

### 1. Intro

동사는 최근에 있었던 반도체 사이클에서 항상 peer 대비 압도적으로 낮은 밸류를 부여받았다. 이는 단순히 '소외'로만 설명되지 않는다. 동사 주가가 outperform 할 수 없는 구조적 이유는 동사가 속한 시장이 '메모리용 번인' 소켓이라는 니치한 시장으로, 동사 성장의 지속성을 기대할 수 없기 때문이다. 이제는 다르다. '러버' 소켓으로도, '비 메모리' 소켓으로도 나아갈 동사는 이제 주가 상승의 준비를 모두 마쳤다.

### 2. AI 시장으로의 Marvelous Drive - 투자포인트 1

메모리에 머물던 동사가 마침내 AI 시대의 문을 두드린다. AMD 퀼테스트 통과는 단순한 고객사 확보가 아니라, 사업 구조 전환의 방아쇠다. 국내외 경쟁 구도를 고려할 때, AMD가 선택할 수 있는 답은 동사 하나 뿐이다. 퀼테스트 통과가 현실화되면, AI 관련 기대감과 실적 상승으로 동사의 주가는 전혀 없는 상승을 기록할 것이 분명하다. AMD의 존재감이 커질수록, 동사의 후광 또한 더욱 뚜렷하게 빛날 것이다.

### 3. 자라나는 아이 러버 소켓 - 투자포인트 2

메모리 슈퍼사이클이 도래했다. 그러나 동사 러버 소켓의 폭발적 성장은 사이클에만 의존하지 않는다. 마이크론에만 의존했던 동사 매출은 3Q25 SK하이닉스향으로, 4Q26 삼성전자향으로 창출되며 눈부신 도약을 보여줄 것이다. 그런데 심지어 이번 메모리 슈퍼사이클은 수요는 폭증하지만 공급은 완만하게 증가하는, 동사에게 우호적인 사이클이다. 늘어난 고객사, 지속되는 사이클. 체질의 변화는 이미 시작되고 있다.

### 4. Valuation - Historical Peer PER Method

동사의 2026F EPS 2,970원에 peer ISC의 Historical 12MF PER 19.6x를 적용한 58,200원을 목표 주가로 제시한다. 동사는 AI GPU향 밸류체인에 편입, 높은 실적에 대한 기대감이라는 2가지 촉매를 앞두고 있다. 이에 따라 EPS와 PER이 모두 상향 조정되며 동사 주가는 더 큰 상승 국면에 진입하게 될 것이다.

#### <추정손익계산서>

추정표괄손익계산서											
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출액	61,382	61,055	64,817	69,664	25,320	22,367	25,104	26,271	99,062	117,817	141,440
YoY(%)	56.3%	-0.5%	6.2%	7.5%	77.0%	47.7%	36.0%	20.8%	42.2%	18.9%	20.1%
매출원가	47,831	47,534	51,036	51,599	18,173	16,800	18,170	18,787	71,930	80,363	92,540
매출총이익	13,551	13,521	13,781	18,065	7,147	5,567	6,934	7,484	27,132	37,454	48,900
GPM(%)	22.1%	22.1%	21.3%	25.9%	28.2%	24.9%	27.6%	28.5%	27.4%	31.8%	34.6%
판매비와관리비	5,618	5,626	6,352	7,861	2,164	1,874	2,058	2,058	8,153	9,629	10,952
영업이익	7,933	7,894	7,429	10,204	4,983	3,693	4,876	5,426	18,978	27,824	37,948
OPM(%)	12.9%	12.9%	11.5%	14.6%	19.7%	16.5%	19.4%	20.7%	19.2%	23.6%	26.8%
기타수익	528	918	744	2,205	96	31	308	308	742	702	702
기타비용	177	895	499	598	283	1,391	33	33	1,740	584	584
금융수익	186	272	826	767	191	227	220	220	668	760	738
금융비용	10	14	49	16	5	13	18	18	54	68	68
세전이익	8,461	8,175	8,450	12,562	4,981	2,547	5,353	5,903	18,594	28,634	38,735
법인세비용	888	1,129	1,062	1,881	527	384	687	758	2,356	3,944	5,121
당기순이익	7,572	7,046	7,388	10,681	4,455	2,163	4,666	5,146	16,238	24,690	33,614
NPM(%)	12.3%	11.5%	11.4%	15.3%	17.6%	9.7%	18.6%	19.6%	16.4%	21.0%	23.8%

### Rating

**Buy**

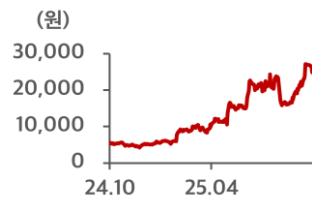
목표주가: 58,200 원

현재주가: 26,300 원

상승여력: 121%

### 12M 추가추이

시가총액 2,136 억 원



### Key Metrics

EPS(25E)	2,970 원
PER(25E)	19.6x
PER(TTM)	15.94x

### B/S Data (2Q25)

자산 총계	836 억 원
부채 총계	126 억 원
자본 총계	710 억 원

### 주요 주주

양승은 외 4인	20.44%
Kyouei Co Ltd	10.61%
에셋플러스자산운용	6.02%

### SMIC 4 팀

- 팀장 51기 양성준
- 팀원 51기 임어진
- 51기 전지훈
- 52기 백주연
- 52기 이형주

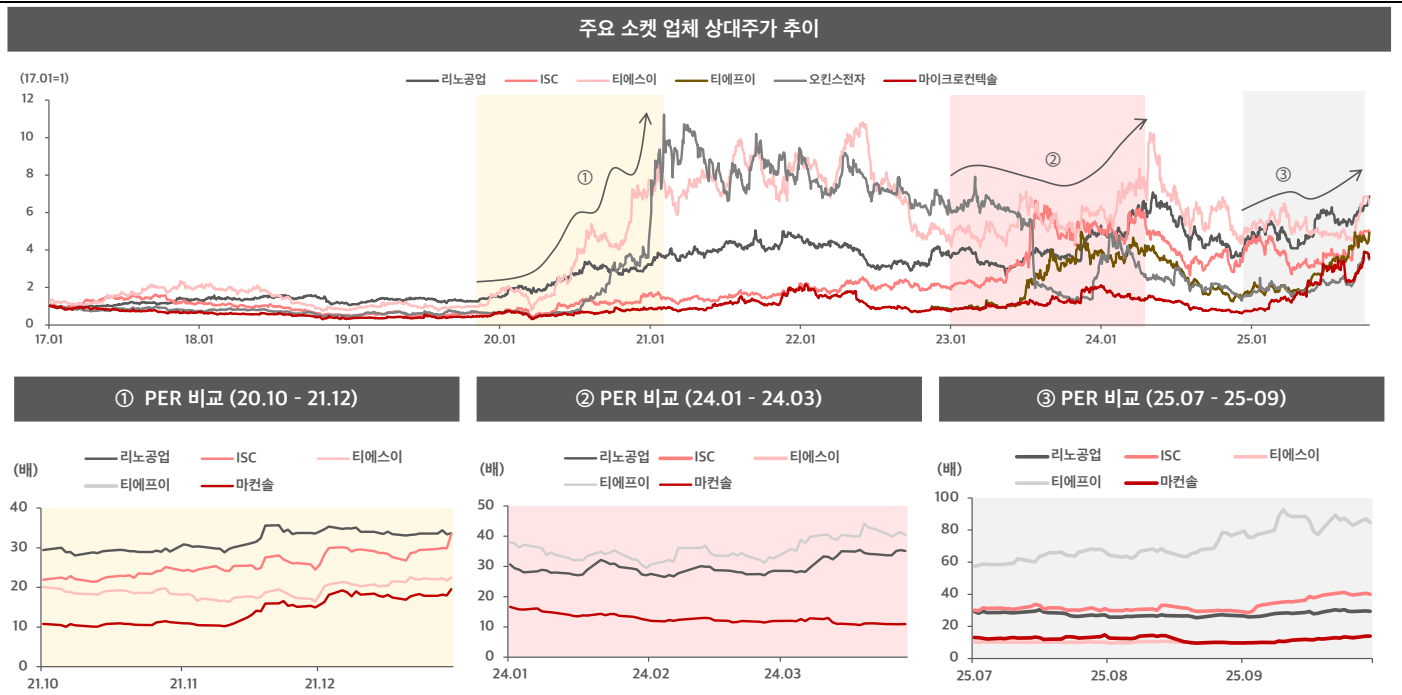
# CONTENTS

---

1. Intro	03
2. 신뢰성의 싸움, 테스트 공정 - 산업분석	05
3. 전혀 마이크로하지 않은 컨텍솔 - 기업분석	07
4. AI시장으로의 <b>Marvelous Drive</b> - 투자포인트 ①	10
5. 자라나는 아이 러버 소켓 - 투자포인트 ②	16
6. +α 어플라이언스	21
7. 매출추정	22
8. Valuation - Historical Peer PER method	25
9. Appendix	30

## 1. Intro

도표 1-1. 주요 소켓 업체 상대주가 추이 및 시기별 Peer TTM PER 비교



출처: KRX정보데이터시스템, Quantiwise, SMIC 4팀

동사는 최근의 반도체 사이클에서 항상 peer 대비 압도적으로 낮은 밸류를 부여 받았다. 동사에 대한 시장의 관심이 부족함은 틀림없다. 15년 이후 동사를 커버한 증권사 보고서를 단 한 개도 확인할 수 없다는 점이 이를 입증한다. 그런데 정말 이러한 상황이 ‘소외’에서만 기인하는 것인가?

동사가 영위하는 후공정 테스트 소켓업체의 주가는 반도체 사이클이 회복되었거나 혹은 회복될 것으로 기대될 때 상승한다. 21년 4분기, 24년 1분기, 25년 3분기는 각기 다른 이유로 사이클이 회복되었고, 소켓 업체의 주가는 대부분 폭발적으로 상승하는 모습을 보였다. [도표 1-1]

그러나 동사는 전술했듯 21년 4분기, 24년 1분기뿐 아니라 바로 작금의 25년 3분기 사이클에서 마저 peer 대비 최저의 TTM PER을 부여받고 있다. 동사가 보여주고 있는 뛰어난 이익체력과 마진관리 능력을 고려한다면 동사 P가 outperform 할 수 없는 것은 동사의 peer 대비 낮은 PER 때문임이 자명하다. 즉 현재 동사의 주가추이는 시장이 동사의 성장에 대해 관심조차 없거나, 기대하고 있지 않거나 혹은 의구심을 가지고 있다는 점을 보여준다.

그렇다면 하필 왜 동사인가? 왜 동사는 메모리 사이클이 회복될 때마다 좋은 성과를 보여줌에도 불구하고 늘 낮은 밸류를 부여받는가? 이는 동사가 ‘메모리용 번인’ 소켓이라는 니치한 시장의 player였기 때문이다. 후술하겠지만 메모리용 소켓은 비메모리용 소켓에 비해 단가가 낮아 수익성이 낮다. 심지어 번인 테스트용 소켓은 파이널 테스트용 소켓 시장에 비해 규모가 훨씬 작다. 따라서 파이널 테스트용 소켓도 비메모리용 소켓도 사실상 하지 못했던 동사에게 ‘성장의 지속성’을 기대하지 않는 것은 당연했고, 매 사이클마다 반복됐던 이 현상은 결국 소외로 귀결됐다.

본서에서는 동사가 이 기나긴 저평가의 늪을 드디어 벗어날 것임을 주장한다. 이를 입증하기 위해 이어서 리노공업과 ISC의 사례를 살펴봄, 이들의 리레이팅의 계기는 무엇이었는지, 동사가 그들의 발자취를 따라 저평가의 늪에서 빠져나올 수 있을지 확인해보자.

**먼저 리노공업을 살펴보자.** 리노공업은 포고형 파이널 소켓 위주인 회사로 이미 17년부터 꾸준히 탑라인이 성장하며 30% 이상의 높은 OPM을 보였지만 늘 15~20배 수준의 12M FWD PER을 부여받았다. 그러나 20년, 모바일 AP 스펙이 향상되고 5G 스마트폰이 상용화되자 소켓의 미세화에 따라 리노공업의 실적이 '폭발적인 성장'을 보일 것임이 기대되면서 리레이팅이 시작되었다. 실제로 리노공업의 매출은 20년 2,013억에서 21년 2,802억으로 영업이익은 20년 779억에서 21년 1,171억으로 크게 성장하는 모습을 보였고, 그 과정에서 12M FWD PER은 30배에 도달하여 EPS와 PER이 동반 상승하는 모습을 보여주었다.

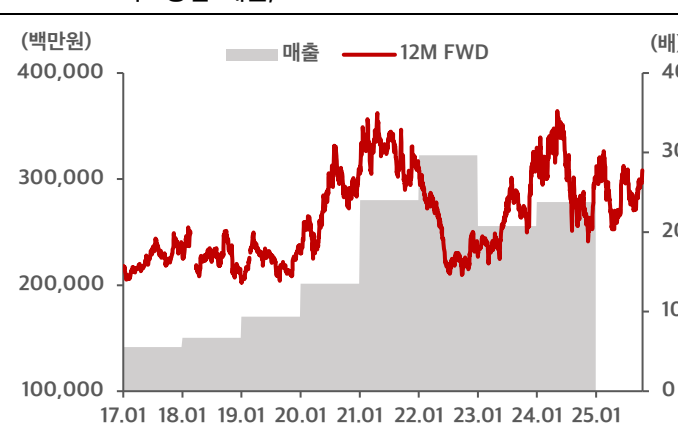
이처럼 리노공업의 실적이 크게 개선될 수 있었던 것은 단가가 높은 비메모리향으로 폭발적인 매출 성장이 발생했으며, 독보적인 기술력을 바탕으로 많은 빅테크 기업들의 러브콜을 받았기 때문이다. 당시 리노공업의 비메모리향 매출 비중은 97%에 달했다.

**ISC의 리레이팅 과정도 별반 다르지 않다.** ISC는 실리콘 러버 파이널 소켓 위주인 회사로 메모리 반도체 업황에 실적이 좌우되어 23년 이전까지는 실적의 변동성이 심했으며 이로 인해 10~20배 수준의 12M FWD PER을 부여받았다. 그러나 23년 6월 이후 NVIDIA의 AI GPU향 양산용 소켓 공급이 확실시되며 AI 밸류체인에 포함되었다는 사실과 실적의 '폭발적인 성장'에 대한 기대감이 반영되어 주가는 폭등하였고 12M FWD PER은 최대 36배까지 도달했다. 이러한 성장의 배경에는 리노공업과 마찬가지로 NVIDIA를 포함한 비메모리향 매출 비중의 증대, 뛰어난 기술력을 바탕으로 수많은 빅테크로부터 받은 러브콜이 존재했다.

위 두 사례로 확인할 수 있는 것은 리레이팅은 실적의 '폭발적인 성장'에 대한 기대감에서 기인하며 이러한 성장이 실제로 발생하기 위해선 단가가 높은 비메모리향 매출 비중이 증대돼야 한다는 것이다. 이를 위해서 특정 빅테크로부터 기술력을 인정받아, 첫 레퍼런스를 만드는 것이 매우 중요하다. 만약 그 비메모리가 수천개의 포고 핀을 요구해 단가가 높은 AI GPU라면 금상첨화다. 이런 상황에서 메모리 슈퍼사이클까지 든든하게 지원해준다면? 이 모든 상황은 동사의 현 주소로, 동사 주가가 리노공업과 ISC의 발자취를 따라 폭발적으로 증가할 것임을 가리키고 있다.

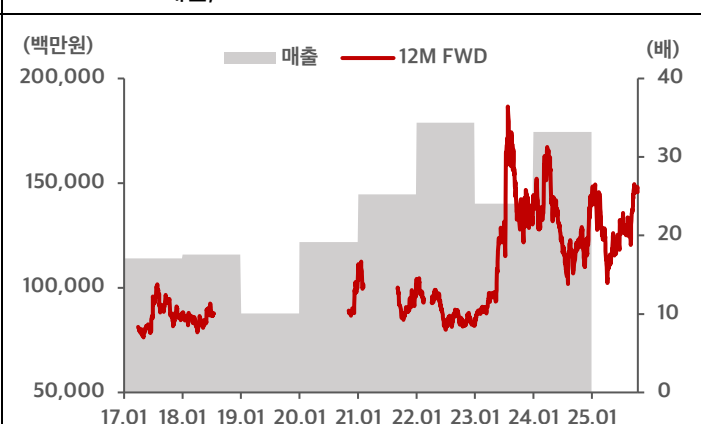
이에 본서에서는 동사의 성장에 대해 관심없는 사람들에게는 '지대한 관심을 가져야만 함'을, 기대하지 않는 사람들에게는 '동사의 체질이 완전히 뒤바뀌는 국면에 들어섰음'을, 의구심을 갖는 사람들에게는 '확신을 가질 것'을 주장한다. 동사는 머지않아 AMD의 AI GPU라는 거대한 비메모리 시장에 '비메모리용 번인' 소켓을 납품하며 새로운 국면을 맞이할 것이다. 또 이번 메모리 슈퍼 사이클에서 자회사 엠에스엘을 통해 '메모리용 러버' 소켓 시장에서마저 가파른 매출 성장을 보여줄 것이다. 전례없는 EPS 상승, 그리고 AI GPU 시장 진입이라는 중대한 사건에 적절한 평가가 부여된다면 동사 주가는 상상 그 이상의 영역에 도달해 있을 것이다.

도표 1-2. 리노공업 매출, 12M FWD PER



출처: DART, Quantiwise, SMIC 4팀

도표 1-3. ISC 매출, 12M FWD PER



출처: DART, Quantiwise, SMIC 4팀

## 2. 신뢰성의 싸움, 테스트 공정 - 산업분석

반도체 수율의 안정화를 위해, 테스트 공정의 중요성이 급증하고 있다. 회로 선평의 미세화가 이뤄지며, 원자 단위의 반도체 회로의 미세한 결함이 수율에 미치는 영향이 커졌다. 따라서 엄밀한 테스트를 통해 불량품을 사전에 검출하고, 리페어 또는 폐기하여 수율을 높여야만 한다. 막중한 임무를 부여받은 테스트 공정, 그 안에서도 동사의 소켓이 어떤 역할을 하는지 살펴보자.

### 2.1. 막중한 책임, 테스트 공정

반도체 출하의 최종 관문, 테스트 공정

먼저 반도체가 세상에 나오기 전 최종관문인 테스트 공정까지 이르는 전체 생산 공정에 대해 알아보자. 반도체는 팹리스(Fabless) 기업의 설계 후, 생산설비를 보유한 IDM/파운드리(Foundry)에 의해 위탁생산된다. 이들은 먼저 원형의 웨이퍼 위에 전기적 성질을 갖는 반도체를 만들어내기 위한 전공정을 수행한다. 이후 최종적인 칩을 출하하기 위한 패키징과 테스트로 이뤄진 후공정은 직접 수행하거나 OSAT(Out Sourced Assembly and Test)에 외주한다.

웨이퍼 → 패키지 → 모듈테스트 3 단계

테스트 공정은 웨이퍼, 패키지, 모듈 테스트의 3단계로 구성된다. 첫 번째 관문인 웨이퍼 테스트의 목적은 전공정에서 만들어진 웨이퍼 위 개별 다이(die)의 불량을 검사하는 것이다. 먼저 웨이퍼 프로버로 웨이퍼를 움직이며, 각 다이에 프로브핀을 접촉시켜 전기적 신호를 주고 받는다. 이후 웨이퍼 테스터로 전기적 특성을 측정하여, 회로의 정상적 작동 여부를 확인한다. 불량품으로 판단된 다이는 리페어 또는 불용 처리하여 다이의 결함을 신속하게 걸러내는 1차적 과정이다.

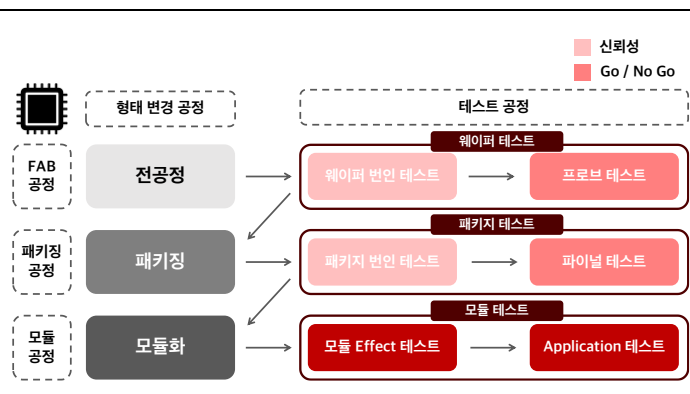
패키징 후 계속되는 이중의 테스트

이후 패키지 테스트로 넘어가기 전에 패키징 공정을 거친다. 웨이퍼는 후면을 얇게 갈아내는 백 그라인딩, 다이 크기로 자르는 다이싱, 다이를 연결하는 본딩 이후 하나의 칩으로 포장된다. 패키징이 완료된 칩은 두 번째 관문, 패키지 테스트를 통과해야 한다. 패키지 테스트는 극한 조건의 전압과 온도를 가하여 불량을 검사하는 번인 테스트, 기능과 속도 등을 검사하여 정상 작동 여부와 등급을 판단하는 파이널 테스트로 구성된다. 이후 세 번째 관문인 모듈 테스트에선 PCB에 실제 칩을 탑재하여, 실제 고객 환경에서 칩을 동작하며 검사한다. [도표 2-1]

초기 불량 잡는 번인 & 파이널 테스트

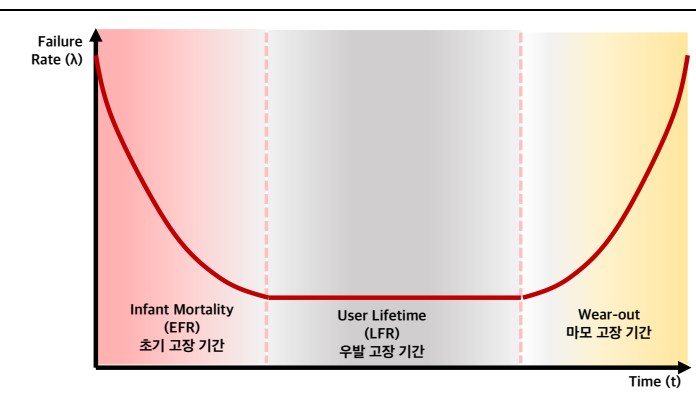
본사는 이러한 테스트 공정 중에서도 패키지 테스트에 주목한다. 불량 칩은 비교적 초기 불량률이 높다. 패키징 공정에서 칩에 스트레스가 주어져 새로운 결함이 생길 수 있으며, 이는 초기 고장으로 이어진다. 따라서 개별 칩의 출하를 결정하는 데에 있어서 패키지 테스트의 책임은 막중하다. 번인 테스트는 극한 환경을 형성하여 초기 불량을 최대한 검출하며, 고객이 경험할 잠재적인 고장 가능성을 최소화하여 칩의 신뢰성을 높인다. 이후 파이널 테스트는 번인 테스트로 신뢰성이 확보된 칩의 성능 미달 여부와 등급 산정을 통해 수율을 향상시킨다. [도표 2-2]

도표 2-1. 반도체 생산 공정



출처: SK하이닉스 IR, SMIC 4팀

도표 2-2. 반도체 Bathtub Curve



출처: 한국나노분석랩, SMIC 4팀

## 2.2. 소켓 튜아보기

소켓 P는  
비메모리 > 메모리

소켓은 전기적 불량 여부를 확인하는 패키지 테스트 공정의 소모품이다. 칩 별로 패키징 방식과 입출력 단자(솔더볼)의 수와 배열이 다르므로, 소켓 또한 제품별로 맞춤형으로 설계된다. 테스트의 대상이 되는 칩의 솔더볼 수가 많아지면 소켓의 P도 높아진다. 성능 향상을 위해 솔더볼 수가 늘어나면, 솔더볼 간의 간격인 피치의 미세화 대응에 더욱 높은 정밀성이 요구된다. 이에 일반적으로 요구성능이 높아 솔더볼 수가 많은 비메모리향 소켓의 P가 메모리향 소켓보다 더 높다.

포고 소켓은 정밀함  
but 손상 가능성

소켓은 솔더볼 접촉 방식에 따라 포고 소켓과 러버 소켓으로 분류된다. 포고 소켓은 솔더볼 각각에 대응되는 다수의 금속 핀을 배치하여 제작한다. 이후 핀 위에 칩을 올린 후 뚜껑을 이용하여 압력을 가하면 전기적으로 연결된다. 따라서 칩의 설계가 변경돼도 핀의 배치와 수를 설계에 맞춰 배치하면 되어, 미세피치에 대응하기 위한 정밀성이 높다. 그러나 포고 소켓은 검사 중 압력이 가해진 상태에서, 날카로운 핀의 솔더볼 손상 가능성을 낮춰야 하는 기술적 어려움이 있다.

러버 소켓은 정밀성  
낮지만 손상↓

반면 러버소켓은 미세피치 대응을 위한 정밀성은 포고 소켓에 비해 상대적으로 떨어지지만, 솔더볼의 손상 가능성이 훨씬 낮다는 장점이 있다. 포고 소켓과 제작과 작동 방식이 크게 다르기 때문이다. 러버 소켓은 고무 소재인 실리콘 러버 내부에 전도성을 띠는 마이크로 볼을 배치하여 제작한다. 소켓에 칩을 올린 후 압력을 가하면 볼들이 밀착하며 전기적으로 연결되는 방식이다.

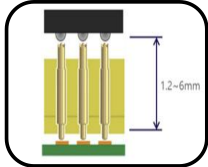
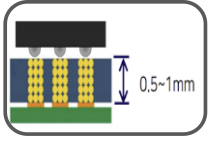
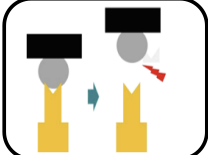
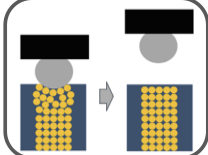
번인은 주로 포고,  
파이널은 포고&러버

러버 소켓은 고무 소재 특성상 내열성이 떨어져 형태변화의 우려가 있으므로, 고온의 번인 테스트엔 적합하지 않다. 이에 번인 테스트는 메모리와 비메모리향 모두 포고 소켓이 주로 사용된다. 반면 파이널 테스트엔 두 타입 모두가 사용된다. 포고 소켓은 주로 정밀성과 다품종 소량생산이 요구되는 비메모리향에 납품된다. 반면 러버소켓은 금형을 통해 찍어내는 제조 방식으로 소품종 대량생산이 용이하여 메모리향으로 주로 납품된다. [도표 2-3]

R&D 용과 양산용  
Q는 양산용이 더 커

소켓은 사용 목적에 따라 R&D용과 양산용으로 분류된다. 고객사는 샘플을 만들며 시행착오를 반복하는 과정에서 설계가 수시로 변경되므로 맞춤형의 샘플 소켓을 필요로 한다. 따라서 R&D 용 소켓은 고객사 요구에 따라 신속한 대응이 필요할뿐더러 기술적 난이도도 높으므로, R&D 용 소켓의 P는 양산용보다 높다. 그러나 양산용 소켓은 소모품 특성상 고객사의 칩 생산량에 비례해 소켓의 Q가 증가하므로 매출액 규모는 양산용이 훨씬 크다. 따라서 양산용 물량에서의 침투율이 소켓 기업의 매출에 절대적인 영향을 미친다. 이러한 Q의 특성으로 인해 R&D 소켓은 Sole Vendor로 양산용 소켓은 복수의 제조사가 함께 공급하는 것이 일반적이다.

도표 2-3. 포고 소켓 및 러버 소켓 비교

	포고 소켓	구조	러버 소켓	
	소켓에 각 솔더볼에 대응되는 다수의 핀들을 배치 핀 위에 패키징된 칩을 올린 후, 압력을 가하면 전기적으로 연결 비메모리 반도체 파이널 테스트 / 번인 테스트 우위 우위 손상 가능성 존재	작동 방식 주 사용처 내구성 정밀성 솔더볼 손상	고무 소재 실리콘 러버 내부에 전도성 마이크로볼 배치 소켓에 칩을 올린 후, 압력을 가하면 마이크로볼들이 밀착하며 전기적으로 연결 메모리 반도체 파이널 테스트 내열성이 부족하여 포고소켓 대비 열위 미세피치 대응 부족하여 포고 대비 열위 손상 가능성 매우 낮음	

출처: ISC IR, 리노공업 IR, SMIC 4팀

### 3. 마이크로하지 않은 컨텍솔 - 기업분석

번인 소켓 국내 1위의 강자인 동사가 자회사 MSL을 통해 러버 타입의 테스트 소켓을 개발하여 파이널 테스트까지 진출하고 있다. 거기서 멈추지 않고 이젠 메모리 반도체를 넘어, AMD AI GPU의 번인 소켓까지 납품하려 한다. 동사의 26년 간의 오랜 업력과 튼튼한 펀더멘탈은 이 모든 도전을 착실히 준비해온 것임을 보여준다. 지금부터 번인과 파이널, 메모리와 비메모리 모두를 잡으려는 동사의 도약에 단단한 디딤돌이 되어줄 펀더멘탈에 대해 더 자세히 알아보자.

#### 3.1. 튼튼한 코어가 도약의 추진력이 된다

국내 1위 번인 소켓, 그 중심엔  
세미콘 사업부

동사의 세미콘 사업부는 99년 설립 이후, 현재까지 본사의 세미콘 사업부문에서 번인 소켓을 제조하여 IDM, 번인테스터 장비사에 공급하고 있다. 이러한 오랜 업력을 바탕으로 동사는 번인 소켓 내에서 국내 1위 지위를 공고히 하고 있다. 동사는 국내 메모리 업체인 삼성전자, SK하이닉스 뿐만 아니라 21년 마이크론, 23년 CXMT와도 공급계약을 체결한 바 있으며, 특히 CXMT의 솔벤더로 선정되었다는 점은 번인 소켓 내 동사의 경쟁력을 보여준다. [도표 3-1]

이제까지의 노력은  
헛되지 않는다

동사 매출의 74.5%를 차지하는 중심 사업부인 세미콘의 경쟁력은 AMD AI GPU용 번인 소켓 납품, 파이널 테스트용 러버 소켓 진출의 추진력이 된다. 테스트 공정은 일반적으로 반도체의 수율에 지대한 영향을 미치므로, 고객사에 납품한 레퍼런스에서 오는 신뢰성이 중요하다. 따라서 기존에 공급해온 부품이나 장비를 쉽게 바꾸지 않는다. 예를 들어 동사는 1분기 삼성전자향 납품 비딩의 성공으로, 기존보다 더 많은 물량을 확보하게 되었고 덕분에 삼성전자향 매출 비중이 24년 29.6%에서 1H25 41.8%로 급증했다. 이렇게 확보한 삼성전자 물량은 제품에 문제가 생기지 않는다면 경쟁사의 점유율 확대가 잘 일어나지 않으므로 동사 매출에 꾸준히 기여할 것이다.

MSL은 파이널테스트  
러버로 진출

동사는 자회사 MSL을 17년 인수하여 파이널 테스트용 러버 소켓 진출에도 힘써왔다. 4Q24부터 마이크론향 납품을 시작했고, 25년 2월 SK하이닉스의 퀄테스트에도 통과하여, 하반기부터 양산을 시작했다. 1H25 매출액만으로도 이미 44억으로, 24년 매출액 28억을 가볍게 뛰어넘는다. 제품 다변화를 위한 동사의 지금까지의 노력이 결실을 맺는 것이다. [도표 3-2]

이젠 비메모리향까지  
AMD AI GPU로 진출

그리고 동사는 그간 쌓아온 번인 소켓에서의 경쟁력을 바탕으로 비메모리 시장 진출에도 도전하고 있다. 전술했듯 번인 테스트에 주로 사용되는 포고 소켓은 선풍이 미세화되고 솔더볼 수가 많아질수록, 핀 수도 늘어나 P가 높아진다. 따라서 높은 P의 포고 소켓을 판매할 수 있는 비메모리 특히 AI GPU 시장 진출은 동사 이익의 질을 더 높은 수준으로 끌어올릴 수 있을 것이다.

도표 3-1. 동사 Business Model

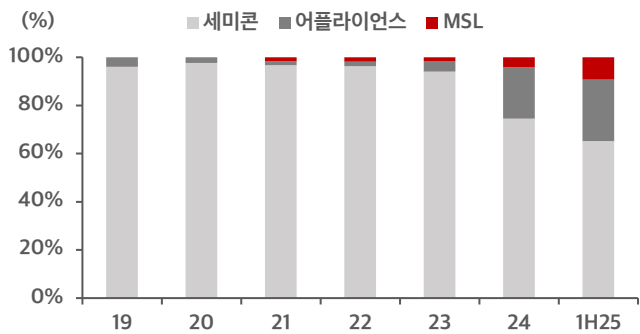


출처: 동사 IR, DART, SMIC 4팀

하방을 받쳐줄  
어플라이언스

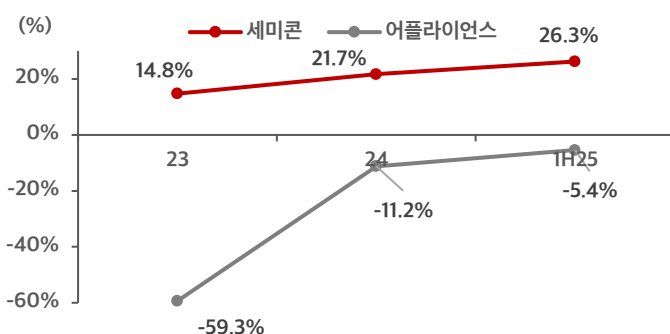
동사는 신사업으로 19년부터 어플라이언스 사업부문을 개설하고, 현재 LG전자와 LS일렉트릭향으로 써멀프로텍터와 전자개폐기를 제조 및 납품하고 있다. 먼저 써멀프로텍터는 가전제품 과열을 방지하는 부품으로, 현재 LG전자향으로 공급하고 있다. 전자개폐기는 전자식으로 전기 회로를 자동으로 연결, 차단하는 장치로 2H23부터 LS일렉트릭향 OEM 공급을 맡아, 일정 수준 이상의 마진을 보장받으며 납품하고 있다. 24년까지 LS일렉트릭의 동남아 배전반 수출에만 대응해왔지만, 25년부터 미국향으로도 공급할 예정으로, 향후 안정적인 실적을 보여줄 것이다. [도표 3-3]

도표 3-2. 동사 사업부문별 매출비중 추이



출처: DART, SMIC 4팀

도표 3-3. 사업부문별 OPM 추이



출처: DART, SMIC 4팀

### 3.2. 강한 이익 체력과 재무적 안정성

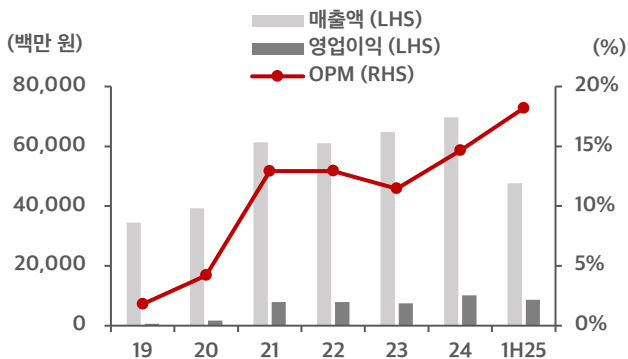
이익 체력도 강하고,  
성장성도 있는 동사

동사의 강한 이익 체력은 불황에도 견고한 경쟁력을 보여준다. 이는 고객사를 다변화하는 등 활발하게 사업을 확장하면서도 마진을 꾸준히 관리했기에 가능했다. 동사는 21년 매출액 613억으로 YoY +56%의 고성장을 이뤄냈지만 2년간의 메모리 반도체 업황 부진을 견뎌야만 했다. 22~23년 오킨스전자의 OPM이 4.1%, -0.5%를 기록하는 동안, 동사는 각각 12.9%, 11.5%의 이익률을 지켜냈다. 그리고 반도체 업황 부진을 지나 24년 매출액 697억원으로 다시 성장에 돌입하여 1H25 매출액은 전년 동기 대비 61%에 달하는 큰 성장폭을 보여줬다. 1H25 18.2%의 높은 OPM은 향후 동사 탑라인이 성장할 때 폭발적인 이익을 기대하게 한다. [도표 3-4]

사업 확장을 든든히  
뒷받침하는 재무

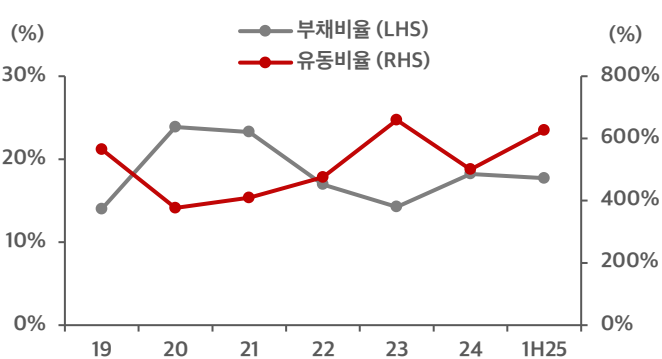
동사는 심지어 이러한 사업 확장에 필요한 자원 역시 든든히 챙기고 있다. 1H25 기준 동사의 부채비율은 17.7%로 매우 안정적인 부채 관리를 보여준다. 또한 유동비율이 626%로 대단히 높아, 향후 동사의 성장 과정에서 CapEx가 필요하다고 해도 유상증자 또는 전환사채 발행 등의 우려가 없다. 동사의 튼튼한 재무 역량은 앞으로의 장기적인 성장 가능성을 뒷받침해준다. [도표 3-5]

도표 3-4. 동사 실적 추이



출처: DART, SMIC 4팀

도표 3-5. 동사 부채비율/유동비율 추이



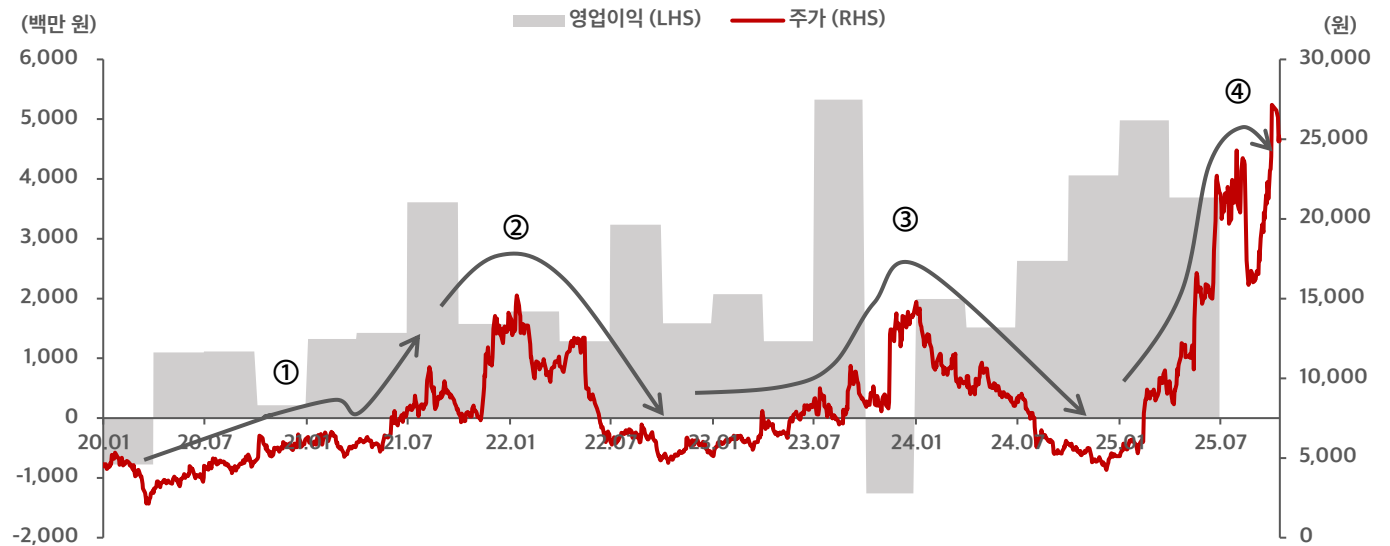
출처: DART, SMIC 4팀

## 3.3. 주가 분석

주가 Driver 는 실적과 기대감

동사 주가의 핵심 Driver는 ① 실적과 ②반도체 사이클 호황에 대한 기대감이다. 메모리 반도체 업황 회복의 기대감이 두드러질 때, 동사의 주가는 1차적으로 상승한다. 그리고 그 기대감이 실제로 실적 개선으로 이어질 때, 동사의 주가는 한번 더 상승한다. [도표 3-6.]

도표 3-6. 동사 주가 및 영업이익의 추이



출처: KRX, DART, SMIC 4팀

- 21년 반도체 사이클 호황의 시작과 끝
- ① 20년 COVID-19 팬데믹의 영향으로 일반서버용 메모리 수요가 급증하며, 반도체 사이클 호황에 대한 기대감으로 꾸준히 주가가 상승했다. 서버와 고부가가치 제품 중심의 수요와 DDR 규격 교체로 영업이익이 전년 대비 5배로 성장하며 주가도 상승세를 이어갔다. 특히 3Q21 영업이익 서프라이즈로 인해 실적 발표 후 급등하기도 했다. ② 그러나 22년엔 메모리 반도체 공급과잉으로 인한 업황 둔화 우려와 실적 악화가 겹쳐 주가가 꾸준히 하락하는 모습을 보였다.
- 23년까지 이어진 반도체 업황의 부진
- ③ 동사 주가는 1H23까지 수요 둔화와 중국 CXMT의 DRAM 증설로 인해, 주요 고객사의 소켓 수요가 감소하며 횡보를 이어갔다. 이후 3Q23 영업이익 서프라이즈와 반도체 업황에 대한 완만한 회복 기대감으로 다시 주가가 상승하였다. 하지만 24년 글로벌 반도체 CapEx 축소 보도로 메모리 업황에 대한 우려와 DDR4 생산량 감소가 겹쳐 주가는 꾸준히 하락을 이어갔다.
- 24년 하반기부터 반도체 업황이 회복
- ④ 2H24부터 테스트핸들러에 대한 IDM의 투자 재개가 이뤄졌다. 이에 1H25 동사의 세미콘사업 부가동률이 전년 48%에서 75%로 증가하여 본업의 개선세를 보였다. 뿐만 아니라 자회사 MSL도 4Q24부터 마이크론향 납품을 시작하며, 1Q25 매출액 29억으로 QoQ +109%의 높은 실적 성장을 이뤄냈다. 이외에도 25년 2월 MSL의 SK하이닉스 퀄테스트 통과 등 기대감이 작용하여 주가는 가파르게 상승했다. 그러나 2분기 실적이 시장의 예상을 하회하여 크게 하락했다.
- 다시 한번 상승하는 동사의 주가
- 최근 동사의 주가는 다시 한번 반도체 랠리로 상승 중이다. 그러나 지금은 이전까지와 다르다. 메모리향 번인 소켓뿐만 아니라 AMD AI GPU의 번인 소켓 납품으로, AI 관련 매출과 기대감의 수혜를 입을 것이다. 또한 지금까지 준비해온 자회사 MSL의 파이널 테스트용 러버 소켓도 2H25부터 SK하이닉스에 공급을 시작하며, 삼성전자향 공급 가능성도 높은 상황이다. 따라서 동사 주가는 이러한 기대감과 실적이 동시에 반영되면서 크게 레벨업 될 것이다.

## 4. AI시장으로의 Marvelous Drive - 투자포인트 ①

동사는 AMD향 퀄테스트 통과를 통한 전례 없는 체질 개선의 초입에 있다. 다만 시장에서는 AMD 퀄 테스트 통과 가능성 및 해당 계약의 중요성을 아직 충분히 반영하지 못하고 있다는 판단이다. 본 서에서는 3.2 동사가 AMD 퀄테스트를 통과할 수밖에 없는 이유를, 3.3에서는 동사의 선례가 되어줄 ISC의 Case Study를 통해 주가의 방향성을, 3.4에서는 AI 추론 시장 확대에 따른 AMD의 구조적 성장에 동사가 압도적으로 상승할 것임을 주장한다.

### 4.1. AI GPU용 번인 소켓, 차별화된 성장 모멘텀

AI 시대  
번인도 진화한다

동사의 눈 앞에 놓인 AI GPU 번인 소켓 시장은 동사에게 새로운 성장의 기회를 안겨줄 것이다. 메모리향 번인 소켓 대비 고사양, 고단가의 제품 믹스를 가지는 AI GPU 번인 소켓은 메모리향 번인 소켓에 집중되어있던 동사의 매출 믹스를 다변화시키고, 전체 P, Q의 상승을 통해 실적 성장에 기여할 것이다. 동사가 마주한 AI GPU 번인 소켓 시장에 대해 알아보자.

번인의 중요성 ①  
AI GPU 발열

AI GPU가 겪고 있는 발열 이슈는 번인 테스트의 중요성으로 귀결된다. AI GPU는 빠른 속도와 높은 연산 밀도를 구현하기 위해 칩당 트랜지스터 수가 많다. 속도가 빨라진 만큼 전력 사용량도 급증하게 되는데, 가령 호퍼 GPU가 탑재된 H100은 소모 전력이 700W인 반면 보다 최신 세대인 블랙웰이 탑재된 B100, 200은 700-1,000W까지 증가하고, 블랙웰 GPU 2개를 붙인 GB200은 무려 2,700W를 소비한다. 전력 소모량이 많기 때문에 열 스트레스에 대한 내구성 확보는 핵심 과제가 될 수밖에 없고 따라서 고강도 번인 테스트의 중요성이 부각된다. [도표 4-1]

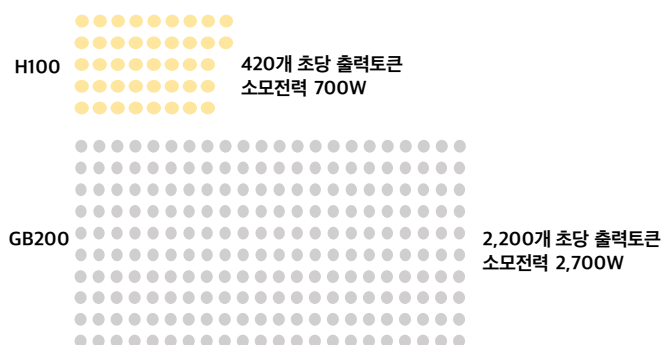
내열성 소재로  
고단가화

AI GPU 번인 테스트 소켓은 고단가의 내열성 소재로 만들어져야 하기에 단가가 매우 높다. 이는 AI GPU가 고온, 고전압 환경에서 작동함에 기인한다. 일례로 NVIDIA H100은 초당 67조~1경번의 연산을 수행하며 순간 온도가 88도까지 치솟는다. 이처럼 AI GPU는 고스트레스의 작업환경에서 작동해야 하므로 테스트 역시 유사한 환경에서 수행되어야 하고 따라서 해당 공정에서 사용되는 소켓은 극한의 환경을 견딜 수 있는 고가의 내열성 소재가 요구되는 것이다.

번인의 중요성 ②  
AI GPU 사이즈

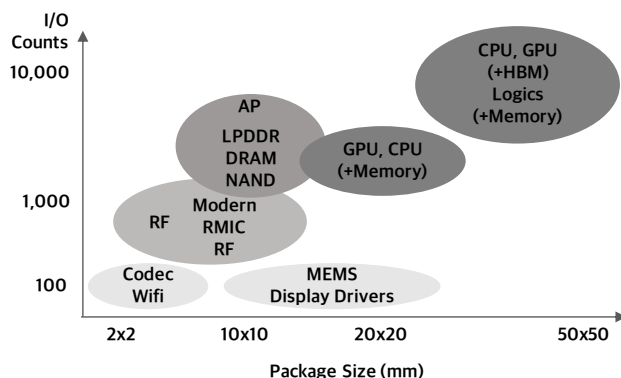
검사해야 할 GPU의 대형화 또한 단가가 높아질 수밖에 없는 이유다. AI GPU는 일반 CPU나 DRAM 대비 패키지 크기가 훨씬 크고, 수천에서 수만 개에 달하는 솔더볼이 장착되어 있다. 이런 칩을 테스트하기 위해서는 번인 소켓도 이에 상응하게 커져야하고, 핀의 개수도 많아져야만 한다. 포고 소켓의 단가가 핀의 개수에 비례해 증가한다는 점을 고려하면 AI GPU향 번인 소켓은 크기가 작은 메모리향 대비 고가일 수밖에 없다. [도표 4-2]

도표 4-1. AI GPU 사양별 발열 비교



출처: 조선일보, SMIC 4팀

도표 4-2. 반도체 기판 사이즈 및 I/O 개수 비교



출처: ISC IR, SMIC 4팀

### 4.2. AMD의 수혜는 오로지 동사에게

AMD는 새로운 벤더  
모색중

동사는 올해 말 AMD AI GPU향 퀄테스트 통과할 것이며, 이를 바탕으로 폭발적인 매출 성장 및 믹스 개선을 달성할 것이다. AMD는 AI GPU향 번인 소켓의 새로운 벤더를 찾고 있다. 지금까지 AMD는 비메모리 번인 소켓 1위 player인 일본의 Enplas로부터 대부분의 CPU, GPU 번인 소켓을 공급받아왔다. 그러나 동사 IR에서 해당 AI GPU 퀄테스트는 AMD에서 선제적으로 요청했다고 언급한 점을 고려하면 AMD가 새 벤더를 모색 중임이 자명하다.

수혜의 근거 ①  
경영진의 확신

퀄테스트 통과에 대한 동사 경영진의 확신은 동사의 AMD 벤더 진입이 눈앞에 다가왔음을 의미한다. 동사는 실적으로 증명한다는 일념 하에 국내 IDM향 단납기 물량은 별도로 수주공시 하지 않을 만큼 보수적인 IR 톤을 갖고 있다. 이는 사소한 납기 건도 공시하며 적극적으로 시장에 소통하는 경쟁사와는 반대되는 행보로, 주주들의 불만사항이기도 하다. **이렇게 보수적인 경영진이 간담회에서 직접 AMD AI GPU향 제품의 프로토타입을 보여주며 진행 상황에 대해 언급한 점, 퀄테스트 통과 타임라인을 올해 말로 잡고 양산 매출에 반영될 시점까지 구체적으로 언급하는 점을 고려하면 경영진이 이번 AMD 퀄테스트 통과를 확신하고 있음이 분명하다.** [도표 4-3]

근거 있는 자신감  
① 기술력

동사 경영진이 확신하는 근거를 하나씩 훑아보자. 동사는 번인 포고 소켓 업체 가운데 경쟁사도 인정하는 기술력을 보유하고 있다. 고성능 AI 테스트의 근본적 난제는 수천개에 달하는 I/O 핀을 테스트하기 위해 가해지는 물리적 압력이 고가의 반도체 패키지를 손상시킬 수 있다는 점이다. 그러나 동사의 포고 소켓은 높은 기술력을 기반으로 수천개의 I/O 핀 사이에서 미세 피치를 구현할 수 있다. AI 하드웨어는 핀 수가 많아 타 소켓 회사가 대응이 불가하다는 업계 관계자의 언급은 동사의 미세 피치 구현 기술력이 타사 대비 뛰어남을 입증한다.

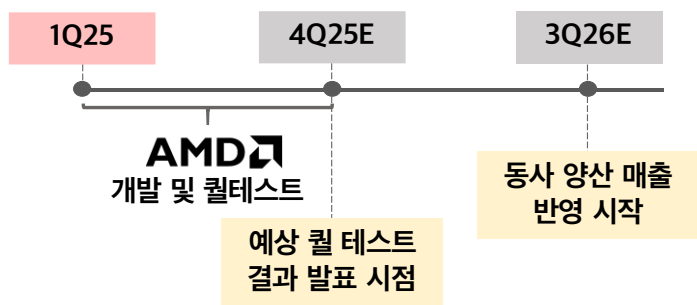
근거 있는 자신감  
② 동사가 유일한 대안

국내외 경쟁상황을 고려했을 때에도, 동사는 AMD의 유일한 대안이다. 번인 소켓 시장은 몇 개의 기업에 의해 과점되어 있는 시장 구조를 가지고 있다. 현재 AMD향으로 이미 납품하고 있는 비메모리 번인 소켓 1등 player Enplas를 제외하고, AMD가 새로운 벤더로 경쟁사들이 아닌 동사를 선택할 수밖에 없음을 시장 내 주요 경쟁사의 상황을 통해 알아보자. [도표 4-4]

경쟁 상황  
① 야마이치전기:  
ADAS에 집중

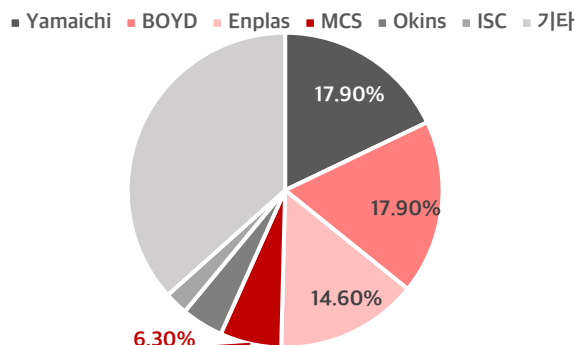
번인소켓 시장 1위 player이자 주요 경쟁사인 일본 야마이치전기는 AMD에 번인 소켓을 납품한 이력이 없고, 할 계획도 없다. 야마이치전기는 비메모리향 번인 소켓을 제조하지만, AI GPU보다는 ADAS향 로직 반도체 번인 소켓 시장에 집중하고 있다. 따라서 야마이치전기가 AMD향으로 단기간에 진출할 가능성은 굉장히 희박하다. 또한, 야마이치전기에서는 일본 기업 중에서도 Enplas를 제외하면 AMD에 번인 소켓을 공급하고 있는 회사가 없을 것이라고 언급하였다. 해당 발언을 통해 타 일본 기업들도 AMD의 벤더로 진입할 가능성은 없음을 알 수 있다.

도표 4-3. 동사 퀄테스트 통과 타임라인



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

도표 4-4. 번인 소켓 시장 점유율 (메모리+비메모리)



출처: ISC IR, SMIC 4팀

**경쟁 상황**  
 ② 오킨스전자: 역량 한계  
 국내 경쟁사인 오킨스전자는 AMD AI GPU향 번인 소켓 시장에 진출하기 어려운 상황이다. 오킨스전자는 번인 소켓에 집중하고 있다는 점에서 동사와 사업 영역이 유사하지만, 사업 포트폴리오가 메모리향에 한정되어 있으며 비메모리향으로의 확장 역량이 부족하다. 실제로 동사는 비메모리향, 특히 AI GPU용 고사양 소켓 개발 역량을 확보하고 있는 반면, 오킨스전자는 기존 메모리 번인 소켓에 집중하겠다는 전략을 유지하고 있다. 따라서 오킨스전자로 인해 AMD향 AI GPU 번인 소켓 시장의 경쟁이 심화될 가능성은 사실상 존재하지 않는다. [도표 4-5]

**경쟁 상황**  
 ③ ISC: 테스트 소켓 집중  
 또 다른 국내 경쟁사인 ISC는 비메모리향 파이널 테스트 소켓 사업에 역량을 집중하고 있어 번인 소켓 시장으로의 확장 여력이 제한적이라고 판단한다. ISC의 매출 대부분이 파이널 테스트 소켓에서 발생하고 있으며, 이에 따라 향후에도 해당 분야에 주력할 가능성이 높다. 실제로 ISC는 IR에서 NVIDIA 등 주요 빅테크를 대상으로 한 비메모리향 파이널 테스트 소켓 사업이 우선 과제라며, AMD AI GPU용 번인 소켓 시장에는 진입 계획이 없다고 밝힌 바 있다. [도표 4-6]

**중기적으로**  
 신규 진입 제한적  
 경쟁사가 뒤늦게 진입 결정을 내려도, 걱정은 없다. 동사의 AMD 퀄테스트에 대해서 올해 연초부터 현재까지 언급되고 있는 점을 고려할 때, AMD향 퀄테스트 통과는 최초 납품 이후 최소 9-12개월 가량이 소요된다고 볼 수 있다. 그러나 AI GPU는 커스텀한 번인 소켓을 요구하므로 제품 개발 기간이 존재하고, 따라서 최초로 해당 시장에 진입해 벤더가 되기까지 12개월보다 훨씬 더 많은 시간이 필요하다. 주요 경쟁사들이 현재 AMD향으로 진입하지 못하고 있기에 설령 경쟁사가 추후에 진입하더라도, 근 2-3년 내에 3<sup>rd</sup> 벤더가 진입하여 동사의 파이를 빼앗을 위험은 현저히 낮은 셈이다.

**AMD 관계자의**  
 호평  
 AMD 담당자가 동사의 제품 품질에 높은 만족도를 보였다는 점은 동사의 납품이 사실상 확정되었다는 결정적 근거다. 동사 IR은 주주 간담회에서 AMD 담당자로부터 동사가 만든 소켓의 완성도와 성능에 대해 긍정적인 평가를 받았다고 언급했다. 또한, CTO는 AMD에 직접 가서 프로토타입을 받아왔다고 언급하면서, 현재 퀄 테스트를 진행 중인 타 해외 경쟁사의 개발 속도가 더디자 AMD가 오히려 동사에 빠른 양산을 요청했다고 밝혔다. 이는 AMD가 동사를 핵심 파트너로 인식하고 있음을 시사하며, 향후 공식 채택 가능성을 높이는 결정적 신호로 볼 수 있다.

**AI GPU향 번인 소켓은**  
 게임체인저  
 비메모리, 특히 AI GPU 시장 진입은 동사의 폭발적 성장의 시발점이 될 것이다. 해당 퀄테스트 통과는 AI라는 큰 시장으로의 진입이라는 점에서 동사에게 역사적인 순간이 될 것이다. 심지어 AI GPU는 시클리컬한 메모리 반도체와 다르게 수요가 꾸준히 발생하기에 동사의 실적에 안정성마저 부여할 것이다. 이는 기존 메모리 반도체로만 구성되어 있던 동사의 매출 구성을 크게 개선시킬 것이다. 그리고 AI라는 고성장 시장으로의 진입은 동사의 향후 주가의 상방을 활짝 열어주는 모멘텀으로 작용할 것이다. 이제, 동사의 주가를 움직일 새로운 서막이 열린다.

도표 4-5. 24년 오킨스전자 매출 비중

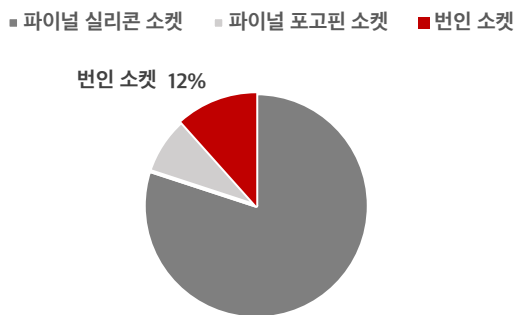
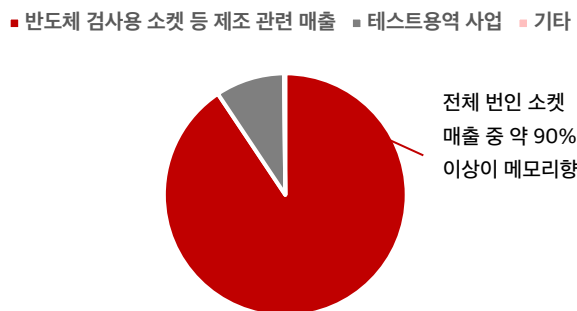


도표 4-6. 24년 ISC 테스트소켓 매출 내 번인 소켓 비중



출처: DART, SMIC 4팀

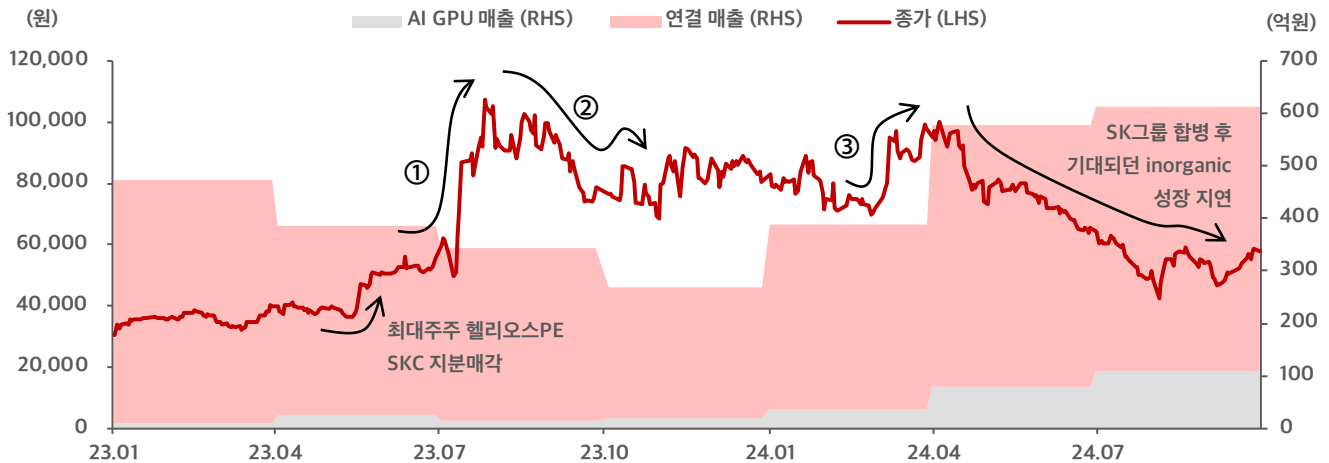
출처: ISC IR, SMIC 4팀

## 4.3. AMD의 수혜는 엄중하다 - Case Study

ISC를 통해  
동사의 주가를  
예측해보자

동사의 비메모리 시장 진입은 단순한 사업 확장이 아닌, 새로운 성장 동력이 될 것이다. AI GPU 테스트 밸류체인에 먼저 진입한 ISC의 사례를 통해 동사가 맞이할 미래를 그려보자. ISC는 한국 기업으로서, 글로벌 GPU 메이커의 밸류체인에 양산형 소켓 2<sup>nd</sup> 벤더로 들어간 선례라는 점에서 동사의 미래와 유사하다. ISC는 테스트 소켓으로 진입했고, 동사는 번인 소켓으로 진입한다는 점에서 품목의 차이는 있으나, 같은 후공정에서 사용되는 테스트 소켓이라는 점에서 해당 사례를 통해 동사의 주가 방향성을 예측해보는 것이 무리한 가정은 아니라는 판단이다.

도표 4-7. ISC 주가, 연결 매출, AI GPU 매출 추이 (회색 글씨는 ISC 주가와 관련된 비경상적 요인)



출처: KRX정보데이터시스템, ISC IR, SMIC 4팀.

주가와 실적  
상승을 보인  
ISC

NVIDIA 밸류체인을 기점으로 ISC는 폭발적 주가 상승을 보였고, 양산 진입 이후 AI 관련 실적 역시 급성장했다. ISC는 2023년 7월에 NVIDIA에 테스트 소켓을 납품한다는 소식과 SKC 인수 소식에 힘입어 ①과 같은 폭발적 주가 성장을 보였다. 하지만 ② 23년도 하반기에 메모리 반도체 불황으로 실적이 악화됨에 따라 상승분을 반납했었다. AI GPU 관련 양산 매출이 본격적으로 인식되기 시작한 2024년 1분기 실적 발표 이후 ③에서 나타나듯 주가가 반응했다. [도표 4-7]

AI 기대감  
반영될 것

동사는 AMD 퀵테스트 통과 시점을 기점으로 주가 상승의 변곡점을 맞이할 것이다. ①에서 ISC가 그랬듯, 퀵테스트 통과 직후 단기 주가 탄력이 기대되며, 이는 시장의 AI 매출 확대 기대감이 반영되는 구간이 될 것이다. AMD와의 협업은 단순한 고객 다변화를 넘어, AI 반도체 수요 성장과 직결되는 신규 성장축 확보라는 점에서 유의미하다.

AI 관련 매출로  
외형도 성장

본격 양산 공정 진입으로 매출이 증가하는 시기에는 추가 주가 상승 국면이 도래할 것이다. ISC는 ③에서 NVIDIA에 양산 소켓을 공급하면서부터 매출이 급증하기 시작했다. 동사 역시 AMD의 양산 공정에 본격적으로 동사의 번인 소켓이 투입되는 시기부터 관련 매출의 가시적 성장세가 확인되며 주가 역시 추가 상승 국면에 진입할 것이 분명하다.

업황도 돕는다

과거와 달리 이제는 메모리 업황까지 받쳐준다. ②에서 나타나는 주가 하락은 23년도의 메모리 업황 부진에 기인한 실적 하락에 의한 것이다. 하지만 동사가 놓인 현재의 메모리 업황은 투자 포인트 1에서 기술한 바와 같이 더할 나위 없이 좋다. AI 관련주로서의 멀티플 상승 이후에도 메모리향 세미콘 사업부와 자회사 MSL의 매출은 동사의 하방도 든든하게 지켜줄 것이다.

4.4. 가성비 GPU AMD의 성공은 동사의 성공으로 귀결

형님이 잘되면  
아우도 좋다

AI 시장 내 AMD의 점유율 확대는 동사의 실적 성장으로 직결될 것이다. 과거 ISC가 NVIDIA의 AI GPU 매출 성장에 힘입어 실적 레벨이 한 단계 상승했던 것처럼, 동사 역시 AMD의 AI GPU 출하 확대의 수혜가 예상된다. NVIDIA가 독점하던 시장에 AMD가 본격적으로 도전장을 내밀며 경쟁 구도가 형성되고 있는 만큼, 향후 AMD의 AI 시장 내 입지가 강화될지 확인해보자.

AI 추론의 시대

훈련 위주였던 AI 시장은 추론 위주의 시장으로 전환되고 있다. 지난 2년간 AI 모델 훈련 수요는 대규모 사전 학습에 집중되어 있었기 때문에, 모델 규모의 확대 (파라미터의 확장, 학습량 증가)에 치중할 수밖에 없었다. AI 모델 훈련은 학습량이 많아서 NVIDIA의 고성능 AI 반도체가 가지는 해자가 강력했다. 하지만 훈련비용의 기하급수적 상승, AI 모델 정교화를 위한 정렬 학습 (Alignment Training), 파인튜닝 등 경량화된 사후 학습으로 수요가 전환되고 있다. [도표 4-8]

추론 시장은  
가성비 GPU를 요구

주목할 점은, 추론 시장이 요구하는 GPU는 학습 시장과 다르다는 점이다. 추론 시장은 학습에서 요하는 만큼 고성능의 연산 능력을 요하지 않는다. 따라서 고성능이라는 해자를 기반으로 GPU 시장에서 높은 P를 줄곧 유지해왔던 NVIDIA의 아성은 가격 경쟁력이 있는 타 빅테크에 의해 흔들릴 수밖에 없다. 이에 빅테크들도 추론을 위해서는 타 경쟁사의 GPU를 선택하는 경우가 증가하고 있다.

수혜는 AMD를  
가리킨다

추론시장으로의 전환, 수혜는 AMD에게 올 것이다. AMD는 NVIDIA가 독점하고 있던 AI GPU 시장으로 확장을 선언한 후 빠르게 성장해오고 있다. 이러한 흐름에 따라 AMD AI 가속기 점유율은 과거 미미한 수준에서 25년 현재 7%까지 증가하였다. AMD가 추론 시장에서 점유율을 늘릴 수 있는 이유는 NVIDIA 대비 가성비가 월등히 좋기 때문이다. **OpenAI-AMD의 전략적 파트너십은 AMD GPU 사업 모멘텀에 불을 지폈다.** 현재까지 NVIDIA가 OpenAI의 훈련 워크로드에서 압도적인 점유율을 유지했다는 점을 고려할 때, AMD가 추론뿐만 아니라 OpenAI의 훈련 시장으로도 진입하고 있다는 점은 매우 고무적이라고 할 수 있다.

AMD M/S의 확장은  
동사의 성장의 근거

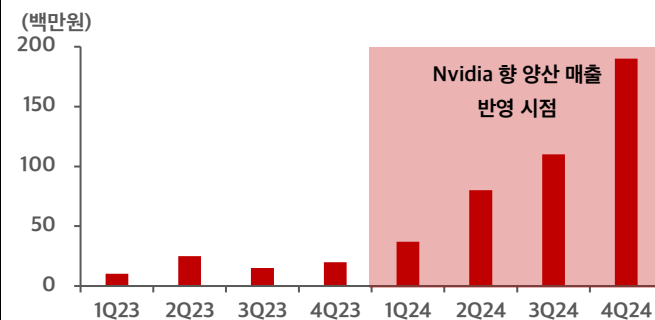
전방 고객사의 매출 증가는 필연적으로 동사 번인 소켓 Q 증가를 통한 매출 상승을 가져올 것이다. AI 서버 시장에서 소켓 업체의 매출은 전방사의 칩 출하에 의해 결정되며, ISC가 NVIDIA향 양산에 진입한 이후 실적이 급증했던 사례가 이를 방증한다. 최근 AI GPU 시장은 NVIDIA 중심의 독점 구도에서 벗어나 구조적 변화를 맞고 있으며, 주요 CSP들의 AMD 채택 소식이 잇따르고 있다. NVIDIA 독점구도의 시장에서 AMD가 점차 입지를 강화할수록, 그 수혜는 동사로 확산될 것으로 판단하며, 이는 동사의 향후 AI GPU 관련 매출이 꾸준히 성장할 가능성을 시사한다. [도표 4-9]

도표 4-8. AI 시장의 전환: 추론이 대세다



출처: 언론종합, SMIC 4팀

도표 4-9. ISC AI GPU 매출 증가 추이



출처: ISC IR, SMIC 4팀

## 4.5. 큰 형님 뒤에서 날아오를 동사: AMD향 매출 추정

AMD AI GPU 계약이 동사의 매출에 미치는 영향  
AMD가 AI 시장에서 입지를 강화할수록 동사의 매출이 급증할 것은 자명한 사실이다. 하지만 시장은 AMD의 AI GPU 번인 소켓 시장 진출이 동사의 매출에서 얼마나 큰 기여를 할지 간과하고 있다. AMD가 AI시장에 확보할 매출과 AMD 번인 소켓 시장 내 동사의 침투율을 기반으로 동사의 실적의 상방을 점쳐보자.

도표 4-10. 세미콘 AMD향 매출 추정

세미콘 AMD향 매출 추정 (단위: 원, 개)	2H26E	1H27E	2H27E	2026E	2027E	비고
주요 고객향 AMD 칩 생산량	531,636	607,801	607,801	531,636	1,215,602	(2024년 주요 고객 출하량) * (1+AICD 성장률 CAGR)  • 2025년 발표된 주요 계약 추가
Meta	142,387	182,682	182,682	142,387	365,364	
Microsoft	79,012	101,373	101,373	79,012	202,745	
Oracle	31,276	40,127	40,127	31,276	80,253	
TensorWave	16,461	21,119	21,119	16,461	42,239	
OpenAI	262,500	262,500	262,500	262,500	525,000	
필요 장비 수	8	8	8	8	15	(AMD 칩 공급량) / (반기당 번인 테스터 한대가 검수하는 칩 수)
필요 소켓 수	2,957	2,957	2,957	2,957	5,914	(필요 장비 수) * (번인 테스터 한 대에 들어가는 소켓 수)
ASP	2,831,773	2,831,773	6,900,529	2,831,773	4,866,151	• AMD 로드맵에 따라 2027년 신규 AI GPU향 소켓 단가 반영
매출 (단위: 백만 원)	<b>8,373</b>	<b>8,373</b>	<b>20,403</b>	<b>8,373</b>	<b>28,776</b>	(필요 소켓 수) * ASP

출처: 언론종합, DART, SMIC 4팀.

27년 AMD향 추정치, 본서 추정치에 따르면, 매출 인식이 본격화되는 27년 기준 AMD향으로 발생하는 매출은 전사의 전사 매출 대비 20.3% 20.3%, 세미콘 사업부의 31.6%다. 주요 고객사향 AMD 칩 수에 따라 동사 소켓의 수요를 추정하였고, 소켓 사양에 따라 ASP를 적용해 추정한 값이다. 테스터 당 투입 소켓 수 추정 논리는 [Appx 9.2.]에 첨부하였으며, 구체적인 추정 논리는 ‘매출추정’에서 후술하겠다. [도표 4-10]

AMD 고객사들의 수요는 동사의 높은 Q로 이어진다  
거대한 빅테크들과 손잡고 있는 AMD, 그러한 AMD로부터 발생하는 칩 수요량은 동사의 높은 Q로 이어진다. 동사가 AMD향으로 공급하게 될 소켓 수는 한 반기 당 2,957개로 추정된다. 25년 상반기 동사 세미콘 사업부 전체 생산량이 3,903 개였음을 고려할 때, AMD의 생산량은 기존 사업부 전체의 무려 약 76%에 해당한다. 기존 세미콘 사업부의 생산량은 삼성전자를 포함한 주요 메모리 3사를 포함한 수많은 메모리 공급사들로부터 발생한 것임을 고려할 때, AMD라는 고객사 하나로부터 발생한 수요로는 매우 큰 규모임을 확인할 수 있다.

기존 주요 고객사 4개 및 OpenAI만 고려한 매우 보수적 가정  
추정 대상 빅테크로는 기존 주요 고객사 4개 및 OpenAI만을 고려하였기에 매우 보수적인 가정이다. OpenAI의 경우 25년 10월 초, AMD가 5년간 6GW 데이터센터에 신규 AI 가속기 MI450X를 공급하는 대규모 계약을 체결했다는 점을 고려하여 포함하였다. 기존 공급사들을 모두 고려하지 않았을 뿐 아니라, AMD가 MI450X 출시 후 AI 가속기 시장에서의 침투율을 높여가며 신규 공급사를 늘려갈 것임을 고려할 때, 매우 보수적인 가정이다. 실제 AMD가 공급하게 될 칩 수는 해당 가정보다 더 많다. OpenAI 수요량의 경우, 계약에 따라 1년간 1.2GW 데이터센터에 525,000개 칩을 공급할 것이라 가정하였다. 이는 1GW에 투입되는 AMD 신규 칩 수가 437,500개라는 컨센서스를 적용한 값이다.

2.5배로 느는 핀 수, 27년에는 2배 이상으로 증가하는 ASP  
심지어 AMD가 주문하는 동사의 소켓 사양이 2,000핀에서 5,000핀으로 향상됨에 따라 동사의 P 역시 약 2.4배로 빠르게 상승할 것이다. 동사 IR에 따르면, 현재 AMD향으로 개발 중인 동사 소켓의 핀 수는 2,000개이고, 향후 5,000개, 장기적으로는 10,000개 핀의 소켓 생산 개발 요청이 예정되어 있다. 2,000핀 소켓 개발 요청이 25년 상반기, 납품이 26년 상반기에 예정되어 있음을 고려해 개발 요청부터 납품까지 1년이 소요된다 가정할 때, 3Q26에 2,000핀 소켓 공급 후 3Q27에 ASP 상승이 이루어질 것이다. ASP 추정 과정은 [Appx 9.2.]에 첨부하였다.

## 5. 자라나는 아이 러버 소켓 - 투자포인트 ②

동사는 번인 테스트 산업에서만 성과를 보여왔다는 이유로 국내 번인 소켓 1위 기업임에도 불구하고 꾸준히 저평가되어 왔다. [투자포인트 2]에서는 앞서 언급한 AI GPU 번인 소켓 산업에 더해 파이널 테스트 산업으로까지 사업 영역을 확장한 지금이 동사가 오랫동안 받아왔던 저평가가 해소되고 동사에 대한 시장의 재평가가 이루어질 시점이라고 주장한다. **탑라인의 성장과 바텀라인의 개선이 동시에 기대되는 동사를 살펴보자.**

### 5.1. 끊임없이 들어오는 수주, 파이널 테스트용 러버 소켓 Super Long!

자회사의 폭발적인 성장

동사의 자회사 MSL은 빠르게 성장하는 파이널 테스트용 실리콘 러버 소켓 시장에서 큰 폭의 매출 성장세를 보이고 있다. 21년 10억 수준이었던 매출은 25년 2Q TTM 기준 74.5억으로 크게 증가했다. 이는 범용 DRAM발 메모리 슈퍼사이클에 따른 성장으로 일시적인 매출 증가가 아니며, 동사의 성장은 슈퍼사이클의 순풍을 타고 당분간 계속될 것이다. 파이널 테스트 산업이 왜 중요한지, 그리고 앞으로 동사가 파이널 테스트 산업에서 왜 큰 폭으로 성장할 수밖에 없는지 하나씩 살펴보자.

레퍼런스가 중요한 파이널 테스트 산업

동사는 레퍼런스가 중요해 신규 기업의 진입이 매우 어려운 파이널 테스트 시장에 성공적으로 안착했다. 동사는 17년 러버 소켓 기술을 보유한 MSL을 인수해 러버 소켓을 개발해왔고, 동사가 오랜 기간 번인 테스트 산업에서 축적해온 기술력과 레퍼런스가 더해지면서 시너지 효과를 내고 있다.

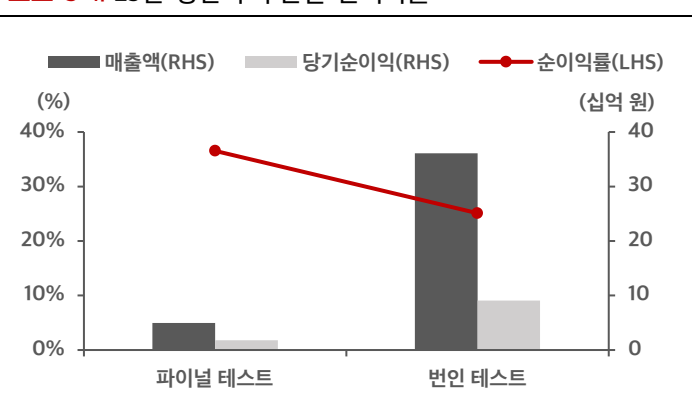
파이널 테스트 산업은 동사에게 기회의 땅

동사가 진출한 파이널 테스트 산업은 번인 테스트 산업 대비 약 3배 규모이고 제품의 수익성 또한 좋아, 동사가 파이널 테스트 시장에서 입지를 다지는 것은 미래 성장의 기반이 된다. 24년 글로벌 파이널 테스트 산업 규모는 14억 달러로, 5.4억 달러에 불과한 번인 테스트 산업에 비해 훨씬 크다. 또한 25년 상반기 기준 동사의 파이널 테스트 부문 순이익률은 36.3%로 25.1%인 번인 테스트 부문보다 압도적으로 마진이 높다. [도표 5-1]

AI발 슈퍼사이클이 동사 Q 증가에 기여

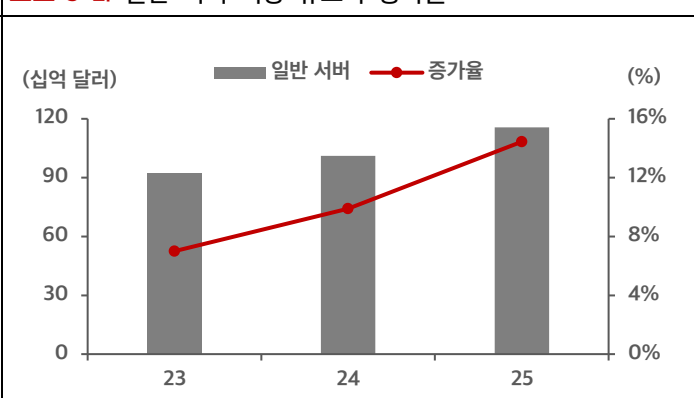
그렇다면 최근 파이널 테스트 산업이 빠르게 성장한 배경은 무엇일까? AI 추론 수요 확대로 범용 DRAM발 메모리 슈퍼사이클이 도래했기 때문이다. 초기 메모리 슈퍼사이클은 AI GPU용 HBM 수요 확대로 촉발되었으나, 이후 AI 수요가 학습에서 추론으로 이동하고, 주요 CSP의 일반 서버 교체 수요가 증가하며 범용 DRAM 시장 역시 슈퍼사이클의 수혜를 본격적으로 입기 시작했다. 현재 CSP들은 AI 서버 투자에 더해 일반 서버 투자도 늘리고 있고, 25년 일반 서버 출하량은 전년 대비 14.4%나 증가했다. 이에 따라 범용 DRAM 출하량의 증가가 예상되며, 범용 DRAM에 패키징 테스트 솔루션을 공급하는 동사의 Q 역시 확대될 것이다. [도표 5-2]

도표 5-1. 25년 상반기 부문별 순이익률



출처: DART, SMIC 4팀

도표 5-2. 일반 서버 시장 규모와 증가율



출처: WiseGuy, SMIC 4팀

## 5.2. 사이클 뿐이 아니다, 이젠 고객사도 다각화된다

동사의 성장에 이제 시작에 불과

동사 파이널 테스트 부문의 향후 성장은 전술한 메모리 슈퍼사이클에만 의존하지 않는다. 동사는 이미 사이클 진행 과정에서 매출이 큰 폭으로 증가했으나, 이는 시작에 불과하다. **지금까지의 매출은 대부분 마이크로향 공급에서 발생했지만, 앞으로의 매출은 SK하이닉스, 삼성전자향 공급에서도 발생할 것이다.** 이에 따라 동사는 타사 대비 더욱 가파른 매출 성장세를 보일 것이다.

25년 매출은 24년 매출의 두 배

구체적으로는 ① 마이크로향으로 차세대 고성능 제품이 공급될 것이고 ② 3Q25부터 SK하이닉스향 공급 물량이 반영될 것이며 ③ 현재 진행 중인 삼성전자향 러버 소켓 퀄테스트가 3Q26부터 매출에 반영될 것이다. 이러한 공급 확대에 힘입어 동사 매출은 전례없이 커질 것이다. 동사 IR에서 25년 자회사의 매출이 '보수적으로' 24년의 2배 수준일 것이라고 전망한 것은 결코 과장이 아니다. [도표 5-3]

파이널 테스트 부문: 동사의 수익성 견인

본서는 이러한 고객사 다각화를 통해 러버 소켓 매출이 증가하고 매출 믹스 개선을 통해 동사의 순이익이 크게 확대될 것이라고 주장한다. 러버 소켓의 수익성이 번인 소켓보다 좋기 때문에 동사의 매출 믹스는 질적으로 개선될 것이며, 이로 인해 순이익이 확대되면 동사의 가치는 재평가될 것이다. 아래에서는 각 고객사별 다각화 현황과 구체적인 내용을 살펴보자. [도표 5-4]

① 마이크로 : 추가 제품 개발로 믹스 개선

① 마이크로향으로는 차세대 고성능 제품의 공급 확대에 따라 제품 믹스가 개선될 것이며, 이에 따른 P 상승과 침투율 확대에 따른 Q 상승이 기대된다. 고도의 기술력을 요하는 제품일수록 P는 높아지고 영업이익률은 향상된다. 향후 마이크로향 납품은 고단가 제품 중심으로 이루어질 것이고 이에 따른 P 상승 효과가 본격화될 전망이다. 동시에 마이크로 내에서 공급 라인업이 특정 모델을 넘어 다양한 제품군으로 확산되면서 향후 자회사의 마이크로향 Q 역시 증가할 것이다.

마이크론의 차세대 웨이퍼 테스트용 러버 소켓 개발 요청

마이크론향 믹스 개선은 마이크로가 동사에 요청한 차세대 웨이퍼용 러버 소켓 개발 및 공급을 통해 실현될 것이다. 해당 웨이퍼는 가로·세로 600mm의 사각형 패널 형태(600mm\*600mm)로 기존 300mm 원형 웨이퍼 대비 한 단계 업그레이드된 차세대 제품이다. 이 웨이퍼는 단위 면적당 패키지 수량이 2~3배 증가하고 설계 유연성이 높으며 패키징 공정 비용을 기존 WLP 대비 30~50% 절감할 수 있다는 점에서 기술적, 경제적으로 경쟁력이 매우 높다. 이 외에도 현재 마이크로의 요청으로 다양한 제품군에 대해 제품 개발을 진행 중이라는 점에서 믹스 개선은 가속화될 것이다.

② SK하이닉스: 이제 막 반영되는 SK하이닉스향 매출

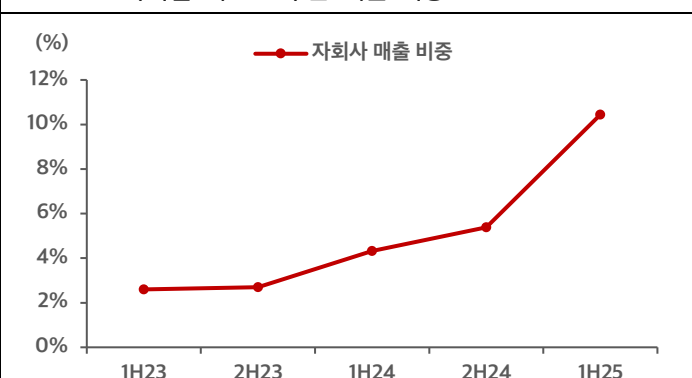
② SK하이닉스향 공급 물량이 3Q25 매출에 반영되면 동사 매출은 최소 2배 이상 상승할 것이다. 25년 2월 동사는 이미 SK하이닉스의 퀄테스트를 통과했으며, 7월부터 SK하이닉스향 매출이 발생하기 시작했다. 관련 매출은 3Q25부터 본격적으로 실적에 반영되는데, 동사가 최소 마이크로 수준의 매출이 발생할 것이라고 확신하고 있다는 점에서 SK하이닉스 물량은 매출에 크게 기여할 것이다.

도표 5-3. MSL 고객사별 타임라인



출처: DART, 동사 IR, SMIC 4팀

도표 5-4. 파이널 테스트 부문 매출 비중



출처: DART, SMIC 4팀

동사는 SK 계열사의 자회사인 ISC와 SK에 함께 공급

동사가 SK하이닉스의 파이널 테스트용 러버 소켓 벤더로 진입할 수 있었던 것은 SK하이닉스가 세컨 벤더를 확보해 테스트 업체를 다변화하려는 전략에 따른 결과이다. 러버 소켓 후발주자인 동사가 전통적인 강자 ISC와 함께 SK하이닉스의 패키징 파이널 테스트를 담당하게 되었다는 점은 매우 의미 있는 성과로, 이는 러버 소켓 시장에서 동사의 위상이 한층 강화되었음을 보여준다.

③ 피날레: 삼성전자

③ 피날레는 '삼성전자'다. 현재 동사는 삼성전자향 러버 소켓의 퀄테스트를 진행 중이다. 올해 2월 SK하이닉스향 제품의 퀄테스트가 통과되었다는 점을 고려할 때, 유사한 제품에 대해 진행 중인 삼성전자의 퀄테스트 역시 무난하게 통과할 것이다.

3Q26부터 삼성전자향 매출 발생 예정

동사가 삼성전자향 러버 소켓 퀄테스트를 통과할 경우, 늦어도 3Q26부터는 삼성전자향 매출이 발생할 것으로 예상된다. 마이크로향 러버 소켓의 경우 23년 5월 개발에 착수했고 25년부터 본격적으로 매출이 발생하기 시작했다. 동사 DART 연구개발 내역에서 24년 삼성전자향 러버 소켓 관련 연구개발이 집중되어 있다는 점으로 미루어 보아, 큰 이변이 없다면 삼성전자향 매출은 늦어도 3Q26부터 발생할 것으로 추정할 수 있다.

동사는 실리콘 러버 소켓 CapEx 확대 중

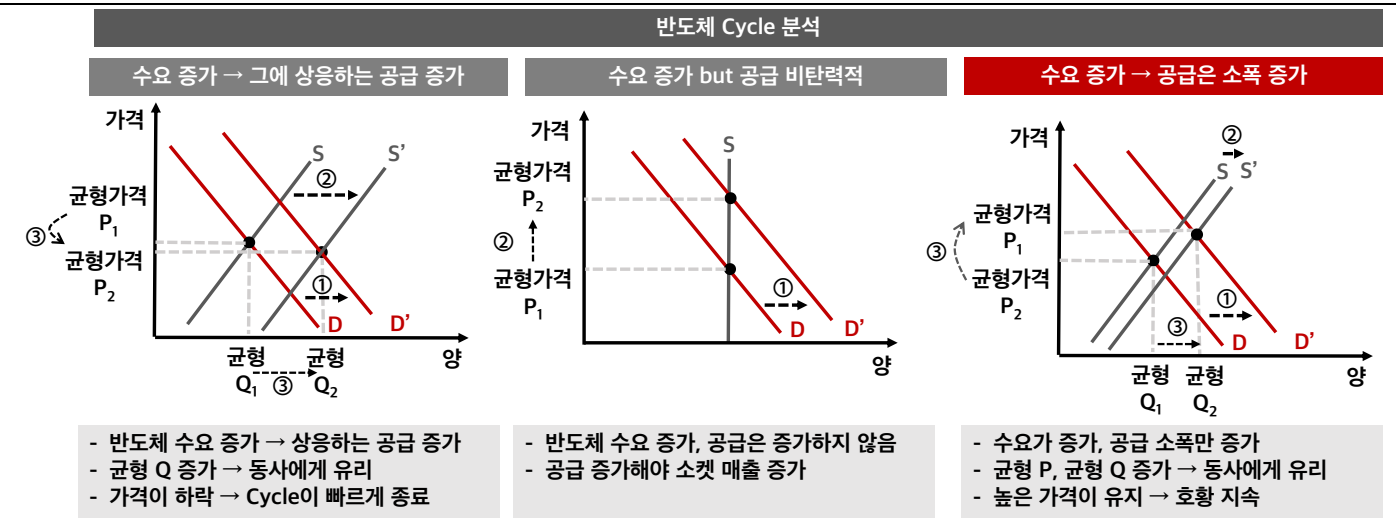
동사의 Q가 대폭 증가할 수 밖에 없음은 동사가 실리콘 러버 소켓 CapEx를 확대하고 있다는 점을 통해서도 확인할 수 있다. 현재 동사는 생산 장비 5대를 가동 중이며 최근 고객사 수요 급증에 대비해 추가로 1대의 장비를 신규 도입해 테스트를 진행 중이다. 또한 26년 4월에는 실리콘 러버 소켓 생산을 위한 장비가 추가로 입고될 예정이다. 동사는 고객사 수요 예측에 기반한 보수적인 CapEx 원칙을 유지하는 기업이다. 따라서 이러한 CapEx 확장은 기수주 증대에 대응하기 위함이거나, 메모리 제조 업체 3사가 충분한 물량을 발주할 것이라는 동사의 확신으로도 해석할 수 있다. 어느 케이스던 간에 동사의 Q는 증가할 수밖에 없다.

5.3. 범용 DRAM 슈퍼사이클은 계속된다

완만한 Q 증가 하에서 꾸준히 성장할 것

전방 메모리 제조 업체들의 범용 DRAM 출하량이 완만히 증가하는 현 슈퍼사이클 국면에서 동사는 꾸준히 성장할 것이다. 동사가 직접적이고 지속적인 수혜를 입기 위해서는 전방 메모리 제조 업체 3사의 범용 DRAM 공급이 완만히 증가하여 호황이 지속되는 것이 가장 바람직하다. 만약 전방사의 Q가 너무 빠르게 증가할 경우 피크 아웃으로 인해 지속적인 수혜를 입지 못할 것이고 전방사의 Q가 증가하지 않을 경우 동사는 수혜를 입을 수 없다. [도표 5-5]

도표 5-5. 범용 DRAM 슈퍼사이클



출처: SMIC 4팀

동사에게 바람직한 사이클

구체적으로 ① 전방 고객사의 Q가 단기간에 급증하거나, ② P는 상승하는데 Q는 정체되어 있는 상황은 모두 동사에게 바람직한 상황이 아니다. 전방 공급사들은 범용 DRAM의 P 상승과 Q 상승을 모두 누릴 수 있는 반면 동사는 전방 공급사들의 Q 상승만 누릴 수 있기 때문이다. 왜 전방 공급사의 완만한 Q 증가가 동사에게 유리한지, 그 근거에 대해 구체적으로 살펴보자.

전자: P ↓, Q ↑  
후자: P ↑, Q ↑

**전술했듯 동사에게 가장 유리한 사이클은 수요는 급격히 증가하지만 공급은 완만하게 증가하는 사이클이다.** ①은 반도체 수요 증가로 범용 DRAM의 P가 증가한 상황에서 수요 증가에 상응하거나 그 이상으로 메모리 제조 업체의 공급량이 증가해 P가 조기에 하락하는 경우다. 단기 수익성은 개선되겠지만 범용 DRAM의 P가 하락해 슈퍼사이클이 조기에 종료되고 동사가 슈퍼사이클의 수혜를 받는 기간이 짧아질 위험이 있다. ②는 전방 고객사의 공급 곡선이 비탄력적인 상황으로 범용 DRAM P가 상승해도 생산량이 늘어나지 않는 경우다. 동사의 Q는 사이클이 좋더라도 결국 전방 고객사의 Q가 증가해야 늘어나기 때문에 전방 고객사의 Q 상승이 동반되지 않는 P 상승은 동사에게 의미가 없다.

전방 공급사의 Q 증가가 수반되는 메모리 슈퍼사이클

본서는 **현재의 슈퍼사이클이 동사에게 가장 유리한 사이클이며, 앞으로도 현재의 수요-공급 구도가 유지되어 동사가 지속적으로 수혜를 입을 것이라고 주장한다.** 지금부터 수요와 공급으로 나누어 주요 CSP의 범용 DRAM 수요는 급격히 증가하고 있고 앞으로도 그럴 것임을, 메모리 제조 업체 3사의 공급은 제한적으로 증가하고 있고 당분간은 급증하지 않을 것임을 구체적으로 확인해보자.

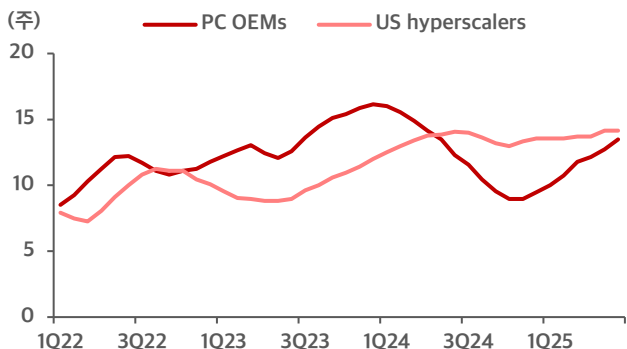
일반 서버 투자 증가와 재고 축적으로 수요 ↑↑

**강력한 전방 수요는 미국과 중국 주요 7개 CSP들의 공격적인 일반 서버 투자 확대에서 비롯된다.** AI 서버 중심으로 투자가 집중되었던 25년 상반기와 달리, 하반기부터는 추론 수요 급증에 따라 일반 서버 투자도 빠르게 확대되고 있다. 실제로 26년 일반 서버 출하량은 전년 대비 8% 증가할 것으로 전망된다. 심지어 이들은 향후 DRAM 가격 상승과 공급 부족을 예상해 재고를 선제적으로 비축하고 있다. 현재 DRAM 공급사들의 재고는 1Q25말 21주에서 3Q25말 4주로 급감했고, 이에 따라 CSP들은 재고 축적 속도를 한층 더 높이고 있다. 뿐만 아니라 OpenAI의 '스타게이트' 프로젝트는 고성능, 저전력 메모리를 필요로 하여 HBM 뿐 아니라 범용 DRAM 수요를 더욱 촉발시켰다. [도표 5-6]

HBM 우선 공급과 보수적인 증설로 더딘 공급 증가율

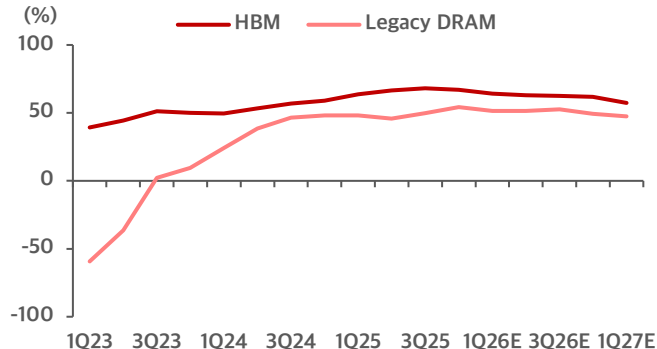
**강력한 전방 수요에도 불구하고 범용 DRAM의 공급 증가율은 여전히 제한적인 수준에 머물러 있다.** 메모리 제조 3사는 여전히 범용 DRAM보다 HBM 생산을 우선시하고 있으며, 잔존하는 시장 불확실성으로 인해 범용 DRAM 설비 증설에 신중한 태도를 보이고 있다. 이로 인해 범용 DRAM 공급량은 정체된 상태다. 다만, 최근 전방 수요가 강력하고, HBM 생산 집중에 따른 범용 DRAM 쇼티지로 DDR5 현물가가 연초 4.7달러에서 8.6달러로 급등하며 범용 DRAM과 HBM 간 영업이익률 스프레드가 축소되자 범용 DRAM 공급이 점진적으로 늘고 있다. [도표 5-7]

도표 5-6. 재고 축적 기간



출처: 언론 종합, SMIC 4팀

도표 5-7. SK하이닉스 범용 DRAM과 HBM 간 OPM 스프레드



출처: SK하이닉스 IR, SMIC 4팀

쇼티지는 한동안 지속될 것

범용 DRAM 공급이 점진적으로 늘고 있음에도 불구하고 수요 증가 속도가 이를 훨씬 상회하고 있어 쇼티지는 쉽게 해소되지 않을 것이다. 실제로 범용 DRAM 재고 주기가 여전히 하락세를 보이고 있다는 사실은 이를 방증한다. 따라서 이러한 쇼티지는 단기간에 해소되지 않을 것이며, 높은 P가 유지되는 상황에서 메모리 제조 업체들은 Q를 점진적으로 늘려갈 것이다. 동사는 이러한 메모리 반도체 슈퍼사이클 하에서 완만한 Q 증가를 누리며 꾸준히 매출 성장을 이어갈 것이다.

5.4. 번인 테스트 시장에도 우호적인 이번 사이클, 번인 소켓 Long!

번인 소켓도 수혜를 받는 슈퍼사이클

고성능 메모리 반도체가 주도하는 이번 메모리 슈퍼사이클은 동사의 기존 사업인 번인 소켓의 P와 Q 증가에도 유리하게 작용하고 있다. 동사의 미래가 파이널 테스트용 실리콘 러버 소켓에 있다면, 동사의 현재는 번인 소켓에 있다. 최근 고성능 메모리 반도체를 필요로 하는 곳이 많아지면서 메모리 제조 3사는 발열 관리를 위해 동사의 고가 번인 소켓을 구매하고 있다. 이러한 고성능 메모리 반도체향 납품은 P와 Q의 동반 성장을 가능하게 한다.

엄격한 발열 테스트 요구로 동사 Q 증가

주요 CSP들이 고성능 메모리 반도체에 대해 보다 엄격한 발열 테스트를 요구하면서, 국내 번인 테스트 1위 업체인 동사는 Q 증가의 직접적인 수혜를 받고 있다. 고성능 메모리 반도체는 전송 속도가 빨라 단위 시간당 에너지 소비량이 증가하고, 그에 따라 발열도 심해지기 때문에 발열 관리가 중요하다. 실제로 DDR5의 데이터 전송 속도는 DDR4에 비해 최대 2배 가까이 빠르다. 대형 CSP들은 고성능 칩을 병렬로 연결한 초대형 AI 서버를 운영하기 때문에 발열 관리가 매우 중요하다. 발열로 인해 하나의 칩에서 오류가 발생할 경우 전체 시스템이 멈추거나 학습 결과가 오염되는 문제가 발생할 수 있기 때문이다. [도표 5-8]

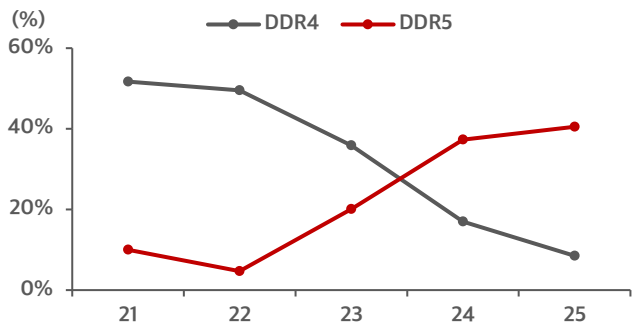
고성능 메모리향 공급으로 동사 P 증가

이에 더해, 고성능 메모리 반도체향 번인 소켓은 ASP가 높다. 번인 소켓은 기술 난이도가 높을 수록 P가 높기 때문이다. 동사 IR에 따르면, 삼성전자향 DDR 번인 소켓은 현재 대부분 DDR4에서 DDR5로 전환된 상태다. 또한, 동사는 지난해까지 중국 메모리 제조업체 CXMT에 DDR4용 번인 소켓을 공급했으나 현재는 DDR5용을 공급하고 있다. 이처럼 고성능 메모리 반도체 테스트에 사용되는 번인 소켓을 납품하며 동사는 P 상승의 수혜를 누리고 있다.

테스터 장비를 통해 동사의 제품군 확인

실제로 테스터 장비 업체들의 최근 계약 내역을 봐도 동사가 고성능 메모리 반도체 테스트용 소켓을 위주로 생산하고 있음을 확인할 수 있다. 동사의 번인 소켓은 특수한 경우를 제외하면 테스터 장비 업체를 거쳐 메모리 제조 업체에 공급된다. 따라서 동사와 계약을 맺은 테스터 업체들의 최근 ‘단일판매·공급계약체결’ 공시를 보면 동사가 어떤 제품군에 공급하고 있는지를 파악해 볼 수 있다. 이 중 주목할 만한 곳은 엑시콘이다. 엑시콘은 올해 삼성전자와 327억 규모의 CLT 계약을 체결했으며 CLT는 고성능 DRAM 등의 검사에 활용되는 장비다. [도표 5-9]

도표 5-8. DDR 규격별 출하량 비중



출처: Omdia, SMIC 4팀

도표 5-9. 25년 엑시콘 계약내역

계약상대방	공시일자	공시일자	계약금액
삼성전자	09.29	CLT	88.05억
삼성전자	06.11	차세대 메모리 테스터	196.54억
삼성전자	04.08	차세대 메모리 테스터	42.35억

출처: DART, SMIC 4팀

## 6. +α 미운 오리 어플라이언스, 이젠 백조로

동사의 어플라이언스 부문은 LS일렉트릭의 배전반에 필요한 산업용 전자 개폐기(MC)를 OEM으로 꾸준히 공급하며 동사의 든든한 캐시카우가 되어줄 것이다. 19년 새로이 개설된 어플라이언스 부문은 가전제품의 과열을 방지하는 써멀 프로텍터 위주의 공급을 해왔으나 연간 생산이 일정하고 장기적인 시장의 성장성이 크지 않은 가전 특성상, 23년까지 적자가 지속되었다. 그러나 23년 하반기부터 LS일렉트릭이 동사의 MiniMC 생산 이슈를 해결하기 위해 동일 제품군 생산업체를 연결하고, 생산지원을 받을 수 있게 해줄만큼 초기부터 적극적으로 협력해왔으며 이제 그 협력이 든든하게 동사의 실적을 떠받쳐 줄 것이다.

### 6.1. 어플라이언스도 아메리칸드림을 꿈다

1년만에 급증한  
전자개폐기 매출

어플라이언스 사업부는 3Q24부터 LS일렉트릭향 전자개폐기의 매출이 50억으로 급증하며, 납품 시작 1년만에 써멀 프로텍터의 매출을 뛰어넘었다. 3Q24 기준 LS일렉트릭향 매출이 동사 매출의 11.8%에 달하는 비중을 차지하게 된 것이다. 전자개폐기 매출은 23년 10억 원에서 24년 118억 원으로 11배 이상 급증하였으며, 25년 상반기 매출만으로도 103억 원으로 전년 매출에 근접하는 가파른 성장을 보이고 있다. 그러나 어플라이언스의 성장은 여기서 끝이 아니다. [도표 6-1]

동남아를 넘어  
미국향 물량까지

24년까지 동사는 LS일렉트릭의 동남아 배전반향 산업용 전자 개폐기의 물량에만 대응해왔다. 그러나 25년 10월부터 LS일렉트릭의 미국향 배전반 물량에 공급이 시작된다. LS일렉트릭의 전력사업 내 미국향 매출 비중이 24년 20%에서 2Q25 33%로 급격하게 증가하고 있다는 것을 고려하면, 동남아향 물량만 납품했을 때보다 큰 성장세를 기대할 수 있다.

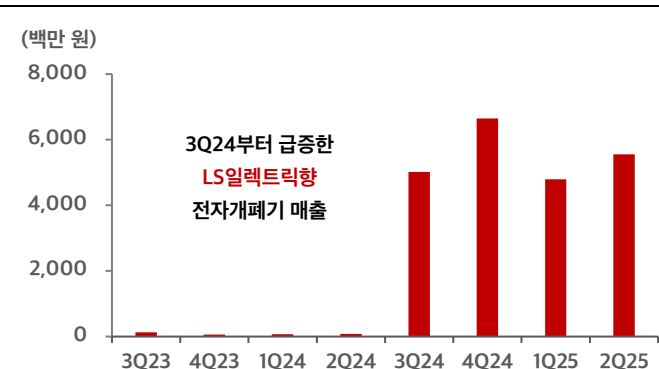
배전반 수주잔고가  
쌓여가는 LS 일렉트릭

미국은 현재 노후화된 전력 설비 교체 수요를 공급이 따라잡지 못하며, 배전반 수급이 쇼티지를 겪고 있어 전력설비 회사들의 수주잔고가 수 년 뒤까지 꽉 차있는 상황이다. LS일렉트릭의 배전반 수주잔고 역시 8,954억 원에 달하며, 25년 상반기까지도 YTD +11.9% 증가하고 있다. 이러한 배전반 수주 성과는 동사에게도 충분히 낙수효과로 돌아올 것이라 판단된다. [도표 6-2]

우호적인 관계는 곧  
안정적 성장으로

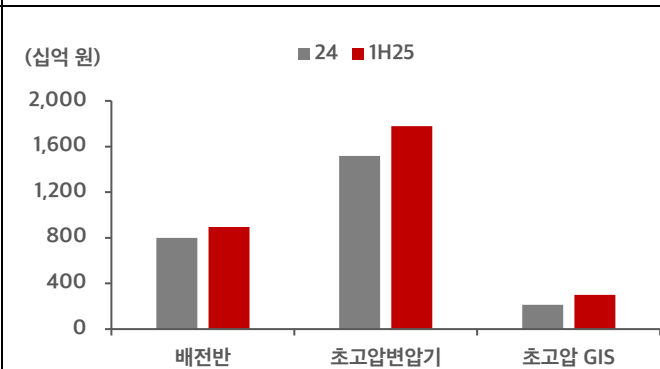
실제로 이미 동사는 5년 간 750억 원에 달하는 배전용 차단기(MCCB) 수주를 받았다. LS일렉트릭과 동사는 상당히 우호적인 관계로, 원자재 변동에 의한 원가 상승분을 마진에 반영하여 일정 수준의 이상의 마진율을 보장받고 있다. 동사는 23년 주주총회 당시 장기적으로 7%의 마진율 유지를 예상한다고 언급한 바가 있다. 또한 데이터센터향 배전반과 같은 대규모 프로젝트는 수주 계약 시점에 개별 부품사를 사전에 정하는 구조로, 공사 중도에 변경하기엔 어려움이 따른다. 따라서 향후 전자개폐기 매출은 안정적으로 성장하며 든든히 동사의 하방을 지지할 것이다.

도표 6-1. 동사 LS일렉트릭향 전자개폐기 매출 추이



출처: DART, SMIC 4팀

도표 6-2. LS일렉트릭 수주잔고 추이



출처: LS일렉트릭 IR, SMIC 4팀

## 7. 매출추정

상기 투자포인트를 종합하여 도출한 최종 매출 테이블은 다음과 같다. 제품군 성격에 따라 세미콘, 어플라이언스, 자회사 MSL로 나누어 추정하였다. 주요 고객사의 매출 비중이 높은 세미콘과 어플라이언스 사업부는 주요 고객사 별로 다시 나누어 추정하였다. 또한, 25년 1, 2분기 실적으로 큰 주가 변동을 경험한 투자자들에게는 3분기 실적 추정치가 중요한 판단 요소로 작용할 것으로 판단하여 하반기 실적까지 분기별로 엄밀하게 추정하였다.

최종 매출추정 Table											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출액	61,382	61,055	64,817	69,664	25,320	22,367	25,104	26,271	99,062	117,817	141,440
YoY(%)	59.3%	-0.5%	6.2%	7.5%	77.0%	47.7%	36.0%	20.8%	42.2%	18.9%	20.1%
세미콘	59,348	58,802	60,936	51,892	16,788	14,315	15,000	15,415	61,518	70,284	91,088
% of Sales	96.7%	96.3%	94.0%	74.5%	66.3%	64.0%	59.8%	58.7%	62.1%	59.7%	64.4%
메모리 번인소켓	55,540	55,990	59,189	50,215	16,200	13,815	14,500	14,915	59,430	59,823	60,224
AMD향 번인소켓										8,373	28,776
기타	3,808	2,812	1,747	1,677	588	500	500	500	2,088	2,088	2,088
어플라이언스	958	1,124	2,882	14,923	5,639	6,506	5,355	6,108	23,608	24,822	23,926
% of Sales	1.6%	1.8%	4.4%	21.4%	22.3%	29.1%	21.3%	23.2%	23.8%	21.1%	16.9%
LS일렉트릭향	-	-	1,019	11,819	4,788	5,558	4,399	5,151	19,896	21,110	20,214
LG전자향	936	1,112	1,682	2,310	723	736	730	730	2,918	2,918	2,918
기타	22	12	181	794	128	212	227	227	794	794	794
MSL	1,055	1,097	963	2,822	2,884	1,540	4,742	4,742	13,908	22,683	26,398
% of Sales	1.7%	1.8%	1.5%	4.1%	11.4%	6.9%	18.9%	18.0%	14.0%	19.3%	18.7%
임대 매출	21	33	35	28	7	8	7	7	28	28	28

### 7.1. 세미콘 사업부 추정

세미콘 매출추정											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출	59,348	58,802	60,936	51,892	16,788	14,315	15,000	15,415	61,518	70,284	91,088
메모리향 번인소켓	55,540	55,990	59,189	50,215	16,200	13,815	14,500	14,915	59,430	59,823	60,224
삼성전자				11,349	5,654	3,381	3,719	4,091	16,844	17,087	17,333
SK하이닉스				5,222	891	1,390	1,432	1,475	5,188	5,338	5,492
기타 고객사				33,644	9,655	9,044	9,350	9,350	37,399	37,399	37,399
AMD향 번인소켓										8,373	28,776
기타	3,808	2,812	1,747	1,677	588	500	500	500	2,088	2,088	2,088

#### 7.1.1. 메모리 번인 소켓 매출추정

메모리 사업부는 높은 매출 비중을 차지하는 삼성전자와 SK하이닉스, 그 외 기타 고객사로 나누어 추정하였다. 소켓은 소모품적 성격을 띄고, 사용 횟수에 따라 주기적으로 교체해야 하므로 출하량에 연동된다. 따라서 삼성전자와 SK하이닉스 메모리향 소켓의 분기별 매출은 각 기업의 출하량 가이던스, 구체적 가이던스가 없는 26, 27년은 CAPA 컨센서스 추정치를 적용하였다. 삼성전자향 동사 매출의 경우 분기별 매출은 10%, 연매출은 1.4%, SK하이닉스향 분기별 매출은 3%, 연매출은 2.9%씩 증가한다고 가정하였다.

두 기업의 신규 소켓 연구 개발 요청 수가 증가하고 있음을 고려할 때, 교체 주기에 따른 매출 외에 신규 기술 투자에 따른 추가 매출도 지속적으로 발생할 것으로 보이나, 보수적으로 전방사 출하량 증가에 따른 매출 증가분만 반영하였다. 연구 개발 요청 수는 아래 도표와 같다.

고객사 별 소켓 연구 개발 요청 수										
(단위: 개)	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	
삼성전자 (a)	-	-	7	4	2	1	-	5	-	
SK하이닉스 (b)	-	1	4	1	3	1	-	2	4	
a+b	-	1	11	5	5	2	-	7	4	
(a+b)/c (%)	0.0%	3.8%	61.1%	55.6%	41.7%	66.7%	0.0%	100.0%	66.7%	
기타	49	25	7	4	7	1	-	-	2	
합계 (c)	49	26	18	9	12	3	-	7	6	

기타 고객사향 매출은 24년 기준 각 기업의 매출 비중이 10%가 채 되지 않고 제품군이 매우 다변화되어 있어 합리적 추정이 어렵다. 그러나 DRAM 호황뿐 아니라 전술한 글로벌 CSP들의 번인테스터 사용 요구 증가 등으로 인해 번인 소켓에 대한 시장의 수요가 꾸준히 증가하고 있음을 감안할 때 매우 보수적이다. 소켓 공급이 지속적으로 증가할 여지는 충분하나 보수적으로 2분기 매출이 25년까지 일정하고, 25년 값이 향후 26, 27년에도 유지될 것이라 추정하였다.

### 7.1.2. AMD향 매출추정

세미콘 AMD향 매출 추정						
(단위: 원, 개)	2H26E	1H27E	2H27E	2026E	2027E	비고
주요 고객향 AMD 칩 생산량	531,636	607,801	607,801	531,636	1,215,602	(2024년 주요 고객 출하량) * (1+AIDC 성장률 CAGR)  • 2025년 발표된 주요 계약 추가
Meta	142,387	182,682	182,682	142,387	365,364	
Microsoft	79,012	101,373	101,373	79,012	202,745	
Oracle	31,276	40,127	40,127	31,276	80,253	
TensorWave	16,461	21,119	21,119	16,461	42,239	
OpenAI	262,500	262,500	262,500	262,500	525,000	
필요 장비 수	8	8	8	8	15	(AMD 칩 공급량) / (반기당 번인 테스터 한대가 검수하는 칩 수)
필요 소켓 수	2,957	2,957	2,957	2,957	5,914	(필요 장비 수) * (번인 테스터 한 대에 들어가는 소켓 수)
ASP	2,831,773	2,831,773	6,900,529	2,831,773	4,866,151	• AMD 로드맵에 따라 2027년 신규 AI GPU향 소켓 단가 반영
매출 (단위: 백만 원)	8,373	8,373	20,403	8,373	28,776	(필요 소켓 수) * ASP

세미콘 사업부 중 AMD향 매출 추정 논리는 다음과 같다. AMD의 예상 AI칩 생산량을 추정된 후, 반기 별 AMD의 필요 소켓 수를 추정하였다. 그리고 소켓의 사양이 향상됨에 따른 ASP 상승을 고려하여 추정하였다.

‘투자포인트 1’에서 전술했듯 생산량은 AMD의 기존 주요 고객사 및 OpenAI를 중심으로 추정하였고, 해당 생산량을 바탕으로 AMD의 예상 소켓 수요량을 추정하였다. 번인 테스트 장비 하나 당 384개의 소켓이 투입된다고 추정하였으며, 테스트 시간 및 가동일 수 및 가동률을 고려하여 한 반기 당 번인 테스트 장비 하나가 생산하는 칩의 수는 69,120개임을 추정하였다. 자세한 추정 논리는 [Appx 9.2.]에 첨부하였다. 추정한 반기별 소켓 수요량에, 소켓 성능 향상에 따른 ASP 상승을 적용하여 동사 매출을 추정하였다.

### 7.2. 어플라이언스 매출추정

어플라이언스 매출추정											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출	958	1,124	2,882	14,923	5,639	6,506	5,355	6,108	23,608	24,822	23,926
LSE 향 (a)			1,019	11,819	4,788	5,558	4,399	5,151	19,896	21,110	20,214
LSE 수주 (b)				887,500	910,000	957,500	1,079,750	1,264,500	1,032,750	1,295,500	1,240,500
a/b				1.3%	0.5%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
LG전자 향	936	1,112	1,682	2,310	723	736	730	730	2,918	2,918	2,918
기타	22	12	181	794	128	212	227	227	794	794	794

어플라이언스 사업부 중 LS일렉트릭(LSE)향은 배전반 전자개폐기 및 코일을 납품하고, LG전자는 써멀프로텍터를 납품한다. LSE향 사업부는 매출 비중이 높고, 최근 북미 빅테크 기업 데이터 센터향 수주가 증가함에 따라 가파른 매출 성장이 전망되기에 다음과 같은 방법으로 엄밀하게 추정하였다. (1) LSE의 빅테크향 계약 발표상의 수주 규모 및 납품 기간을 고려하여 기간 별로 안분하였다. LSE향 어플라이언스 매출추정 자료는 모두 [Appx 9.3.]에 첨부하였다

이때, 25년 1분기 xAI와의 2,200억 규모 배전반 납품 계약, 그리고 25년 3분기 CSP 3사와의 배전반 납품 계약이 예상됨을 고려할 때, 향후 꾸준히 북미 빅테크향 배전반 수주가 발생할 것이

라 가정하였다. 보수적으로 1년에 한 번, 앞선 두 주주의 평균 금액인 5,600억 규모로 발생할 것이라 가정하였다. 26년 매출에 비해 27년 매출이 소폭 감소하는 이유는 이러한 보수적 수주 규모 가정에 기인한다.

(2) 배전반의 리드타임이 3~6개월이라는 IR 내용을 기반으로 리드타임을 각각 3개월, 6개월로 가정한 후 신규 수주와 매출액 간의 회귀분석을 통해 상관계수가 더 높은 3개월의 경우로 가정하였다. (3) (기초 수주) + (추정한 신규 수주) - (3개월 전 신규수주)로 기말 수주를 추정하였다 (4) 1Q24~2Q25의 분기별 (동사 LSE향 매출액)/(LSE 수주액) 비율의 평균으로 향후 LSE 수주액 대비 동사의 매출액 비중을 추정하였다.

(5) '3'에서 구한 추정 수주 잔고(당분기의 기초 잔고와 기말 잔고의 평균값)에 '4'에서 구한 비율을 곱해 동사의 LSE향 매출액을 추정하였다. LG전자향 연매출 비중은 24년 기준 매출 비중이 전사 대비 약 3%로 그 중요도가 낮고, LG 단독 벤더로 안정적인 매출을 유지할 것이기에 보수적으로 최근 두 분기 평균 값이 유지될 것임을 가정하였다.

### 7.3. MSL 매출추정

MSL 매출추정											
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출	1,055	1,097	963	2,822	2,884	1,540	4,742	4,742	13,908	22,683	26,398
샘플 등 기타	1,055	1,097	963	2,822	1,026	1,026	1,026	1,026	4,105	4,105	4,105
마이크론					1,858	514	1,858	1,858	6,087	7,431	7,431
SK하이닉스							1,858	1,858	3,716	7,431	7,431
삼성전자										3,716	7,431

MSL은 고객사 확장에 따른 매출 성장을 중심으로 추정하였다. 23년까지 동사의 매출은 주로 샘플 및 연구용 제품에서 발생했으나, 24년, 공급망 확대로 연매출이 전년도 대비 326% 상승했다. 2분기 매출 감소는 마이크론향 매출의 저단가제품 mix가 높았기 때문이다. 그러나 동사는 25년 상반기 마이크론으로부터 고단가 제품 개발 요청을 받았으며, IR에서도 3분기부터 마이크론 고단가 mix 비중이 상승할 것임을 언급한 바 있다.

따라서 25년 2분기보다 1분기에 반영된 마이크론의 매출이 향후 매출 흐름을 잘 반영하고 있다고 판단하였다. 25년 1분기 매출 중 마이크론 매출을 따로 구하기 위해 '샘플 및 기타' 항목 매출을 지난 4분기 (24년 1~4분기) 평균 값 10억 2,600만원으로 가정한 후, 마이크론 매출은 그 값을 제외한 18억 5,800만원으로 추정하였다.

우선, '샘플 및 기타' 항목 매출은 24년 분기별 매출 평균값이 유지될 것임을 가정하였다. 마이크론 납품 이전 24년까지 해당 항목 매출은 1년 이상 꾸준히 증가했다는 점을 감안할 때, 향후 24년 분기별 매출 평균값이 유지될 것임을 가정한 것은 매우 보수적이다. 25년 3분기부터 인식되는 SK하이닉스 매출은 기존 마이크론 매출과 유사할 것이라는 IR 언급에 따라 매 분기 마이크론과 같은 금액으로 인식될 것이라 가정하였다.

삼성전자 역시 현재 퀄테스트 진행 중이며, 26년 4월 MSL의 추가 장비 도입이 예정되어 있다는 점에서 26년 3분기 납품 시작은 합리적이다. SK하이닉스 납품 전 같은 수의 장비를 도입했다는 점, 마이크론과 SK하이닉스의 매출이 유사할 것이라는 점에서 유사한 제품군을 생산하는 삼성전자 역시 현재 마이크론 매출과 같은 규모의 매출이 인식될 것으로 가정하였다.

## 8. Valuation - Historical Peer PER method

### 8.1. 매출원가 및 판매비와관리비 추정

동사 비용의 대부분은 원재료비, 인건비, 외주가공비가 차지한다. 또한 동사는 올해 자회사 등에 추가 CapEx를 투자한 바, 증가할 감가상각비와 상각비 계정까지 엄밀하게 추정하였다. 이외에 금액적 중요성이 크지 않은 항목들은 변동비와 고정비로 분류한 후 moving average, % of sales, average flat을 적용해 추정했다. 상기 논의를 종합한 매출원가 및 판매비 테이블은 아래와 같다

매출원가 및 판매관리비 추정											
(단위 : 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출액	61,382	61,055	64,817	69,664	25,320	22,367	25,104	26,271	99,062	117,817	141,440
YoY(%)	56.3%	-0.5%	6.2%	7.5%	77.0%	47.7%	36.0%	20.8%	42.2%	18.9%	20.1%
매출원가	47,831	47,534	51,036	51,599	18,173	16,800	18,170	18,787	71,930	80,363	92,540
매출원가율(%)	77.9%	77.9%	78.7%	74.1%	71.8%	75.1%	72.4%	71.5%	72.6%	68.2%	65.4%
GPM(%)	22.1%	22.1%	21.3%	25.9%	28.2%	24.9%	27.6%	28.5%	27.4%	31.8%	34.6%
원재료비	16,078	17,657	21,081	23,779	9,395	8,986	9,432	9,971	37,785	41,327	48,123
% of Sales	26.2%	28.9%	32.5%	34.1%	37.1%	40.2%	37.6%	38.0%	38.1%	35.1%	34.0%
인건비	7,061	8,247	9,043	10,304	2,845	2,479	2,247	2,247	9,817	11,615	12,751
% of Sales	11.5%	13.5%	14.0%	14.8%	11.2%	11.1%	9.0%	8.6%	9.9%	9.9%	9.0%
감가비 및 상각비	1,430	1,650	1,749	1,689	435	423	490	490	1,837	2,175	2,518
% of Sales	2.3%	2.7%	2.7%	2.4%	1.7%	1.9%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
외주가공비	12,032	11,247	11,483	11,646	3,335	2,923	3,755	3,834	13,848	16,437	20,056
% of Sales	19.6%	18.4%	17.7%	16.7%	13.2%	13.1%	15.0%	14.6%	14.0%	14.0%	14.2%
소모품비	2,653	2,528	2,522	3,519	714	1,088	901	901	3,603	3,561	3,582
% of Sales	4.3%	4.1%	3.9%	5.1%	2.8%	4.9%	3.6%	3.4%	3.6%	3.0%	2.5%
지급수수료	704	760	792	573	205	175	359	359	1,098	1,306	1,568
% of Sales	1.1%	1.2%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	1.4%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
기타비용	7,875	5,444	4,367	89	1,244	726	985	985	3,941	3,941	3,941
% of Sales	12.8%	8.9%	6.7%	0.1%	4.9%	3.2%	3.9%	3.8%	4.0%	3.3%	2.8%
판매비와 관리비	5,618	5,626	6,352	7,861	2,164	1,874	2,058	2,058	8,153	9,629	10,952
판매비율(%)	9.2%	9.2%	9.8%	11.3%	8.5%	8.4%	8.2%	7.8%	8.2%	8.2%	7.7%
OPM(%)	12.9%	12.9%	11.5%	14.6%	19.7%	16.5%	19.4%	20.7%	19.2%	23.6%	26.8%
인건비	2,949	3,166	3,624	4,613	1,246	1,091	989	989	4,317	5,509	6,502
% of Sales	4.8%	5.2%	5.6%	6.6%	4.9%	4.9%	3.9%	3.8%	4.4%	4.7%	4.6%
감가상각비	219	287	285	451	90	93	153	153	488	572	656
% of Sales	0.4%	0.5%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
상각비	117	100	75	53	1	1	15	15	33	31	24
% of Sales	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
지급수수료	532	663	742	831	208	180	337	337	1,063	1,264	1,517
% of Sales	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%	0.8%	0.8%	1.3%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%
기타비용	1,801	1,411	1,626	1,912	618	509	563	563	2,253	2,253	2,253
% of Sales	2.9%	2.3%	2.5%	2.7%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.3%	1.9%	1.6%

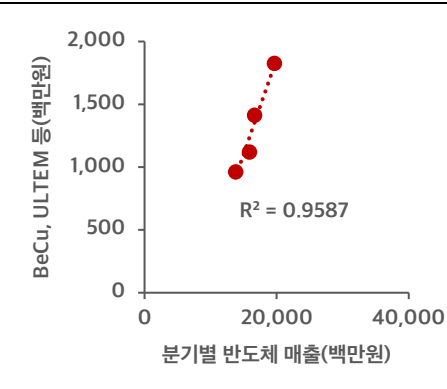
#### (1) 원재료비 추정

원재료비 추정											
(단위 : 백만 원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
원재료비(A)	16,078	17,657	21,081	23,779	9,395	8,986	9,432	9,971	37,785	41,327	48,123
전체 매출	61,382	61,055	64,817	69,664	25,320	22,367	25,104	26,271	99,062	117,817	141,440
% of sales	26.2%	28.9%	32.5%	34.1%	37.1%	40.2%	37.6%	38.0%	38.1%	35.1%	34.0%
세미콘.엠에스엘 매출					19,672	15,855	19,742	20,157	75,426	92,967	117,486
BeCu, ULTEM(B)					1,825	1,121	1,824	1,887	6,656	8,204	10,368
IC소켓용 원자재(C)					5,228	4,689	5,247	5,357	20,520	25,293	31,963
어플라이언스 매출					5,641	6,504	5,355	6,108	23,608	24,822	23,926
Bimetal, Cu등(D)					4,372	5,193	4,363	4,843	18,771	16,759	16,188

동사 3분기, 4분기 원재료비를 엄밀하게 추정하기 위해서 분기별 회귀분석을 수행한 결과 BeCu, ULTEM 및 Bimetal, Cu는 당분기 매출과, IC소켓용 원자재는 차분기 매출과 상관관계를 가진다. 이러한 상관관계가 나타나는 이유는 각 사업부별 원재료는 구매한 분기에 바로 제품화하여 판매 하고, IC소켓용 원자재는 외주가공을 해야하므로 1분기 전에 미리 구입하기 때문이라고 판단했다. 따라서 3Q25E 및 4Q25E는 해당 회귀식을 적용하여 추정한 후 26년 및 27년은 각 사업부별 매출 증가분만큼 원재료를 각각 증가시켜 추정하였다.

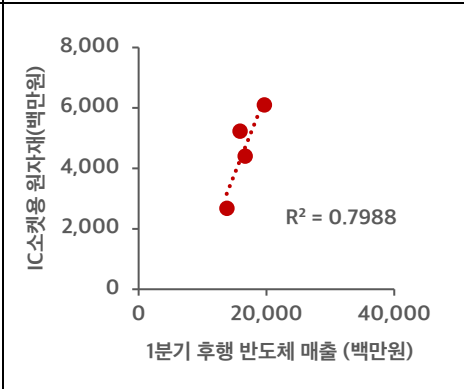
동사의 전사 원재료비 비중은 매년 증가하는 추세에 있다. 이는 그간 원재료비 비중이 상당히 높은 어플라이언스 부문의 매출이 세미콘 부문 및 자회사 엠에스엘 대비 크게 증가했음에 기인한다. 그러나 25년 이후 동사는 어플라이언스 부문보다 세미콘 부문 및 자회사 엠에스엘에서 크게 성장할 것이므로 가파르게 증가하던 % of sales가 감소하는 것은 매우 합리적이다.

도표 8-1. 반도체 매출과 BeCu 회귀



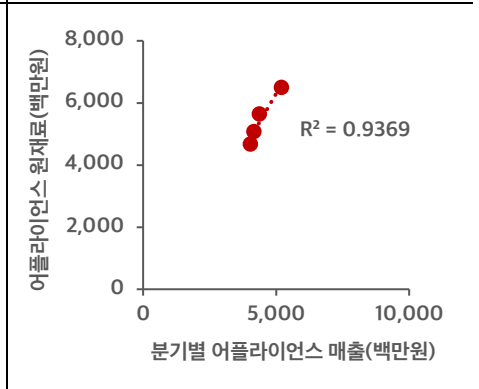
출처: DART, SMIC 4팀

도표 8-2. 반도체 매출과 IC 소켓용 회귀



출처: DART, SMIC 4팀

도표 8-3. 어플라이언스 매출과 회귀



출처: DART, SMIC 4팀

## (2) 인건비 및 외주가공비추정

### 인건비 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
국내 인건비(A)	10,010	11,413	12,666	14,917	4,091	3,570	3,236	3,236	14,134	17,124	19,252
매출원가	7,061	8,247	9,043	10,304	2,845	2,479	2,247	2,247	9,817	11,615	12,751
% of 인건비	70.5%	72.3%	71.4%	69.1%	69.5%	69.4%	69.4%	69.4%	69.4%	67.8%	66.2%
판매관리비	2,949	3,166	3,624	4,613	1,246	1,091	989	989	4,317	5,509	6,502
% of 인건비	29.5%	27.7%	28.6%	30.9%	30.5%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	32.2%	33.8%
종업원수 × 급여(B)	6,677	8,504	10,082	11,178	3,166	1,857	2,469	2,469	9,875	12,772	14,065
과리율(A/B)	149.9%	134.2%	125.6%	133.5%	129.2%	192.2%	131.1%	131.1%	143.1%	134.1%	136.9%
세미콘사업(P)	33	36	56	59	16	7	12	12	47	59	63
세미콘사업(Q)	131	154	124	120	121	118	118	118	118	120	122
어플라이언스사업(P)	23	34	41	47	13	10	11	11	44	47	53
어플라이언스사업(Q)	48	60	59	70	70	67	67	67	67	70	73
자회사 인건비	1,200	950	756	780	339	339	339	339	1,357	2,374	2,544

### 외주가공비 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
세미콘·엠에스엘 매출	60,403	59,899	61,899	54,714	19,672	15,855	19,742	20,157	75,426	92,967	117,486
외주가공비	11,483	11,247	12,032	8,224	3,335	2,923	3,755	3,834	13,848	16,437	20,056

인건비와 외주가공비는 특성상 서로 Trade-off 관계에 있으므로 수치의 적절성을 두 비용 간의 비교를 통해 검증했다. 먼저 2Q 세미콘사업부의 P가 급격히 낮아지는 것을 통해 동사가 외주가공의 비중을 늘릴 것이라고 판단했다. 외주가공비는 연도별 회귀분석을 통해 25~27년 외주가공비를 추정했는데, 이때 3Q25E, 4Q25E 외주가공비를 보면 1Q와 매출 수준은 유사함에도 불구하고 더 많은 외주가공비가 산출되었다는 점에서 위의 판단은 합리적이다.

이외에 동사 종업원 급여는 각 부문별 직원수와 1인당 인건비를 기준으로 추정했다. 1인당 인건비의 경우 상반기 1인당 인건비를 기준으로 추정한 후 26년에 24년 수준까지 인건비가 상승할 것이라고 가정했다. 이때 3Q25E, 4Q25E 세미콘사업부의 P는 24년과 비교했을 때 너무 낮다는 점을 고려하여 1Q, 2Q P 값을 average 처리했다.

자회사 인건비의 경우 22, 23년 인건비에 직원수 상승분을 반영해 추정했다. 직원수는 동사 IR에서 자회사 엠에스엘의 경우 폭발적인 매출 성장에 대한 기대로 25년 40명, 26년 70명까지 직원수를 늘릴 것이라고 언급한 점을 활용해 직원수에 비례하게 인건비가 상승한다고 가정했다.

### (3) 감가상각비 및 상각비 추정

감가상각비 및 상각비는 전술했듯 동사가 올해 증축한 CapEx 투자를 반영하여 추정했으며 이외의 추가 CapEx 투자는 없다고 가정했다. 동사 본사의 경우 24년 기준 가동률이 75%까지 상승했지만 향후 매출을 고려했을 때 현재 생산시설 범위 내에서 생산이 충분히 가능하며, 자회사의 경우 올해 증축하여 향후 매출을 충분히 대응할 수 있게 되었으므로 이는 매우 합리적이다. 상각비 배분비율의 경우 과거 추세를 고려해 유사한 비율을 보인 감가상각비는 avg flat, 상각비는 증가 비중을 고려해 적절히 안분하였다.

상각비 - CapEx 반영 후				상각비 추정			
(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E	(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물 (30년)	367	384	401	유형자산감가상각비	2,242	2,627	3,013
구축물 (10년)	109	114	119	매출원가	1,754	2,055	2,357
기계장치 (5년)	1,357	1,622	1,887	% of 상각비	78.2%	78.2%	78.2%
차량운반구 (5년)	66	88	110	판매관리비	488	572	656
공기구비품 (5년)	344	420	496	% of 상각비	21.8%	21.8%	21.8%
산업재산권 (3년)	41	47	53	무형자산상각비	117	151	185
기타의 무형자산 (3년)	76	104	133	매출원가	83	120	161
사용권자산-부동산	37	37	37	% of 상각비	71.5%	79.3%	87.1%
사용권자산-차량운반	153	153	153	판매관리비	33	31	24
합계	2,548	2,968	3,388	% of 상각비	28.5%	20.7%	12.9%

### 8.2. 영업외손익 추정

영업외손익 추정											
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025E	2026E	2027E
영업외손익	527	281	1,022	2,358	(1)	(1,146)	477	477	(384)	810	787
기타손익	351	23	245	1,607	(188)	(1,360)	275	275	(998)	118	118
기타수익	528	918	744	2,205	96	31	308	308	742	702	702
기타비용	177	895	499	598	283	1,391	33	33	1,740	584	584
금융손익	176	258	777	751	186	214	202	202	613	692	669
이자수익	186	272	826	767	191	227	220	220	668	760	738
이자비용	10	14	49	16	5	13	18	18	54	68	68

영업외손익 중 기타손익의 경우 일회성인지 여부에 따라 0 flat 혹은 average flat 처리했다. 동사 기타손익은 통상적으로 기타수익이 기타비용 대비 훨씬 큰 추이를 보였다. 그러나 1Q25 및 2Q25 일시적인 외환손실이 발생함으로써 큰 기타손실이 발생했다. 다만 이는 일시적인 손실이므로 향후 기존의 추이대로 기타이익이 발생함을 가정하여 추정했다. [Appx. 9.4.]

금융수익의 경우 이자부자산을 moving average로 가정하여 추정했으며, 이자부부채의 경우 회사의 차입처별 연이자율을 적용해 추정했다. 과거 추이를 활용해 리스부채의 유효이자율이 6.53%인 점을 역산한 후 리스부채 이자비용 산출시에는 해당 이자율을 활용했다. [Appx. 9.5.]

### 8.3. 법인세비용 추정

법인세비용											
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025E	2026E	2027E
법인세비용	888	1,129	1,062	1,881	527	384	687	758	2,356	3,944	5,121
세전이익	8,461	8,175	8,450	12,562	4,981	2,547	5,353	5,903	18,594	28,634	38,735
유효법인세율(%)	10.5%	13.8%	12.6%	15.0%	10.6%	15.1%	12.8%	12.8%	12.7%	13.8%	13.2%

법인세 비용의 경우 3Q25, 4Q25의 경우 1Q, 2Q 유효법인세율을 average flat 처리했으며 이후 26E, 27E 법인세비용은 moving avg 처리했다.

## 8.4. 최종 포괄손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 포괄손익계산서는 다음과 같다.

추정포괄손익계산서											
(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
매출액	61,382	61,055	64,817	69,664	25,320	22,367	25,104	26,271	99,062	117,817	141,440
YoY(%)	56.3%	-0.5%	6.2%	7.5%	77.0%	47.7%	36.0%	20.8%	42.2%	18.9%	20.1%
매출원가	47,831	47,534	51,036	51,599	18,173	16,800	18,170	18,787	71,930	80,363	92,540
매출총이익	13,551	13,521	13,781	18,065	7,147	5,567	6,934	7,484	27,132	37,454	48,900
GPM(%)	22.1%	22.1%	21.3%	25.9%	28.2%	24.9%	27.6%	28.5%	27.4%	31.8%	34.6%
판매비와관리비	5,618	5,626	6,352	7,861	2,164	1,874	2,058	2,058	8,153	9,629	10,952
영업이익	7,933	7,894	7,429	10,204	4,983	3,693	4,876	5,426	18,978	27,824	37,948
OPM(%)	12.9%	12.9%	11.5%	14.6%	19.7%	16.5%	19.4%	20.7%	19.2%	23.6%	26.8%
기타수익	528	918	744	2,205	96	31	308	308	742	702	702
기타비용	177	895	499	598	283	1,391	33	33	1,740	584	584
금융수익	186	272	826	767	191	227	220	220	668	760	738
금융비용	10	14	49	16	5	13	18	18	54	68	68
세전이익	8,461	8,175	8,450	12,562	4,981	2,547	5,353	5,903	18,594	28,634	38,735
법인세비용	888	1,129	1,062	1,881	527	384	687	758	2,356	3,944	5,121
당기순이익	7,572	7,046	7,388	10,681	4,455	2,163	4,666	5,146	16,238	24,690	33,614
NPM(%)	12.3%	11.5%	11.4%	15.3%	17.6%	9.7%	18.6%	19.6%	16.4%	21.0%	23.8%

## 8.5. Valuation - Historical Peer PER method

## (1) Why PER?

본서에서 ‘메모리 번인’ 소켓을 위주로 생산했던 동사가 향후 체질이 변화할 것이라는 점에 대한 근거로 주장하는 것은 크게 2가지이다.

- ① ‘비메모리 번인’ 소켓 그중에서도 특히 AI GPU 향으로 예상을 뛰어넘는 매출이 발생함으로써 실적이 개선될 뿐 아니라 향후 비메모리 매출의 기반을 마련하였다는 점
- ② ‘메모리 러버’ 소켓을 하는 자회사 엠에스엘이 이번 메모리 슈퍼 사이클에서 상당한 수준의 탑라인 성장을 하며 ‘번인’만 잘하던 기업이 ‘러버’도 잘하는 기업이 될 것이라는 점

위 2가지는 ‘메모리 번인’이라는 니치한 시장의 player였던 동사의 이익체력과 매력도를 동시에 바꿔줄 것임이 분명하다. Intro에서 전술했듯 동사가 peer 대비 낮은 밸류를 부여받았던 것은 동사가 니치한 시장의 대표 player였으므로 동사 성장성에 대한 기대감이 PER에 반영되기 어려웠기 때문이다. 그러므로 시장에서 관심이 부족했던 동사의 성장성이 가시화되고 그것이 실적으로 반영될 때의 동사의 가치를 주가에 녹여내기 위해서는 PER method가 적합하다.

## (2) Why not historical PER method?

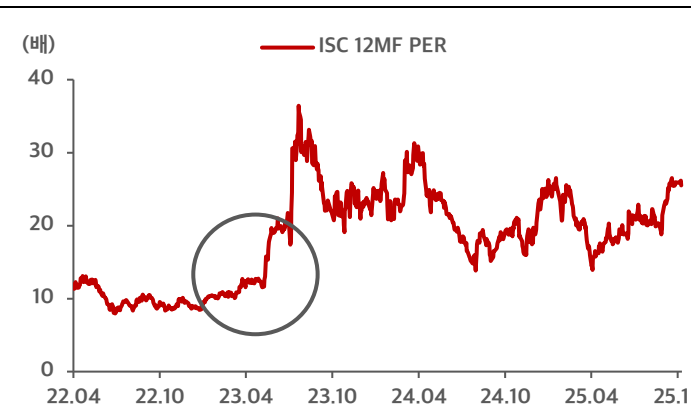
전술한 이유로 동사에게 historical PER method는 적합하지 않다. ‘과거’의 동사는 ‘메모리 번인’에 집중하는 회사였기 때문에 동사의 과거 PER을 적용하는 것은 향후 동사가 보여줄 전례없는 실적과 성장성을 보여주기 어렵다.

## (3) Target Multiple 선정

Peer ISC의 23년 6월 1달간의 12MF PER 평균 19.6x를 Target Multiple로 제시한다. 동사와 유사한 상황을 공유하는 peer를 찾기 위해서는 투자포인트 1, 2의 논리에 따라 ① AI GPU 벤더에 포함될 것이라는 기대감 ② 실적 증대에 대한 기대감이 모두 존재해야 한다. 23년 6월의 ISC는 NVIDIA향 AI GPU 양산형 소켓을 본격적으로 납품하기 시작하며 ① AI GPU 벤더에 포함되었다는 점과 ② 실적 증대에 대한 기대감이 주가에 반영되기 시작했다. 22년 4월~23년 5월까지 8x~12x 정도의 12MF PER을 부여받았던 ISC는 NVIDIA향 AI GPU 양산형 소켓을 납품하는 것이

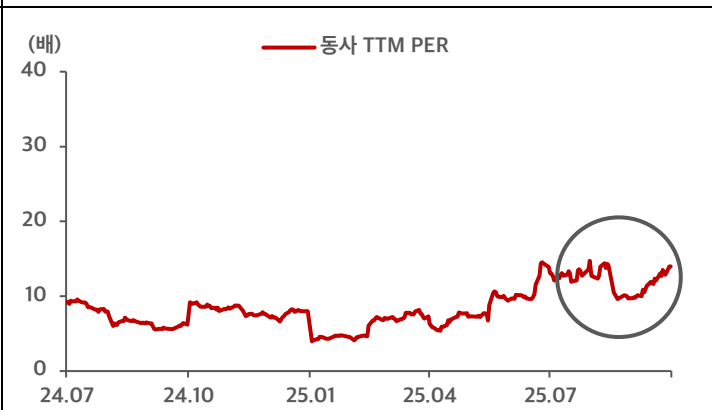
확정되며 12MF PER은 23년 6월 avg 19.6x에서 7월 avg 26.6x를 넘어 8월 30.7x까지 multiple 이 가파르게 증가하는 모습을 보였다.

도표 8-1. ISC 12MF PER 추이



출처: Quantiwise, SMIC 4팀

도표 8-2. 동사 TTM PER 추이



출처: Quantiwise, SMIC 4팀

당시의 ISC와 현재의 동사를 비교해보자. 먼저 당시의 ISC는 NVIDIA 벤더에 포함되었다는 사실과 더불어 SKC의 인수에 대한 기대감이 밸류에 모두 반영되었다. 그러나 당시 메모리 사이클은 다운사이클을 향해 가는 중이었고, 투자포인트 1에서도 전술했듯 실제로 동사 주가는 하락했다. 그러나 동사는 AMD 벤더에 포함되었다는 사실뿐 아니라 메모리 슈퍼사이클에 편승해 큰 실적의 성장도 일궈낼 것이다. 즉, 동사 역시 ① AI GPU 벤더에 포함되었다는 점과 ② 실적 증대에 대한 기대감이 주가에 반영됨으로써 가파른 주가 상승을 보여줄 것이다.

#### (4) 최종 Valuation Table

상기 논의를 종합해 2026E EPS 2,970원에 Target Multiple 19.6x를 적용한 목표 주가 58,200원 상승여력 121%로 투자의견 Buy를 제시한다.

Historical PEER PER method (26E)	
2026E 지배주주귀속 당기순이익 (단위: 백만원)	24,690
유통주식수	8,312,766
발행주식수 (단위: 주)	8,312,766
자기주식수	0
2026E EPS (단위: 원)	2,970
Target PER Multiple	19.60x
목표주가 (단위: 원)	58,200
현재주가 (단위: 원)	26,300
상승여력	121.3%

## 9. Appendix

### 9.1. 연결 BS, CF

연결 재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024
<b>자산</b>	<b>51,603</b>	<b>57,348</b>	<b>62,984</b>	<b>76,917</b>
유동자산	30,148	34,022	37,974	47,445
현금및현금성자산	6,183	7,724	3,890	2,639
단기금융상품	8,277	11,792	20,226	19,402
매출채권 및 기타유동채권	9,023	7,229	6,969	15,441
유동재고자산	6,408	6,908	6,485	9,748
기타유동자산	257	369	404	215
비유동자산	21,455	23,326	25,010	29,472
FVOCI 비유동금융자산	1	1	1	1
장기매출채권 및 기타비유동채권	371	856	1,016	1,467
유형자산	19,871	21,508	22,737	26,519
영업권 이외의 무형자산	528	420	542	605
이연법인세자산	667	528	702	868
투자부동산	18	14	13	13
<b>부채</b>	<b>9,747</b>	<b>8,315</b>	<b>7,856</b>	<b>11,859</b>
유동부채	7,364	7,156	5,760	9,482
매입채무 및 기타유동채무	6,029	3,971	3,783	6,455
유동성금융기관차입금	-	-	-	186
기타유동부채	849	1,169	1,302	1,081
당기법인세부채	365	1,152	185	1,466
비유동차입금의 유동성 대체부분	-	757	375	125
유동리스부채	121	107	115	169
비유동부채	2,383	1,159	2,096	2,377
장기차입금(사채포함)	-	-	125	-
장기매입채무 및 기타비유동채무	757	-	-	9
비유동리스부채	206	148	122	161
퇴직급여부채	1,420	1,011	1,849	2,207
<b>자본</b>	<b>41,856</b>	<b>49,033</b>	<b>55,128</b>	<b>65,059</b>
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	41,664	48,992	55,102	65,034
자본금	4,156	4,156	4,156	4,156
자본잉여금	0	0	0	0
기타자본구성요소	121	121	121	121
이익잉여금(결손금)	37,387	44,714	50,825	60,757
비지배지분	192	42	26	24
<b>자본과부채총계</b>	<b>51,603</b>	<b>57,348</b>	<b>62,984</b>	<b>76,917</b>

연결 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	2024
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>8,953</b>	<b>10,451</b>	<b>9,249</b>	<b>4,659</b>
당기순이익(손실)	7,572	7,046	7,388	10,681
당기순이익조정을 위한 가감	3,907	3,583	3,410	3,358
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(2,649)	(36)	(179)	(9,583)
이자수취(영업)	146	172	570	967
이자지급(영업)	(10)	(14)	(30)	(16)
법인세환급(납부)	(13)	(301)	(1,909)	(747)
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>(4,885)</b>	<b>(8,065)</b>	<b>(11,977)</b>	<b>(4,929)</b>
단기금융상품의 처분	12,544	11,100	18,488	44,263
단기금융상품의 취득	(11,184)	(14,600)	(26,881)	(43,041)
장기대여금및수취채권의 처분	95	51	42	124
장기대여금및수취채권의 취득	(346)	(712)	(373)	(754)
유형자산의 처분	20	63	105	72
유형자산의 취득	(6,576)	(3,412)	(2,699)	(5,051)
투자미지급채무의 감소	-	(646)	(157)	(21)
단기대여금및수취채권의 처분	184	311	352	240
단기대여금및수취채권의 취득	(23)	(205)	(98)	-
무형자산의 처분	-	-	78	70
무형자산의 취득	(96)	(14)	(307)	(210)
건설중인자산의 취득	-	-	(524)	(623)
FVOCI금융자산의 감소	497	-	-	-
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>(2,595)</b>	<b>(542)</b>	<b>(1,044)</b>	<b>(1,018)</b>
중속기업 소유지분의 변동으로 인한 지급	-	(145)	-	-
리스부채의 상환	(128)	(124)	(113)	(164)
배당금 지급	(208)	(249)	(665)	(665)
장기차입금의 증가	750	-	500	-
차입금의 상환	(3,009)	(9)	(757)	(375)
단기차입금의 증가	-	-	-	186
기타비유동자금채무의 감소	-	(24)	(10)	-
임대보증금의 증가	-	10	-	-
<b>환율변동효과 반영전 현금및현금성자산의 순증감</b>	<b>1,474</b>	<b>1,844</b>	<b>(3,772)</b>	<b>(1,287)</b>
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(44)	(303)	(63)	37
<b>현금및현금성자산의 순증감(감소)</b>	<b>1,429</b>	<b>1,541</b>	<b>(3,835)</b>	<b>(1,251)</b>
기초현금및현금성자산	4,754	6,183	7,724	3,890
기말현금및현금성자산	6,183	7,724	3,890	2,639

### 9.2. AMD향 매출 추정

리노공업 소켓 ASP						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출액(백만 원)	28,281	45,678	43,241	54,626	48,085	79,989
생산량(개)	21,939	35,545	31,794	41,394	30,452	66,299
ASP	1,289,077	1,285,077	1,360,040	1,319,653	1,579,044	1,206,486

리노공업 핀 ASP						
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
매출액(백만 원)	18,808,722,000	17,945,994,000	18,554,071,000	19,854,772,000	20,238,857,000	21,717,711,000
생산량(개)	15,003,133	13,989,758	13,062,149	12,228,476	15,130,903	17,810,400
ASP	1,254	1,283	1,420	1,624	1,338	1,219

동사 P 추정	
리노공업 소켓 ASP	1,339,896 (1Q24-2Q25 ASP 평균)
리노공업 핀 ASP	1,356 (1Q24-2Q25 ASP 평균)

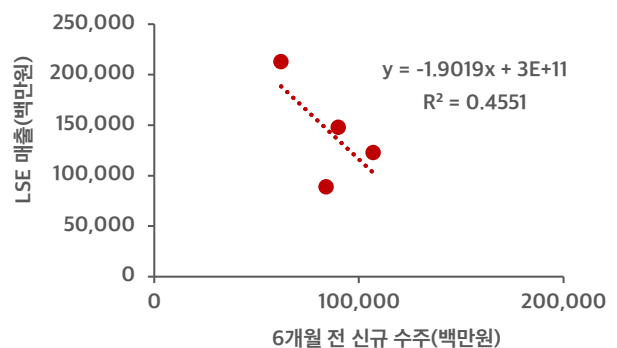
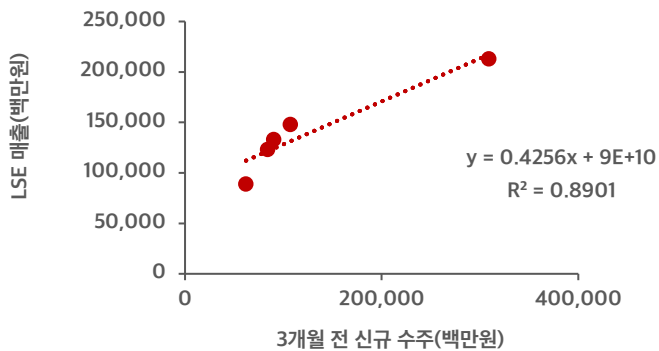
주요 가정 사항	
P 가정사항	
2,000핀 ASP	2,831,773
5,000핀 ASP	6,900,529
Q 가정사항	
하루에 번인 테스트 하는 시간	12
하루에 테스트기 하나가 검사하는 횟수	2
반기 Workday	120
가동률	75%
반기당 번인테스트 하나가 검사하는 칩 수	69,120
번인테스터 하나에 들어가는 소켓 수	384
번인 보드	16
영역 수	3
보드 당 투입되는 소켓	8
AI DC Market Growth CAGR	28.30%

AMD 칩 출하량 가정				
(단위: 개)	2024	2025E	2026E	2027E
주요 고객향 출하량	327,000	419,541	1,063,271	1,063,271
Meta	173,000	221,959	284,773	365,364
Microsoft	96,000	123,168	158,025	202,745
Oracle	38,000	48,754	62,551	80,253
TensorWave	20,000	25,660	32,922	42,239
OpenAI			525,000	525,000

### 9.3. 어플라이언스 매출 추정

LSE 배전반 수주 추정											
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2025E	2026E	2027E
기초 수주(c)	975,000	950,000	924,000	860,000	800,000	1,020,000	895,000	1,264,500	800,000	1,265,500	1,325,500
신규수주	90,000	107,000	84,000	62,000	309,000	89,000	458,500	458,500	1,315,000	1,375,000	1,205,000
북미 빅테크향	-	-	-	-	-	-	335,000	335,000	670,000	730,000	560,000
그 외	90,000	107,000	84,000	62,000	309,000	89,000	123,500	123,500	645,000	645,000	645,000
매출(d)	115,000	133,000	148,000	123,000	89,000	213,000	89,000	458,500	849,500	1,315,000	1,375,000
기말 수주	950,000	924,000	860,000	800,000	1,020,000	895,000	1,264,500	1,264,500	1,265,500	1,325,500	1,155,500

리드타임 추정							
(단위: 백만 원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	상관계수
매출	115,000	133,000	148,000	123,000	89,000	213,000	
3개월 전 신규 수주		90,000	107,000	84,000	62,000	309,000	0.89
6개월 전 신규 수주			90,000	107,000	84,000	62,000	0.46



## LSE 배전반 수주 - 북미 빅테크향

(단위: 백만 원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025E	2026E	2027E
xAI(2200억)	-	-	110,000	110,000	220,000	-	-
CSP 3사(9000억)	-	-	225,000	225,000	450,000	450,000	-
3Q26 수주(5600억)	-	-	-	-	-	280,000	280,000
3Q27 수주(5600억)	-	-	-	-	-	-	280,000
<b>합계</b>	-	-	<b>335,000</b>	<b>335,000</b>	<b>670,000</b>	<b>730,000</b>	<b>560,000</b>

## 9.4. 기타손익 추정

## 기타손익 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025E	2026E	2027E
<b>기타수익</b>	<b>528</b>	<b>918</b>	<b>744</b>	<b>2,205</b>	<b>96</b>	<b>31</b>	<b>308</b>	<b>308</b>	<b>742</b>	<b>702</b>	<b>702</b>
유형자산처분이익	15	1	6	16	-	40	-	-	40	-	-
무형자산처분이익	-	-	18	60	-	-	-	-	-	-	-
외환차익	380	660	304	1,103	32	14	201	201	448	448	448
외화환산이익	42	29	58	978	53	(51)	20	20	43	43	43
잡이익	91	227	358	48	10	28	86	86	211	211	211
<b>기타비용</b>	<b>177</b>	<b>895</b>	<b>499</b>	<b>598</b>	<b>283</b>	<b>1,391</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>1,740</b>	<b>584</b>	<b>584</b>
기부금	69	207	247	186	162	21	16	16	214	214	214
유형자산처분손실	0	16	9	5	-	-	-	-	-	-	-
유형자산폐기손실	0	-	1	-	-	0	-	-	0	-	-
기타의대손상각비	-	-	-	39	-	-	-	-	-	-	-
외환차손	51	218	96	265	96	479	-	-	575	122	122
외화환산손실	54	449	142	9	25	892	-	-	917	215	215
잡손실	3	5	4	95	0	0	17	17	35	35	35

## 9.4. 기타손익 추정

## 금융수익 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025E	2026E	2027E
<b>금융수익</b>	<b>186</b>	<b>272</b>	<b>826</b>	<b>767</b>	<b>191</b>	<b>227</b>	<b>220</b>	<b>220</b>	<b>668</b>	<b>760</b>	<b>738</b>
유효이자율(%)	1.3%	1.4%	3.4%	3.5%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	2.6%	3.2%	3.1%
이자부자산	14,460	19,516	24,116	22,041	23,405	26,084	26,084	26,084	26,084	24,080	24,068
현금및현금성자산	6,183	7,724	3,890	2,639	3,047	6,560	6,560	6,560	6,560	4,363	4,521
단기금융자산	8,277	11,792	20,226	19,402	20,358	19,524	19,524	19,524	19,524	19,717	19,548

## 금융비용 추정

(단위: 백만원)	2021	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025E	2026E	2027E
<b>금융비용</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>49</b>	<b>16</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>54</b>	<b>68</b>	<b>68</b>
유효이자율(%)	0.9%	1.4%	6.7%	2.5%	0.3%	0.5%	0.7%	0.7%	2.1%	2.7%	2.8%
이자부부채	1,084	1,012	737	642	1,896	2,631	2,631	2,631	2,631	2,471	2,482
단기차입금	-	757	375	311	186	186	186	186	186	-	-
장기차입금	757	-	125	-	1,422	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
유동리스부채	121	107	115	169	170	161	161	161	161	148	160
비유동리스부채	206	148	122	161	118	85	85	85	85	123	123

## 9.5. CapEx 추정

## 감가상각비 - CapEx 반영 전

(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물	189	189	189
구축물	99	99	99
기계장치	1,091	1,091	1,091
차량운반구	44	44	44
공기구비품	255	255	255
산업재산권	35	35	35
기타의 무형자산	47	47	47
사용권자산 - 부동산	25	25	25
사용권자산 - 차량운반구	114	114	114
<b>합계</b>	<b>1,898</b>	<b>1,898</b>	<b>1,898</b>

## 유형자산/무형자산/사용권자산 CapEx

(단위: 백만원)	2025E	2026E	2027E
건물	5,339	510	510
구축물	95	50	50
기계장치	1,329	1,325	1,325
차량운반구	111	111	111
공기구비품	443	382	382
산업재산권	17	17	17
기타의 무형자산	86	86	86
사용권자산 - 부동산	37	37	37
사용권자산 - 차량운반구	118	118	118
<b>합계</b>	<b>7,575</b>	<b>2,636</b>	<b>2,636</b>

## Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.