | **62** | **76** | **124** | **207** | **293** |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 31 | 31 | 31 | 31 | 31 |
| 이익잉여금 | 76 | 77 | 88 | 102 | 118 |
| 자본조정 | (1) | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 자기주식 | (1) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| **자본총계** | **110** | **112** | **123** | **137** | **152** |
| 투하자본 | 128 | 145 | 156 | 206 | 241 |
| 순차입금 | 19 | 33 | 34 | 70 | 89 |
| ROA | 1.5 | 2.0 | 5.7 | 5.6 | 4.8 |
| ROE | 2.3 | 3.3 | 10.6 | 12.7 | 13.0 |
| ROIC | 2.1 | 1.8 | 6.8 | 7.8 | 8.6 |

## 주요투자지표

(단위:십억원,원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Per share Data** | | | | | |
| EPS | 256 | 368 | 1,278 | 1,689 | 1,935 |
| BPS | 11,213 | 11,399 | 12,466 | 13,889 | 15,505 |
| DPS | 200 | 200 | 250 | 300 | 300 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 119.5 | 35.5 | 17.3 | 13.1 | 11.4 |
| PBR | 2.7 | 1.1 | 1.8 | 1.6 | 1.4 |
| EV/ EBITDA | 34.6 | 15.8 | 11.1 | 9.6 | 7.8 |
| 배당수익율 | 0.7 | 1.5 | 1.1 | 1.4 | 1.4 |
| PCR | 25.3 | 10.6 | 9.9 | 8.2 | 7.0 |
| PSR | 1.8 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.7 |
| **재무건전성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 56.5 | 68.1 | 101.1 | 151.5 | 192.0 |
| Net debt/Equity | 17.6 | 29.0 | 27.7 | 51.1 | 58.4 |
| Net debt/EBITDA | 210.4 | 319.5 | 149.9 | 232.5 | 226.5 |
| 유동비율 | 190.9 | 134.8 | 150.6 | 151.5 | 164.0 |
| 이자보상배율 | 11.5 | 3.1 | 5.5 | 3.4 | 2.8 |
| 이자비용/매출액 | 0.7 | 1.0 | 1.5 | 2.5 | 3.2 |
| **자산구조** | | | | | |
| 투하자본(%) | 78.1 | 82.0 | 67.4 | 63.5 | 57.4 |
| 현금+투자자산(%) | 21.9 | 18.0 | 32.6 | 36.5 | 42.6 |
| **자본구조** | | | | | |
| 차입금(%) | 27.6 | 31.9 | 44.3 | 56.3 | 62.6 |
| 자기자본(%) | 72.4 | 68.1 | 55.7 | 43.7 | 37.4 |

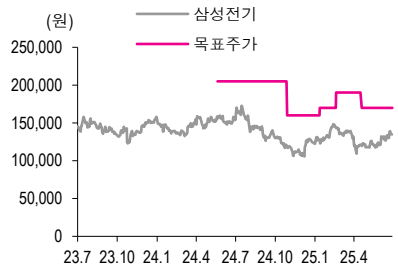
## 현금흐름표

(단위:십억원)

| 결산기 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금** | **(2)** | **5** | **16** | **21** | **22** |
| 당기순이익 | 3 | 4 | 12 | 16 | 19 |
| 자산상각비 | 6 | 7 | 8 | 10 | 12 |
| 운전자본증감 | (5) | (7) | (5) | (5) | (9) |
| 매출채권감소(증가) | (3) | (2) | (4) | (5) | (8) |
| 재고자산감소(증가) | (2) | (3) | (2) | (4) | (8) |
| 매입채무증가(감소) | 1 | 0 | 2 | 4 | 7 |
| **투자현금** | **(30)** | **(4)** | **(18)** | **(55)** | **(39)** |
| 단기투자자산감소 | (6) | 10 | (0) | (0) | (0) |
| 장기투자증권감소 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 설비투자 | (25) | (18) | (17) | (54) | (38) |
| 유무형자산감소 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **재무현금** | **11** | **6** | **45** | **76** | **76** |
| 차입금증가 | 15 | 8 | 45 | 79 | 79 |
| 자본증가 | (4) | (3) | (2) | (2) | (3) |
| 배당금지급 | 3 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 현금 증감 | (20) | 7 | 43 | 43 | 59 |
| **총현금흐름(Gross CF)** | **12** | **12** | **22** | **27** | **31** |
| (-) 운전자본증가(감소) | 9 | 2 | 2 | 5 | 9 |
| (-) 설비투자 | 25 | 18 | 17 | 54 | 38 |
| (+) 자산매각 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Free Cash Flow | (22) | (8) | 3 | (33) | (16) |
| (-) 기타투자 | 0 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 잉여현금 | (22) | (6) | 3 | (33) | (16) |

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

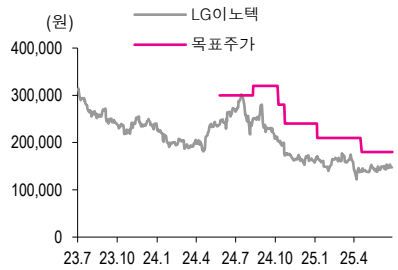
### 삼성전기 - 주가 및 당사 목표주가 변경




### 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의견 | 적정가격 | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 2024-05-22 | 담당자변경 | | | |
| 2024-05-22 | Buy | 205,000 | (29.0) | (15.8) |
| 2024-10-30 | Buy | 160,000 | (26.2) | (18.0) |
| 2025-01-14 | Buy | 170,000 | (20.4) | (12.8) |
| 2025-02-21 | Buy | 190,000 | (30.8) | (24.4) |
| 2025-04-21 | Buy | 170,000 | (26.3) | (18.2) |
| 2025-07-01 | Buy | 170,000 | | |

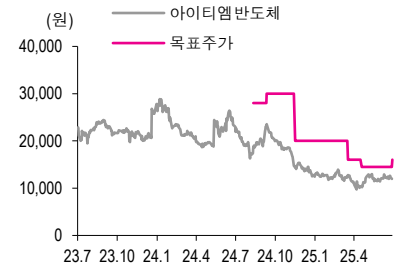
### LG이노텍 - 주가 및 당사 목표주가 변경




### 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의견 | 적정가격 | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 2024-05-27 | 담당자변경 | | | |
| 2024-05-27 | Buy | 300,000 | (13.1) | 0.7 |
| 2024-08-13 | Buy | 320,000 | (25.3) | (12.5) |
| 2024-10-10 | Buy | 280,000 | (29.4) | (27.1) |
| 2024-10-25 | Buy | 240,000 | (30.4) | (26.0) |
| 2025-01-08 | Buy | 210,000 | (25.2) | (15.5) |
| 2025-04-21 | Buy | 180,000 | (19.3) | (14.6) |
| 2025-07-01 | Buy | 180,000 | | |

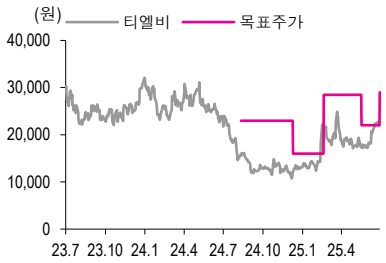
### 아이티엠반도체 - 주가 및 당사 목표주가 변경




### 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의견 | 적정가격 | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 2024-08-13 | 담당자변경 | | | |
| 2024-08-13 | Buy | 28,000 | (28.3) | (17.3) |
| 2024-09-13 | Buy | 30,000 | (36.6) | (21.5) |
| 2024-11-18 | Buy | 20,000 | (34.0) | (23.2) |
| 2025-03-20 | Buy | 16,000 | (30.5) | (20.0) |
| 2025-04-21 | Buy | 14,500 | (17.2) | (10.6) |
| 2025-07-01 | Buy | 16,000 | | |

### 티엘비 - 주가 및 당사 목표주가 변경




### 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의견 | 적정가격 | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|---|---|---|---|---|
| 2024-08-13 | 담당자변경 | | | |
| 2024-08-13 | Buy | 23,000 | (42.9) | (29.9) |
| 2024-12-12 | Buy | 16,000 | (10.5) | 39.4 |
| 2025-02-21 | Buy | 28,500 | (32.1) | (12.6) |
| 2025-05-20 | Buy | 22,000 | (10.7) | 2.7 |
| 2025-07-01 | Buy | 29,000 | | |

**투자의견(향후 12개월 기준)**

| | | | |
|---|---|---|---|
| 기업 | Buy(매수): 15% 이상<br>Hold(중립): -15% ~15%<br>Sell(매도): -15% 이하 | 산업 | OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상<br>NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상<br>UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** (2025년 06월 30일 기준)

| | | |
|---|---|---|
| Buy (97.2%) | Hold (2.8%) | Sell (0.0%) |

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앗체**

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 6층 (여의도 파이낸스타워 14층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286