

## Buy (신규)

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	190,000원
현재주가 (6.9)	115,100원
상승여력	65.1%

### 기대치를 크게 상회할 SoCAMP + LPDDR 시장 규모

- 엔비디아 Vera Rubin 플랫폼에서 Vera CPU 탑재량 증가가 SoCAMP 및 LPDDR 수요 확대의 핵심 변수로 작용할 전망
- 당사는 Vera NVL72 서버랙 출하 전망을 기반으로 SoCAMP용 메모리모듈 기판 시장 '26년 2,322억원 → '27년 6,477억원으로 2.8배 성장 전망
- SoCAMP용 LPDDR MCP Substrate 시장 역시 '26년 633억원 → '27년 2,123억원으로 3.3배 성장 예상
- '26년과 '27년 동사의 시장점유율을 SoCAMP 메모리모듈 기판에서 각각 50%, 40%, MCP Substrate에서 각각 80%, 70%로 가정할 경우, 동사의 SoCAMP 관련 매출액은 '26년 1,668억원 → '27년 4,077억원으로 성장 기대
- MCP Substrate의 경우 RTX Spark 등 온보드 LPDDR 수요를 포함하지 않은 수치로, 향후 추가 업사이드 존재

### 여전히 올라갈 수 있는 눈높이

- SoCAMP 시장의 업사이드를 반영해 동사의 Module PCB 매출액은 '26년 4,602억원 → '27년 6,766억원으로 성장 전망
- Substrate 부문은 선두 업체들의 Capa 축소에 따른 낙수효과가 기대되는 가운데, MCP Substrate 물량 확대, FC-CSP 전장향 매출 성장, SiP 라인업 확장을 기반으로 안정적인 성장세가 이어질 전망
- 동사의 가동률 상승에 따른 영업 레버리지 효과는 여전히 시장에서 과소평가되어 있다고 판단 ('22년 Opm 20.8% vs '26년 컨센서스 기준 Opm 12.0%)
- '27년 영업이익은 3,494억원(+86.0% YoY)으로 시장 컨센서스 2,594억원을 34.7% 상회할 전망

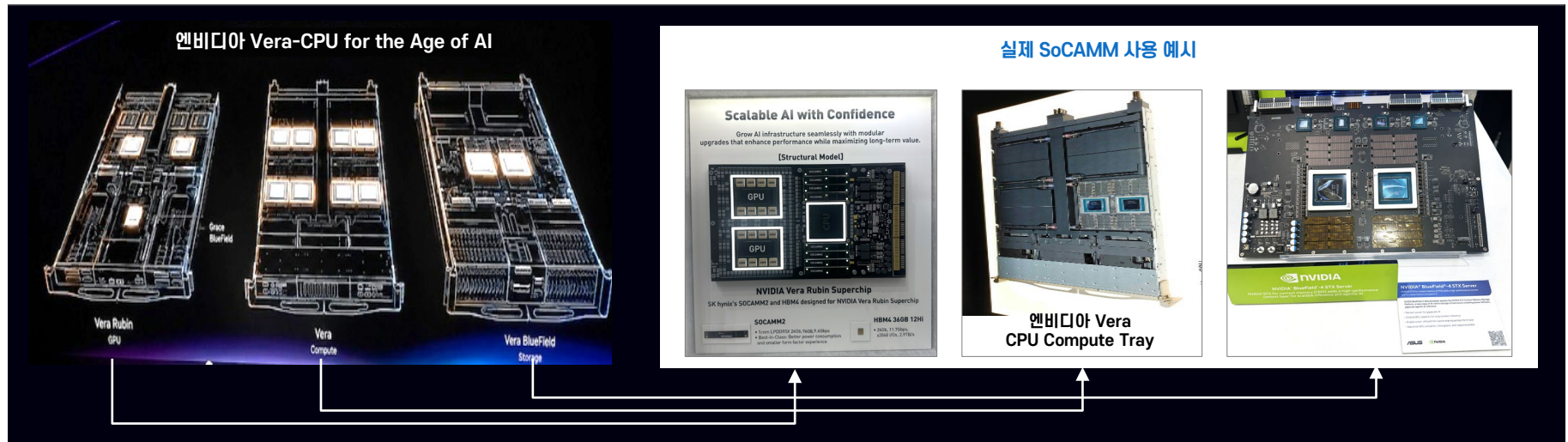
### 투자 의견 Buy, 적정주가 190,000원 제시

- '27년 예상 EPS 7,531원에 Target P/E 24.9배 (대덕전자와 티엘비의 평균 멀티플에 20%) 적용
- 당사는 SoCAMP 메모리모듈 기판과 LPDDR용 MCP Substrate 양방향에서 가장 직접적인 수혜가 가능한 업체로, SoCAMP 시장 확대가 본격화될수록 실적 추정치 상향과 밸류에이션 리레이팅이 동시에 진행될 가능성이 높다고 판단

# SoCAMP 시장, 예상을 뛰어넘는 업사이클 본격화

- 엔비디아 Vera Rubin 플랫폼에서의 Vera CPU 탑재량 증가가 SoCAMP 및 LPDDR 수요 확대의 핵심 변수로 작용할 전망
- Vera CPU는 NVL72 Computing Tray에 2개, Vera CPU Tray에 8개, BlueField Storage Tray에 2개가 탑재되는 구조
- Vera Rubin Pod 기준으로 보면, NVL72 서버랙 16개, Vera CPU 랙 2개, STX 랙 2개로 구성  
→ NVL72 랙당 36개로 총 576개 + Vera CPU 랙당 256개로 총 512개 + STX 랙당 32개로 총 64개 = 1,152개 Vera CPU 사용
- CPU당 SoCAMP 메모리모듈 8개가 탑재된다고 가정하면, Vera CPU 확대는 SoCAMP 모듈 및 이에 기반한 LPDDR 수요 증가로 직결
- 다만 BlueField Storage Tray의 경우 SoCAMP 메모리모듈 탑재 여부가 아직 불확실. LPDDR 온보드 탑재 가능성도 존재하는 만큼, 추후 SoCAMP 관련 수요 산정에서는 보수적으로 미반영

## Vera CPU의 세 가지 적용처 및 실제 SoCAMP 사용 예시

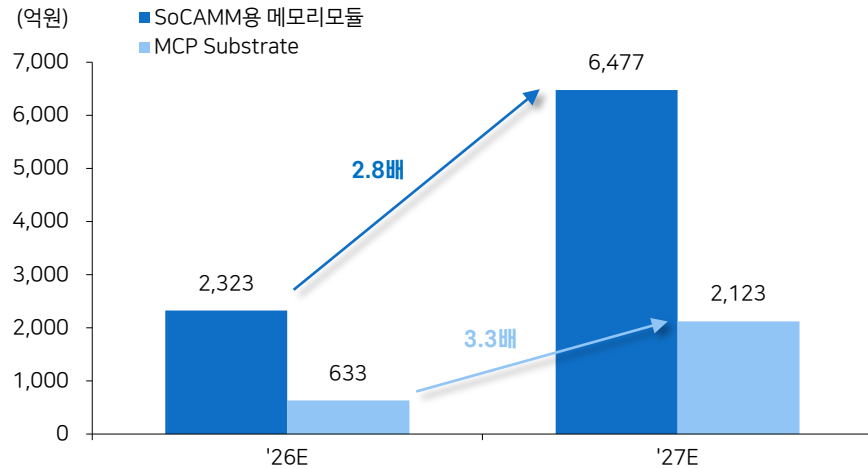


자료: 엔비디아, 메리츠증권 리서치센터

# SoCAMP2용 PCB + LPDDR 시장 업사이드에 주목

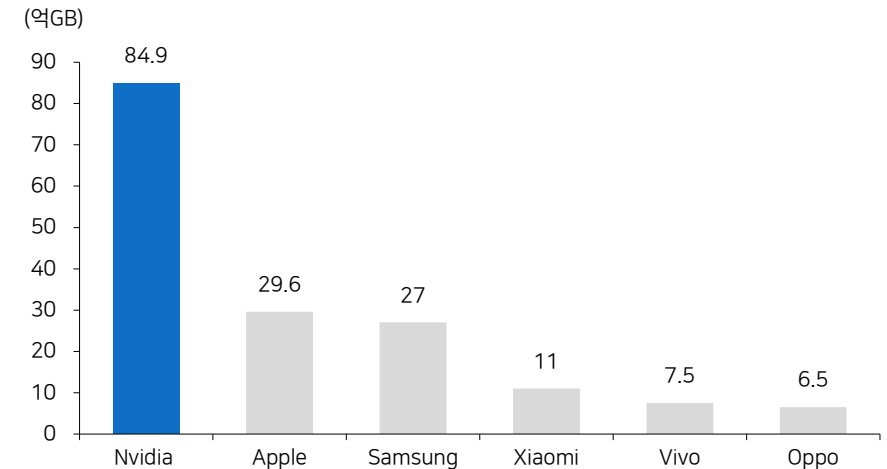
- 당사의 Vera NVL72 서버랙 출하 전망 기준, SoCAMP 메모리모듈 기판 시장은 '26년 2,323억원 → '27년 6,477억원으로 성장 예상
- SoCAMP용 LPDDR MCP Substrate 시장 역시 '26년 633억원 → '27년 2,123억원으로 확대 전망
- 당사는 SoCAMP2 메모리모듈 사용량을 '26년 2,563만개, '27년 8,847만개로 추정
- SoCAMP2 모듈당 용량을 96GB로 가정할 경우, 2026년과 2027년에 각각 약 24.6억GB, 84.9억GB의 LPDDR 메모리가 필요
- 이는 8GB 스마트폰 기준 각각 약 3.1억대, 10.6억대에 해당하는 물량으로, 연간 스마트폰 출하량이 13억대 전후임을 감안하면 SoCAMP2가 LPDDR 수요의 새로운 대형 업사이클을 견인할 수 있음을 시사
- 또한 RTX Spark 등 온보드 LPDDR 수요를 제외한 보수적인 추정치라는 점에서 추가 상향 여지도 존재

## SoCAMP용 PCB (메모리모듈+MCP Substrate 시장 추정)



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 엔비디아가 필요한 LPDDR 용량은 스마트폰 세트 업체들을 크게 상회



주: 2027년 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

# SoCAMP 모듈 + MCP Substrate 시장 추정

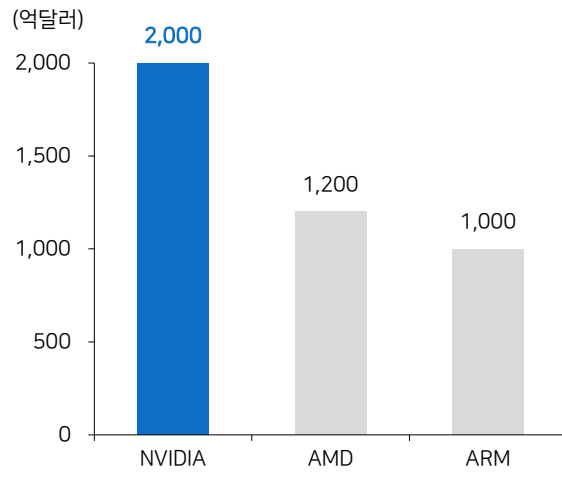
	2026E	2027E	비고
Vera Rubin NVL72 출하량(개)	3,000	89,097	
Vera Rubin Pod 출하 가정(개)	188	5,569	Pod당 NVL72 출하량 16개 기준 역산
Pod 당 SoCAMP 메모리모듈 사용량(개)	8,704	8,704	NVL72 16개 + Vera CPU 랙 2개 기준 (Bluefield 적용 여부 미정)
Pod 출하 기준 SoCAMP 메모리모듈 사용량(만개)	163	4,847	
Vera CPU 단일랙 판매 TAM (억달러)	150	250	26년은 젠슨 황 코멘트 적용(회계연도 조정), 엔비디아의 '30년 예상 CPU TAM은 2,000억불로 CAGR 77%)
Vera CPU ASP	5,000	5,000	Grace CPU ASP 적용
Vera CPU 단일랙 기준 생산량 (만개)	300	500	
Vera Cpu 단일랙 SoCAMP 메모리모듈 사용량(만개)	2,400	4,000	
Total SoCAMP 메모리모듈 사용량(만개)	2,563	8,847	
SoCAMP 기판 M <sup>2</sup> 당 가격(달러)	3,000	2,700	HDI 적용 및 공정 수 증가에 따른 기존 모듈 대비 ASP 상승을 반영
SoCAMP 기판 면적	14mm*90mm	14mm*90mm	
M <sup>2</sup> 당 SoCAMP 기판 양산 수	480	520	고다층화 및 HDI 공법 적용에 의한 양산 난이도 상승 적용, '27년은 수율 개선 반영
원/달러 환율 가정(원)	1,450	1,410	
SoCAMP 메모리모듈 PCB TAM(억원)	2,323	6,477	
	2026E	2027E	비고
Total SoCAMP 메모리모듈 사용량	2,563	8,847	
SoCAMP 당 MCP Substrate 탑재량	4	4	
MCP Substrate 출하량(만개)	10,253	35,388	
MCP Substrate 기판 M <sup>2</sup> 당 가격(달러)	2,000	2,000	mSAP 공법 적용
MCP Substrate 면적	12mm*15mm	12mm*15mm	
M <sup>2</sup> 당 MCP Substrate 기판 양산 수(개)	4,700	4,700	배열 손실 및 수율을 반영해 실제 생산 가능 수량은 4,500~4,900개/㎡로 추정, 중간값 4,700개 적용
원/달러 환율 가정(원)	1,450	1,410	
MCP Substrate TAM(억원)	633	2,123	
SoCAMP 모듈 + MCP Substrate 합산 TAM(억원)	2,956	8,600	

자료: 메리츠증권 리서치센터

# 중장기적으로도 명확한 SoCAMP 시장의 업사이드

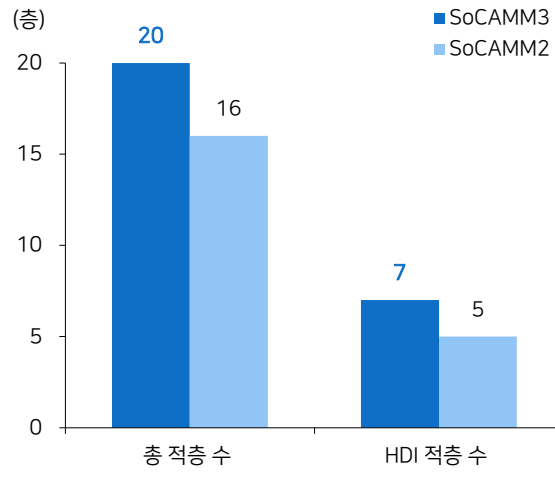
- SoCAMP 시장의 핵심은 단기적인 물량 증가가 아니라, 수요 확대의 지속성
  - 엔비디아는 Vera CPU의 중장기 TAM을 AMD와 ARM의 전망을 상회하는 2,000억달러로 제시했으며, 해당 전망이 현실화될 경우 SoCAMP 시장은 엔비디아의 단일랙 판매 기준으로도 현재 대비 10배 이상의 업사이드가 가능할 전망 (올해 TAM 200억달러 제시)
  - SoCAMP용 메모리모듈 PCB는 현재 2세대에서 향후 3세대로 전환되는 과정에서 기판 사양의 추가 상향 예상
    - 당사는 기판 층수는 기존 16층에서 20층으로, HDI 적층 수는 기존 5회에서 7회로 확대될 것으로 전망
- 연초 이후 국내 SoCAMP 밸류체인에 대한 실적 전망은 지속 상향 조정 중
- 향후 물량 확대와 스펙 상향이 동시에 반영되며 관련 업체들의 성장 가시성은 한층 강화될 전망

엔비디아의 CPU 시장 전망



자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

SoCAMP 2세대 vs SoCAMP3 스펙 비교



주: SoCAMP3은 개발 스펙 기준  
자료: 메리츠증권 리서치센터

SoCAMP 관련 국내 메모리모듈 업체 코멘트

기업	SoCAMP 관련 코멘트
S사	올해 SoCAMP 관련 매출액 약 1,500억원 전망 (메모리모듈 1,000억원 + MCP Substrate 500억원) 하반기 물량 증가로 가이던스 상회 가능성 제시
T사	2월부터 SoCAMP 메모리모듈 양산 시작 1분기 초도 매출 약 30억원 발생 '26년 SoCAMP 매출액 가이던스 150~200억원 → 400~500억원 수준으로 상향 제시
K사	4월 SoCAMP 관련 샘플 매출 약 30억원 발생 메모리모듈 내 SoCAMP 매출 비중 '26년 5% → '27년 약 30%로 확대 전망

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

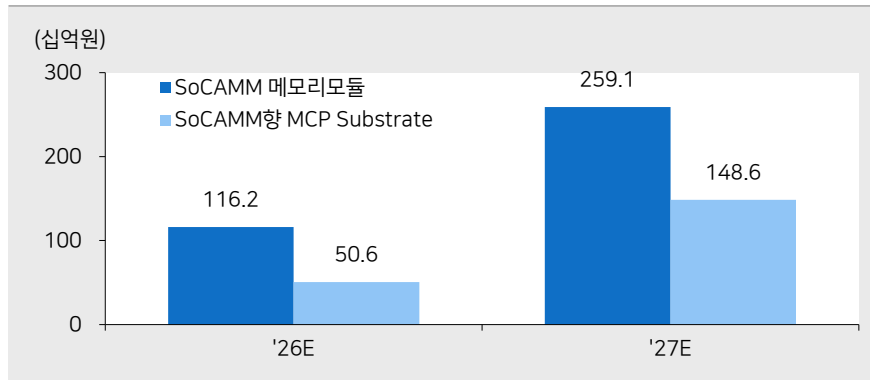
# 심텍 실적 테이블

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
<b>매출액(연결)</b>	<b>303.6</b>	<b>340.8</b>	<b>372.8</b>	<b>393.4</b>	<b>422.4</b>	<b>469.7</b>	<b>520.5</b>	<b>560.6</b>	<b>1,410.6</b>	<b>1,973.2</b>	<b>2,408.6</b>
(% QoQ)	0.8%	12.2%	9.4%	5.5%	7.4%	11.2%	10.8%	7.7%			
(% YoY)	3.3%	9.3%	14.8%	30.6%	39.1%	37.8%	39.6%	42.5%	14.5%	39.9%	22.1%
<b>Module PCB</b>	<b>85.1</b>	<b>90.4</b>	<b>85.2</b>	<b>74.7</b>	<b>93.1</b>	<b>102.9</b>	<b>124.0</b>	<b>140.2</b>	<b>335.4</b>	<b>460.2</b>	<b>676.6</b>
PC	15.8	18.4	20.3	17.3	21.8	19.8	24.0	28.3	71.8	93.9	101.7
서버	48.1	50.0	41.6	33.3	39.4	46.6	63.6	79.0	173.0	228.6	406.5
SSD	21.1	20.9	23.1	24.0	31.6	35.9	36.3	32.1	89.1	135.8	166.7
기타	0.1	1.1	0.2	0.1	0.3	0.5	0.1	0.9	1.5	1.9	1.7
<b>Substrate</b>	<b>215.2</b>	<b>248.5</b>	<b>284.7</b>	<b>315.5</b>	<b>324.9</b>	<b>366.8</b>	<b>396.5</b>	<b>420.3</b>	<b>1,063.9</b>	<b>1,508.6</b>	<b>1,732.0</b>
MCP	111.3	129.4	154.0	178.7	184.1	211.5	230.6	246.6	573.4	872.8	1036.2
FC-CSP	33.2	35.7	36.2	37.2	45.2	48.8	55.4	58.7	142.3	208.1	239.2
SiP	6.0	13.5	18.6	22.0	16.5	18.5	22.8	25.3	60.1	83.1	103.3
BOC	38.2	32.4	33.1	32.0	39.5	34.5	30.7	26.1	135.7	130.8	90.3
GDDR	25.9	36.1	41.7	44.8	38.9	52.9	56.0	63.0	148.5	210.8	259.8
기타	0.6	1.4	1.1	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	3.9	2.9	3.4
<b>영업이익</b>	<b>-16.3</b>	<b>5.5</b>	<b>12.4</b>	<b>10.3</b>	<b>13.7</b>	<b>45.2</b>	<b>59.0</b>	<b>69.9</b>	<b>11.9</b>	<b>187.8</b>	<b>349.4</b>
(% QoQ)	적축	흑전	123.5%	-17.2%	33.6%	230.0%	30.4%	18.5%			
(% YoY)	적확	53.6%	2328.3%	흑전	흑전	716.1%	376.1%	581.2%	흑전	1482.6%	86.0%
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>-5.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.2%</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.3%</b>	<b>12.5%</b>	<b>0.8%</b>	<b>9.5%</b>	<b>14.5%</b>
세전이익	-40.7	-27.1	12.7	-121.7	23.4	34.5	48.2	57.8	-176.7	163.8	344.3
당기순이익	-35.5	-18.7	6.8	-116.7	14.6	28.5	42.2	51.6	-164.2	136.9	282.1
당기순이익률 (%)	-11.7%	-5.5%	1.8%	-29.7%	3.5%	6.1%	8.1%	9.2%	-11.6%	6.9%	11.7%

자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

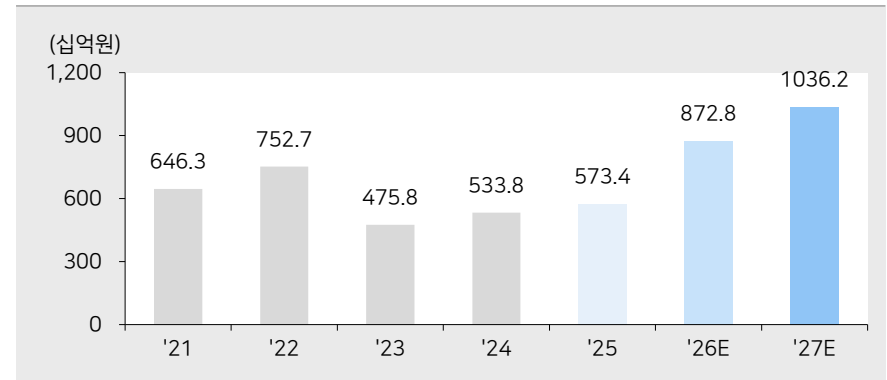
# 심텍 Key Charts

심텍 SoCAMP 관련 매출액 추이 및 전망



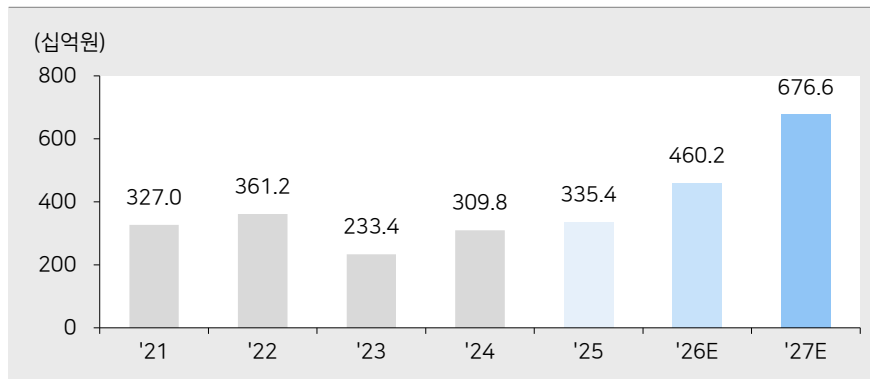
자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 MCP Substrate 매출액 추이 및 전망



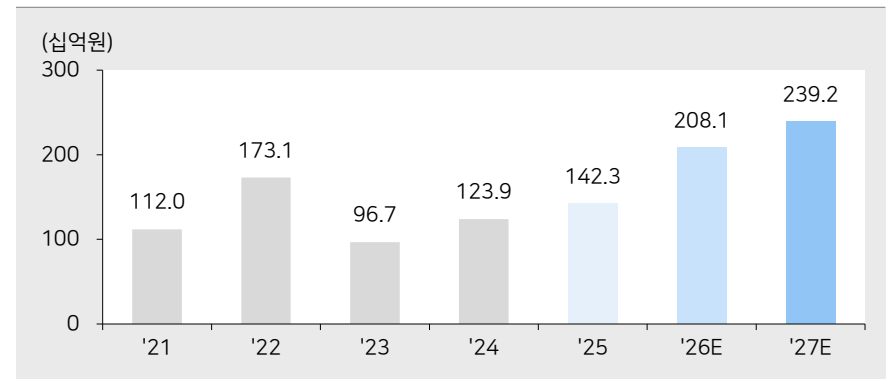
자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 Memory Module 매출액 추이 및 전망



자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

심텍 FC-CSP 매출액 추이 및 전망



자료: 심텍, 메리츠증권 리서치센터

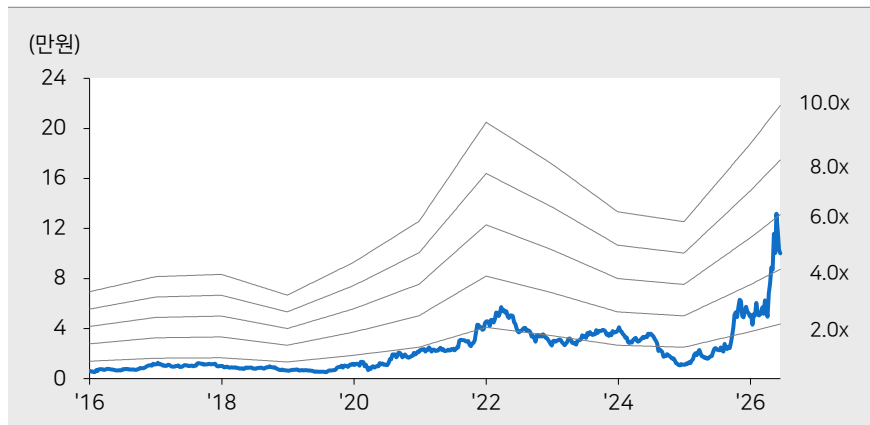
# 심텍 밸류에이션 테이블

## 심텍 PER 밸류에이션 테이블

		2023	2024	2025	2026E	2027E
주가 (원)	High	40,800	43,100	67,100		
	Low	24,950	9,690	10,690		
	Average	33,144	26,368	29,053		
확정치	PER (배)	High	nm	nm	nm	
		Low	nm	nm	nm	
		Average	nm	nm	nm	
	EPS (원)	(원)	-3,606	-953	-4,955	3,657
	Growth (%)	-146.7	-73.6	420.1	-173.8	105.9
컨센서스	PER (배)	High	nm	nm	nm	
		Low	nm	nm	nm	
		Average	nm	nm	nm	
	EPS (원)	(원)	-1,518	-1,339	-930	3,536
	Growth (%)	-119.7	-62.9	-2.4	-171.4	47.6

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 심텍 12MF PBR 밴드



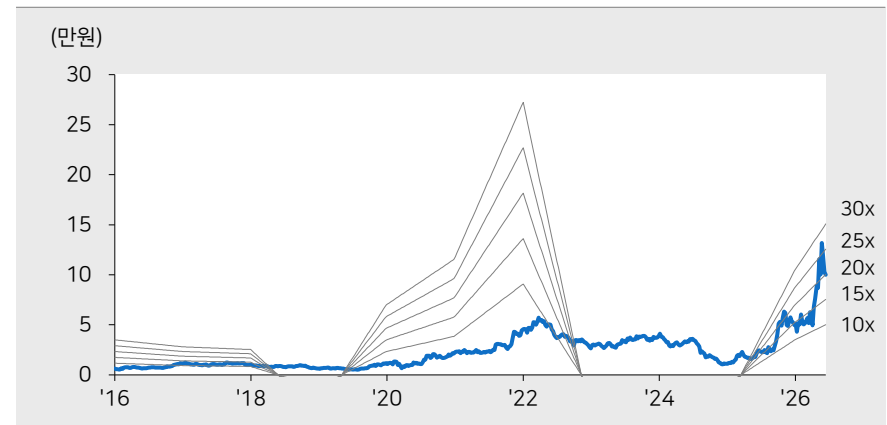
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

## 심텍 적정주가 산정표

	Fair Value (원)	비고
2027년 EPS (원)	7,531	
적정배수 (배)	24.9	국내 기판 업체 평균 (대덕전자, 티엘비)
적정가치	187,517	
적정주가	190,000	
현재주가	115,100	
상승여력 (%)	65.1%	

자료: 메리츠증권 리서치센터

## 심텍 12MF PER 밴드



자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

**심텍(222800)**

KOSPI	967.81pt
시가총액	43,121억원
발행주식수	3,746만주
유동주식비율	67.07%
외국인비중	16.63%
52주 최고/최저가	132,800원/21,500원
평균거래대금	761.9억원

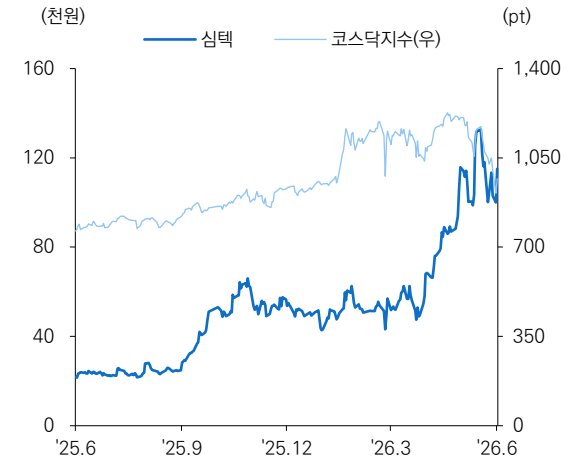
**주요주주(%)**

심텍홀딩스 외 5 인	32.79
삼성자산운용	6.90

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.6	114.3	429.2
상대주가	24.0	106.3	317.9

**주가그래프**



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2024	1,231.4	-47.0	-30.3	-953	-73.6	14,040	-11.6	0.79	20.8	-6.6	221.8
2025	1,410.6	11.9	-164.2	-4,955	420.1	15,416	-10.0	3.20	24.1	-32.1	181.1
2026E	1,973.2	187.8	136.9	3,657	-173.8	18,919	31.5	6.08	17.0	21.3	172.6
2027E	2,408.6	349.4	282.1	7,531	105.9	26,350	15.3	4.37	10.4	33.3	138.2
2028E	2,856.2	456.8	418.6	11,173	48.4	37,423	10.3	3.08	7.8	35.0	107.7

# 심텍(222800)

메리츠 현장 탐방기  
COMPUTEX 2026

Income Statement					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,231.4	1,410.6	1,973.2	2,408.6	2,856.2
매출액증가율(%)	18.2	14.5	39.9	22.1	18.6
매출원가	1,179.5	1,287.2	1,656.3	1,907.3	2,220.3
매출총이익	52.0	123.4	316.9	501.3	635.9
판매비와관리비	98.9	111.5	129.1	152.0	179.1
영업이익	-47.0	11.9	187.8	349.4	456.8
영업이익률(%)	-3.8	0.8	9.5	14.5	16.0
금융손익	36.1	-164.5	-24.0	-5.1	40.7
총속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-14.3	-24.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	-25.1	-176.7	163.8	344.3	497.4
법인세비용	5.9	-12.1	26.6	61.4	77.8
당기순이익	-31.0	-164.6	137.2	282.8	419.6
지배주주지분 순이익	-30.3	-164.2	136.9	282.1	418.6
Balance Sheet					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	509.7	725.6	1,007.4	1,405.3	1,959.3
현금및현금성자산	127.8	54.0	67.8	258.4	599.3
매출채권	160.4	356.0	498.0	607.9	720.8
재고자산	153.9	239.8	335.5	409.5	485.6
비유동자산	933.6	894.7	927.6	950.8	958.7
유형자산	630.1	572.2	598.7	617.0	619.8
무형자산	29.3	29.4	29.3	29.2	29.1
투자자산	35.7	16.8	23.3	28.3	33.5
자산총계	1,443.3	1,620.3	1,935.0	2,356.1	2,918.0
유동부채	780.2	794.5	931.7	1,039.8	1,150.8
매입채무	92.9	135.0	188.9	230.6	273.4
단기차입금	388.7	442.1	442.1	442.1	442.1
유동성장기부채	55.1	2.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	214.7	249.5	293.4	327.4	362.4
사채	0.0	29.4	29.4	29.4	29.4
장기차입금	90.5	101.5	101.5	101.5	101.5
부채총계	994.8	1,044.0	1,225.1	1,367.2	1,513.2
자본금	17.1	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	110.4	347.6	347.6	347.6	347.6
기타포괄이익누계액	21.2	20.3	20.3	20.3	20.3
이익잉여금	298.6	130.9	264.1	542.4	957.3
비지배주주지분	1.2	0.7	1.1	1.8	2.8
자본총계	448.5	576.4	709.9	988.9	1,404.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	-161.3	-198.6	161.3	322.1	452.7
당기순이익(손실)	-31.0	-164.6	137.2	282.8	419.6
유형자산감가상각비	85.0	84.8	93.5	91.7	87.2
무형자산상각비	0.9	1.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-211.3	-285.8	-75.6	-58.5	-60.2
투자활동 현금흐름	-96.8	-18.8	-144.9	-130.5	-110.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-103.3	-55.9	-120.0	-110.0	-90.0
투자자산의 감소(증가)	-1.2	18.9	-6.5	-5.0	-5.2
재무활동 현금흐름	375.7	144.3	-2.6	-1.1	-1.0
차입금증감	377.2	0.5	1.1	2.7	2.8
자본의증가	0.0	239.9	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	117.8	-73.8	13.9	190.6	340.9
기초현금	10.0	127.8	54.0	67.8	258.4
기말현금	127.8	54.0	67.8	258.4	599.3
Key Financial Data					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
주당데이터(원)					
SPS	38,658	42,571	52,722	64,291	76,237
EPS(지배주주)	-953	-4,955	3,657	7,531	11,173
CFPS	2,154	3,404	7,520	11,776	14,522
EBITDAPS	1,220	2,946	7,520	11,776	14,522
BPS	14,040	15,416	18,919	26,350	37,423
DPS	100	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.9	0.2	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	-11.6	-10.0	31.5	15.3	10.3
PCR	5.1	14.5	15.3	9.8	7.9
PSR	0.3	1.2	2.2	1.8	1.5
PBR	0.79	3.20	6.08	4.37	3.08
EBITDA(십억원)	38.9	97.6	281.4	441.2	544.1
EV/EBITDA	20.8	24.1	17.0	10.4	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-6.6	-32.1	21.3	33.3	35.0
EBITDA이익률	3.2	6.9	14.3	18.3	19.0
부채비율	221.8	181.1	172.6	138.2	107.7
금융비용부담률	2.1	2.4	1.7	1.4	1.2
이자보상배율(x)	-1.8	0.3	5.5	10.2	13.3
매출채권회전율(x)	9.7	5.5	4.6	4.4	4.3
재고자산회전율(x)	8.3	7.2	6.9	6.5	6.4