2025년 08월 11일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 반도체 Overweight(Maintain)

2026년 HBM 산업 전망

실질적 독점에서 경쟁으로 전환

반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com

키움증권

Contents

Investment Summary 2

I. HBM 2026년 산업 전망 3
> HBM 공급: 전망치 상향 조정 3
> HBM 수요: 공급 증가율 하회 10
> HBM 수급: 공급 부족 해소 16

II. 투자 전략 및 Top Picks 21
> Top Picks: 삼성전자, 솔브레인, 티씨케이, 원익IPS 21

기업분석 27
> 삼성전자 (005930) 28
> SK하이닉스 (000660) 34
> 솔브레인 (357780) 40
> 티씨케이 (064760) 45
> 원익IPS (240810) 49
> 한솔케미칼 (014680) 53

Compliance Notice

- 당사는 08월 11일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

Investment Summary

>>> 2026년 HBM 산업, 공급 부족 해소

2026년 HBM 산업은 성장세가 이어지지만, 극심했던 공급 부족은 해소될 전망이다. 1)삼성전자의 공격적인 증설과 HBM4 시장 진입, 2)삼성전자와 마이크론의 HBM 수율 개선, 3)증가세가 멈춘 NVIDIA의 HBM 탑재량 등으로 인해, 공급 증가율(+62%YoY)이 수요 증가율(+52%YoY)을 상회할 것으로 판단하기 때문이다. 이에 따라 HBM3e의 공급 가격이 -30%YoY 하락하고, HBM4 가격 협상은 원가 인상률을 반영하는데 난항을 겪을 전망이다.

>>> HBM4, 삼성전자 점유율 확대

공급 업체별 시장 점유율에도 큰 변화가 예상된다. NVIDIA Blackwell향 HBM3e는 SK하이닉스와 마이크론이 각각 75%와 20%의 점유율을 기록하며 강세를 보이겠지만, ASIC향 HBM3e는 삼성전자가 60%를 기록할 전망이다. 신규 공급되는 HBM4는 공급 업체간 경쟁이 치열해지며 SK하이닉스 50%, 삼성전자 30%, 마이크론 20% 수준의 점유율을 기록할 것으로 예상한다.

HBM4 점유율이 완전히 확정되는 데까지 아직 시간이 더 남아있지만, 삼성전자의 1)1cnm 품질 개선, 2)HBM 후공정 수율 개선, 3)공격적인 증설 등을 감안하면, 점유율 상승이라는 방향성은 명확하다.

>>> 투자 전략 및 Top Picks

2026년 HBM 매출액은 삼성전자 +105%YoY, 마이크론 +33%YoY, SK하이닉스 +14%YoY의 성장률을 기록할 전망이다. 삼성전자의 주가는 HBM 실적 턴어라운드 기대감이 반영되며, 상승세를 보일 것으로 판단한다.

당사 전망의 risk point는 '삼성전자 HBM4의 고객 테스트 결과가 부정적으로 나오는 것'인데, 결과 확인까지 5~6개월 정도의 시간이 더 필요하다. 따라서 당분간은 'HBM3e 가격 하락과 HBM4 시장 점유율 하락 우려'가 SK하이닉스 주가의 상단을 제한할 것으로 판단한다.

반도체 업종 Top Picks로는 삼성전자의 1)HBM 시장 점유율 확대, 2)파운드리 고객 확보, 3)평택4 및 테일러 투자 수혜가 예상되는 **삼성전자**, **솔브레인**, **티씨케이**, **원익IPS**를 제시한다. **관심 종목**으로는 **한솔케미칼**과 **두산테스나**를 제시한다.

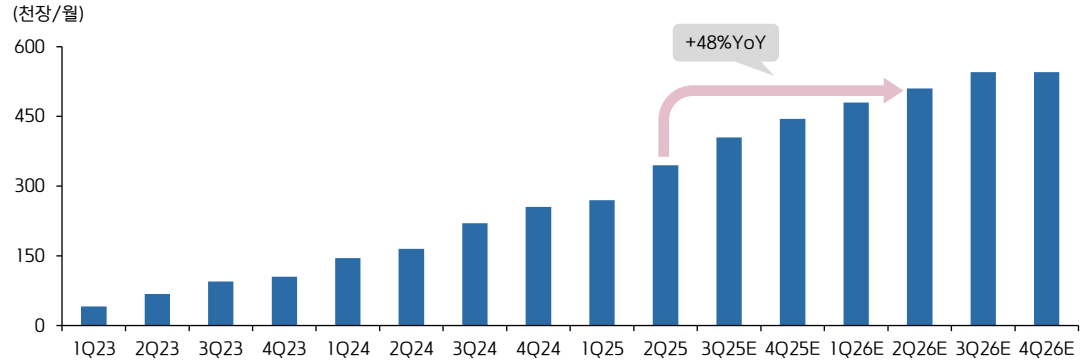
I. HBM 2026년 산업 전망

>>> HBM 공급: 전망치 상향 조정

삼성전자 평택4, SK하이닉스 M15X 증설 재개

2026년 HBM 산업의 총 capacity를 상향 조정한다. HBM의 산업 총 capacity는 2Q25 345K/월에서 4Q25 445K/월, 2026년 연말 총 545K/월로 크게 증가할 것으로 전망한다. 이는 당사의 기존 전망치(2025.5.28 2025년 하반기 전망: 각자도생 참고)인 510K/월 대비 +7% 상향 조정된 것으로, 2026년 HBM 수급과 가격 전망에 부정적인 요인으로 작용할 것이다. 특히 Rubin과 MI400을 포함한 주요 고객들의 신규 AI 가속기의 출시가 2026년 하반기에 몰려 있기 때문에, 상반기에는 공급 증가에 따른 수급 불균형이 심화될 것으로 판단된다. 공급 업체들간의 점유율 경쟁이 심화될 때 나타나는 일시적 공급 과잉은 보통의 경우 제품 가격 협상에 불리하게 작용한다.

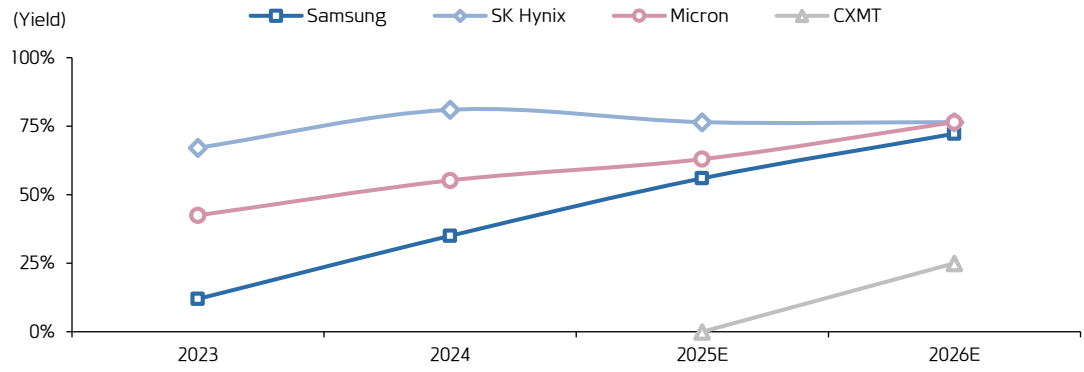
HBM Capacity: 2026년 3분기까지 지속 증가 예상



자료: 키움증권 리서치센터

부진했던 수율(Yield)도 개선될 전망인데, 삼성전자의 경우 1cnm DRAM의 생산성 향상과 HBM 후공정 수율 개선이 HBM4의 수율 개선으로 이어져, HBM 공급 증가를 주도할 것으로 예상된다.

공급 업체별 HBM 수율: 삼성전자, 마이크론의 의미 있는 수율 개선 예상

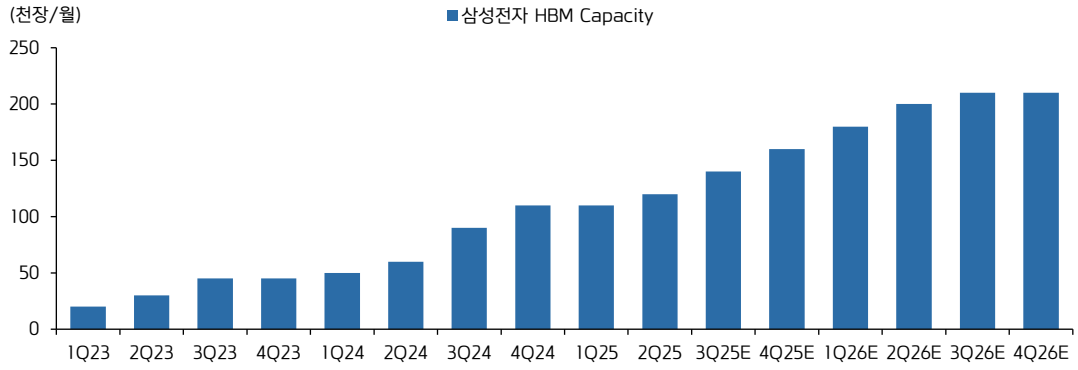


자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자: 2025년 DRAM 부문 CapEx는 총 138억달러(+2%YoY)를 기록할 것으로 보이며, 이 중 상당 부분은 평택 4공장에 대한 전공정 설비 투자에 집중될 것으로 예상된다. 삼성전자의 평택 4공장에는 올해 초 9세대 및 10세대 V-NAND 설비 투자가 소량 집행되었으며, 2026년 대량 양산을 목표로 가동되고 있다. DRAM의 경우 상반기 30K/월, 하반기 40K/월의 전공정 설비 투자가 진행되고, 이중 대부분은 1cnm 및 HBM4 양산에 할당될 것이다. 1)삼성전자 1cnm DRAM의 양산 수율이 60% 이상으로 개선되고 있고, 2)이를 활용한 HBM4의 샘플도 고객들에게 전달되고 있어, 선제적 증설을 통한 시장 점유율 확대를 계획할 것이라는 판단이다.

삼성전자의 HBM capacity는 1Q25 110K/월에서 4Q25 160K/월, 4Q26 210K/월로 증가할 전망이다. 또한 2H25 진행되는 HBM4의 테스트 결과가 긍정적일 경우, 2026년 상반기에 30K/월 수준의 추가 투자를 단행하며 시장 점유율 회복을 위한 공격적인 행보를 보일 것으로 판단한다.

삼성전자 HBM Capacity: 4Q26 210K/월 전망

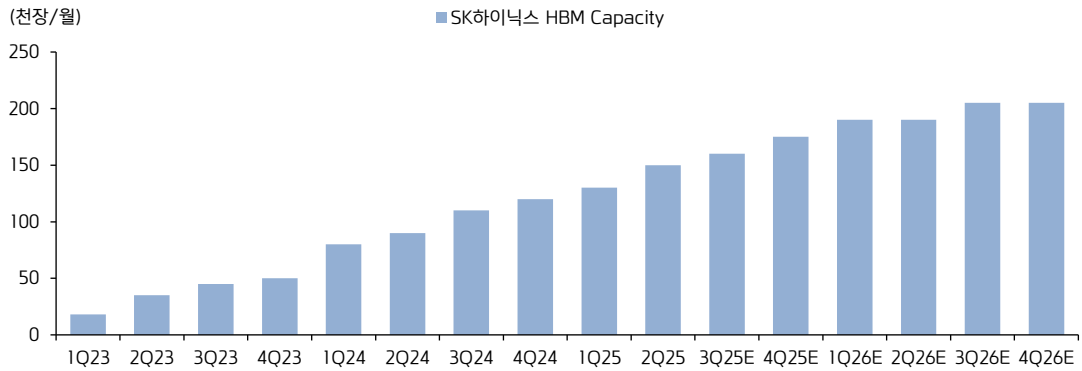


자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스: 2025년 DRAM 부문 CapEx는 122억달러(+48%YoY)가 집행되며, 전년 대비 크게 증가할 전망이다. 상반기에는 1)기존 설비들의 공정 전환, 2)M16의 설비 증설(30K/월), 3)M15x 인프라 투자에 집중됐지만, 하반기에는 M15x에 대한 전공정 설비 투자가 시작될 것으로 예상한다. 올해 예상되는 M15x의 전공정 설비 투자는 15K/월 수준이지만, 2026년 상반기에 추가 투자가 집행될 전망이다.

SK하이닉스의 HBM capacity는 1Q25 130K/월, 4Q25 175K/월, 4Q26 205K/월로 증가할 전망이다.

SK하이닉스 HBM Capacity: 4Q26 205K/월 전망

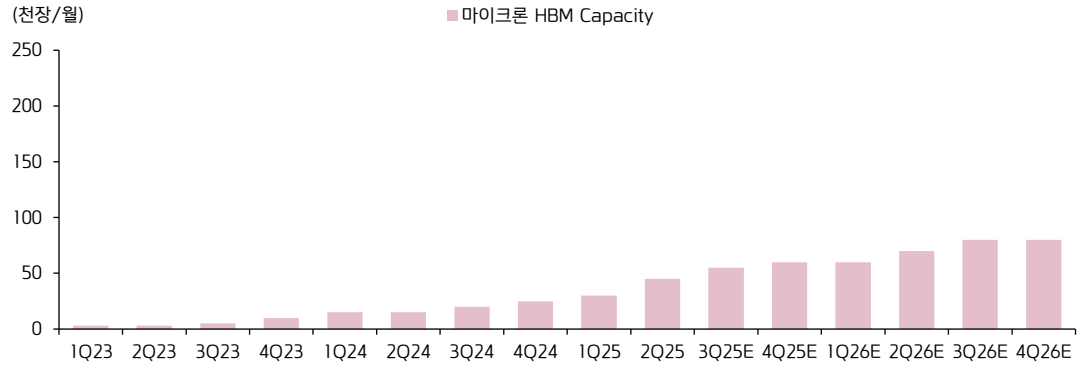


자료: 키움증권 리서치센터

마이크론: 2025년 DRAM 부문 CapEx 역시 총 110억달러(+120%YoY)를 기록하며, 전년 대비 큰 폭으로 증가할 전망이다. 다만 이 중 대부분이 미국 내 신규 공장 증설에 사용되고, 일부가 HBM capacity 증설에 사용될 것으로 예상되기 때문에, DRAM의 wafer input capacity 증가는 20K/월 수준에 불과할 전망이다. 마이크론의 DRAM wafer input capacity는 1Q25 320K/월에서 4Q25 340K/월로 증가하겠지만, 미국 내 신규 공장이 증설되기까지는 추가 증설이 어려울 것으로 보인다.

HBM capacity는 1Q25 30K/월에서 4Q25 60K/월, 4Q26 80K/월로 각각 증가할 전망이다.

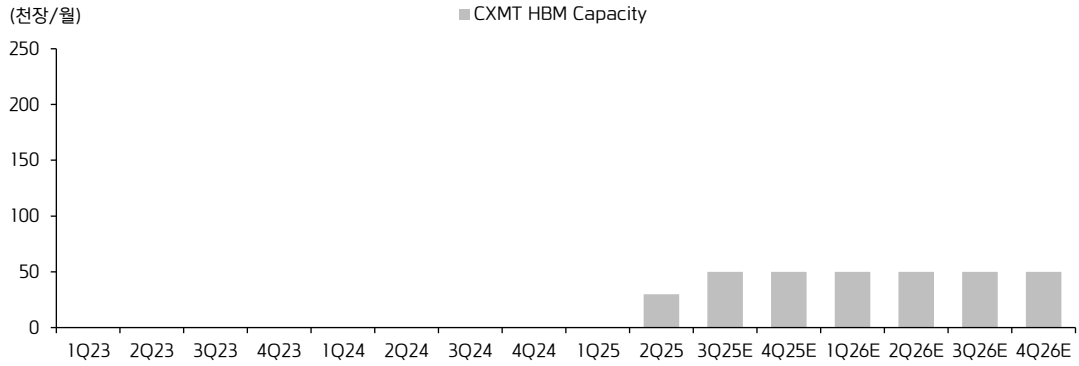
마이크론 HBM Capacity: 4Q26 80K/월 전망



자료: 키움증권 리서치센터

CXMT: 2025년 DRAM 부문 CapEx가 총 55억달러(+45%YoY)를 기록할 전망이다. 지난 2년 동안 대규모의 설비 투자를 집행했던 CXMT는 Hefei 지역에 50K/월의 전공정 설비를 증설하고, 4Q25 총 50K/월의 HBM capacity를 보유할 것으로 예상한다. 다만 CXMT의 HBM capacity는 HBM2 양산과 HBM3 개발에 활용될 것이고, 상품화 및 시장 진입에 적지 않은 시간이 걸릴 것이다. 따라서 2026년 HBM 업황에 끼치는 영향도 제한적일 것으로 판단한다.

CXMT HBM Capacity: 4Q26 50K/월 전망



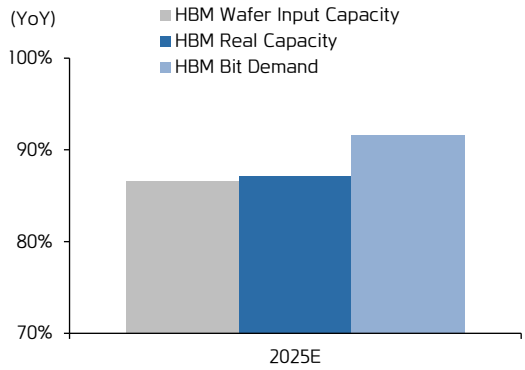
자료: 키움증권 리서치센터

HBM 실질 Capacity: 2026년 +64%YoY 전망

HBM 산업의 연간 wafer input capacity는 2024년 2,355K(+154%YoY), 2025년 4,395K (+87%YoY), 2026년 6,240K(+42%YoY)를 기록하며, 2026년 HBM의 수요 성장률(Demand Bit Growth)인 +52%YoY를 하회할 것으로 예상된다. 그러나 그 동안 어려움을 겪었던 삼성전자와 마이크론의 수율 개선이 예상되기 때문에, 이를 감안한 HBM의 연간 실질 capacity는 2024년 1,422K(+279%YoY), 2025년 2,661K(+87%YoY), 2026년 4,363K(+64%YoY)를 기록할 전망이다.

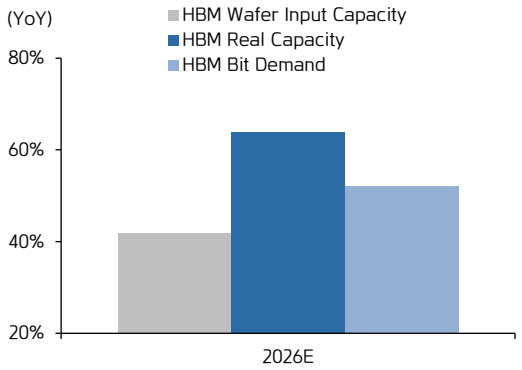
HBM의 수요 성장률이 2024년 +309%YoY, 2025년 +92%YoY, 2026년 +52%YoY라는 점을 감안하면, 2026년은 HBM의 공급 증가율(실질 Capacity +64%YoY)이 수요 성장률(+52%YoY)을 상회하는 첫 해가 될 것이다.

2025년 HBM: Real Capa. 〈 Bit Demand



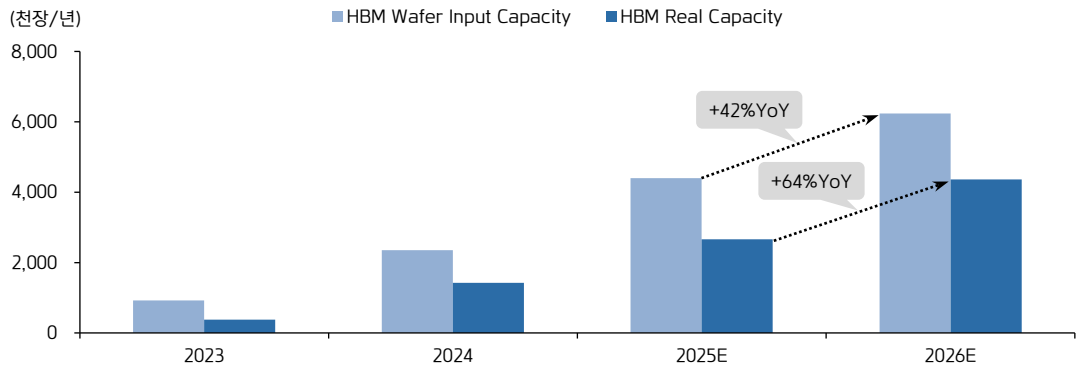
주: HBM Real Capacity = Input Capacity x Yield
자료: 키움증권 리서치센터

2026년 HBM: Real Capa. 〉 Bit Demand



주: HBM Real Capacity = Input Capacity x Yield
자료: 키움증권 리서치센터

HBM Capacity: 수율 개선에 따른 실질 공급량 증가를 감안해야 할 때



주: HBM Real Capacity는 업체별 전공정과 후공정 수율을 감안한 실질 생산량을 추정한 수치
자료: 키움증권 리서치센터

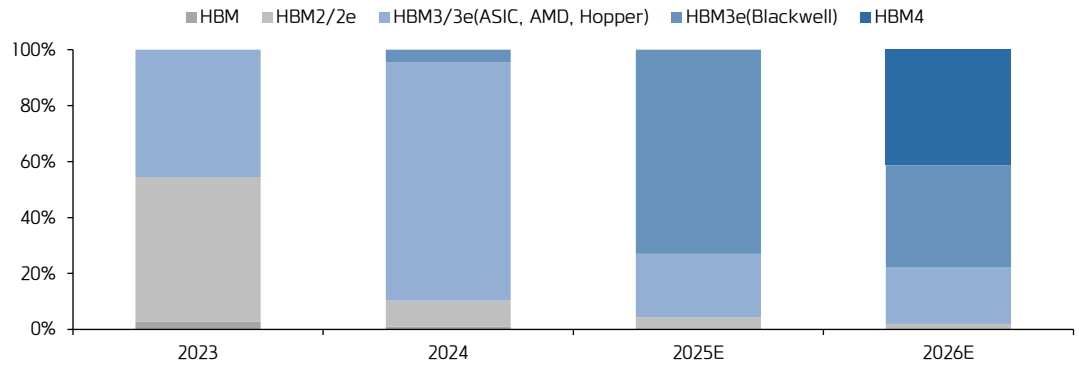
HBM의 bit 생산량은 2024년 124억Gb(+320%YoY)에서 2025년 234억Gb(+89%YoY), 2026년 379억Gb(+62%YoY)으로, 큰 폭의 증가세가 이어질 전망이다. 2026년은 NVIDIA의 Rubin과 AMD의 MI400 등 HBM4를 채택하는 신규 GPU 출시가 예상되기 때문에, 전체 HBM 생산량 중 30%가 HBM4로 이뤄질 것이다. 또한 Blackwell과 함께 판매되는 HBM3e의 양산 비중은 2025년 70%에서 2026년 40%로 감소하고, ASIC과 AMD로 판매되는 HBM3e의 비중은 2025년 20%에서 2026년 25%로 소폭 증가할 것이다.

NVIDIA와 AMD AI GPU Roadmap: 2026년 HBM4 양산

Company	AI Chips	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
NVIDIA	H200		HBM3e 8hi 141GB (24GB*6), TSMC 4N										
	B100/B200					HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP							
	GB200					HBM3e 8hi 192GB/384GB (2 x 24GB*8: 192GB x 2), TSMC 4NP							
	B300							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP					
	GB300							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP					
	R100											HBM4 288GB	
AMD	MI300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm											
	MI325X				HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm								
	MI350							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm					
	MI400											HBM4 432GB?	

자료: 업계, 키움증권 리서치센터

HBM bit 수요 비중: 2026년 HBM4 30%, HBM3e 65% 전망



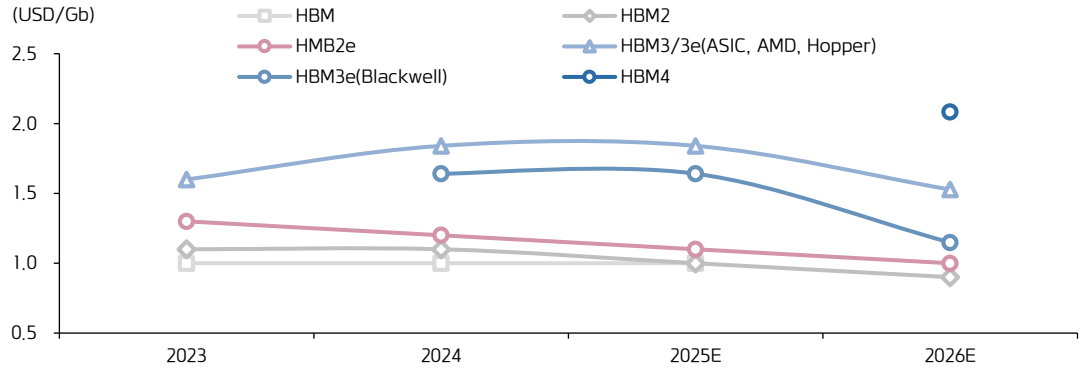
자료: 키움증권 리서치센터

HBM 공급 업체별 제품 양산 시기 및 specification

	삼성전자		SK 하이닉스		마이크론	
	HBM3e	HBM4	HBM3e	HBM4	HBM3e	HBM4
생산 공정 [nm]	1a	1c	1b	1b	1b	1b
샘플 공급	**1Q25**	**3Q25**	**1Q24**	**2Q25**	**3Q24**	**2Q25**
대량 양산	**1H26**	**1H26**	**3Q24**	**1H26**	**2Q25**	**1H26**
HBM 용량 [GB]	36	36, 48	36	36, 48	36	36, 48
Stacks [hi]	12	12, 16	12	12, 16	12	12, 16
Bandwidth [TB/s]	1.25	~2.4	1.25	2.0+	1.2	2.0+
I/O pins [unit]	1024	2048	1024	2048	1024	2048

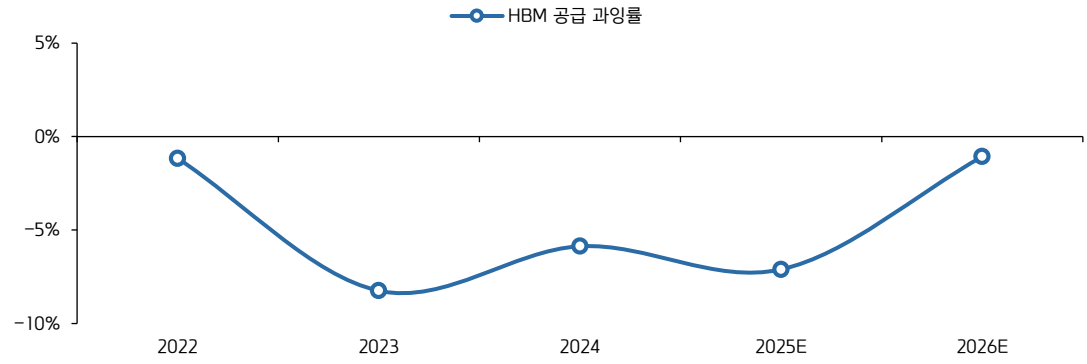
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

HBM 가격 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 수급 전망: 2026년 공급 부족 해소

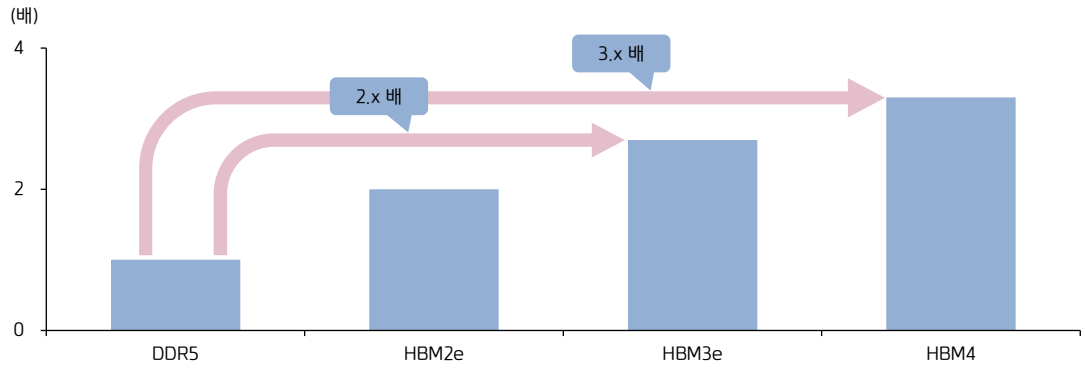


자료: 키움증권 리서치센터

Conventional DRAM: tight한 수급 상황 지속

2026년에 본격 양산이 시작될 HBM4의 경우 DDR5 대비 3배 이상의 wafer 면적을 더 사용한다. 올해 양산되고 있는 HBM3e 제품 대비로도 +20% 이상의 wafer 사용량 증가가 발생하기 때문에, 동일 capacity 내에서 생산되는 총 output은 감소하게 된다. 따라서 HBM4의 원활한 공급을 위해서는 올 하반기 DRAM의 전공정 장비 투자가 필수적이다.

HBM Die Size 비교: 2026년 HBM4 생산에 따른 DRAM wafer loss 발생

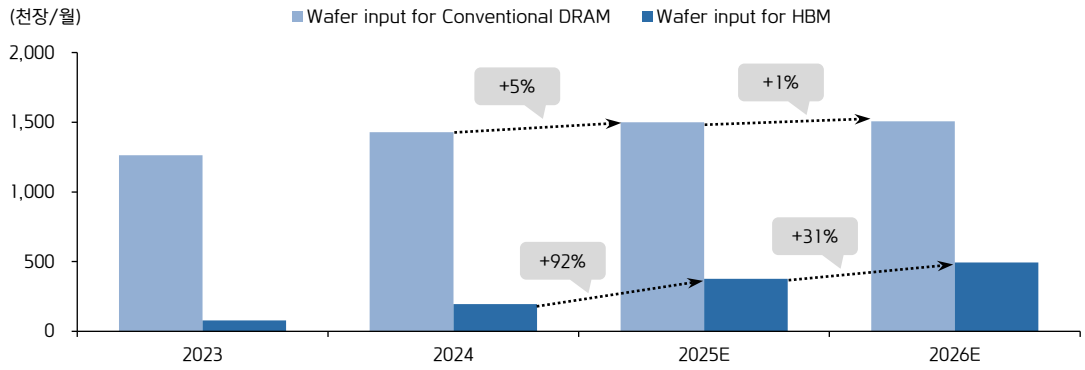


자료: 키움증권 리서치센터

따라서 당사가 예상 중인 삼성전자의 평택4 공장과 SK하이닉스의 M15X 공장의 DRAM 설비 투자는 대부분 HBM4 생산을 위해 할당될 것이며, 기존 conventional DRAM 생산을 위한 capacity는 올해 수준이 유지될 전망이다.

3Q25 큰 폭의 가격 상승(Mobile DRAM +15%QoQ, PC DRAM +5%QoQ, Server DRAM +3%QoQ)이 예상되는 conventional DRAM의 수급도 당분간 견조한 흐름을 이어갈 전망이다.

Conventional DRAM capacity 2026년 +1%YoY



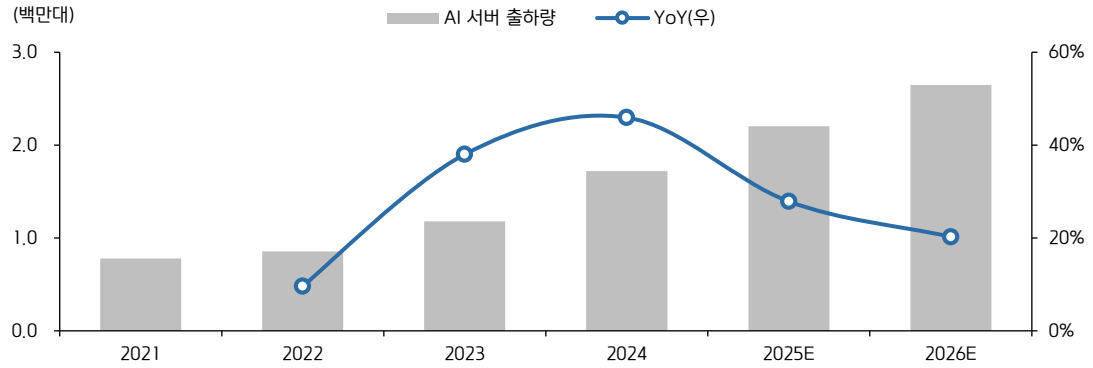
자료: 키움증권 리서치센터

>>> HBM 수요: 공급 증가율 하회

NVIDIA HBM 탑재량 증가: 잠시 멈춤

AI 서버의 출하량은 2024년 172만대(+46%YoY)에서 2025년 220만대(+28%YoY), 2026년 265만대(+20%YoY)으로 지속 상승할 것으로 예상된다. 지정학적 긴장감과 미국의 대중국 수출 규제, 글로벌 상호 관세 등이 시장 성장의 속도를 늦추겠지만, 두 자릿수 성장세는 이어질 것이라는 판단이다.

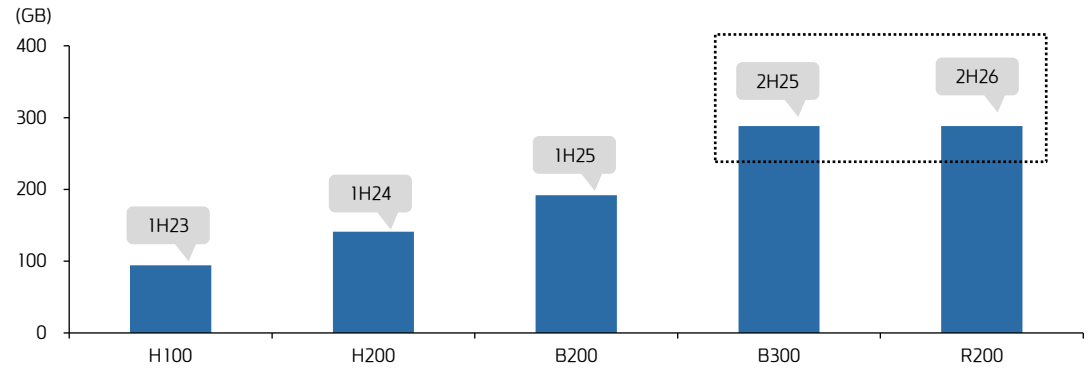
AI 서버 출하량: 2026년 +20%YoY 증가 예상



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

NVIDIA의 Rubin이 Blackwell과 동일한 용량의 HBM을 탑재하기 때문에, 2026년 HBM의 contents 증가율은 크게 둔화된다. 2023년 H100에 94GB의 HBM을 탑재했던 NVIDIA는 2024년 141GB(H200), 2025년 288GB(B300)으로 탑재량을 크게 늘려왔다. 그러나 2026년에 출시되는 R200은 B300과 같은 288GB가 탑재되며, 증가세가 일시적으로 멈출 것이다. 이 후 2027년 하반기에 출시되는 R300에서 HBM의 탑재량이 3배 이상 급증할 것으로 예상되지만, 출시 전까지는 성장률 둔화는 불가피하다.

NVIDIA의 GPU별 HBM 탑재량: 2025년 288GB = 2026년 288GB

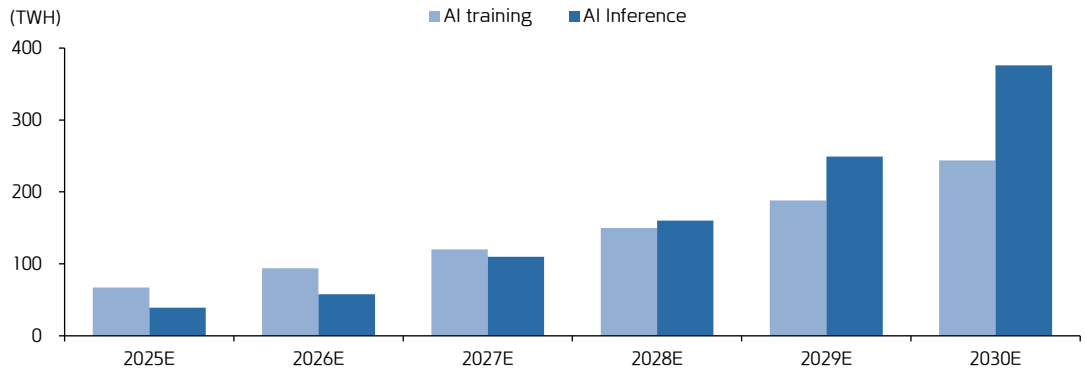


자료: NVIDIA, 키움증권 리서치센터

AI 가속기 시장: 2026년 ASIC +69%YoY vs. NVIDIA +19%YoY

AI 가속기 시장은 2024년 1,250억달러(+178%YoY)에서 2026년 2,610억달러(+30%YoY)으로 성장세가 지속될 전망이다. 또한 Inference Model의 채택 증가와 training 부문의 개발 속도 저하 등으로 인해, 2026년부터 2030년까지 training보다 inference가 차지하는 전력 수요 증가율이 더욱 클 것으로 예상된다.

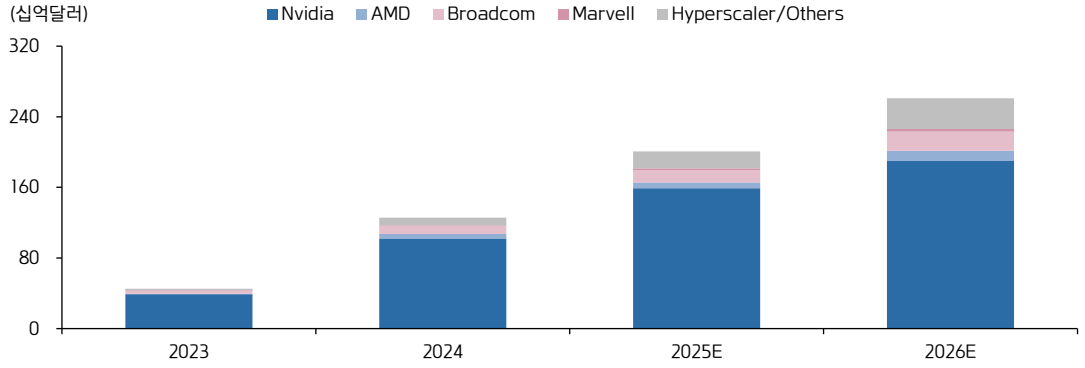
AI 전력 소비: AI inference 성장 가속화, 2028년 AI training 시장 넘어설 전망



자료: Schneider Electric, 키움증권 리서치센터

Inference 시장 확대로 ASIC 부문의 시장 점유율이 크게 증가할 것으로 예상되는 반면, training에서 독보적 지위를 유지했던 NVIDIA의 시장 점유율은 2025년 80%에서 2026년 73%로 하락할 것으로 예상된다. 이에 따라 2026년 hyperscaler(Broadcom, Marvell 매출액 포함)의 자체 가속기 시장 규모는 +69%YoY 급등하지만, NVIDIA의 매출 성장률은 +19%YoY에 그쳐 양 진영간의 성장률 격차가 눈에 띄게 확대될 전망이다. NVIDIA 역시 inference 시장에서의 점유율 확대를 원하고 있지만, hyperscalers의 AI chip 양산이 본격화되고 있는 만큼, 어려움에 직면할 것으로 판단한다.

AI 가속기 시장: 2026년 ASIC 성장률 +69%YoY vs. NVIDIA 성장률 +19%YoY



자료: 업계, 키움증권 리서치센터

Hyperscaler AI Chip 양산 시기 및 specification

	Chip	Foundry	HBM		2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Microsoft	Maia100	5nm	HBM3	64GB	HBM3				
	Maia 200	3nm	HBM3e	TBD		HBM3e			
	Maia 300	2nm	HBM4	TBD			HBM4		
	Maia 400	2nm	HBM4?	TBD				HBM4?	
Google	TPU v6e	4nm	HBM3e	36GB	HBM3e				
	TPU V6p	3nm	HBM3e	96GB?		HBM3e			
	TPU V7p	3nm	HBM3e	192GB			HBM3e		
	TPU v7e	3nm	HBM3e	288GB			HBM3e		
	TPU v8p	2nm	HBM4?	TBD					HBM4?
	TPU v8e	2nm	HBM4?	TBD					HBM4?
Meta	MTIA 1	5nm	HBM3e	64GB		HBM3e			
	MTIA 1.5	3nm	HBM3e	96GB?			HBM3e		
	MTIA 2	2nm	HBM4	128GB				HBM4	
Amazon	Trainium v1	7nm	HBM2	32GB	HBM2				
	Trainium v2	5nm	HBM3	96GB		HBM3e			
	Trainium v3	3nm	HBM3e	TBD			HBM3e		
	Trainium v4	2nm	HBM4?	TBD				HBM4?	
Open AI	Titan v1	3nm	TBD	TBD			TBD		
	Titan v2	2nm?	TBD	TBD					TBD
Apple	Baltra	3nm	TBD	TBD				TBD	
Bytedance	Gen1	5nm	TBD	TBD			TBD		
	Gen2	3nm?	TBD	TBD				TBD	

자료: 업계, 키움증권 리서치센터

NVIDIA와 AMD AI GPU 양산 시기 및 specification

	Chip	Foundry	HBM		2024	2025E	2026E	2027E	2028E
NVIDIA	B200	4nm	HBM3e	192GB	HBM3e				
	B300	4nm	HBM3e	288GB		HBM3e			
	R200	3nm	HBM4	288GB			HBM4		
	R300	3nm	HBM4e	1,024GB				HBM4e	
	F200	2nm?	HBM5?	TBD					HBM5?
AMD	MI355X	3nm	HBM3e	288GB		HBM3e			
	MI400	2nm?	HBM4	432GB			HBM4		
	MI500	2nm?	HBM4e?	TBD				HBM4e?	

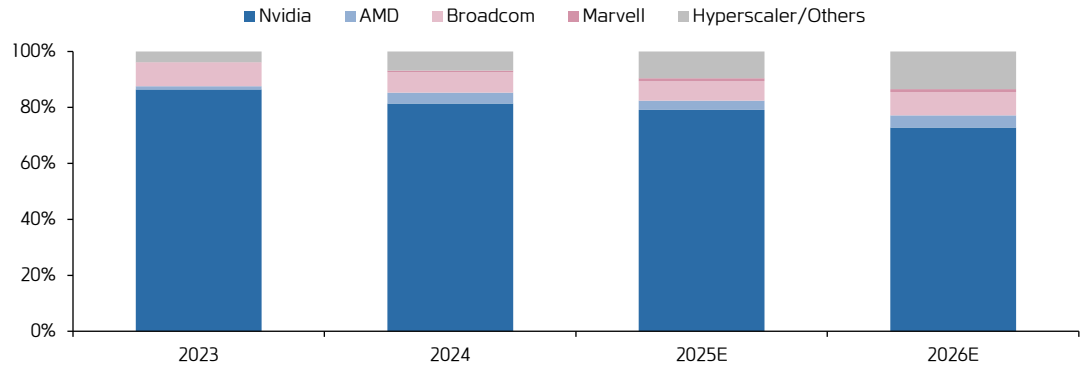
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

NVIDIA와 AMD AI GPU Roadmap: 2026년 HBM4 양산

Company	AI Chips	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
NVIDIA	H200	HBM3e 8hi 141GB (24GB*6), TSMC 4N											
	B100/B200					HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP							
	GB200					HBM3e 8hi 192GB/384GB (2 x 24GB*8: 192GB x 2), TSMC 4NP							
	B300							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP					
	GB300							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP					
	R200											HBM4 288GB	
AMD	MI300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm											
	MI325X				HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm								
	MI350							HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm					
	MI400											HBM4 432GB?	

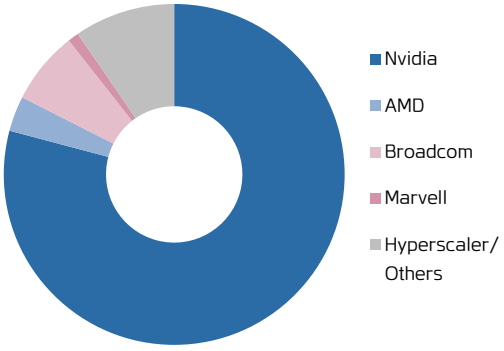
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

AI 가속기 시장 점유율



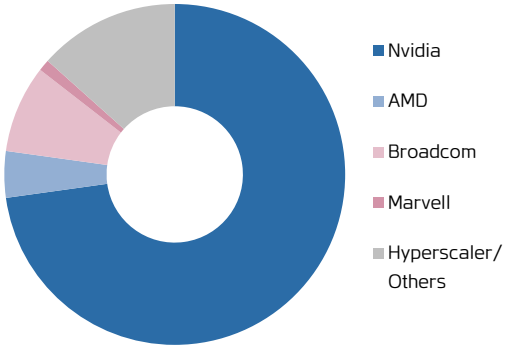
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

2025년 AI 가속기 시장 점유율



자료: 업계, 키움증권 리서치센터

2026년 AI 가속기 시장 점유율

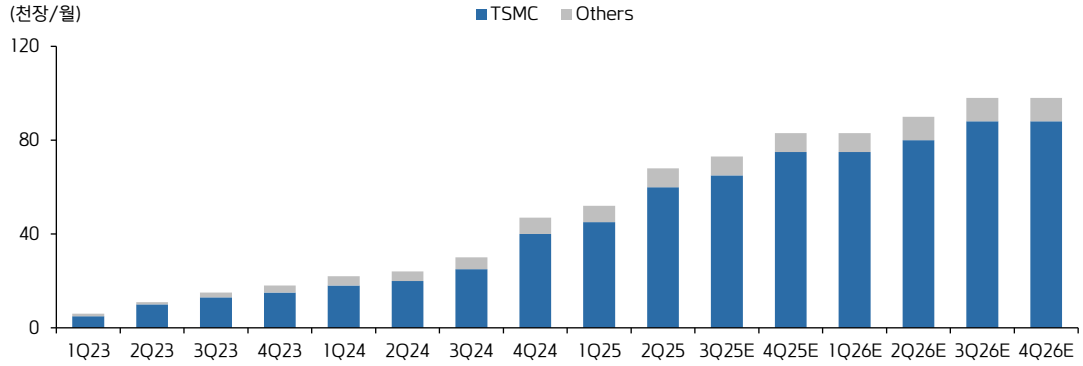


자료: 업계, 키움증권 리서치센터

CoWoS Capacity: 2026년 88K/월 전망

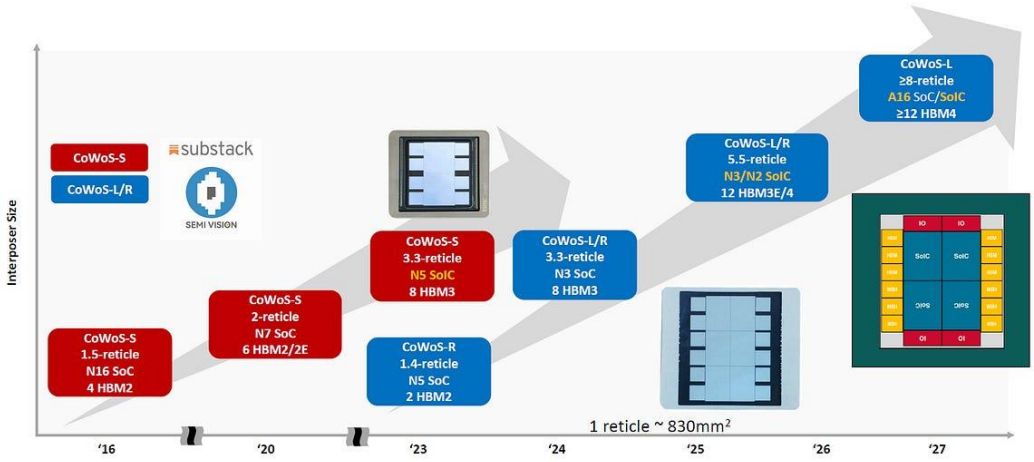
AI 가속기 생산을 위한 TSMC의 CoWoS capacity는 2Q25 60K/월에서 4Q25 75K/월, 4Q26 88K/월로 증가할 것으로 예상된다. TSMC를 제외한 나머지 업체들의 CoWoS capacity도 2Q25 8K/월에서 4Q26 10~12K/월로 증가하고, 이를 포함한 산업 내 총 CoWoS capacity는 2Q25 68K/월에서 4Q25 83K/월, 4Q26 98K/월로 증가할 것으로 예상된다. 당사의 기존 예상치 대비 낮아진 수치이다. 그러나 NVIDIA의 R200(Rubin)이 2 reticle-sized GPU인 점을 감안(Blackwell은 3 reticle-sized GPU, Si interposer의 gross die가 Rubin보다 적다)하면, 2026년의 AI 가속기 수요를 맞추는데 문제는 없을 것이다.

CoWoS Capacity: 기존 전망치 하향 조정



자료: 키움증권 리서치센터

TSMC 2.5D Packaging Roadmap



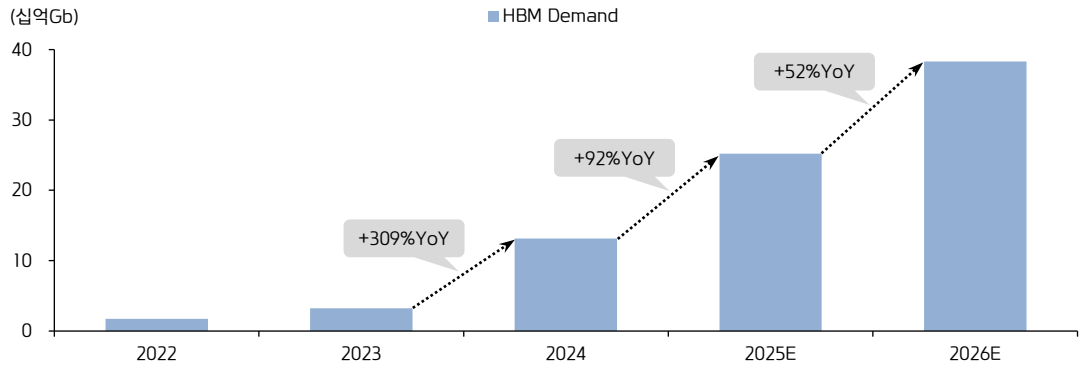
자료: Semi Vision, 키움증권 리서치센터

HBM bit demand: 2026년 +52%YoY 전망

HBM 산업의 2025년과 2026년 수요 전망치를 252억Gb(+92%YoY)와 383억Gb(+52%YoY)으로 각각 상향 조정한다. 최근 들어 상향 조정되고 있는 주요 CSP(Cloud Service Provider) 업체들의 CapEx를 반영했다.

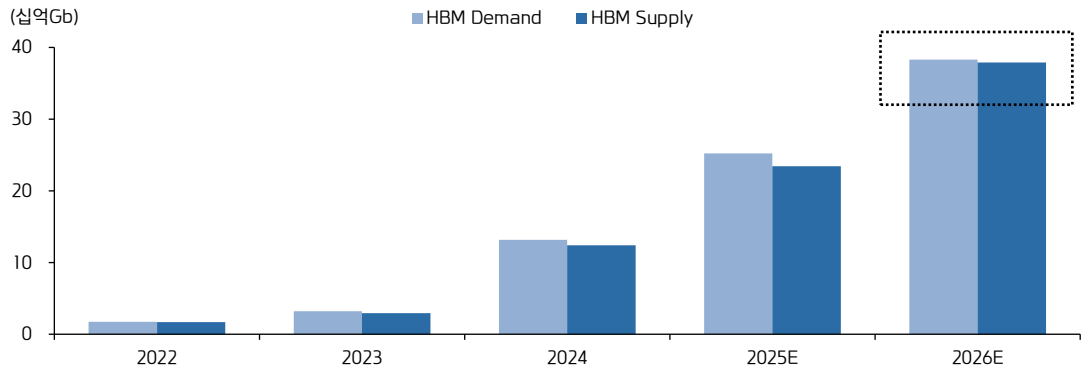
주목해야 할 점은 2026년의 수요 bit growth(+52%YoY)가 공급 bit growth인 +62%YoY를 하회할 것으로 예상된다는 것이다. 시장 점유율 상승을 원하는 삼성전자와 마이크론, 시장 점유율 수성을 원하는 SK하이닉스의 각기 다른 전략이 시장의 공급 과잉을 일으킬 것이다. 그 결과 2026년의 HBM3e 공급 가격이 -30%YoY 급락하고, HBM4의 가격 협상은 원가 인상률을 반영하는데 난항을 겪을 전망이다.

HBM bit demand: 2026년 +52%YoY 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM bit demand vs. bit supply: 2026년 공급 증가율 〉 수요 증가율



자료: 키움증권 리서치센터

>>> HBM 수급: 공급 부족 해소

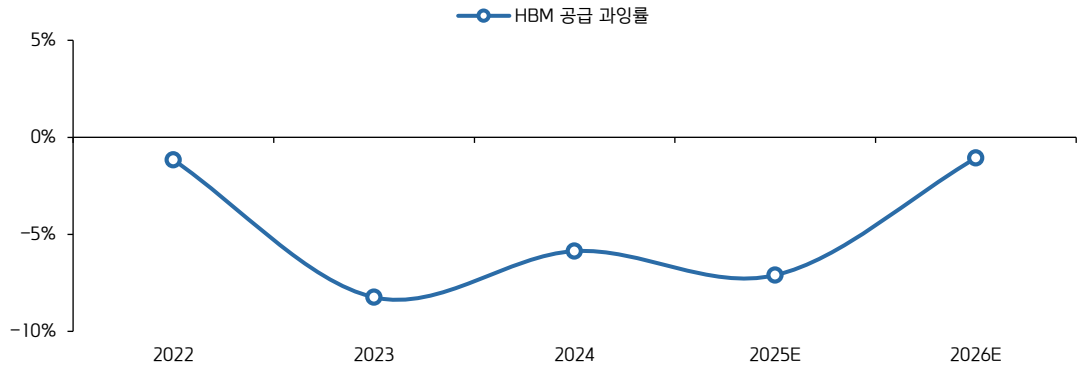
HBM 공급 과잉률: 2025년 -7% → 2026년 -1%

HBM 산업은 2026년에도 tight한 수급이 이어지기는 하겠지만, 지난 3년간의 호황을 뒤로하고 공급 부족률이 크게 축소될 전망이다.

2026년 HBM의 공급은 1)삼성전자와 SK하이닉스, 마이크론의 증설, 2)삼성전자와 마이크론의 수율 개선, 3)CXMT의 시장 진입으로 인해 +62%YoY 급등할 것으로 보인다. 반면 HBM의 시장 수요는 1) NVIDIA의 탑재량 증가 효과 부재, 2)ASIC 진영의 시장 점유율 확대(ASIC의 HBM 탑재량은 NVIDIA보다 적다), 3)미국의 대중국 수출 규제 등으로 인해 +52%YoY 증가하는데 그칠 것이다.

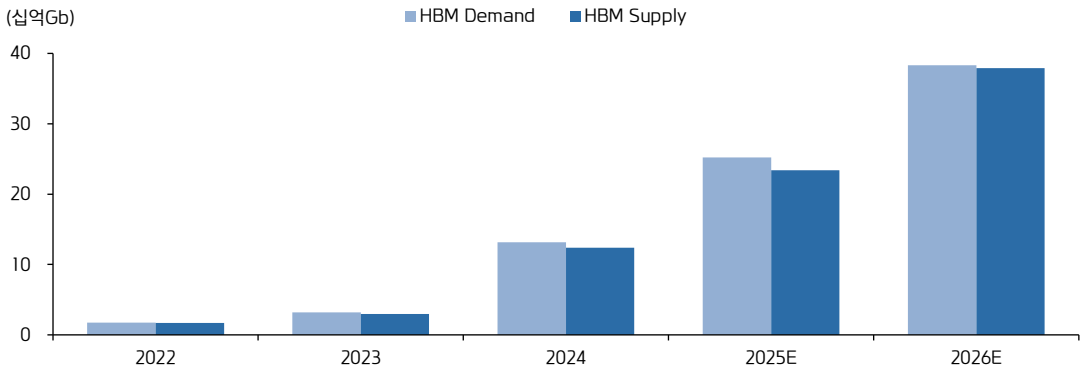
이에 따라 HBM의 공급 과잉률은 지난 3년 평균인 -7%(23년 -8%, 24년 -6%, 25년 -7%)보다 크게 축소된 -1%를 기록할 전망이다. 그 동안의 공급 부족이 해소되고, HBM의 물량 및 판매 가격 협상도 공급자 우위에서 수요자 우위로 전환되기 시작할 것이다. 작년 이 시기에 2025년 HBM의 공급 물량이 sold-out 됐다는 공급 업체들의 코멘트도 이제 더 이상 찾아볼 수 없다는 점도 주목해야 한다.

HBM 공급 과잉률: 2026년 -1% 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM bit demand vs. bit supply: 2026년 공급 증가율 〉 수요 증가율



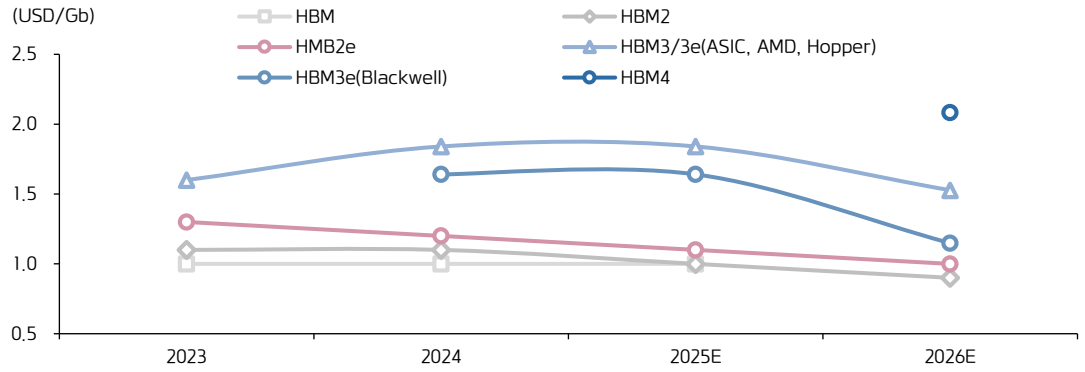
자료: 키움증권 리서치센터

AI 가속기 내 HBM 원가 비중 감소 전환

공급 부족 해소로 인해 기존 HBM의 2026년 판매 가격은 크게 하락할 것으로 전망한다. NVIDIA의 Blackwell에 공급되는 HBM3e 12hi 제품의 경우 -30%YoY, ASIC과 AMD 등에 공급되는 HBM3e 12hi 제품은 -20%YoY의 가격 하락이 예상된다.

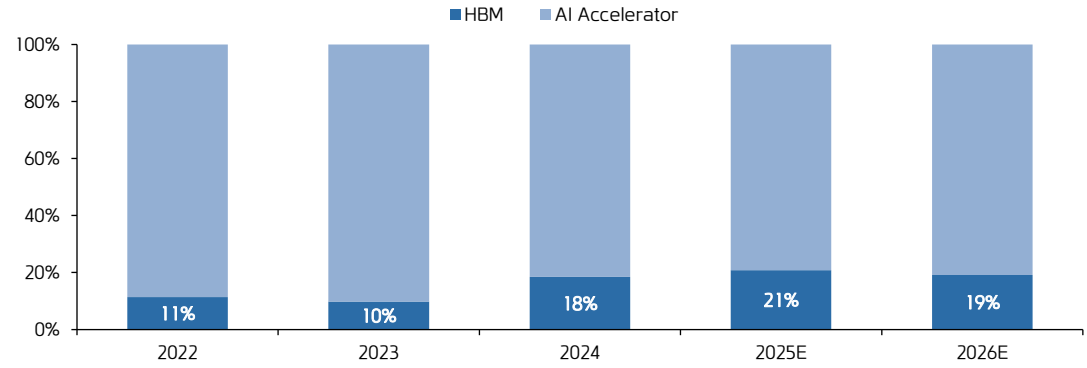
2026년에 대량 양산 예정인 HBM4는 제품의 샘플 공급과 테스트 과정에 있기 때문에, 가격 협상의 결과가 나오기까지는 시간이 더 소요될 것이다. 다만 1)공급 부족 해소, 2)삼성전자의 시장 진입, 3)삼성전자의 시장 점유율 확대 의지 등을 감안하면, 올해 제공됐던 'HBM3e와 같은 가격 협상(원가 인상 분을 가격에 전가)'에는 난항을 겪을 가능성이 높다. 고객사인 NVIDIA의 경우에도 올 하반기 GP margin 개선을 최우선으로 하고 있기 때문에, HBM4의 가격 협상에 어려움으로 작용할 것이다.

HBM 가격 추이 및 전망: 2026년 가격 하락 확대



자료: 키움증권 리서치센터

AI Accelerator 내 HBM 원가 비중 추이 및 전망: 2026년 19%로 감소 예상

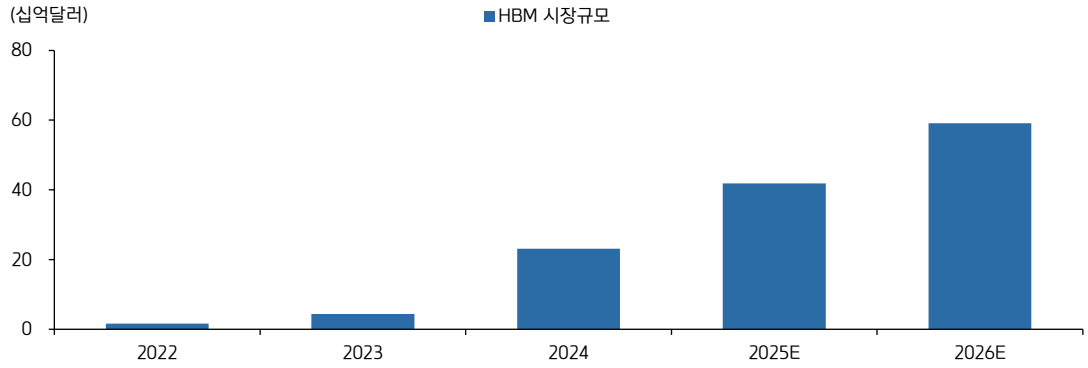


자료: 업계, 키움증권 리서치센터

HBM 매출액: 2026년 삼성전자의 약진 예상

HBM의 시장 규모는 2025년 418억달러(+81%YoY)에서 2026년 591억달러(+41%YoY)로 성장할 것으로 전망한다. 제품 별 2026년 시장 규모는 HBM4 329억달러, Blackwell향 HBM3e 137억달러(-55%YoY), NVIDIA향 HBM4와 HBM3e 합산은 총 466억달러(+55%YoY)를 기록할 것으로 예상한다. 그 외 ASIC과 AMD향 HBM3e 시장 규모는 118억달러(+12%YoY)를 기록할 전망이다. NVIDIA는 물량 성장보다는 R200향 HBM4의 높은 판가 영향으로 인해 크게 증가하겠지만, ASIC 진영은 HBM3e의 가격 인하 영향이 물량 성장률을 상쇄할 것이라는 판단이다.

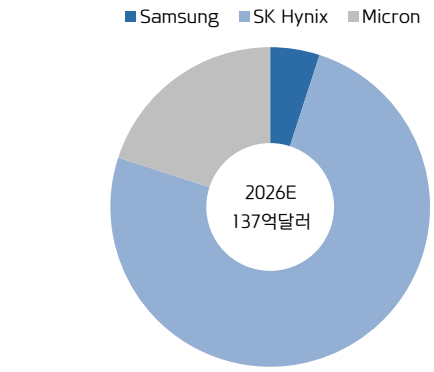
HBM 시장 규모: 2026년 +41%YoY 전망



자료: 키움증권 리서치센터

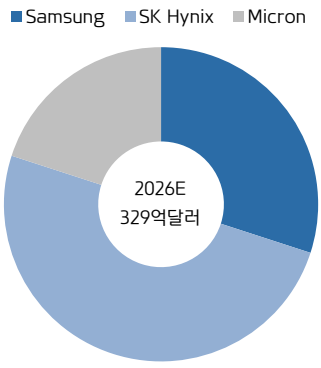
현재 qualification test가 진행중인 삼성전자의 NVIDIA Blackwell향 HBM3e는 연내 대량 양산 전환에 어려움이 있을 것으로 예상되고, 2026년에도 소량의 점유율을 획득하는데 그칠 것이다. 그러나 HBM4는 1)1cnm 성능 향상 및 수율 개선, 2)HBM 수율 개선, 3)HBM4 성능 향상 등으로 인해, R200(Rubin) 내 점유율이 30%까지 높아질 것으로 판단한다. 제품의 qual. test가 6개월 정도 남아있어 상황을 계속 주시해야 하겠지만, 제품 성능이 경쟁사 대비 뒤쳐졌다고는 파악되지 않는다.

2026년 HBM3e(Blackwell) 시장 전망



자료: 키움증권 리서치센터

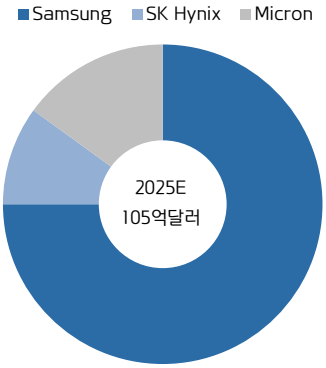
2026년 HBM4 시장 전망



자료: 키움증권 리서치센터

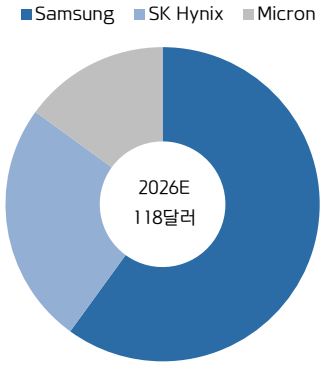
NVIDIA를 제외한 HBM3e 시장에서는 삼성전자의 시장 점유율이 감소하고, SK하이닉스의 점유율이 증가할 것으로 판단한다. 고객 다변화에 대한 필요성을 느끼고 있는 SK하이닉스가 보유하고 있는 HBM capacity의 일정 부분을 ASIC 고객들에게 할당할 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 해당 시장 내에서의 SK하이닉스 점유율이 2026년 25%로 크게 증가하고, 삼성전자는 60%로 감소할 것으로 전망한다. 마이크론의 2026년 시장 점유율은 HBM4 20%, HBM3e 17%로 각각 예상한다.

2025년 HBM3e(ASIC 등) 시장 전망



자료: 키움증권 리서치센터

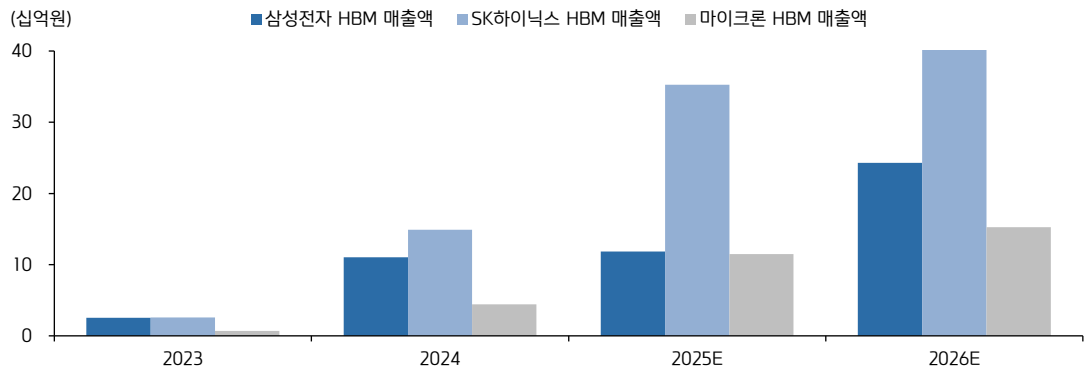
2026년 HBM3e(ASIC 등) 시장 전망



자료: 키움증권 리서치센터

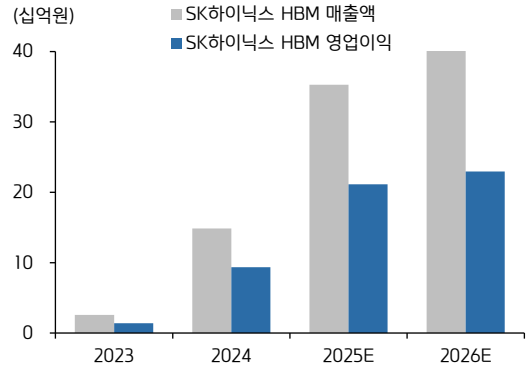
이를 반영한 공급 업체별 2026년 HBM 매출액은 SK하이닉스 40.3조원(+14%YoY), 삼성전자 24.3조원(+105%YoY), 마이크론 15.3조원(+33%YoY)을 각각 기록할 전망이다. SK하이닉스의 업계 1위 지위가 유지되기는 하겠지만, 올해 대비 실적 성장률은 크게 둔화될 것이다. 올 한해 HBM에서 실적 성장을 못 이루고 있는 삼성전자는 HBM4를 필두로 시장 점유율 회복에 나서며, 2026년 큰 폭의 실적 성장을 기록할 것이다. 마이크론의 경우, HBM 생산을 위한 공장의 공간 부족으로 인해서 +33%YoY 매출 성장을 이루는데 그칠 것이다.

공급 업체별 HBM 실적 전망: 2026년 삼성전자의 약진



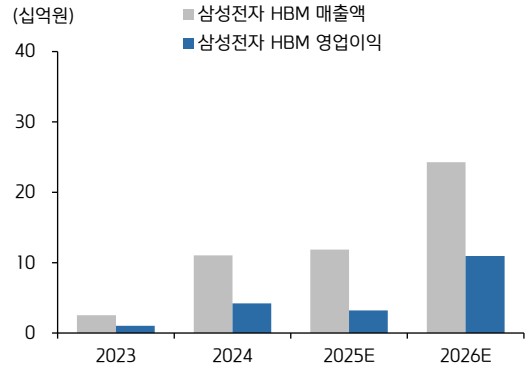
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 실적 전망



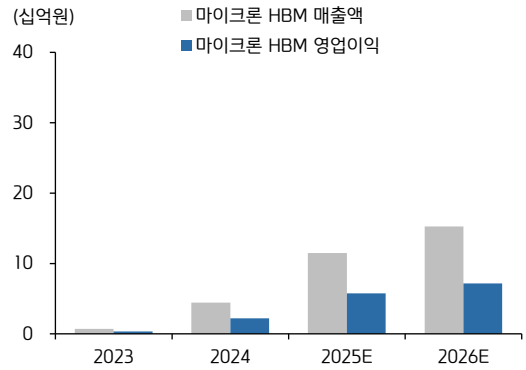
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 HBM 실적 전망



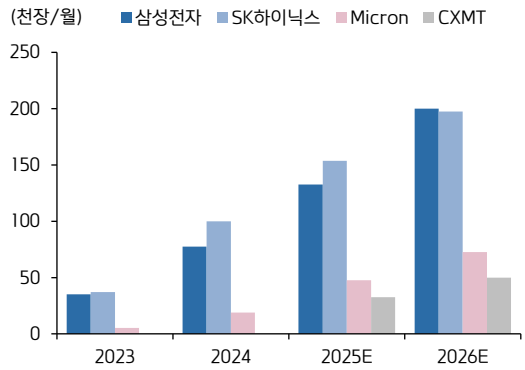
자료: 키움증권 리서치센터

마이크론 HBM 실적 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM Capacity 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 공급 업체별 제품 양산 시기 및 specification

	삼성전자		SK 하이닉스		마이크론	
	HBM3e	HBM4	HBM3e	HBM4	HBM3e	HBM4
생산 공정 [nm]	1a	1c	1b	1b	1b	1b
샘플 공급	**1Q25**	**3Q25**	**1Q24**	**2Q25**	**3Q24**	**2Q25**
대량 양산	**1H26**	**1H26**	**3Q24**	**1H26**	**2Q25**	**1H26**
HBM 용량 [GB]	36	36, 48	36	36, 48	36	36, 48
Stacks [hi]	12	12, 16	12	12, 16	12	12, 16
Bandwidth [TB/s]	1.25	~2.4	1.25	2.0+	1.2	2.0+
I/O pins [unit]	1024	2048	1024	2048	1024	2048

자료: 업계, 키움증권 리서치센터

II. 투자 전략 및 Top Picks

>>> Top Picks: 삼성전자, 솔브레인, 티씨케이, 원익IPS

삼성전자, HBM4 점유율 상승이라는 방향성은 명확하다

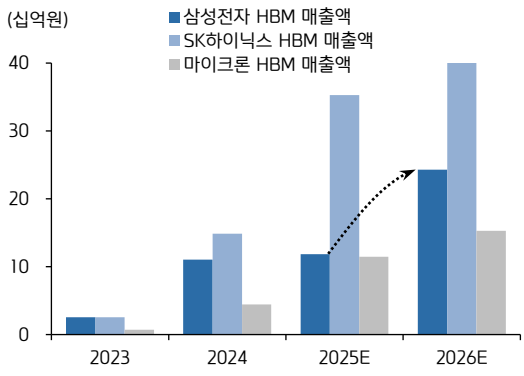
2026년 HBM 산업은 성장세가 이어지지만, 극심했던 공급 부족은 해소될 전망이다. 1)삼성전자의 공격적인 증설과 HBM4 시장 진입, 2)삼성전자와 마이크론의 HBM 수율 개선, 3)증가세가 멈춘 NVIDIA의 HBM 탑재량 등으로 인해, 공급 증가율(+62%YoY)이 수요 증가율(+52%YoY)을 상회할 것이라는 판단이다.

2026년 업체별 HBM 매출액은 삼성전자 +105%YoY, 마이크론 +33%YoY, SK하이닉스 +14%YoY의 성장률을 기록할 전망이다. HBM4 점유율이 완전히 확정되는 데까지 아직 시간이 더 남아있지만, 삼성전자의 1)1cnm 품질 개선, 2)HBM 후공정 수율 개선, 3)공격적인 증설 등을 감안하면, 점유율 상승이라는 방향성은 명확하다. 따라서 삼성전자의 주가는 HBM 실적 턴어라운드 기대감이 반영되며, 상승세를 보일 것으로 판단한다.

당사 전망에 있어서 risk point는 '삼성전자의 HBM4 테스트 결과가 부정적으로 나오는 것'이다. 현실화될 경우 SK하이닉스의 주가가 강하게 반등할 것으로 예상되지만, 결과 확인까지 5~6개월 정도의 시간이 더 필요하다. 따라서 당분간은 'HBM3e 가격 하락과 HBM4 시장 점유율 하락 우려'가 SK하이닉스 주가의 상단을 제한할 것으로 판단한다.

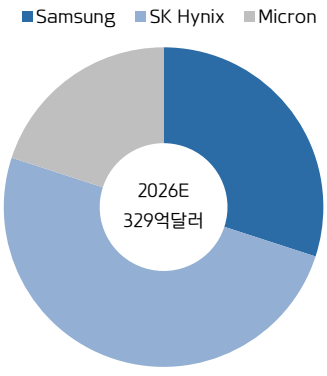
반도체 업종 Top Picks로는 삼성전자의 1)HBM 시장 점유율 확대, 2)파운드리 업황 회복의 수혜가 예상되고, 3)평택4 공장과 테일러 공장 투자의 수혜가 예상되는 **삼성전자, 솔브레인, 티씨케이, 원익IPS**를 제시한다. 관심 종목으로는 **한솔케미칼**과 **두산테스나**를 제시한다.

HBM 매출액 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM4 시장 점유율 전망: 삼성전자의 약진



자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 Tech 기업 주가 및 Valuation

(십억달러, 배, %)		Mkt Cap	P/E		P/B		EV/EBITDA		Rev		OP		EBITDA		ROE	
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Memory	Micron	133.1	13.0	8.9	2.4	1.9	6.5	4.9	40.8	50.7	11.7	18.5	21.0	27.0	18.1	20.5
	Sandisk	6.4	20.7	7.1	0.7	0.6	9.7	5.0	7.7	8.7	-1.3	1.3	0.7	1.4	2.8	7.6
	Kioxia	8.6	10.0	9.0	1.5	1.3	3.0	2.4	11.0	11.7	1.6	1.8	4.2	3.8	25.0	20.3
	Seagate	32.0	16.0	13.4	N/A	38.4	12.1	10.3	9.8	10.9	2.4	3.2	2.9	3.4	167.5	431.4
	WDC	26.2	12.0	11.0	4.0	3.2	8.8	7.2	10.4	11.4	2.9	3.1	3.2	3.7	31.3	134.2
	Nanya	4.6	N/A	22.4	0.8	0.8	11.5	4.8	1.7	2.1	-0.2	0.2	0.3	0.7	-2.5	3.9
Logic	Intel	87.3	145.6	29.5	0.8	0.8	9.9	7.0	52.0	54.0	1.3	4.6	11.8	16.1	-1.1	1.6
	Nvidia	4,457.9	42.1	31.4	31.7	19.8	34.2	24.8	194.9	251.9	119.3	168.2	127.9	172.6	87.7	69.9
	AMD	280.4	43.5	28.7	4.6	4.2	38.5	25.0	33.1	39.8	7.3	10.7	7.1	10.8	8.4	12.2
	Broadcom	1,434.4	44.5	35.5	17.8	13.1	34.4	27.6	64.3	79.1	36.9	51.8	43.0	52.8	41.1	43.8
	Marvell	66.7	28.3	22.3	4.8	4.4	22.3	17.7	8.1	10.0	2.3	3.6	3.1	3.8	3.9	5.3
	Qualcomm	159.2	12.6	12.2	5.4	4.8	10.5	9.6	43.5	44.5	13.6	15.1	15.2	16.4	45.1	40.5
	Arm	146.7	87.1	63.4	18.9	14.8	68.7	49.6	4.5	5.6	1.3	2.6	2.1	2.9	16.8	19.9
	Skyworks	10.6	13.5	16.3	2.1	2.4	7.5	8.3	3.9	3.7	0.7	0.7	1.3	1.2	11.2	9.2
	TI	170.2	32.1	27.0	10.2	9.6	22.2	18.8	17.7	19.5	6.1	7.3	8.1	9.6	30.7	36.0
	ADI	111.1	29.0	24.4	3.2	3.1	20.1	17.2	10.8	12.1	4.0	5.3	5.7	6.7	9.9	11.6
	NXP	52.2	17.5	14.6	5.4	4.8	13.0	11.3	12.2	13.3	3.9	4.6	4.6	5.3	29.1	33.6
	STMicro	22.9	41.9	17.2	1.3	1.2	8.5	5.8	11.8	13.3	0.5	1.4	2.4	3.4	3.0	7.0
	Microchip	33.4	55.6	26.5	5.4	5.3	29.3	18.4	4.4	5.4	0.5	1.7	1.4	2.1	7.7	18.4
	On Semi	19.5	20.8	16.2	2.5	2.3	12.2	10.7	6.0	6.3	1.1	1.4	1.6	1.8	9.2	14.8
	Silicon Motion	2.6	22.6	16.2	3.1	2.8	15.3	10.7	0.8	1.0	0.1	0.2	0.2	0.2	12.9	17.5
	Mediatek	72.5	20.0	17.2	5.4	5.0	15.1	13.1	19.6	22.3	3.7	4.3	4.4	5.1	27.0	30.0
	Renesas	21.9	10.4	8.5	1.3	1.2	10.7	8.3	8.9	9.8	1.5	1.9	2.7	3.2	3.6	9.4
	Novatek	9.0	15.7	13.6	4.0	3.7	10.3	9.2	3.5	3.7	0.7	0.8	0.7	0.8	26.0	28.4
Foundry	TSMC	1,254.3	24.4	21.5	7.1	5.9	14.5	12.6	122.9	142.0	58.6	66.4	82.6	93.4	31.1	28.9
	SMIC	61.2	67.4	47.0	2.3	2.2	17.2	14.7	9.2	11.0	0.8	1.1	4.6	5.5	3.3	4.6
	UMC	16.9	14.9	13.1	1.3	1.2	N/A	N/A	7.8	8.1	1.3	1.4	3.2	3.6	10.1	10.5
	GFS	17.9	20.2	16.1	1.5	1.4	6.4	5.3	6.8	7.3	1.0	1.6	2.3	2.5	7.9	9.4
	VIS	5.9	21.7	21.3	2.5	2.5	10.2	10.2	1.6	1.7	0.3	0.3	0.6	0.6	11.8	12.3
Packaging	ASE	22.0	18.1	11.8	N/A	N/A	N/A	N/A	21.6	24.1	1.5	2.4	3.9	5.1	11.5	N/A
	Amkor	5.7	20.7	15.3	1.3	1.2	5.0	4.3	6.6	7.0	0.4	0.5	1.1	1.2	6.3	8.2
	Agilent	32.6	20.3	18.6	4.7	4.2	16.9	15.2	6.8	7.2	1.7	2.0	2.0	2.2	24.4	23.7
	Chipbond	1.3	12.3	12.3	0.8	0.9	4.9	5.4	0.7	0.7	0.1	0.1	0.2	0.2	7.4	7.3
Equipment	ASML	284.5	26.0	24.5	12.7	10.9	20.1	19.1	37.6	38.9	12.6	13.2	13.8	14.4	50.3	47.8
	AMAT	148.4	19.4	18.1	7.5	6.6	15.9	14.5	28.9	31.0	8.7	9.3	9.2	10.0	39.0	37.7
	LAM Research	130.2	22.1	21.9	11.8	9.6	18.4	17.9	19.8	20.6	6.6	6.7	7.0	7.1	55.2	51.0
	TEL	68.0	18.7	16.5	4.9	4.4	13.3	11.6	16.5	17.8	4.4	5.0	4.8	5.5	27.0	26.6
	KLA	120.7	26.2	24.9	22.3	17.1	21.0	20.0	12.6	13.3	5.3	5.7	5.8	6.0	92.5	78.7
	AMEC	17.1	52.1	36.5	5.6	4.9	45.6	27.6	1.7	2.2	0.3	0.5	0.4	0.6	10.8	13.6
	Naura	33.1	28.8	22.8	6.1	5.0	23.3	18.1	5.4	6.7	1.2	1.5	1.4	1.7	20.6	21.3
Materials	Linde	221.5	28.7	26.3	5.6	5.4	18.1	17.0	33.8	35.6	10.0	10.8	13.3	14.2	19.5	22.7
	Air Liquid	117.1	26.4	23.3	3.5	3.3	13.3	12.2	32.1	33.5	6.7	7.3	9.7	10.4	13.9	14.6
	Air Products	64.3	23.5	21.7	3.7	3.4	15.7	14.7	12.2	12.8	0.2	4.2	5.2	5.6	15.9	16.5
	Merck KGaA	54.7	12.8	11.9	1.5	1.4	9.0	8.3	24.9	25.8	4.6	5.1	7.1	7.4	11.3	11.2
	ADEKA	2.2	13.8	12.2	1.0	1.0	5.5	7.5	2.8	3.1	0.3	0.3	0.4	0.3	8.6	8.9
	Resonac	4.5	20.2	9.4	1.0	0.9	8.5	6.5	9.4	9.8	0.4	0.7	1.1	1.4	4.6	10.4
	Siltronic	1.3	N/A	N/A	0.6	0.6	7.8	5.8	1.5	1.7	-0.1	-0.0	0.4	0.5	-5.0	-4.9
	Sumco	2.9	N/A	38.5	0.7	0.7	6.3	4.6	2.8	3.1	0.0	0.1	0.8	1.0	-1.1	1.6
Server	Dell	93.4	14.8	13.0	N/A	88.5	9.9	9.2	103.4	110.0	8.6	10.2	11.6	12.3	-889.5	337.3
	HPE	27.3	10.9	9.1	1.1	1.0	5.9	5.3	34.2	37.7	1.4	4.1	5.6	6.3	10.8	11.4
	Lenovo	17.4	8.2	4.6	2.6	2.2	5.4	4.1	74.3	78.1	2.4	3.0	3.2	4.0	24.0	24.1
	Quanta	37.6	15.7	13.4	4.9	4.3	11.6	10.2	75.1	96.9	3.0	3.5	3.5	4.0	31.4	33.6
	Inspur	11.0	27.1	22.0	3.5	3.1	21.7	17.1	21.9	25.9	0.4	0.5	0.5	0.6	12.9	14.0
	Wiwynn	18.0	14.0	12.9	4.7	4.4	9.5	8.9	26.2	29.8	1.7	1.8	1.8	2.0	39.5	34.7
	Inventec	5.1	19.2	15.0	2.1	2.1	11.8	11.6	22.7	24.7	0.5	0.5	0.6	0.6	11.7	13.5
	Mitac	3.3	23.2	12.8	1.5	1.6	N/A	N/A	3.8	5.0	0.2	0.3	0.3	0.4	8.8	11.6
CSPs	Amazon	2,375.0	26.9	24.6	6.4	5.2	14.7	12.7	705.8	777.6	80.1	97.1	166.4	197.2	20.5	19.2
	Microsoft	3,880.4	35.8	31.4	9.9	7.7	21.6	19.4	302.0	344.9	137.0	156.5	176.8	196.4	31.2	28.2
	Alphabet	2,439.9	19.3	17.7	6.0	4.9	14.1	12.3	335.0	376.4	130.4	147.2	168.6	193.4	31.1	27.3
	Apple	3,403.6	30.8	28.3	52.1	43.3	23.1	21.7	420.3	438.5	132.9	135.1	145.9	155.4	185.3	-11.6
	Meta	1,932.6	23.3	22.3	8.2	6.3	18.9	15.8	195.0	226.1	79.0	86.4	99.9	119.8	32.7	28.5
	Netflix	514.9	45.5	37.3	18.7	15.5	36.7	30.4	45.0	50.9	13.6	16.5	14.2	17.1	42.4	45.2
	Alibaba	287.0	13.9	11.6	1.9	1.9	9.7	8.1	144.0	155.6	20.0	24.6	28.0	33.8	12.7	13.0
	Tencent	654.2	19.0	16.9	4.1	3.5	16.9	15.2	101.9	111.1	33.3	37.8	40.5	45.0	20.4	20.0
	Baidu	30.6	10.2	9.1	0.7	0.7	10.2	8.4	18.4	19.3	2.4	3.1	3.7	4.3	7.1	7.0

주: 8/8종가 기준, 실적 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

DRAM Wafer Input Capacity

(단위: 천장/월)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
Wafer Input Capa	**1,466**	**1,553**	**1,700**	**1,783**	**1,786**	**1,850**	**1,916**	**1,952**	**1,341**	**1,626**	**1,876**
%YoY	-1%	21%	34%	34%	22%	19%	13%	9%	-15%	21%	15%
Samsung	520	570	640	670	645	645	650	670	525	600	653
Fab13	30	30	20	10					39	23	
Fab15	160	170	180	180	175	175	170	170	160	173	173
Fab17	100	120	140	150	140	130	120	120	119	128	128
P1	100	100	110	110	110	110	110	110	103	105	110
P2	80	90	100	110	110	110	110	110	88	95	110
P3	50	60	90	110	110	110	110	110	18	78	110
P4						10	30	50			23
SK Hynix	380	395	440	470	485	505	520	535	345	421	511
Wuxi (C2)	80	80	90	100	105	105	110	110	73	88	108
Wuxi (C2F)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
M14	140	145	160	170	170	170	170	170	129	154	170
M16	80	90	110	120	130	150	160	160	60	100	150
Micron	310	310	310	315	320	330	340	340	278	311	333
Fab6	20	20	20	20	20	20	20	20	21	20	20
Fab15	100	100	100	100	100	100	100	100	85	100	100
OMT	190	190	190	195	200	210	220	220	171	191	213
CXMT	145	160	185	210	220	250	280	280	89	175	258
Fab A1, A2	110	120	135	150	160	180	200	200	80	129	185
Fab C1	30	30	30	30	30	30	30	30	9	30	30
Fab C2	5	10	20	30	30	40	50	50		16	43
Nanya	53	57	58	54	54	56	57	57	54	56	56
Powerchip	34	37	42	40	39	40	44	45	27	38	42
Winbond	24	24	25	24	23	24	25	25	24	24	24
% of Total											
Samsung	35%	37%	38%	38%	36%	35%	34%	34%	39%	37%	35%
Fab13	2%	2%	1%	1%					3%	1%	
Fab15	11%	11%	11%	10%	10%	9%	9%	9%	12%	11%	9%
Fab17	7%	8%	8%	8%	8%	7%	6%	6%	9%	8%	7%
P1	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	6%
P2	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%
P3	3%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	1%	5%	6%
P4						1%	2%	3%			1%
SK Hynix	26%	25%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	27%
Wuxi (C2)	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	6%
Wuxi (C2F)	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	6%	5%	4%
M14	10%	9%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	10%	9%	9%
M16	5%	6%	6%	7%	7%	8%	8%	8%	4%	6%	8%
Micron Group	21%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	17%	21%	19%	18%
Fab6	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Fab15	7%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	5%
OMT	13%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	13%	12%	11%
CXMT	10%	10%	11%	12%	12%	14%	15%	14%	7%	11%	14%
Fab A1, A2	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%	10%	6%	8%	10%
Fab C1	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
Fab C2	0%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%		1%	2%
Nanya	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%
Powerchip	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Winbond	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%

자료: 키움증권 리서치센터

DRAM Supply Forecast

(단위: 천장/월, 백만Gb)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
Wafer Input Capacity	1,466	1,553	1,700	1,783	1,786	1,850	1,916	1,952	1,341	1,626	1,876
%YoY	-1%	21%	34%	34%	22%	19%	13%	9%	-15%	21%	15%
Samsung	520	570	640	670	645	645	650	670	525	600	653
SK Hynix	380	395	440	470	485	505	520	535	345	421	511
Micron	310	310	310	315	320	330	340	340	278	311	333
CXMT	145	160	185	210	220	250	280	280	89	175	258
Nanya	53	57	58	54	54	56	57	57	54	56	56
Powerchip	34	37	42	40	39	40	44	45	27	38	42
%YoY											
Samsung	-19%	13%	31%	44%	24%	13%	2%	0%	-19%	14%	9%
SK Hynix	0%	20%	33%	38%	28%	28%	18%	14%	-12%	22%	21%
Micron	3%	19%	24%	5%	3%	6%	10%	8%	-21%	12%	7%
CXMT	123%	100%	106%	75%	52%	56%	51%	33%	69%	97%	47%
Nanya	0%	-2%	7%	4%	2%	-2%	-2%	6%	-21%	2%	1%
Powerchip	31%	42%	75%	33%	15%	8%	5%	13%	-38%	44%	10%
% of Total											
Samsung	35%	37%	38%	38%	36%	35%	34%	34%	39%	37%	35%
SK Hynix	26%	25%	26%	26%	27%	27%	27%	27%	26%	26%	27%
Micron	21%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	17%	21%	19%	18%
CXMT	10%	10%	11%	12%	12%	14%	15%	14%	7%	11%	14%
Nanya	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%	3%
Powerchip	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Supply Total	51,360	56,744	60,184	66,662	68,141	70,763	73,966	76,442	200,214	234,950	289,311
%YoY	-6%	11%	29%	40%	33%	25%	23%	15%	-4%	17%	23%
Shipment Total	64,223	68,301	68,427	69,129	70,029	76,442	78,601	84,565	223,823	270,080	309,637
Samsung	26,205	27,253	27,335	23,945	24,185	27,196	28,556	31,411	91,762	104,739	111,348
SK Hynix	16,363	19,799	19,403	20,567	18,922	21,192	20,768	21,807	65,158	76,131	82,688
Micron	17,666	16,606	16,623	18,618	20,666	21,079	21,290	22,354	55,945	69,513	85,388
CXMT	2,334	2,907	3,471	4,406	4,701	5,171	5,843	6,720	5,340	13,118	22,435
Nanya	1,059	1,006	795	731	797	1,076	1,345	1,479	3,461	3,591	4,697
Powerchip	413	475	513	539	485	412	474	479	1,361	1,940	1,849
%YoY											
Samsung	47%	33%	20%	-22%	-8%	0%	4%	31%	12%	14%	6%
SK Hynix	44%	27%	3%	7%	16%	7%	7%	6%	14%	17%	9%
Micron	55%	32%	15%	6%	17%	27%	28%	20%	10%	24%	23%
CXMT	143%	152%	145%	143%	101%	78%	68%	53%	70%	146%	71%
Nanya	52%	27%	-15%	-30%	-25%	7%	69%	102%	-5%	4%	31%
Powerchip	12%	49%	58%	54%	17%	-13%	-8%	-11%	170%	42%	-5%

자료: 키움증권 리서치센터

DRAM Supply and Demand Analysis

(단위: 백만Gb, 백만개, 백만장/월)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
Oversupply Ratio	-9.2%	-4.8%	-5.1%	-1.4%	0.1%	-1.8%	-1.3%	1.0%	-4.4%	-4.9%	-0.5%
DRAM Supply	51,360	56,744	60,184	66,662	68,141	70,763	73,966	76,442	200,214	234,950	289,311
Wafer Input Capa.	1.47	1.55	1.70	1.78	1.79	1.85	1.92	1.95	1.34	1.63	1.88
DRAM Demand	56,541	59,601	63,387	67,640	68,100	72,035	74,916	75,666	209,527	247,168	290,717
DRAM Supply	51,360	56,744	60,184	66,662	68,141	70,763	73,966	76,442	200,214	234,950	289,311
DRAM Shipment	64,223	68,301	68,427	69,129	70,128	78,484	82,595	87,195	223,823	270,080	318,402
Samsung	26,205	27,253	27,335	23,945	24,185	26,845	29,261	31,310	91,762	104,739	111,601
SK Hynix	16,363	19,799	19,403	20,567	19,020	23,585	24,057	24,538	65,158	76,131	91,200
Micron Group	17,666	16,606	16,623	18,618	20,666	21,079	21,290	22,354	55,945	69,513	85,388
CXMT	2,334	2,907	3,471	4,406	4,701	5,171	5,843	6,720	5,340	13,118	22,435
Nanya	1,059	1,006	795	731	797	1,076	1,345	1,479	3,461	3,591	4,697
Powerchip	413	475	513	539	485	412	474	479	1,361	1,940	1,849
DRAM Demand	56,541	59,601	63,387	67,640	68,100	72,035	74,916	75,666	209,527	247,168	290,717
Server	20,536	22,071	23,069	23,026	25,316	27,184	27,414	28,304	75,129	88,702	108,218
Desktop PC	1,237	1,313	1,457	1,500	1,340	1,573	1,467	1,444	5,130	5,507	5,824
Note PC	3,468	4,042	4,594	4,508	4,444	5,004	5,030	4,878	13,938	16,612	19,356
Mobile Phone	16,279	15,991	17,417	18,694	17,743	17,353	18,894	20,206	57,593	68,380	74,197
Tablet PC	770	863	956	1,061	870	890	980	1,072	3,156	3,650	3,811
LCD/OLED TV	2,179	2,523	2,789	3,374	2,591	2,577	2,807	3,336	9,425	10,864	11,310
Memory Module	634	672	746	768	686	805	751	739	2,626	2,820	2,982
Graphic Card	3,287	3,827	4,867	6,050	6,961	6,978	7,517	7,830	10,892	18,031	29,287
B/G(%QoQ/%YoY)											
DRAM Supply	8%	10%	6%	11%	2%	4%	5%	3%	-4%	17%	23%
DRAM Shipment	-9%	6%	0%	1%	1%	12%	5%	6%	13%	21%	18%
Samsung	-15%	4%	0%	-12%	1%	11%	9%	7%	12%	14%	7%
SK Hynix	-15%	21%	-2%	6%	-8%	24%	2%	2%	14%	17%	20%
Micron Group	1%	-6%	0%	12%	11%	2%	1%	5%	10%	24%	23%
CXMT	29%	25%	19%	27%	7%	10%	13%	15%	70%	146%	71%
Nanya	2%	-5%	-21%	-8%	9%	35%	25%	10%	-5%	4%	31%
Powerchip	18%	15%	8%	5%	-10%	-15%	15%	1%	170%	42%	-5%
DRAM Demand	-4%	5%	6%	7%	1%	6%	4%	1%	8%	18%	18%
Server	-4%	7%	5%	0%	10%	7%	1%	3%	10%	18%	22%
Desktop PC	-9%	6%	11%	3%	-11%	17%	-7%	-2%	-10%	7%	6%
Note PC	-5%	17%	14%	-2%	-1%	13%	1%	-3%	-5%	19%	17%
Mobile Phone	-7%	-2%	9%	7%	-5%	-2%	9%	7%	13%	19%	9%
Tablet PC	-17%	12%	11%	11%	-18%	2%	10%	9%	-19%	16%	4%
LCD/OLED TV	-17%	16%	11%	21%	-23%	-1%	9%	19%	9%	15%	4%
Memory Module	-9%	6%	11%	3%	-11%	17%	-7%	-2%	-10%	7%	6%
Graphic Card	19%	16%	27%	24%	15%	0%	8%	4%	6%	66%	62%

자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

DRAM Demand Analysis

(단위: 백만Gb, 백만개)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM Demand [백만GB]	7,068	7,450	7,923	8,455	8,513	9,004	9,365	9,458	26,191	30,896	36,340
Server	2,567	2,759	2,884	2,878	3,164	3,398	3,427	3,538	9,391	11,088	13,527
Desktop PC	155	164	182	188	167	197	183	181	641	688	728
Note PC	433	505	574	564	556	626	629	610	1,742	2,077	2,419
Mobile Phone	2,035	1,999	2,177	2,337	2,218	2,169	2,362	2,526	7,199	8,548	9,275
Tablet PC	96	108	120	133	109	111	122	134	394	456	476
LCD/OLED TV	272	315	349	422	324	322	351	417	1,178	1,358	1,414
Graphic Card	411	478	608	756	870	872	940	979	1,362	2,254	3,661
%YoY	16%	22%	19%	15%	20%	21%	18%	12%	8%	18%	18%
Server	17%	26%	23%	8%	23%	23%	19%	23%	10%	18%	22%
Desktop PC	5%	7%	7%	11%	8%	20%	1%	-4%	-10%	7%	6%
Note PC	13%	24%	15%	24%	28%	24%	9%	8%	-5%	19%	17%
Mobile Phone	33%	29%	14%	6%	9%	9%	8%	8%	13%	19%	9%
Tablet PC	5%	27%	19%	14%	13%	3%	2%	1%	-19%	16%	4%
LCD/OLED TV	2%	17%	12%	28%	19%	2%	1%	-1%	9%	15%	4%
Graphic Card	22%	43%	77%	118%	112%	82%	54%	29%	6%	66%	62%
DRAM GB/System [GB]											
Server	597	594	594	602	682	699	703	723	515	597	702
Desktop PC	11.1	11.5	11.9	12.3	12.4	12.8	13.3	13.5	10.5	11.7	13.0
Note PC	11.3	11.9	12.5	13.1	13.4	13.7	14.1	14.3	10.9	12.2	13.9
Mobile Phone	5.9	6.0	6.2	6.4	6.5	6.6	6.8	7.1	5.3	6.1	6.7
Tablet PC	3.2	3.2	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.6	3.1	3.3	3.4
LCD/OLED TV	6.5	6.7	6.8	7.0	7.2	7.3	7.4	7.5	6.1	6.8	7.3
Graphic	6.2	8.0	9.0	9.7	13.6	13.9	13.7	13.0	4.9	8.3	13.5
%YoY											
Server	13%	21%	22%	9%	14%	18%	18%	20%	15%	16%	18%
Desktop PC	8%	10%	13%	15%	12%	12%	12%	10%	9%	12%	11%
Note PC	6%	10%	15%	19%	18%	15%	12%	10%	9%	13%	13%
Mobile Phone	20%	20%	15%	10%	10%	10%	9%	10%	19%	15%	10%
Tablet PC	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	2%	5%	5%
LCD/OLED TV	11%	11%	11%	11%	11%	9%	8%	6%	12%	11%	8%
Graphic	26%	54%	82%	110%	119%	75%	52%	34%	8%	69%	63%
Set Demand [백만개]											
Server	4.4	4.8	5.0	4.9	4.8	5.0	5.0	5.0	18.7	19.0	19.7
Desktop PC	14	15	16	16	14	16	14	14	63	60	57
Note PC	39	43	47	44	43	47	46	44	164	174	179
Mobile Phone	354	340	359	372	351	336	356	366	1,385	1,425	1,410
Tablet PC	31	34	37	40	33	34	36	38	129	142	142
LCD/OLED TV	43	48	52	62	46	45	49	57	198	205	197
Graphic	68	62	69	80	66	64	70	77	284	278	277
%YoY											
Server	4%	4%	0%	-1%	8%	5%	0%	2%	-4%	2%	4%
Desktop PC	-3%	-3%	-5%	-4%	-3%	7%	-10%	-12%	-18%	-4%	-5%
Note PC	7%	13%	0%	4%	8%	8%	-3%	-2%	-13%	6%	3%
Mobile Phone	10%	7%	-1%	-3%	-1%	-1%	-1%	-2%	-5%	3%	-1%
Tablet PC	0%	22%	13%	8%	7%	-2%	-3%	-4%	-21%	10%	-1%
LCD/OLED TV	-8%	6%	1%	15%	7%	-7%	-7%	-7%	-3%	4%	-4%
Graphic	-3%	-7%	-3%	4%	-3%	4%	2%	-3%	-2%	-2%	0%

자료: 키움증권 리서치센터

기업분석

삼성전자 (005930)	BUY(Maintain)/목표주가 89,000원 HBM4, 우려가 기대로 바뀔 때
SK하이닉스 (000660)	Outperform(Downgrade)/목표주가 300,000원 HBM 실적 성장 지속
솔브레인 (357780)	BUY(Maintain)/목표주가 290,000원 삼성전자 HBM4, 파운드리 수혜
티씨케이 (064760)	BUY(Maintain)/목표주가 140,000원 파운드리, HBM 시장 진입
원익IPS (240810)	BUY(Maintain)/목표주가 46,000원 메모리, 파운드리 투자 확대 수혜
한솔케미칼 (014680)	BUY(Maintain)/목표주가 220,000원 삼성전자 반도체 회복과 함께

삼성전자 (005930)

BUY(Maintain)

목표주가 89,000원

주가(8/11) 71,000원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

삼성전자의 NVIDIA향 HBM4 시장 점유율이 30%까지 높아질 것으로 판단. 1)1cnm 성능 향상과 수율 개선, 2)HBM 후공정 수율 개선, 3)향상된 제품 성능이 목격되고 있기 때문. 제품의 qual. test가 6개월 정도 남아있어 상황을 계속 주시해야 하지만, 그 동안 보였던 발열 문제가 제기됐거나, 제품 성능이 경쟁사 대비 뒤쳐졌다고는 파악되지 않음. 연말로 갈수록 HBM4에 대한 기대감이 주가의 추가 상승을 이끌 것으로 판단함.

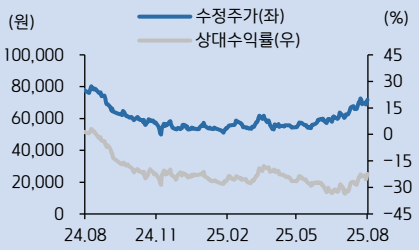
Stock Data

KOSPI (8/11)		3,206.77pt
시가총액		4,202,943억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	80,200 원	49,900원
최고/최저가 대비 등락	-11.5%	42.3%
주가수익률	절대	상대
1M	13.4%	12.3%
6M	27.5%	0.9%
1Y	-5.0%	-23.3%

Company Data

발행주식수		5,919,638 천주
일평균 거래량(3M)		18,609천주
외국인 지분율		50.6%
배당수익률(25.E)		2.4%
BPS(25.E)		62,632원
주요 주주	삼성생명보험 외 15인	20.2%

Price Trend



HBM4, 우려가 기대로 바뀔 때

>>> 2026년 HBM 시장 성장세 지속

2026년 HBM 산업은 성장세가 이어지지만, 극심했던 공급 부족은 해소될 전망이다. 1)삼성전자의 공격적인 증설과 HBM4 시장 진입, 2)삼성전자와 마이크론의 HBM 수율 개선, 3)증가세가 멈춘 NVIDIA의 HBM 탑재량 등으로 인해, 공급 증가율(+62%YoY)이 수요 증가율(+52%YoY)을 상회할 것으로 판단하기 때문이다. HBM의 총 시장규모는 591억달러(+41%YoY), NVIDIA향 시장규모(HBM4, HBM3e 합산)는 466억달러 (+55%YoY)로 각각 증가할 전망이다.

>>> 삼성전자, HBM4 점유율 확대 예상

HBM4는 1)1cnm 성능 향상 및 수율 개선, 2)HBM 후공정 수율 개선, 3)제품 성능 향상 등으로 인해, NVIDIA의 R200 내 점유율이 30%까지 높아질 것으로 판단한다. 제품의 qual. test가 6개월 정도 남아있어 상황을 계속 주시해야 하겠지만, 그 동안 보였던 발열 문제가 제기됐거나, 제품 성능이 경쟁사 대비 뒤쳐졌다고는 파악되지 않는다. 따라서 테스트가 진행되는 연말로 갈수록 삼성전자의 HBM4에 대한 투자자들의 기대치가 높아질 것으로 판단한다.

>>> 목표주가 89,000원, Top Pick 유지

일부 투자자들은 단기에 급 반등한 삼성전자의 주가에 대해 부담스러워하지만, 메모리 사이클 평균 P/B(1.5배) 미만인 1.2배에서 거래되고 있는 valuation에 더욱 주목해야만 한다. HBM4 및 파운드리 신규 거래선 확보에 대한 긍정적인 소식이 나오며, 주가의 추가 상승을 견인할 것이라는 기존 판단을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	314,032	332,173	356,422
영업이익	6,567	32,726	29,267	44,533	56,099
EBITDA	45,234	75,357	74,312	89,871	102,501
세전이익	11,006	37,530	34,586	49,194	59,916
순이익	15,487	34,451	28,982	37,879	46,135
지배주주지분순이익	14,473	33,621	28,292	36,978	45,037
EPS(원)	2,131	4,950	4,213	5,596	6,816
증감률(%,YoY)	-73.6	132.3	-14.9	32.8	21.8
PER(배)	36.8	10.7	16.9	12.7	10.4
PBR(배)	1.51	0.92	1.13	1.08	0.99
EV/EBITDA(배)	10.4	3.9	4.3	3.8	3.1
영업이익률(%)	2.5	10.9	9.3	13.4	15.7
ROE(%)	4.1	9.0	7.0	8.7	9.9
순차입금비율(%)	-16.9	-17.9	-19.5	-15.1	-18.0

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	**71,916**	**74,068**	**79,099**	**75,788**	**79,141**	**74,566**	**81,406**	**78,920**	**258,935**	**300,871**	**314,032**
%QoQ/%YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	9%	-3%	-14%	16%	4%
DS	**23,137**	**28,557**	**29,271**	**30,101**	**25,131**	**27,911**	**30,884**	**33,293**	**66,594**	**111,066**	**117,220**
Memory	17,494	21,738	22,273	22,958	19,069	21,241	24,034	25,985	44,125	84,463	90,329
Foundry/S.LSI	5,335	6,497	6,753	6,815	5,877	6,427	6,666	7,065	21,249	25,400	26,035
SDC	**5,386**	**7,646**	**7,999**	**8,126**	**5,867**	**6,414**	**7,475**	**7,980**	**30,975**	**29,158**	**27,737**
Large	449	570	531	619	359	462	593	647	1,707	2,169	2,061
Small	5,163	7,042	7,384	7,318	5,438	5,881	6,813	7,262	30,097	26,907	25,394
DX(MX, NW)	**33,530**	**27,382**	**30,523**	**25,803**	**37,010**	**29,210**	**32,495**	**26,619**	**112,415**	**117,238**	**125,333**
MX	32,791	26,641	29,981	25,012	36,188	28,490	31,886	25,801	108,633	114,425	122,365
NW	739	741	542	791	822	719	609	818	3,782	2,813	2,968
DX(VD, DA)	**13,480**	**14,422**	**14,141**	**14,413**	**14,512**	**14,118**	**13,585**	**13,792**	**56,444**	**56,456**	**56,007**
VD	7,234	7,544	7,582	8,572	7,756	7,009	6,933	7,446	30,375	30,932	29,144
매출원가	45,886	44,312	49,095	47,269	51,010	49,098	50,904	47,408	180,389	186,562	198,419
매출원가율	64%	60%	62%	62%	64%	66%	63%	60%	70%	62%	63%
매출총이익	26,029	29,756	30,004	28,519	28,131	25,468	30,502	31,512	78,547	114,309	115,612
판매비와관리비	19,423	19,312	20,820	22,027	21,445	20,809	21,824	22,341	71,980	81,583	86,418
영업이익	**6,606**	**10,444**	**9,183**	**6,493**	**6,685**	**4,676**	**8,706**	**9,200**	**6,567**	**32,726**	**29,267**
%QoQ/%YoY	134%	58%	-12%	-29%	3%	-30%	86%	6%	-85%	398%	-11%
DS	1,914	6,451	3,860	2,870	1,106	503	3,986	5,716	-14,879	15,094	11,311
%QoQ/%YoY	흑자전환	237%	-40%	-26%	-61%	-54%	692%	43%	적자전환	흑자전환	-25%
SDC	341	1,010	1,514	869	462	501	1,158	1,035	5,566	3,733	3,156
%QoQ/%YoY	-83%	196%	50%	-43%	-47%	8%	131%	-11%	-6%	-33%	-15%
DX(MX, NW)	3,545	2,231	2,843	2,099	4,374	3,100	3,214	2,244	13,016	10,718	12,931
%QoQ/%YoY	30%	-37%	27%	-26%	108%	-29%	4%	-30%	14%	-18%	21%
DX(VD, DA)	530	491	530	204	348	203	272	113	1,262	1,755	936
%QoQ/%YoY	-1139%	-7%	8%	-62%	71%	-42%	34%	-58%	-7%	39%	-47%
영업이익률	**9%**	**14%**	**12%**	**9%**	**8%**	**6%**	**11%**	**12%**	**3%**	**11%**	**9%**
DS	8%	23%	13%	10%	4%	2%	13%	17%	-22%	14%	10%
SDC	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	13%	18%	13%	11%
DX(MX, NW)	11%	8%	9%	8%	12%	11%	10%	8%	12%	9%	10%
DX(VD, DA)	4%	3%	4%	1%	2%	1%	2%	1%	2%	3%	2%
법인세차감전순이익	7,707	11,595	10,320	7,907	9,152	5,756	9,612	10,067	11,006	37,530	34,586
법인세비용	952	1,754	220	153	929	639	1,922	2,114	-4,481	3,078	5,605
당기순이익	**6,755**	**9,841**	**10,101**	**7,754**	**8,223**	**5,116**	**7,689**	**7,953**	**15,487**	**34,451**	**28,982**
당기순이익률	9%	13%	13%	10%	10%	7%	9%	10%	6%	11%	9%
총포괄손익	**11,750**	**14,131**	**5,256**	**20,160**	**9,436**	**6,346**	**7,001**	**8,677**	**18,837**	**51,296**	**31,460**
지배주주지분	11,534	13,807	4,935	19,772	9,312	6,263	6,909	8,563	17,846	50,048	31,048
KRW/USD	1,329	1,370	1,343	1,380	1,450	1,400	1,370	1,385	1,298	1,357	1,398

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	**71,916**	**74,068**	**79,099**	**75,788**	**79,141**	**74,566**	**81,406**	**78,920**	**258,935**	**300,871**	**314,032**
%QoQ/%YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	9%	-3%	-14%	16%	4%
DS	**23,137**	**28,557**	**29,271**	**30,101**	**25,131**	**27,911**	**30,884**	**33,293**	**66,594**	**111,066**	**117,220**
Memory	17,494	21,738	22,273	22,958	19,069	21,241	24,034	25,985	44,125	84,463	90,329
DRAM	10,632	13,453	14,370	15,525	13,195	14,214	16,525	18,769	28,057	53,981	62,703
NAND	6,862	8,284	7,903	7,433	5,874	7,028	7,508	7,216	16,069	30,483	27,625
Foundry/S.LSI	5,335	6,497	6,753	6,815	5,877	6,427	6,666	7,065	21,249	25,400	26,035
SDC	**5,386**	**7,646**	**7,999**	**8,126**	**5,867**	**6,414**	**7,475**	**7,980**	**30,975**	**29,158**	**27,737**
Large	449	570	531	619	359	462	593	647	1,707	2,169	2,061
Small	5,163	7,042	7,384	7,318	5,438	5,881	6,813	7,262	30,097	26,907	25,394
DX(MX, NW)	**33,530**	**27,382**	**30,523**	**25,803**	**37,010**	**29,210**	**32,495**	**26,619**	**112,415**	**117,238**	**125,333**
MX	32,791	26,641	29,981	25,012	36,188	28,490	31,886	25,801	108,633	114,425	122,365
NW	739	741	542	791	822	719	609	818	3,782	2,813	2,968
DX(VD, DA)	**13,480**	**14,422**	**14,141**	**14,413**	**14,512**	**14,118**	**13,585**	**13,792**	**56,444**	**56,456**	**56,007**
VD	7,234	7,544	7,582	8,572	7,756	7,009	6,933	7,446	30,375	30,932	29,144
영업이익	**6,606**	**10,444**	**9,183**	**6,493**	**6,685**	**4,676**	**8,706**	**9,200**	**6,567**	**32,726**	**29,267**
%QoQ/%YoY	134%	58%	-12%	-29%	3%	-30%	86%	6%	-85%	398%	-11%
DS	**1,914**	**6,451**	**3,860**	**2,870**	**1,106**	**503**	**3,986**	**5,716**	**-14,879**	**15,094**	**11,311**
Memory	2,682	6,883	5,722	5,340	2,931	3,065	5,622	6,796	-11,811	20,627	18,413
DRAM	2,339	4,978	4,742	4,968	3,695	3,736	6,117	7,314	-1,118	17,027	20,862
NAND	343	1,905	980	372	-764	-671	-496	-519	-10,694	3,600	-2,449
Foundry/S.LSI	-784	-195	-1,621	-2,726	-2,645	-2,520	-1,574	-1,160	-2,499	-5,326	-7,899
SDC	**341**	**1,010**	**1,514**	**869**	**462**	**501**	**1,158**	**1,035**	**5,566**	**3,733**	**3,156**
Large	-255	-221	-201	-198	-201	-150	-131	-103	-862	-875	-585
Small	596	1,231	1,715	1,067	663	651	1,289	1,138	6,428	4,608	3,741
DX(MX, NW)	**3,545**	**2,231**	**2,843**	**2,099**	**4,374**	**3,100**	**3,214**	**2,244**	**13,016**	**10,718**	**12,931**
DX(VD, DA)	**530**	**491**	**530**	**204**	**348**	**203**	**272**	**113**	**1,262**	**1,755**	**936**
영업이익률	**9%**	**14%**	**12%**	**9%**	**8%**	**6%**	**11%**	**12%**	**3%**	**11%**	**9%**
DS	**8%**	**23%**	**13%**	**10%**	**4%**	**2%**	**13%**	**17%**	**-22%**	**14%**	**10%**
Memory	15%	32%	26%	23%	15%	14%	23%	26%	-27%	24%	20%
DRAM	22%	37%	33%	32%	28%	26%	37%	39%	-4%	32%	33%
NAND	5%	23%	12%	5%	-13%	-10%	-7%	-7%	-67%	12%	-9%
Foundry/S.LSI	-15%	-3%	-24%	-40%	-45%	-39%	-24%	-16%	-12%	-21%	-30%
SDC	**6%**	**13%**	**19%**	**11%**	**8%**	**8%**	**15%**	**13%**	**18%**	**13%**	**11%**
Large	-57%	-39%	-38%	-32%	-56%	-32%	-22%	-16%	-51%	-40%	-28%
Small	12%	17%	23%	15%	12%	11%	19%	16%	21%	17%	15%
DX(MX, NW)	**11%**	**8%**	**9%**	**8%**	**12%**	**11%**	**10%**	**8%**	**12%**	**9%**	**10%**
DX(VD, DA)	**4%**	**3%**	**4%**	**1%**	**2%**	**1%**	**2%**	**1%**	**2%**	**3%**	**2%**
KRW/USD	1,329	1,370	1,343	1,380	1,450	1,400	1,370	1,385	1,298	1,357	1,398

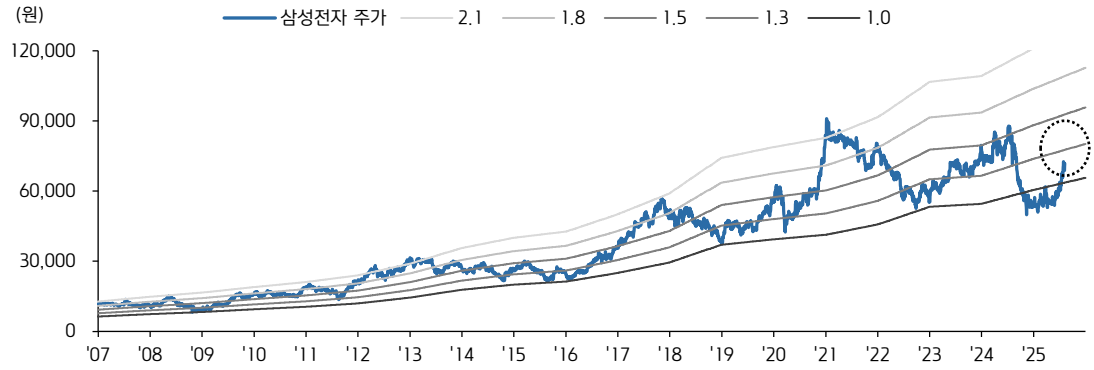
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 사업 부문별 Key Data

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM											
출하량 [백만개. 1Gb Eq]	26,205	27,253	27,335	23,945	24,185	26,845	29,261	31,310	91,762	104,739	111,601
%QoQ/%YoY	-15%	4%	0%	-12%	1%	11%	9%	7%	12%	14%	7%
ASP/1Gb [USD]	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.4	0.4
%QoQ/%YoY	20%	18%	9%	20%	-20%	1%	9%	5%	-44%	61%	6%
Cost/1Gb [USD]	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
%QoQ/%YoY	4%	-5%	16%	22%	-15%	3%	-7%	2%	-1%	6%	3%
영업이익/1Gb [USD]	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.0	0.1	0.1
영업이익률	22%	37%	33%	32%	28%	26%	37%	39%	-4%	32%	33%
NAND											
출하량[백만개. 1GB Eq]	83,105	79,781	72,202	70,433	63,390	81,139	86,008	83,427	271,429	305,522	313,965
%QoQ/%YoY	-2%	-4%	-9%	-2%	-10%	28%	6%	-3%	19%	13%	3%
ASP/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	31%	22%	8%	-6%	-15%	-4%	3%	-2%	-46%	61%	-14%
Cost/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-11%	-1%	22%	2%	-1%	-6%	0%	-1%	4%	-15%	6%
영업이익/1GB [USD]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률	5%	23%	12%	5%	-11%	-10%	-7%	-7%	-67%	12%	-9%
OLED Panel											
출하면적 ['000m^2]	1,020	1,192	1,304	1,237	941	993	1,167	1,153	5,301	4,753	4,253
%QoQ/%YoY	-36%	17%	9%	-5%	-24%	6%	18%	-1%	1%	-10%	-11%
ASP/m^2 [USD]	3,807	4,311	4,216	4,288	3,986	4,231	4,262	4,549	4,373	4,171	4,272
%QoQ/%YoY	-15%	13%	-2%	2%	-7%	6%	1%	7%	-11%	-5%	2%
Smartphone											
출하량 [백만개]	60	54	56	52	61	58	59	54	226	222	232
%QoQ/%YoY	13%	-10%	4%	-7%	17%	-5%	2%	-9%	-13%	-2%	4%
ASP/Unit [USD]	337	279	301	260	326	270	301	261	288	296	291
%QoQ/%YoY	30%	-17%	8%	-14%	26%	-17%	11%	-13%	5%	3%	-2%
TV Set											
출하량 [백만개]	8.5	8.1	9.1	9.6	9.0	8.3	9.2	9.7	37.6	35.3	36.2
%QoQ/%YoY	-17%	-5%	13%	5%	-5%	-8%	11%	5%	-6%	-6%	3%
ASP/Unit [USD]	638	681	620	649	591	603	550	556	624	646	574
%QoQ/%YoY	4%	7%	-9%	5%	-9%	2%	-9%	1%	-4%	4%	-11%

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B Chart

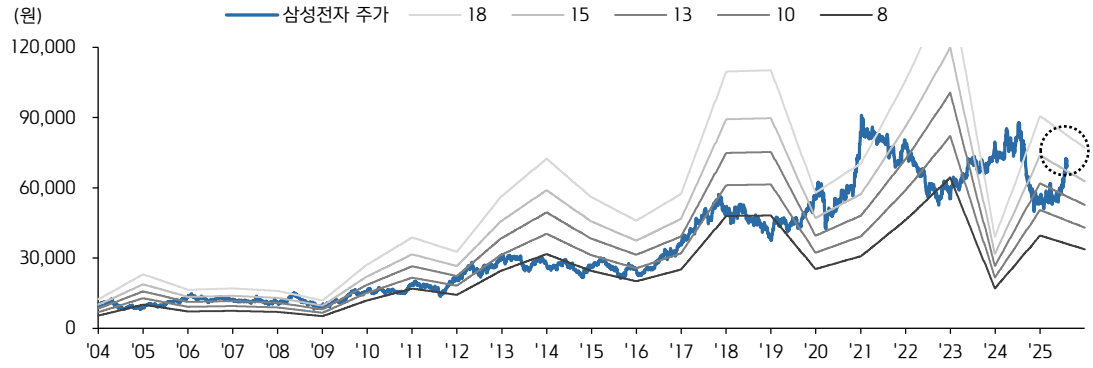


자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B vs. ROE

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	314,032	332,173	356,422
매출원가	180,389	186,562	198,419	197,336	206,990
매출총이익	78,547	114,309	115,612	134,837	149,432
판관비	71,980	81,583	86,418	90,305	93,333
영업이익	6,567	32,726	29,267	44,533	56,099
EBITDA	45,234	75,357	74,312	89,871	102,501
영업외손익	4,439	4,804	5,319	4,661	3,817
이자수익	4,358	4,819	3,841	2,230	2,520
이자비용	930	904	763	676	516
외환관련이익	10,609	10,998	9,026	7,215	5,630
외환관련손실	10,711	11,361	7,805	5,598	5,615
종속 및 관계기업손익	888	751	472	829	890
기타	225	501	548	661	908
법인세차감전이익	11,006	37,530	34,586	49,194	59,916
법인세비용	-4,481	3,078	5,605	11,315	13,781
계속사업순손익	15,487	34,451	28,982	37,879	46,135
당기순이익	15,487	34,451	28,982	37,879	46,135
지배주주순이익	14,473	33,621	28,292	36,978	45,037
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-14.3	16.2	4.4	5.8	7.3
영업이익 증감율	-84.9	398.3	-10.6	52.2	26.0
EBITDA 증감율	-45.2	66.6	-1.4	20.9	14.1
지배주주순이익 증감율	-73.6	132.3	-15.9	30.7	21.8
EPS 증감율	-73.6	132.3	-14.9	32.8	21.8
매출총이익율(%)	30.3	38.0	36.8	40.6	41.9
영업이익률(%)	2.5	10.9	9.3	13.4	15.7
EBITDA Margin(%)	17.5	25.0	23.7	27.1	28.8
지배주주순이익률(%)	5.6	11.2	9.0	11.1	12.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	226,368	208,407	222,713
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	51,747	18,716	29,090
단기금융자산	23,326	58,946	65,430	79,171	81,546
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	48,062	47,224	51,402
재고자산	51,626	51,755	51,307	53,399	50,055
기타유동자산	8,623.0	9,409.0	9,822.0	9,897.0	10,620.0
비유동자산	259,969	287,470	292,084	312,412	332,195
투자자산	20,680	24,349	26,165	28,472	31,407
유형자산	187,256	205,945	213,880	230,880	245,798
무형자산	22,742	23,739	22,694	22,019	21,684
기타비유동자산	29,291	33,437	29,345	31,041	33,306
자산총계	455,906	514,532	518,451	520,819	554,908
유동부채	75,719	93,326	77,268	65,356	62,494
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	49,093	36,200	38,209
단기금융부채	18,307	27,936	24,733	26,162	21,072
기타유동부채	3,862	3,867	3,442	2,994	3,213
비유동부채	16,509	19,014	16,153	8,417	5,261
장기금융부채	12,629	12,581	9,462	4,146	2,050
기타비유동부채	3,880	6,433	6,691	4,271	3,211
부채총계	92,228	112,340	93,421	73,773	67,755
지배지분	353,234	391,688	413,836	434,950	473,959
자본금	898	898	879	879	879
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본	99	-1,725	-1,725	-1,725	-1,725
기타포괄손익누계액	1,181	17,598	20,974	24,468	28,190
이익잉여금	346,652	370,513	389,303	406,924	442,211
비지배지분	10,444	10,504	11,194	12,096	13,195
자본총계	363,678	402,192	425,030	447,046	487,153

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	64,193	53,699	99,313
당기순이익	15,487	34,451	28,982	37,879	46,135
비현금항목의 가감	36,520	42,947	44,776	52,259	55,277
유형자산감가상각비	35,532	39,650	41,482	42,001	43,209
무형자산감가상각비	3,134	2,981	3,563	3,338	3,193
지분법평가손익	-888	-751	-784	-829	-890
기타	-1,258	1,067	515	7,749	9,765
영업활동자산부채증감	-5,459	-1,568	-7,307	-26,947	9,408
매출채권및기타채권의감소	236	-3,139	5,184	837	-4,178
재고자산의감소	-3,207	2,541	448	-2,092	3,344
매입채무및기타채무의증가	1,104	-1,539	-12,430	-12,893	2,010
기타	-3,592	569	-509	-12,799	8,232
기타현금흐름	-2,411	-2,847	-2,258	-9,492	-11,507
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-52,726	-70,157	-58,679
유형자산의 취득	-57,611	-51,406	-49,659	-59,215	-58,312
유형자산의 처분	98	156	241	214	186
무형자산의 순취득	-2,911	-2,319	-2,518	-2,663	-2,858
투자자산의감소(증가)	3,904	-2,918	-1,032	-1,478	-2,045
단기금융자산의감소(증가)	42,220	-35,620	-6,484	-13,740	-2,375
기타	-2,623	6,725	6,726	6,725	6,725
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-9,494	-8,597	-25,131
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	344	913	-5,766
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0	0	-19	0	0
자기주식처분(취득)	0	-1,812	0	0	0
배당금지급	-9,864	-10,889	-9,811	-9,501	-19,357
기타	-10	-8	-8	-9	-8
기타현금흐름	779	4,821	-3,931	-7,976	-5,128
현금 및 현금성자산의 순증가	19,400	-15,375	-1,958	-33,031	10,374
기초현금 및 현금성자산	49,681	69,081	53,706	51,747	18,716
기말현금 및 현금성자산	69,081	53,706	51,747	18,716	29,090

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,131	4,950	4,213	5,596	6,816
BPS	52,002	57,663	62,632	65,827	71,731
CFPS	7,656	11,394	10,985	13,642	15,348
DPS	1,444	1,446	1,446	2,946	1,488
주가배수(배)					
PER	36.8	10.7	16.9	12.7	10.4
PER(최고)	36.8	17.9	14.6		
PER(최저)	25.6	10.1	12.1		
PBR	1.5	0.9	1.1	1.1	1.0
PBR(최고)	1.5	1.5	1.0		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.8		
PSR	2.1	1.2	1.5	1.4	1.3
PCFR	10.3	4.7	6.5	5.2	4.6
EV/EBITDA	10.4	3.9	4.3	3.8	3.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	55.7	25.0	28.7	44.7	18.6
배당수익률(%,보통주,현금)	1.8	2.7	2.4	4.9	2.5
ROA	3.4	7.1	5.6	7.3	8.6
ROE	4.1	9.0	7.0	8.7	9.9
ROIC	-1.2	9.0	9.6	10.3	12.0
매출채권회전율	6.1	6.2	6.2	7.0	7.2
재고자산회전율	5.0	5.8	6.1	6.3	6.9
부채비율	25.4	27.9	22.0	16.5	13.9
순차입금비율	-16.9	-17.9	-19.5	-15.1	-18.0
이자보상배율,현금	7.1	36.2	38.4	65.9	108.8
총차입금	30,936	40,517	34,195	30,308	23,121
순차입금	-61,471	-72,134	-82,983	-67,579	-87,515
EBITDA	45,234	75,357	74,312	89,871	102,501
FCF	-30,251	13,418	15,282	-9,488	37,346

자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

Outperform (Downgrade)

목표주가 300,000원(상향)

주가(8/11) 267,000원

반도체 Analyst **박유악**
yuak.pak@kiwoom.com

'26년 HBM 매출액 40.3조원(+14%YoY)으로 성장세 이어갈 전망. NVIDIA 내에서의 HBM4 점유율 하락이 예상되지만, ASIC 진영 내에서의 점유율이 상승할 것으로 판단하기 때문. HBM4의 가격도 상승하며 실적 성장에 기여할 것. 목표주가를 30만원으로 상향 조정함.

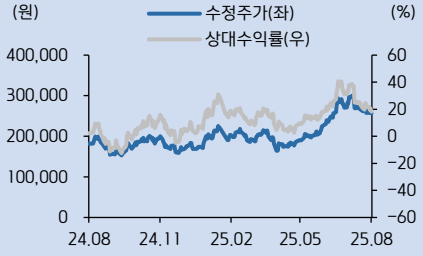
Stock Data

KOSPI (8/11)		3,206.77pt
시가총액		1,943,766억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	300,000 원	152,800원
최고/최저가 대비 등락	-11.0%	74.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-9.3%	-10.2%
6M	33.7%	5.9%
1Y	55.7%	25.7%

Company Data

발행주식수		728,002 천주
일평균 거래량(3M)		3,510천주
외국인 지분율		55.1%
배당수익률(25.E)		0.7%
BPS(25.E)		141,496원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 9인	20.1%

Price Trend



HBM 실적 성장 지속

>>> 2026년 HBM 시장 성장세 지속

2026년 HBM 산업은 성장세가 이어지지만, 극심했던 공급 부족은 해소될 전망이다. 1)NVIDIA의 HBM 탑재량 증가율 둔화, 2)삼성전자의 공격적인 증설, 3)삼성전자와 마이크론의 HBM 수율 개선 등으로 인해, 공급 증가율(+62%YoY)이 수요 증가율(+52%YoY)을 상회할 것으로 판단하기 때문이다. HBM의 총 시장규모는 591억달러(+41%YoY), NVIDIA향 시장규모(HBM4, HBM3e 합산)는 466억달러(+55%YoY)로 각각 증가할 전망이다.

>>> 2026년에도 이어질 HBM 실적 성장

SK하이닉스의 2026년 HBM 매출액은 40.3조원(+14%YoY)을 기록하며, 성장세를 이어갈 전망이다. NVIDIA 내에서의 HBM4 점유율은 올해 공급 중인 HBM3e 대비 하락하지만, ASIC 진영 내에서의 시장 점유율이 크게 상승할 것으로 판단하기 때문이다. 또한 HBM4의 공급 가격도 크게 상승하며, 2026년 실적 성장에 기여할 것이다.

>>> 목표주가 30만원으로 상향

HBM 실적 전망치 변경을 반영해 목표주가를 기존 26만원에서 30만원으로 상향한다. 다만 투자 의견은 목표주가와 주가의 괴리율을 감안하여 Outperform으로 하향 조정한다. SK하이닉스의 EPS 성장률이 둔화될 것으로 예상되는 가운데, HBM 시장 점유율 하락에 대한 우려가 존재하기 때문에, 당분간 주가의 상승 탄력이 둔화될 수 있다. 그러나 2026년에도 HBM 시장 1위의 지위가 지속될 것으로 예상되기 때문에, 주가의 하방 risk 또한 제한적일 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	84,106	89,741	94,497
영업이익	-7,730	23,467	35,363	37,732	44,719
EBITDA	5,943	36,049	48,275	51,813	59,686
세전이익	-11,658	23,885	35,541	38,371	45,822
순이익	-9,138	19,797	28,631	30,144	35,997
지배주주지분순이익	-9,112	19,789	28,620	30,131	35,982
EPS(원)	-12,517	27,182	39,312	41,389	49,426
증감률(%,YoY)	적전	흑전	44.6	5.3	19.4
PER(배)	-11.3	6.4	6.8	6.5	5.4
PBR(배)	1.9	1.7	1.9	1.5	1.1
EV/EBITDA(배)	22.0	3.9	3.1	2.6	1.6
영업이익률(%)	-23.6	35.5	42.0	42.0	47.3
ROE(%)	-15.6	31.1	32.4	25.5	23.7
순차입금비율(%)	52.3	20.4	-1.6	-14.3	-31.4

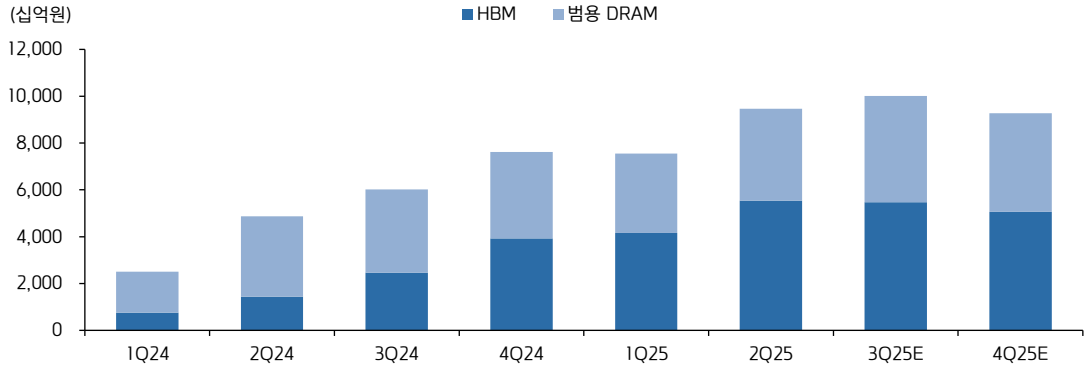
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM											
출하량 [백만 Gb]	16,363	19,799	19,403	20,567	19,020	23,585	24,057	24,538	65,158	76,131	91,200
QoQ/YoY	-15%	21%	-2%	6%	-8%	24%	2%	2%	14%	17%	20%
ASP/Gb [USD]	0.35	0.40	0.46	0.51	0.51	0.52	0.53	0.51	0.24	0.43	0.52
QoQ/YoY	21%	15%	15%	10%	0%	1%	2%	-4%	-37%	79%	19%
Cost/Gb [USD]	0.23	0.22	0.23	0.24	0.24	0.23	0.22	0.23	0.23	0.23	0.23
QoQ/YoY	5%	-6%	6%	5%	-3%	-3%	-3%	5%	-9%	-1%	-1%
Operating Profits/Gb [USD]	0.12	0.18	0.23	0.26	0.27	0.29	0.30	0.27	0.01	0.20	0.28
OPm/Gb	33%	45%	50%	52%	54%	56%	58%	54%	3%	46%	55%
NAND											
출하량[백만 1GB]	51,174	49,946	42,454	40,756	33,012	56,451	57,016	54,735	185,053	184,331	201,215
QoQ/YoY	0%	-2%	-15%	-4%	-19%	71%	1%	-4%	20%	0%	9%
ASP/GB [USD]	0.06	0.07	0.09	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.04	0.08	0.06
QoQ/YoY	32%	17%	15%	-4%	-20%	-9%	-3%	-5%	-44%	92%	-22%
Cost/GB [USD]	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.06
QoQ/YoY	-3%	4%	5%	9%	-8%	-8%	-2%	-2%	-13%	-6%	-6%
Operating Profits/GB [USD]	0.00	0.01	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.03	0.01	0.00
OPm/Gb	5%	15%	22%	12%	-1%	-2%	-3%	-6%	-76%	14%	-3%
매출액	**12,430**	**16,423**	**17,573**	**19,767**	**17,639**	**22,230**	**22,339**	**21,897**	**32,766**	**66,193**	**84,106**
QoQ/YoY Growth	10%	32%	7%	12%	-11%	26%	0%	-2%	-27%	102%	27%
DRAM	7,585	10,838	12,156	14,641	14,111	17,056	17,365	17,296	20,776	45,221	65,827
NAND	4,352	5,105	4,933	4,707	3,163	4,746	4,550	4,225	9,608	19,096	16,685
매출원가	7,635	8,927	8,402	9,401	7,537	10,246	10,010	10,156	33,299	34,365	37,948
매출원가율	61%	54%	48%	48%	43%	46%	45%	46%	102%	52%	45%
매출총이익	4,795	7,496	9,171	10,366	10,102	11,985	12,329	11,741	-533	31,828	46,158
판매비와관리비	1,909	2,028	2,141	2,283	2,661	2,770	2,507	2,856	7,197	8,361	10,795
영업이익	**2,886**	**5,469**	**7,030**	**8,083**	**7,441**	**9,214**	**9,823**	**8,885**	**-7,730**	**23,467**	**35,363**
QoQ/YoY Growth	734%	89%	29%	15%	-8%	24%	7%	-10%	적자전환	흑자전환	51%
DRAM	2,503	4,877	6,017	7,613	7,551	9,471	10,010	9,269	733	21,011	36,302
NAND	218	766	1,085	565	-32	-109	-135	-261	-7,331	2,633	-537
영업이익률	**23%**	**33%**	**40%**	**41%**	**42%**	**41%**	**44%**	**41%**	**-24%**	**35%**	**42%**
DRAM	33%	45%	50%	52%	54%	56%	58%	54%	4%	46%	55%
NAND	5%	15%	22%	12%	-1%	-2%	-3%	-6%	-76%	14%	-3%
법인세차감전손익	2,373	5,052	6,879	9,581	9,299	8,723	9,098	8,421	-11,658	23,885	35,541
법인세비용	456	932	1,126	1,575	1,191	1,726	2,073	1,919	-2,520	4,088	6,910
당기순이익	**1,917**	**4,120**	**5,753**	**8,006**	**8,108**	**6,996**	**7,025**	**6,502**	**-9,138**	**19,797**	**28,631**
당기순이익률	15%	25%	33%	41%	46%	31%	31%	30%	-28%	30%	34%
KRW/USD	1,330	1,370	1,359	1,400	1,452	1,400	1,370	1,395	1,315	1,368	1,401

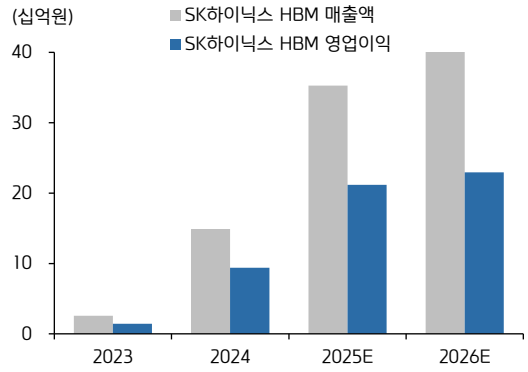
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 부문 영업이익 Breakdown



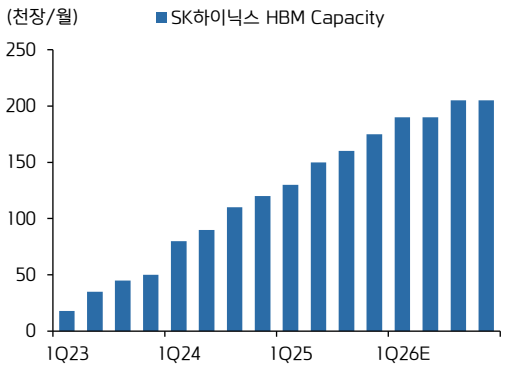
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 실적



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM Capacity



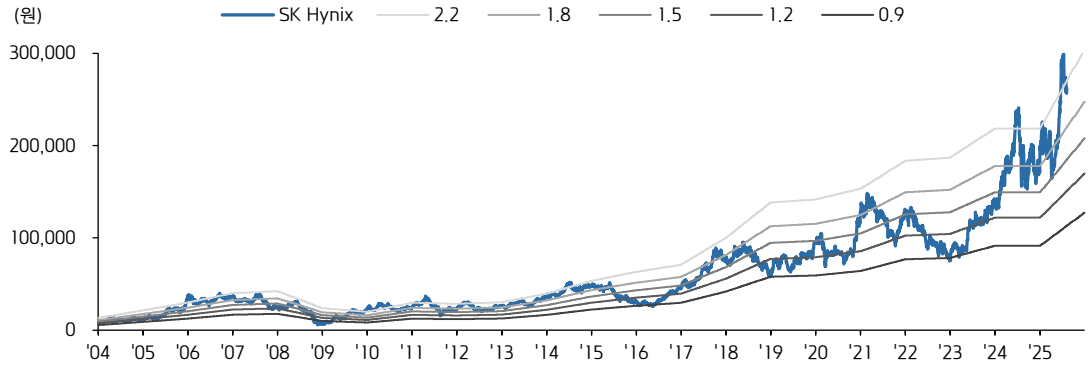
자료: 키움증권 리서치센터

HBM 공급 업체별 제품 양산 시기 및 specification

	삼성전자		SK 하이닉스		마이크론	
	HBM3e	HBM4	HBM3e	HBM4	HBM3e	HBM4
생산 공정 [nm]	1a	1c	1b	1b	1b	1b
샘플 공급	**1Q25**	**3Q25**	**1Q24**	**2Q25**	**3Q24**	**2Q25**
대량 양산	**1H26**	**1H26**	**3Q24**	**1H26**	**2Q25**	**1H26**
HBM 용량 [GB]	36	36, 48	36	36, 48	36	36, 48
Stacks [hi]	12	12, 16	12	12, 16	12	12, 16
Bandwidth [TB/s]	1.25	~2.4	1.25	2.0+	1.2	2.0+
I/O pins [unit]	1024	2048	1024	2048	1024	2048

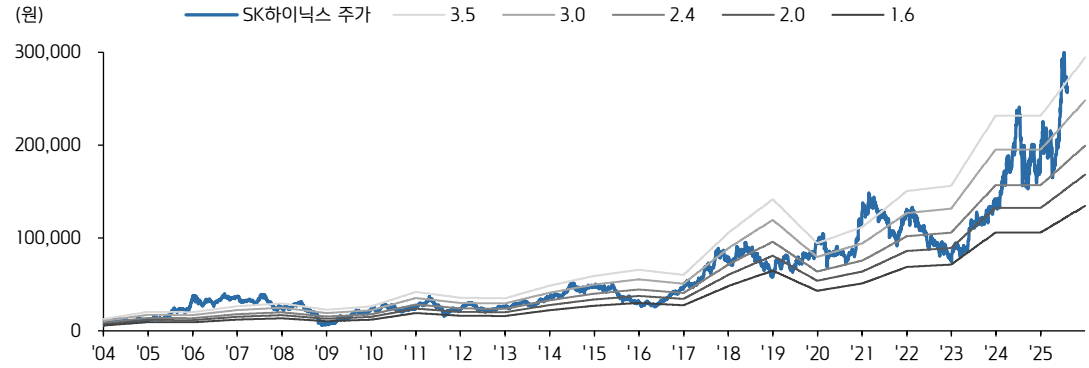
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B Ratio



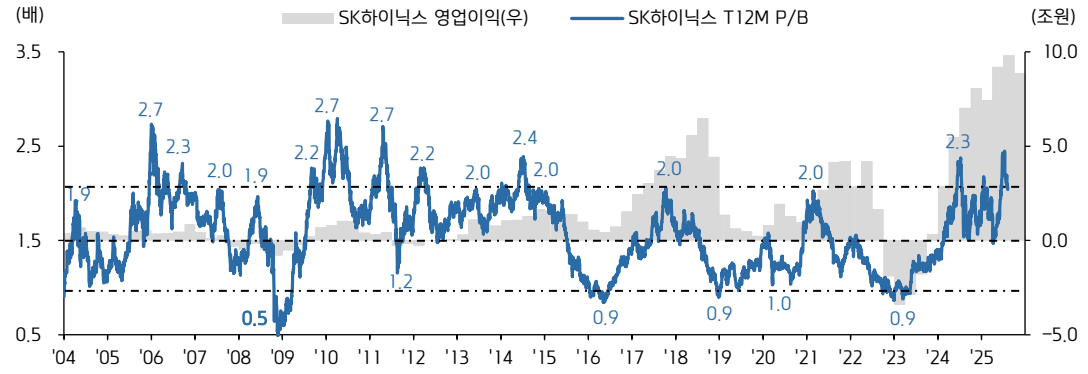
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/S Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B vs. 영업이익



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 6개월 목표주가: 300,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	**66,193**	**84,106**	**89,741**	**94,497**	**89,489**	**103,539**
Growth	102.0%	27.1%	6.7%	5.3%	-5.3%	15.7%
EPS [원]	**27,182**	**39,312**	**41,389**	**49,426**	**44,387**	**56,599**
Growth	-317.2%	44.6%	5.3%	19.4%	-10.2%	27.5%
BPS [원]	**101,515**	**141,496**	**183,536**	**233,137**	**278,183**	**335,453**
Growth	38.1%	39.4%	29.7%	27.0%	19.3%	20.6%
ROCE(Return On Common Equity)	31.1%	32.4%	25.5%	23.7%	17.4%	18.4%
COE(Cost of Equity)	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
Residual Earnings(ROCE-COE)	19.8%	21.1%	14.3%	12.5%	6.1%	7.2%
PV of Residual Earnings		**23,096**	**18,728**	**18,947**	**10,274**	**13,044**
Equity Beta	1.4					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	11.2%					
Continuing Value	163,556					
Beginning Common Shareholders' Equity	101,515					
PV of RE for the Forecasting Period	84,088					
PV of Continuing Value	96,131					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	**297,112**					

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 6% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	84,106	89,741	94,497
매출원가	33,299	34,365	37,948	41,388	39,067
매출총이익	-533	31,828	46,158	48,353	55,430
판관비	7,197	8,361	10,795	10,621	10,711
영업이익	-7,730	23,467	35,363	37,732	44,719
EBITDA	5,943	36,049	48,275	51,813	59,686
영업외손익	-3,928	418	179	639	1,103
이자수익	216	345	248	446	1,106
이자비용	1,468	1,345	392	186	189
외환관련이익	1,904	4,221	8,756	3,120	3,286
외환관련손실	2,222	3,952	8,258	3,034	3,195
종속 및 관계기업손익	15	-38	0	0	0
기타	-2,373	1,187	-175	293	95
법인세차감전이익	-11,658	23,885	35,541	38,371	45,822
법인세비용	-2,520	4,088	6,910	8,228	9,825
계속사업순손익	-9,138	19,797	28,631	30,144	35,997
당기순이익	-9,138	19,797	28,631	30,144	35,997
지배주주순이익	-9,112	19,789	28,620	30,131	35,982
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-26.6	102.0	27.1	6.7	5.3
영업이익 증감율	-213.5	-403.6	50.7	6.7	18.5
EBITDA 증감율	-71.6	506.6	33.9	7.3	15.2
지배주주순이익 증감율	-508.7	-317.2	44.6	5.3	19.4
EPS 증감율	적전	흑전	44.6	5.3	19.4
매출총이익율(%)	-1.6	48.1	54.9	53.9	58.7
영업이익률(%)	-23.6	35.5	42.0	42.0	47.3
EBITDA Margin(%)	18.1	54.5	57.4	57.7	63.2
지배주주순이익률(%)	-27.8	29.9	34.0	33.6	38.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	38,506	51,698	85,193
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	6,386	17,836	49,317
단기금융자산	1,433	3,010	3,825	5,343	8,137
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	12,295	11,446	12,052
재고자산	13,481	13,314	14,157	15,106	13,615
기타유동자산	1,025	1,451	1,843	1,967	2,072
비유동자산	69,862	77,576	83,016	91,530	94,502
투자자산	5,809	6,522	6,832	7,167	7,824
유형자산	52,705	60,157	67,883	76,251	78,704
무형자산	3,835	4,019	3,395	2,894	2,492
기타비유동자산	7,513	6,878	4,906	5,218	5,482
자산총계	100,330	119,855	121,522	143,228	179,695
유동부채	21,008	24,965	13,122	6,574	6,993
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	9,232	4,970	5,234
단기금융부채	11,773	9,150	3,581	1,429	1,575
기타유동부채	2,209	2,429	309	175	184
비유동부채	25,819	20,974	5,367	3,003	2,926
장기금융부채	25,255	20,146	4,964	2,624	2,547
기타비유동부채	564	828	403	379	379
부채총계	46,826	45,940	18,489	9,577	9,919
지배지분	53,504	73,903	103,009	133,615	169,724
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
기타자본	-2,269	-2,192	-2,192	-2,192	-2,192
기타포괄손익누계액	1,014	2,532	4,052	5,560	7,066
이익잉여금	46,729	65,418	93,004	122,102	156,706
비지배지분	-1	12	24	37	52
자본총계	53,504	73,916	103,033	133,651	169,776

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	33,645	37,974	50,064
당기순이익	-9,138	19,797	28,631	30,144	35,997
비현금항목의 가감	15,033	17,054	18,308	20,390	22,216
유형자산감가상각비	13,121	11,985	12,288	13,580	14,564
무형자산감가상각비	553	596	624	501	402
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,359	4,473	5,396	6,309	7,250
영업활동자산부채증감	794	-5,600	-6,290	-4,643	708
매출채권및기타채권의감소	-1,406	-5,098	1,004	849	-607
재고자산의감소	2,288	167	-843	-949	1,491
매입채무및기타채무의증가	83	-1,103	-4,154	-4,262	263
기타	-171	434	-2,297	-281	-439
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-7,004	-7,917	-8,857
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-20,256	-22,920	-19,588
유형자산의 취득	-8,325	-15,946	-20,424	-22,428	-17,578
유형자산의 처분	1,540	47	410	480	560
무형자산의 순취득	-454	-697	0	0	0
투자자산의감소(증가)	1,559	-714	-309	-335	-657
단기금융자산의감소(증가)	13	-1,577	-815	-1,518	-2,794
기타	-1,668	882	882	881	881
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-18,757	-5,096	-1,560
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-16,641	-3,467	69
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	25	94	0	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,520	-1,034	-1,034
기타	-471	-596	-596	-595	-595
기타현금흐름	-30	530	548	1,493	2,565
현금 및 현금성자산의 순증가	2,610	3,618	-4,820	11,451	31,481
기초현금 및 현금성자산	4,977	7,587	11,205	6,386	17,836
기말현금 및 현금성자산	7,587	11,205	6,386	17,836	49,317

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	39,312	41,389	49,426
BPS	73,495	101,515	141,496	183,536	233,137
CFPS	8,098	50,619	64,477	69,414	79,962
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	2,000
주가배수(배)					
PER	-11.3	6.4	6.8	6.5	5.4
PER(최고)	-11.5	9.1	5.8		
PER(최저)	-5.8	4.7	4.3		
PBR	1.9	1.7	1.9	1.5	1.1
PBR(최고)	2.0	2.4	1.6		
PBR(최저)	1.0	1.3	1.2		
PSR	3.1	1.9	2.3	2.2	2.1
PCFR	17.5	3.4	4.1	3.8	3.3
EV/EBITDA	22.0	3.9	3.1	2.6	1.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	-9.0	7.7	3.6	3.4	3.8
배당수익률(%,보통주,현금)	0.8	1.3	0.6	0.6	0.8
ROA	-8.9	18.0	23.7	22.8	22.3
ROE	-15.6	31.1	32.4	25.5	23.7
ROIC	-11.4	25.7	33.3	29.8	33.0
매출채권회전율	5.3	6.5	6.6	7.6	8.0
재고자산회전율	2.2	4.9	6.1	6.1	6.6
부채비율	87.5	62.2	17.9	7.2	5.8
순차입금비율	52.3	20.4	-1.6	-14.3	-31.4
이자보상배율,현금	-5.3	17.4	90.1	202.7	236.2
총차입금	37,028	29,296	8,545	4,053	4,123
순차입금	28,007	15,081	-1,665	-19,126	-53,332
EBITDA	5,943	36,049	48,275	51,813	59,686
FCF	-1,432	10,118	15,480	16,975	33,662

자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 (357780)

BUY(Maintain)

목표주가 290,000원(상향)

주가(8/11) 233,500원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

2Q25 영업이익 292억원으로, 당사의 기존 전망치 및 시장 컨센서스를 하회할 전망. 성과급 지급 등을 포함한 일회성 비용 반영 때문. 3Q25 영업이익은 452억원으로 턴어라운드 할 전망이며, 중장기적으로는 SFS글로벌을 통한 해외(TSMC 등) 판매 확대 기대. 목표주가를 29만원으로 상향하고, 반도체 소재 업종 top pick을 유지함.

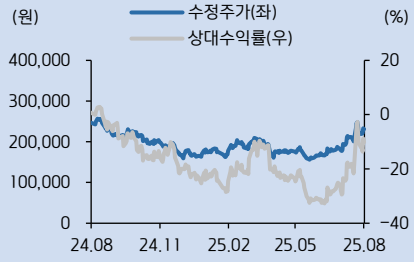
Stock Data

KOSDAQ (8/11)		811.85pt
시가총액		18,163억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	256,500 원	156,000원
최고/최저가 대비 등락	-9.0%	49.7%
주가수익률	절대	상대
1M	19.9%	18.2%
6M	21.6%	12.3%
1Y	-3.7%	-9.3%

Company Data

발행주식수		7,779 천주
일평균 거래량(3M)		33천주
외국인 지분율		30.3%
배당수익률(25.E)		1.3%
BPS(25.E)		147,318원
주요 주주	정지완 외 8인	44.9%

Price Trend



삼성전자 HBM4, 파운드리 수혜

>>> 2Q25 영업이익 292억원 전망

솔브레인의 2Q25 실적은 매출액 2,397억원(+11%YoY)과 영업이익 292억원(-36%YoY)을 기록하며, 당사 전망치 및 시장 컨센서스를 하회할 것으로 예상된다. SFS글로벌의 연결 편입으로 인한 매출액 성장이 예상되지만, 성과급 지급 등을 포함한 일회성 비용 반영으로 인해 수익성이 크게 하락할 것으로 판단하기 때문이다. 사업 부문별 매출액은 반도체 1,622억원(-0.4%QoQ), 디스플레이 176억원(-17%QoQ), 이차전지/SFS글로벌 매출액 559억원(+164%QoQ)을 각각 기록할 것으로 예상된다.

>>> 3Q25 영업이익 452억원 전망

3Q25 실적은 매출액 2,396억원(+9%YoY)과 영업이익 452억원(+14%YoY)으로 턴어라운드 할 전망이다. 1)SFS 글로벌의 연결 편입 효과, 2)반도체 소재의 수익성 개선, 3)2Q25 일회성 비용의 제거 효과 등을 예상하기 때문이다. SFS글로벌은 반도체 소재의 운송 용기와 저장 탱크, 열 교환기, 대형 라이닝 파이프 등을 제조·공급하고 있으며, TSMC를 비롯한 글로벌 반도체 업체들을 고객으로 한다. 따라서 단기적으로는 연결 편입에 따른 실적 증대 효과, 중장기적으로는 SFS를 통한 해외(TSMC 등) 판매 확대를 기대할 수 있다.

>>> 목표주가 상향, 반도체 소재 Top Pick

3Q25 실적 반등과 선단 공정(1cnm DRAM, HBM4, 10세대 V-NAND, 2nm 파운드리)향 신규 소재 공급이 주가의 추가 반등을 이끌 것으로 판단한다. 삼성전자향 소재 공급량 증가 효과를 반영해 목표주가를 29만원으로 상향하고, 반도체 소재 업종 top pick을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	844.0	863.4	934.8	1,008.9	1,122.9
영업이익	133.5	167.9	156.2	199.6	218.3
EBITDA	194.0	226.9	223.6	268.7	288.7
세전이익	161.3	167.1	158.9	205.3	224.8
순이익	131.0	119.6	126.6	158.1	171.5
지배주주지분순이익	130.4	118.4	125.3	156.4	169.8
EPS(원)	16,759	15,226	16,182	20,331	22,358
증감률(%,YoY)	-19.9	-9.1	6.3	25.6	10.0
PER(배)	18.1	10.9	14.4	11.5	10.4
PBR(배)	2.65	1.28	1.59	1.39	1.23
EV/EBITDA(배)	11.5	4.4	4.3	3.2	2.6
영업이익률(%)	15.8	19.4	16.7	19.8	19.4
ROE(%)	15.6	12.5	11.7	13.0	12.5
순차입금비율(%)	-17.8	-29.9	-36.9	-40.6	-44.4

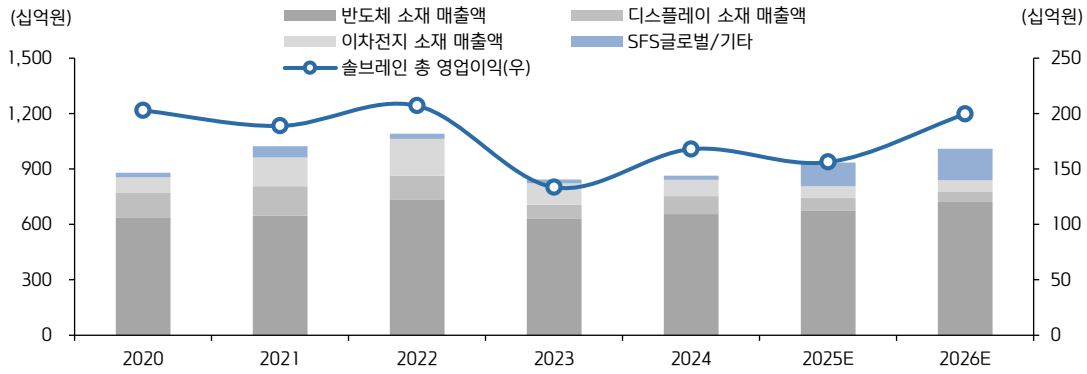
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**210.7**	**216.3**	**219.9**	**216.5**	**209.5**	**239.7**	**239.6**	**246.0**	**863.4**	**934.8**	**1,008.9**
%YoY	-13%	-1%	17%	11%	-1%	11%	9%	14%	2%	8%	8%
반도체	160.2	159.5	167.6	169.3	167.0	166.2	167.0	174.0	656.6	674.2	721.1
디스플레이	19.6	26.8	28.4	22.1	21.3	17.6	16.2	13.7	96.9	68.7	54.6
이차전지/기타(SFS 글로벌)	30.8	30.0	23.9	25.1	21.2	55.9	56.5	58.3	109.9	191.9	233.3
매출원가	**147.0**	**151.4**	**159.6**	**159.0**	**151.5**	**173.3**	**168.4**	**173.8**	**617.0**	**667.1**	**708.7**
매출원가율	70%	70%	73%	73%	72%	72%	70%	71%	71%	71%	70%
매출총이익	63.7	64.9	60.3	57.5	57.9	66.4	71.3	72.1	246.4	267.8	300.2
판매비와관리비	17.7	19.1	20.6	21.0	21.9	37.2	26.1	26.4	78.4	111.5	100.7
영업이익	**46.0**	**45.8**	**39.7**	**36.4**	**36.0**	**29.2**	**45.2**	**45.7**	**167.9**	**156.2**	**199.6**
%YoY	-6%	38%	39%	60%	-22%	-36%	14%	26%	26%	-7%	28%
영업이익률	22%	21%	18%	17%	17%	12%	19%	19%	19%	17%	20%
법인세차감전손익	63.9	56.8	32.0	14.4	38.9	20.2	48.5	51.2	167.1	158.9	205.3
법인세비용	17.8	12.7	2.2	14.8	5.9	3.4	11.2	11.8	47.5	32.3	47.2
당기순이익	**46.2**	**44.1**	**29.8**	**-0.4**	**33.0**	**16.8**	**37.4**	**39.4**	**119.6**	**126.6**	**158.1**
당기순이익률	22%	20%	14%	0%	16%	7%	16%	16%	14%	14%	16%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,452	1,400	1,360	1,385	1,365	1,399	1,350

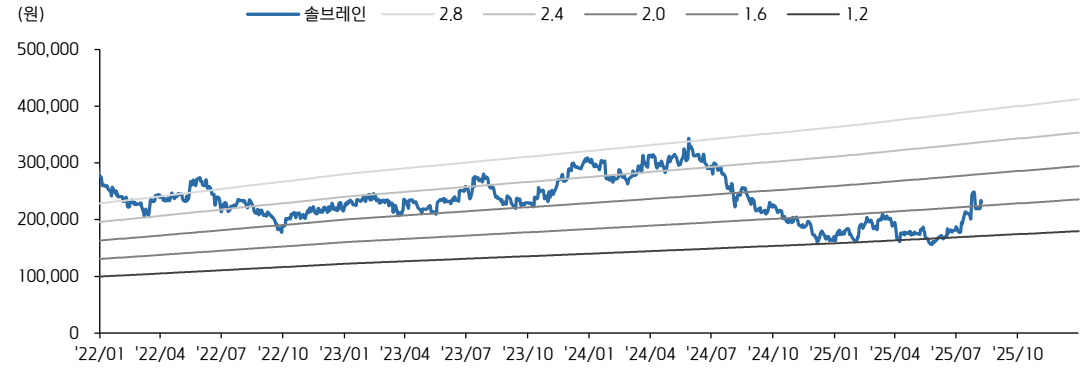
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망: SFS글로벌 연결 편입 효과 반영



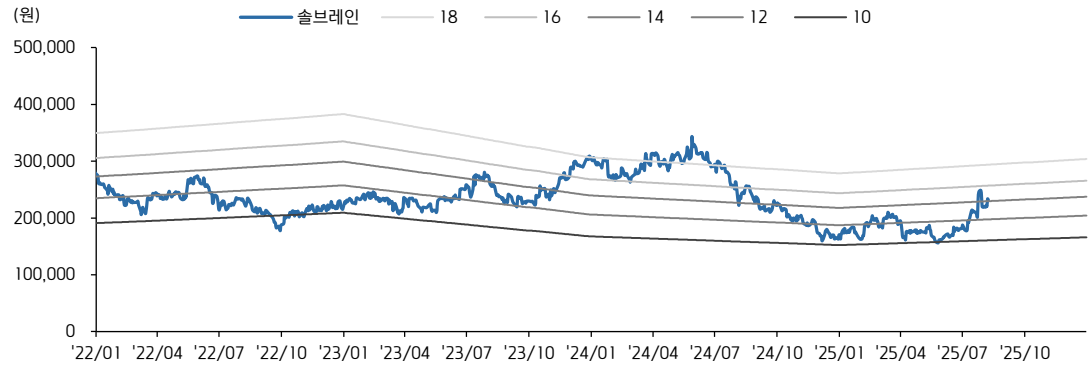
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 6개월 목표주가: 290,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	**863**	**935**	**1,009**	**1,123**	**1,209**	**1,276**
Growth	2.3%	8.3%	7.9%	11.3%	7.7%	5.5%
EPS [원]	**15,226**	**16,186**	**20,338**	**24,626**	**26,980**	**28,970**
Growth	-9.1%	6.3%	25.6%	21.1%	9.6%	7.4%
BPS [원]	**129,633**	**146,900**	**167,701**	**192,611**	**218,210**	**245,799**
Growth	13.1%	13.3%	14.2%	14.9%	13.3%	12.6%
ROCE(Return On Common Equity)	12.5%	11.7%	13.0%	13.7%	13.1%	12.5%
COE(Cost of Equity)	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
Residual Earnings(ROCE-COE)		3.8%	5.1%	5.7%	5.2%	4.5%
PV of Residual Earnings		**4,840**	**6,820**	**8,223**	**7,857**	**7,196**
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	2.5%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.9%					
Continuing Value	149,970					
Beginning Common Shareholders' Equity	129,633					
PV of RE for the Forecasting Period	34,935					
PV of Continuing Value	102,341					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	**288,108**					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 7% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844.0	863.4	934.8	1,008.9	1,122.9
매출원가	650.9	617.0	667.1	708.7	792.5
매출총이익	193.1	246.4	267.8	300.2	330.4
판관비	59.6	78.4	111.5	100.7	112.1
영업이익	133.5	167.9	156.2	199.6	218.3
EBITDA	194.0	226.9	223.6	268.7	288.7
영업외손익	27.8	-0.8	2.6	5.7	6.5
이자수익	9.7	9.8	8.6	5.7	7.0
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
외환관련이익	17.4	28.5	10.3	9.2	7.2
외환관련손실	13.9	6.0	6.5	8.0	7.7
종속 및 관계기업손익	0.0	-46.3	-0.5	0.3	1.5
기타	14.7	13.3	-9.2	-1.5	-1.5
법인세차감전이익	161.3	167.1	158.9	205.3	224.8
법인세비용	30.3	47.5	32.3	47.2	53.3
계속사업순손익	131.0	119.6	126.5	158.0	171.5
당기순이익	131.0	119.6	126.6	158.1	171.5
지배주주순이익	130.4	118.4	125.3	156.4	169.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.6	2.3	8.3	7.9	11.3
영업이익 증감율	-35.5	25.8	-7.0	27.7	9.4
EBITDA 증감율	-25.3	17.0	-1.5	20.2	7.4
지배주주순이익 증감율	-19.9	-9.2	5.8	24.8	8.6
EPS 증감율	-19.9	-9.1	6.3	25.6	10.0
매출총이익율(%)	22.9	28.5	28.6	29.8	29.4
영업이익률(%)	15.8	19.4	16.7	19.8	19.4
EBITDA Margin(%)	23.0	26.3	23.9	26.6	25.7
지배주주순이익률(%)	15.5	13.7	13.4	15.5	15.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	345.1	521.5	630.9	738.1	883.2
현금 및 현금성자산	160.8	241.6	306.0	350.1	444.0
단기금융자산	17.9	108.5	168.2	203.5	234.0
매출채권 및 기타채권	64.3	64.5	64.9	70.0	77.9
재고자산	73.0	91.0	74.6	95.8	106.6
기타유동자산	29.1	15.9	17.2	18.7	20.7
비유동자산	650.4	646.7	677.6	677.8	690.0
투자자산	140.4	96.5	97.0	88.3	90.2
유형자산	462.2	507.7	543.9	552.0	560.8
무형자산	6.2	6.2	5.6	5.2	4.9
기타비유동자산	41.6	36.3	31.1	32.3	34.1
자산총계	995.4	1,168.2	1,308.5	1,415.8	1,573.3
유동부채	71.1	123.7	137.0	92.6	85.6
매입채무 및 기타채무	59.6	87.9	95.2	76.7	68.3
단기금융부채	10.0	33.7	39.5	14.5	15.8
기타유동부채	1.5	2.1	2.3	1.4	1.5
비유동부채	5.5	7.2	7.7	8.2	9.1
장기금융부채	5.3	6.5	7.0	7.6	8.4
기타비유동부채	0.2	0.7	0.7	0.6	0.7
부채총계	76.6	130.9	144.7	100.9	94.7
지배지분	891.4	1,008.4	1,130.4	1,278.4	1,438.6
자본금	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8
자본잉여금	412.2	412.2	412.2	412.2	412.2
기타자본	-8.3	-8.3	-8.3	-8.3	-8.3
기타포괄손익누계액	24.4	38.4	52.8	67.2	81.6
이익잉여금	459.1	562.1	669.8	803.5	949.2
비지배지분	27.4	29.0	30.2	31.8	33.5
자본총계	918.8	1,037.3	1,160.6	1,310.2	1,472.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	221.0	262.3	185.5	144.4	178.4
당기순이익	131.0	119.6	126.5	158.0	171.5
비현금항목의 가감	80.5	117.1	59.8	79.5	83.0
유형자산감가상각비	60.0	58.4	66.8	68.9	70.2
무형자산감가상각비	0.5	0.6	0.6	0.4	0.3
지분법평가손익	0.0	-46.3	-0.8	-1.5	-2.7
기타	20.0	104.4	-6.8	11.7	15.2
영업활동자산부채증감	50.4	41.0	22.3	-52.2	-30.5
매출채권및기타채권의감소	12.7	3.7	-0.4	-5.1	-7.9
재고자산의감소	40.7	12.0	16.3	-21.2	-10.8
매입채무및기타채무의증가	-14.6	8.6	7.3	-18.5	-8.5
기타	11.6	16.7	-0.9	-7.4	-3.3
기타현금흐름	-40.9	-15.4	-23.1	-40.9	-45.6
투자활동 현금흐름	-215.0	-175.7	-200.3	-140.0	-146.6
유형자산의 취득	-129.4	-95.5	-103.0	-77.0	-79.0
유형자산의 처분	0.5	4.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-139.9	42.5	-1.0	9.0	-0.5
단기금융자산의감소(증가)	50.3	-90.6	-59.7	-35.3	-30.5
기타	3.5	-36.7	-36.6	-36.7	-36.6
재무활동 현금흐름	-13.5	-17.2	-16.6	-19.4	-24.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-18.9	-15.5	-17.8	-17.6	-22.8
기타	8.0	-1.7	-1.8	-1.8	-1.7
기타현금흐름	0.5	11.3	92.6	57.4	84.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-6.9	80.8	61.3	42.5	92.1
기초현금 및 현금성자산	167.7	160.8	241.6	302.9	345.4
기말현금 및 현금성자산	160.8	241.6	302.9	345.4	437.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,759	15,226	16,182	20,331	22,358
BPS	114,593	129,633	146,896	167,690	190,320
CFPS	27,182	30,435	24,062	30,859	33,500
DPS	2,000	2,300	2,300	3,000	3,200
주가배수(배)					
PER	18.1	10.9	14.4	11.5	10.4
PER(최고)	18.4	23.5	13.4		
PER(최저)	12.1	10.5	9.8		
PBR	2.65	1.28	1.59	1.39	1.23
PBR(최고)	2.69	2.77	1.47		
PBR(최저)	1.77	1.23	1.08		
PSR	2.80	1.49	1.93	1.78	1.58
PCFR	11.2	5.4	9.7	7.6	7.0
EV/EBITDA	11.5	4.4	4.3	3.2	2.6
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	11.8	14.9	13.9	14.4	14.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.7	1.4	1.0	1.3	1.4
ROA	13.6	11.1	10.2	11.6	11.5
ROE	15.6	12.5	11.7	13.0	12.5
ROIC	19.3	20.0	20.3	23.8	24.1
매출채권회전율	12.1	13.4	14.4	15.0	15.2
재고자산회전율	9.1	10.5	11.3	11.8	11.1
부채비율	8.3	12.6	12.5	7.7	6.4
순차입금비율	-17.8	-29.9	-36.9	-40.6	-44.4
이자보상배율,현금	1,613.5	2,077.5	1,669.5	4,493.0	4,479.1
총차입금	15.3	40.2	46.5	22.1	24.2
순차입금	-163.4	-309.9	-427.7	-531.6	-653.8
EBITDA	194.0	226.9	223.6	268.7	288.7
FCF	94.5	128.1	111.1	93.7	127.5

자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 (064760)

BUY(Maintain)

목표주가 140,000원

주가(8/11) 106,400원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

3Q25는 영업이익 220억원(+13%QoQ)으로, 실적 턴어라운드 전망. 티씨케이의 전방 산업이 NAND에서 파운드리와 HBM으로 확대될 것에 주목. 파운드리의 GAA 양산, HBM의 하이브리드 본딩이 산업 내 SiC 도입을 이끌 것으로 판단. 신규 시장 진입과 함께할 티씨케이의 실적 성장 스토리에 주목. 반도체 부품 업종 top pick으로 매수 추천함.

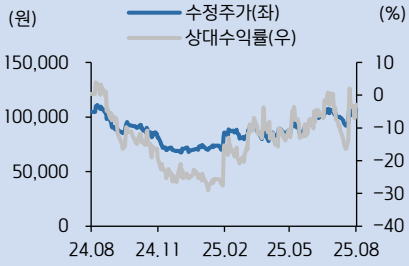
Stock Data

KOSDAQ (8/11)		811.85pt
시가총액		12,422억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	111,800 원	67,500원
최고/최저가 대비 등락	-4.8%	57.6%
주가수익률	절대	상대
1M	5.5%	4.0%
6M	26.7%	17.0%
1Y	0.0%	-5.8%

Company Data

발행주식수		11,675 천주
일평균 거래량(3M)		43천주
외국인 지분율		64.8%
배당수익률(25.E)		1.4%
BPS(25.E)		48,953원
주요 주주	TOKAI CARBON Co.,Ltd	50.4%

Price Trend



파운드리, HBM 시장 진입

>>> 3Q25 실적 턴어라운드

티씨케이의 3Q25 실적이 매출액 776억원(+7%QoQ)과 영업이익 220억원(+13%QoQ)으로, 턴어라운드 할 전망이다. 2Q25 일시적으로 감소했던 중국 고객의 매출 비중이 25% 이상으로 재차 상승하고, Lam Research향 매출액도 상승세를 이어갈 것으로 판단하기 때문이다. 또한 TSMC와 삼성전자 등 주요 파운드리 업체로의 SiC 공급도 확대되며, 전사 영업이익률이 전 분기 대비 +1%p 개선될 것으로 예상한다.

>>> '26년 영업이익 1,128억원(+27%YoY)

2026년 실적도 매출액 3,496억원(+13%YoY)과 영업이익 1,128억원(+27%YoY)으로, 큰 폭으로 성장할 전망이다. 1)삼성전자의 9세대 및 10세대 V-NAND 양산과 함께 기존 비즈니스에서의 실적 턴어라운드가 예상되고, 2)2nm GAA 양산 확대로 파운드리 부문의 실적 기여도가 확대될 것이며, 3)중국 메모리 고객의 신공장 증설에 따른 매출 확대도 예상되기 때문이다.

>>> 파운드리, HBM 시장 진입

티씨케이의 전방 시장 확대에 주목해야 한다. 티씨케이의 Solid SiC류 제품은 1)NAND 고단화, 2)파운드리 GAA 양산, 3)HBM 하이브리드 공정 도입과 함께 사용처가 확대될 전망이다. 반도체 선행 기술 양산이 확대됨과 함께 티씨케이의 실적이 성장하고, 다각화된 전방 시장은 실적 안성성을 제공할 것이다. 신규 시장(파운드리, HBM) 진입과 함께한 실적 성장 스토리에 주목하며, 반도체 부품 업종 top pick으로 매수 추천한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	226.7	275.7	308.9	349.6	410.7
영업이익	66.7	80.7	88.6	112.8	142.6
EBITDA	81.8	95.8	104.8	129.0	158.4
세전이익	75.3	90.7	93.3	118.5	150.8
순이익	61.2	72.0	72.8	91.3	116.1
지배주주지분순이익	61.2	72.0	72.8	91.3	116.1
EPS(원)	5,246	6,167	6,234	7,818	9,944
증감률(%,YoY)	-34.9	17.6	1.1	25.4	27.2
PER(배)	21.2	11.5	17.1	13.6	10.7
PBR(배)	2.84	1.60	2.17	1.94	1.69
EV/EBITDA(배)	13.1	5.7	6.4	4.7	3.3
영업이익률(%)	29.4	29.3	28.7	32.3	34.7
ROE(%)	14.0	14.8	13.4	15.0	16.9
순차입금비율(%)	-48.9	-55.2	-59.6	-63.1	-67.7

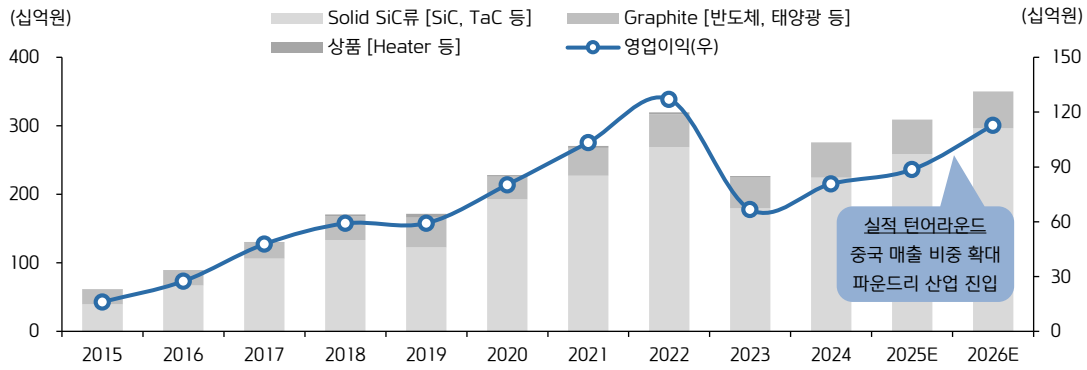
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**59.0**	**68.3**	**75.6**	**72.8**	**78.4**	**72.7**	**77.6**	**80.2**	**275.7**	**308.9**	**349.6**
%QoQ/YoY Growth	-5%	16%	11%	-4%	8%	-7%	7%	3%	22%	12%	13%
Solid SiC류 [SiC, TaC 등]	45.8	55.0	61.1	62.6	62.9	61.8	65.1	68.9	224.5	258.7	296.4
Graphite [반도체, 태양광 등]	12.9	13.2	14.4	10.1	15.3	10.9	12.3	11.3	50.7	49.8	53.0
상품 [Heater 등]	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.6	0.4	0.1
매출원가	36.3	42.3	47.2	45.7	48.7	46.7	48.9	49.8	171.6	194.1	209.7
매출원가율	62%	62%	62%	63%	62%	64%	63%	62%	62%	63%	60%
매출총이익	**22.6**	**26.0**	**28.4**	**27.1**	**29.7**	**26.0**	**28.6**	**30.4**	**104.1**	**114.8**	**139.8**
매출총이익률	38%	38%	38%	37%	38%	36%	37%	38%	38%	37%	40%
판매비와관리비	5.3	5.7	5.9	6.6	6.2	6.6	6.6	6.8	23.4	26.2	27.0
영업이익	**17.4**	**20.3**	**22.6**	**20.5**	**23.5**	**19.5**	**22.0**	**23.6**	**80.7**	**88.6**	**112.8**
%QoQ/YoY Growth	4%	17%	11%	-9%	15%	-17%	13%	7%	21%	10%	27%
영업이익률	29%	30%	30%	28%	30%	27%	28%	29%	29%	29%	32%
법인세차감전손익	2.5	2.5	1.3	3.7	2.0	0.7	0.5	1.5	10.0	4.7	5.7
법인세비용	19.9	22.8	23.8	24.2	25.5	20.2	22.5	25.1	90.7	93.3	118.5
당기순이익	4.3	3.8	5.1	5.5	5.9	4.1	4.6	5.8	18.7	20.5	27.3
당기순이익률	22%	17%	21%	23%	23%	21%	21%	23%	21%	22%	23%
KRW/USD	15.6	19.0	18.7	18.7	19.5	16.0	17.9	19.3	72.0	72.8	91.3

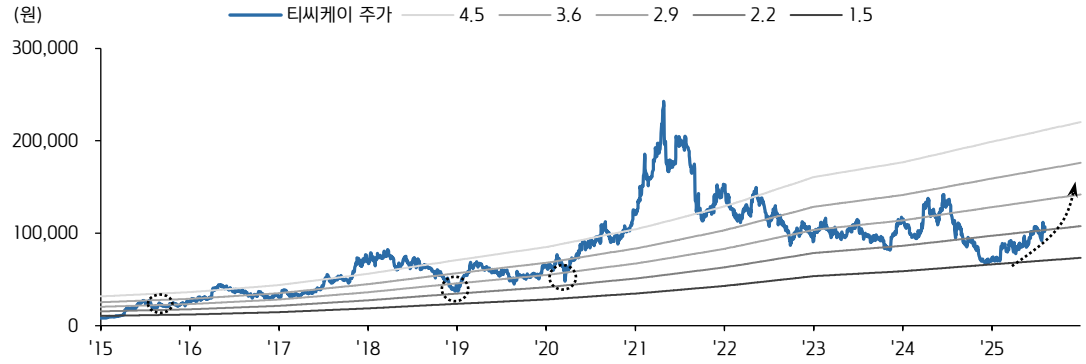
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 실적 추이 및 전망: 파운드리 산업 진입 + 중국 반도체 수혜 확대



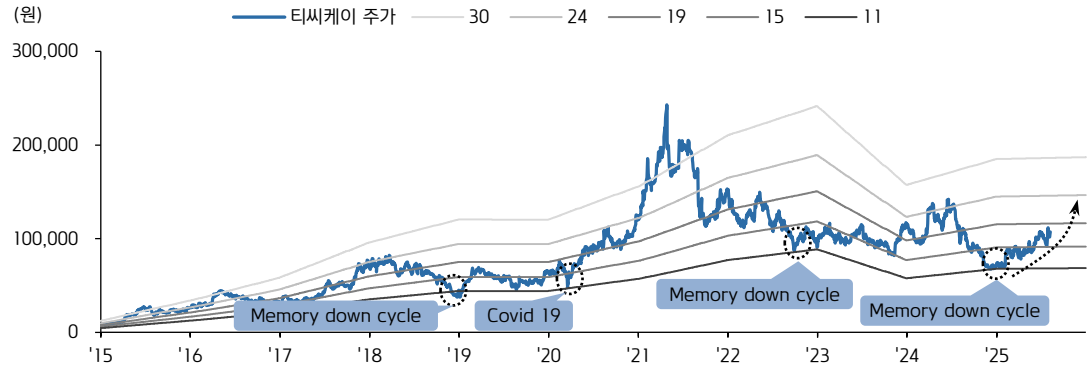
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	226.7	275.7	308.9	349.6	410.7
매출원가	134.7	171.6	194.1	209.7	236.9
매출총이익	91.9	104.1	114.8	139.8	173.9
판관비	25.2	23.4	26.2	27.0	31.3
영업이익	66.7	80.7	88.6	112.8	142.6
EBITDA	81.8	95.8	104.8	129.0	158.4
영업외손익	8.5	10.0	4.7	5.7	8.2
이자수익	8.9	9.3	6.8	6.1	7.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	2.7	5.3	4.3	4.9	5.8
외환관련손실	2.4	1.5	1.5	1.7	2.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.7	-3.1	-4.9	-3.6	-3.1
법인세차감전이익	75.3	90.7	93.3	118.5	150.8
법인세비용	14.0	18.7	20.5	27.3	34.7
계속사업순손익	61.2	72.0	72.8	91.3	116.1
당기순이익	61.2	72.0	72.8	91.3	116.1
지배주주순이익	61.2	72.0	72.8	91.3	116.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-29.1	21.6	12.0	13.2	17.5
영업이익 증감율	-47.5	21.0	9.8	27.3	26.4
EBITDA 증감율	-42.0	17.1	9.4	23.1	22.8
지배주주순이익 증감율	-34.9	17.6	1.1	25.4	27.2
EPS 증감율	-34.9	17.6	1.1	25.4	27.2
매출총이익율(%)	40.5	37.8	37.2	40.0	42.3
영업이익률(%)	29.4	29.3	28.7	32.3	34.7
EBITDA Margin(%)	36.1	34.7	33.9	36.9	38.6
지배주주순이익률(%)	27.0	26.1	23.6	26.1	28.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	334.5	405.8	464.1	541.6	646.3
현금 및 현금성자산	31.8	33.9	51.8	77.6	113.8
단기금융자산	193.2	251.9	289.7	327.9	385.2
매출채권 및 기타채권	42.7	50.1	49.5	53.4	60.0
재고자산	65.9	68.8	71.9	81.4	85.7
기타유동자산	0.9	1.1	1.2	1.3	1.6
비유동자산	161.0	157.8	154.5	153.0	151.0
투자자산	0.8	4.1	1.6	1.7	1.8
유형자산	157.2	150.0	149.6	148.0	145.6
무형자산	2.2	2.4	2.2	2.2	2.4
기타비유동자산	0.8	1.3	1.1	1.1	1.2
자산총계	495.5	563.5	618.6	694.7	797.3
유동부채	35.2	44.6	44.4	50.2	58.9
매입채무 및 기타채무	22.4	27.5	30.8	34.9	41.0
단기금융부채	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	12.4	16.8	13.3	15.0	17.6
비유동부채	2.1	2.7	2.7	2.7	2.7
장기금융부채	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
기타비유동부채	1.7	2.4	2.4	2.4	2.4
부채총계	37.2	47.3	47.1	52.9	61.6
지배지분	458.3	516.3	571.5	641.8	735.7
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	446.2	504.1	559.4	629.7	723.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	458.3	516.3	571.5	641.8	735.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	21.0	74.4	63.8	74.7	107.0
당기순이익	61.2	72.0	72.8	91.3	116.1
비현금항목의 가감	26.5	34.4	22.5	30.0	35.7
유형자산감가상각비	14.7	14.7	15.8	15.7	15.5
무형자산감가상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.4	19.3	6.3	13.9	19.8
영업활동자산부채증감	-36.6	-10.8	-3.9	-11.3	-3.5
매출채권및기타채권의감소	-3.2	-5.6	0.6	-4.0	-6.6
재고자산의감소	-20.3	-9.3	-3.1	-9.5	-4.3
매입채무및기타채무의증가	-6.4	4.2	3.3	4.1	6.1
기타	-6.7	-0.1	-4.7	-1.9	1.3
기타현금흐름	-30.1	-21.2	-27.6	-35.3	-41.3
투자활동 현금흐름	-33.6	-72.0	-53.0	-55.0	-73.4
유형자산의 취득	-47.4	-7.6	-15.4	-14.2	-13.2
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
무형자산의 순취득	-0.5	-0.4	-0.2	-0.4	-0.6
투자자산의감소(증가)	2.7	-3.3	2.6	-0.1	-0.1
단기금융자산의감소(증가)	12.0	-58.7	-37.8	-38.2	-57.4
기타	-0.4	-2.1	-2.2	-2.2	-2.2
재무활동 현금흐름	-0.3	-0.3	-16.7	-17.8	-21.3
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	-16.5	-17.5	-21.0
기타	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3
기타현금흐름	0.0	0.0	23.9	23.9	23.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-12.9	2.1	17.9	25.8	36.2
기초현금 및 현금성자산	44.7	31.8	33.9	51.8	77.6
기말현금 및 현금성자산	31.8	33.9	51.8	77.6	113.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,246	6,167	6,234	7,818	9,944
BPS	39,252	44,219	48,953	54,972	63,016
CFPS	7,520	9,117	8,165	10,384	13,001
DPS	1,200	1,410	1,500	1,800	1,900
주가배수(배)					
PER	21.2	11.5	17.1	13.6	10.7
PER(최고)	22.6	24.3	15.8		
PER(최저)	15.3	10.8	11.0		
PBR	2.84	1.60	2.17	1.94	1.69
PBR(최고)	3.03	3.39	2.01		
PBR(최저)	2.05	1.50	1.40		
PSR	5.73	3.00	4.02	3.55	3.02
PCFR	14.8	7.8	13.0	10.2	8.2
EV/EBITDA	13.1	5.7	6.4	4.7	3.3
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	22.9	22.9	24.1	23.0	19.1
배당수익률(%,보통주,현금)	1.1	2.0	1.4	1.7	1.8
ROA	12.5	13.6	12.3	13.9	15.6
ROE	14.0	14.8	13.4	15.0	16.9
ROIC	28.6	27.5	30.1	37.1	46.3
매출채권회전율	5.5	5.9	6.2	6.8	7.2
재고자산회전율	3.9	4.1	4.4	4.6	4.9
부채비율	8.1	9.2	8.2	8.2	8.4
순차입금비율	-48.9	-55.2	-59.6	-63.1	-67.7
이자보상배율,현금	2,417.3	2,525.7	2,770.2	3,529.6	4,460.0
총차입금	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
순차입금	-224.2	-285.1	-340.8	-404.8	-498.3
EBITDA	81.8	95.8	104.8	129.0	158.4
FCF	-12.5	60.1	66.0	77.2	108.4

자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS (240810)

BUY(Maintain)

목표주가 46,000원(상향)

주가(8/11) 37,450원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

삼성전자의 평택 4공장의 전공정 설비 투자 확대 예상. 1cnm DRAM 및 HBM4 양산화를 위한 선제적 투자 목적. 이에 따라 원익IPS의 영업이익도 2H25 606억원으로, +108%HoH 급등할 전망. 목표주가를 46,000원으로 상향하고, 반도체 장비 업종 top pick을 유지함.

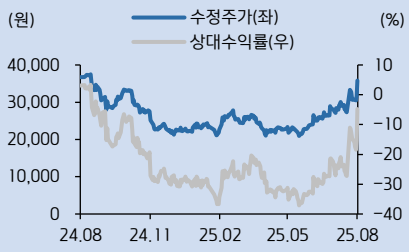
Stock Data

KOSDAQ (8/11)		811.85pt
시가총액		18,382억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	37,500 원	20,950원
최고/최저가 대비 등락	-0.1%	78.8%
주가수익률	절대	상대
1M	31.9%	30.0%
6M	44.3%	33.2%
1Y	8.2%	1.9%

Company Data

발행주식수		49,084 천주
일평균 거래량(3M)		326천주
외국인 지분율		25.4%
배당수익률(25.E)		0.5%
BPS(25.E)		19,340원
주요 주주	원익홀딩스 외 7인	33.0%

Price Trend



메모리, 파운드리 투자 확대 수혜

>>> 삼성전자 평택 4공장 투자 확대

주요 고객사인 삼성전자가 평택 4공장의 전공정 설비 투자를 확대하며, DRAM과 HBM의 2026년 및 2027년 수요 대응을 준비 할 것으로 예상된다. 올해 상반기 30K/월을 시작으로, 하반기 역시 50K/월의 전공정 설비 투자에 나설 것으로 예상되며, 이중 대부분이 1cnm DRAM과 HBM4 양산 준비에 할당될 것이다. 최근 들어 1)1cnm DRAM의 수율이 개선되고 있고, 2)HBM4 12hi 제품의 양산화도 진척을 보이고 있어, 선제적 증설을 통한 시장 점유율 확대에 나설 것으로 예상된다.

>>> 원익IPS, 1cnm DRAM 및 HBM 수혜

원익IPS는 그 동안 1cnm DRAM과 HBM용 신규 장비를 개발하며, 삼성전자의 메모리 투자에 대한 수혜 강도를 높여왔다. 이에 따라 원익IPS의 2H25 영업이익은 606억원(+108%HoH)으로 대폭 증가할 것으로 예상된다. 또한 SK하이닉스의 M15X와 중국 CXMT의 장비 증설도 진행될 것으로 보여, 당사의 전망치를 상회하는 실적도 기대해볼 수 있다.

>>> 반도체 업종 Top Pick 유지

원익IPS의 목표주가를 46,000원으로 상향하고, 반도체 장비 업종 top pick을 유지한다. 1)삼성전자 테일러 투자, 2)평택4 공장 투자, 3)이에 따른 실적 성장을 예상하기 때문이다. 또한 그 동안 개발해왔던 신규 장비들을 양산 공급함에 따라, 고객사 투자 확대의 수혜가 과거보다 더욱 커질 것이라는 점도 주목할 필요가 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	690.3	748.2	918.4	1,056.2	1,281.2
영업이익	-18.1	10.6	89.7	136.7	217.1
EBITDA	27.0	52.2	131.2	175.9	259.5
세전이익	-20.9	17.4	91.3	138.8	222.9
순이익	-13.5	20.7	71.1	106.9	171.6
지배주주지분순이익	-13.5	20.7	71.1	106.9	171.6
EPS(원)	-275	423	1,448	2,178	3,497
증감률(%,YoY)	적전	흑전	242.5	50.4	60.6
PER(배)	-123.4	52.9	25.9	17.2	10.7
PBR(배)	1.92	1.24	1.94	1.76	1.53
EV/EBITDA(배)	58.5	18.6	6.4	4.3	2.8
영업이익률(%)	-2.6	1.4	9.8	12.9	16.9
ROE(%)	-1.6	2.4	7.7	10.7	15.3
순차입금비율(%)	-9.6	-14.1	-22.7	-28.5	-26.8

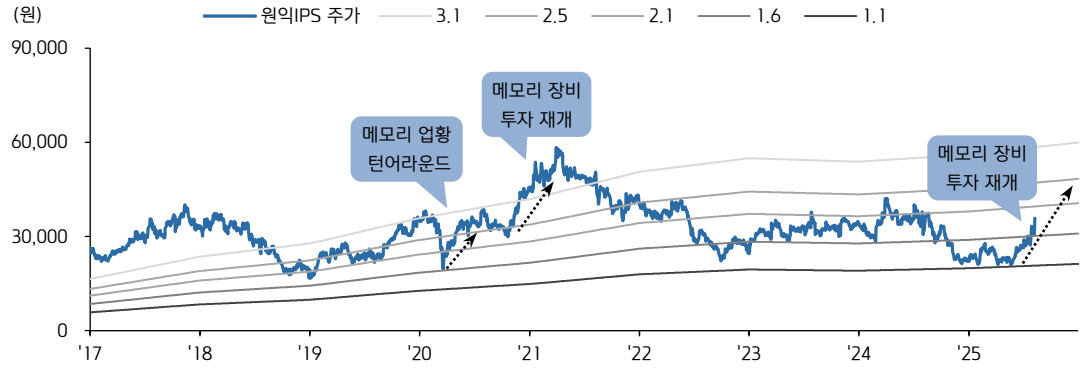
자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**113.8**	**154.9**	**184.6**	**294.9**	**124.2**	**242.1**	**246.2**	**305.9**	**748.2**	**918.4**	**1,056.2**
%QoQ/%YoY	-50%	36%	19%	60%	-58%	95%	2%	24%	8%	23%	15%
반도체	111.2	147.8	107.4	210.9	94.1	217.5	171.2	215.9	577.2	698.7	803.5
디스플레이	2.7	7.0	77.0	84.3	30.1	24.6	75.0	90.0	171.1	219.7	252.7
매출원가	72.0	92.1	97.5	194.2	64.2	134.4	143.8	178.1	455.9	520.5	602.1
매출원가율	63%	59%	53%	66%	52%	55%	58%	58%	61%	57%	57%
매출총이익	41.8	62.8	87.1	100.6	60.0	107.7	102.4	127.8	292.3	397.9	454.2
판관비	68.6	65.9	72.6	74.7	67.4	71.3	72.5	97.1	281.7	308.2	317.5
영업이익	**-26.7**	**-3.1**	**14.5**	**26.0**	**-7.4**	**36.5**	**29.9**	**30.7**	**10.6**	**89.7**	**136.7**
%QoQ/%YoY	적자전환	적자지속	흑자전환	80%	적자전환	흑자전환	-18%	3%	흑자전환	743%	52%
영업이익률	-23%	-2%	8%	9%	-6%	15%	12%	10%	1%	10%	13%
법인세차감전손익	-20.0	3.2	3.8	30.5	-3.3	32.8	27.0	34.8	17.4	91.3	138.8
법인세비용	2.5	-3.8	-4.7	2.7	1.4	5.2	5.7	8.0	-3.3	20.3	31.9
당기순이익	**-22.5**	**7.0**	**8.5**	**27.7**	**-4.7**	**27.7**	**21.3**	**26.8**	**20.8**	**71.1**	**106.9**
당기순이익률	-19.7%	4.5%	4.6%	9.4%	-3.8%	11.4%	8.7%	8.8%	2.8%	7.7%	10.1%

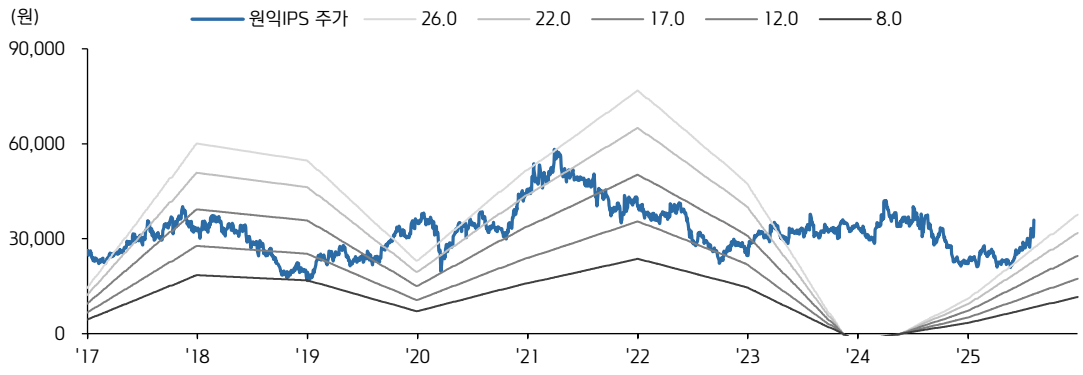
자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 6개월 목표주가: 46,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	748	918	1,056	1,281	1,400	1,559
Growth	8.4%	22.8%	15.0%	21.3%	9.3%	11.3%
EPS [원]	423	1,448	2,178	3,497	4,130	5,173
Growth	-253.6%	242.5%	50.4%	60.6%	18.1%	25.2%
BPS [원]	18,080	19,340	21,228	24,537	28,282	33,020
Growth	2.4%	7.0%	9.8%	15.6%	15.3%	16.8%
ROCE(Return On Common Equity)	2.4%	7.7%	10.7%	15.3%	15.6%	16.9%
COE(Cost of Equity)	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	-6.3%	-1.0%	2.0%	6.6%	6.9%	8.2%
PV of Residual Earnings		-167	348	1,171	1,311	1,650
Equity Beta	0.9					
Risk Free Rate	2.5%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.7%					
Continuing Value	29,781					
Beginning Common Shareholders' Equity	18,080					
PV of RE for the Forecasting Period	4,314					
PV of Continuing Value	19,619					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	45,671					

주: Equity Beta는 1년 주간 Beta, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 7% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	690.3	748.2	918.4	1,056.2	1,281.2
매출원가	414.4	455.8	520.5	602.1	743.1
매출총이익	275.9	292.3	397.9	454.2	538.1
판관비	294.0	281.7	308.2	317.5	321.0
영업이익	-18.1	10.6	89.7	136.7	217.1
EBITDA	27.0	52.2	131.2	175.9	259.5
영업외손익	-2.8	6.8	1.7	2.1	5.8
이자수익	4.3	4.0	6.3	5.3	4.1
이자비용	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
외환관련이익	4.4	13.6	3.7	4.3	5.2
외환관련손실	2.2	1.5	1.8	2.1	2.5
종속 및 관계기업손익	-0.9	-1.8	0.0	0.0	0.0
기타	-7.9	-7.1	-6.2	-5.1	-0.7
법인세차감전이익	-20.9	17.4	91.3	138.8	222.9
법인세비용	-7.3	-3.3	20.3	31.9	51.3
계속사업순손익	-13.5	20.7	71.1	106.9	171.6
당기순이익	-13.5	20.7	71.1	106.9	171.6
지배주주순이익	-13.5	20.7	71.1	106.9	171.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-31.8	8.4	22.7	15.0	21.3
영업이익 증감율	-118.6	-158.6	746.2	52.4	58.8
EBITDA 증감율	-80.5	93.3	151.3	34.1	47.5
지배주주순이익 증감율	-115.1	-253.3	243.5	50.4	60.5
EPS 증감율	적전	흑전	242.5	50.4	60.6
매출총이익율(%)	40.0	39.1	43.3	43.0	42.0
영업이익률(%)	-2.6	1.4	9.8	12.9	16.9
EBITDA Margin(%)	3.9	7.0	14.3	16.7	20.3
지배주주순이익률(%)	-2.0	2.8	7.7	10.1	13.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	587.6	645.1	795.2	773.2	909.5
현금 및 현금성자산	54.0	135.1	183.5	255.6	284.4
단기금융자산	52.7	12.3	49.4	55.8	56.3
매출채권 및 기타채권	74.3	100.4	107.2	107.1	129.9
재고자산	341.0	337.7	381.9	270.5	336.7
기타유동자산	65.6	59.6	73.2	84.2	102.2
비유동자산	497.3	479.0	463.0	493.5	507.8
투자자산	32.0	35.2	27.5	29.4	31.7
유형자산	353.7	334.2	328.8	354.6	361.9
무형자산	22.3	27.1	27.2	27.6	28.7
기타비유동자산	89.3	82.5	79.5	81.9	85.5
자산총계	1,084.9	1,124.1	1,258.2	1,266.7	1,417.3
유동부채	209.6	229.0	304.5	222.4	208.6
매입채무 및 기타채무	58.1	59.8	59.6	68.5	83.1
단기금융부채	15.7	15.6	14.5	13.3	14.5
기타유동부채	135.8	153.6	230.4	140.6	111.0
비유동부채	8.6	7.7	4.4	2.3	4.3
장기금융부채	7.5	6.5	3.2	1.1	3.1
기타비유동부채	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
부채총계	218.2	236.7	308.9	224.7	213.0
지배지분	866.7	887.5	949.3	1,042.0	1,204.4
자본금	24.5	24.5	24.5	24.5	24.5
자본잉여금	357.4	357.4	357.4	357.4	357.4
기타자본	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6	-9.6
기타포괄손익누계액	0.2	0.6	1.1	1.5	2.0
이익잉여금	494.2	514.5	575.8	668.1	830.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	866.7	887.5	949.3	1,042.0	1,204.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-12.3	78.3	147.0	190.4	126.6
당기순이익	-13.5	20.7	71.1	106.9	171.6
비현금항목의 가감	71.4	66.0	83.5	93.7	117.6
유형자산감가상각비	38.4	38.9	38.9	36.5	39.7
무형자산감가상각비	6.7	2.6	2.6	2.6	2.7
지분법평가손익	-0.9	-1.8	0.0	0.0	0.0
기타	27.2	26.3	42.0	54.6	75.2
영업활동자산부채증감	-57.6	-10.4	4.7	14.8	-117.0
매출채권및기타채권의감소	16.9	13.6	-6.8	0.2	-22.8
재고자산의감소	-29.3	-11.3	-44.2	111.4	-66.2
매입채무및기타채무의증가	-1.9	1.2	-0.2	8.9	14.6
기타	-43.3	-13.9	55.9	-105.7	-42.6
기타현금흐름	-12.6	2.0	-12.3	-25.0	-45.6
투자활동 현금흐름	-46.0	5.5	-71.0	-79.4	-59.2
유형자산의 취득	-59.5	-21.4	-36.5	-62.3	-47.0
유형자산의 처분	0.0	1.3	3.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.9	-5.9	-2.7	-3.1	-3.8
투자자산의감소(증가)	5.9	-3.3	7.8	-2.0	-2.3
단기금융자산의감소(증가)	4.3	40.4	-37.0	-6.4	-0.6
기타	8.2	-5.6	-5.6	-5.6	-5.5
재무활동 현금흐름	13.8	-3.5	-5.9	-13.2	-18.1
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	25.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.6	0.0	-2.4	-9.7	-14.6
기타	-2.5	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
기타현금흐름	0.1	0.8	-21.6	-25.7	-20.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-44.4	81.1	48.4	72.1	28.8
기초현금 및 현금성자산	98.4	54.0	135.1	183.5	255.6
기말현금 및 현금성자산	54.0	135.1	183.5	255.6	284.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-275	423	1,448	2,178	3,497
BPS	17,658	18,080	19,340	21,228	24,537
CFPS	1,180	1,767	3,150	4,087	5,892
DPS	0	50	200	300	200
주가배수(배)					
PER	-123.4	52.9	25.9	17.2	10.7
PER(최고)	-139.4	106.1	19.7		
PER(최저)	-88.3	50.0	14.4		
PBR	1.92	1.24	1.94	1.76	1.53
PBR(최고)	2.17	2.48	1.47		
PBR(최저)	1.38	1.17	1.08		
PSR	2.41	1.47	2.00	1.74	1.43
PCFR	28.8	12.7	11.9	9.2	6.4
EV/EBITDA	58.5	18.6	6.4	4.3	2.8
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	0.0	11.7	13.7	13.7	5.7
배당수익률(%,보통주,현금)	0.0	0.2	0.5	0.8	0.5
ROA	-1.2	1.9	6.0	8.5	12.8
ROE	-1.6	2.4	7.7	10.7	15.3
ROIC	-2.6	1.5	10.7	16.2	23.2
매출채권회전율	9.7	8.6	8.8	9.9	10.8
재고자산회전율	2.1	2.2	2.6	3.2	4.2
부채비율	25.2	26.7	32.5	21.6	17.7
순차입금비율	-9.6	-14.1	-22.7	-28.5	-26.8
이자보상배율,현금	-37.4	27.6	290.4	544.2	707.1
총차입금	23.2	22.1	17.7	14.4	17.6
순차입금	-83.5	-125.3	-215.1	-297.0	-323.1
EBITDA	27.0	52.2	131.2	175.9	259.5
FCF	-94.8	15.5	79.8	93.8	41.8

자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 (014680)

BUY(Maintain)

목표주가 220,000원(상향)

주가(8/11) 176,700원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

2Q25 영업이익 481억원으로, 당사 전망치 및 시장 컨센서스 상회할 전망. 1)삼성전자 파운드리 가동률 상승, 2)이차전지 바인더 물량 증가, 3)국내외 고객으로의 반도체 프리커서의 실적 성장 등이 예상되기 때문. 다만 하반기 영업이익은 3Q25 447억원, 4Q25 274억원으로 감소할 전망. 주가의 단기 기간 조정을 예상하지만, 중장기적 긍정적 시각은 유지함.

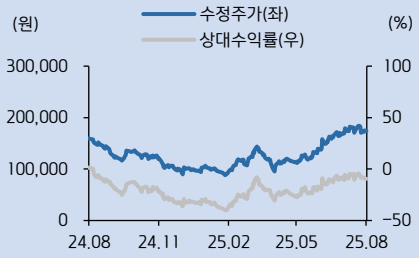
Stock Data

KOSPI (8/11)		3,206.77pt
시가총액		20,029억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	184,400 원	88,000원
최고/최저가 대비 등락	-4.2%	100.8%
주가수익률	절대	상대
1M	-1.6%	-2.5%
6M	80.1%	42.6%
1Y	16.3%	-6.2%

Company Data

발행주식수		11,335 천주
일평균 거래량(3M)		69천주
외국인 지분율		35.0%
배당수익률(25.E)		1.2%
BPS(25.E)		96,930원
주요 주주	조동혁	15.1%
	외 11인	

Price Trend



삼성전자 반도체 회복과 함께

>>> 2Q25 실적 기대치 상회 예상

2Q25 실적이 매출액 2,238억원(+7%QoQ)과 영업이익 481억원(+15%QoQ)을 기록하며, 당사 전망치 및 시장 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 1)삼성전자 파운드리 가동률 상승에 따른 반도체용 과산화수소의 실적 회복, 2)국내 고객사향 이차전지 바인더의 물량 증가, 3)국내외 고객으로의 반도체 프리커서 실적 성장 등을 예상하기 때문이다.

>>> 3Q25 실적 성장세 지속

3Q25 실적은 매출액 2,159억원(-4%QoQ)과 영업이익 447억원(-7%QoQ)으로, 전 분기 대비 하락할 전망이다. 과산화수소는 삼성전자의 파운드리 가동률 상승, 프리커서는 삼성전자향 신제품 공급에 따라 실적 성장세가 지속될 전망이다. 이차전지 바인더의 경우, 1)고객들의 선구매 영향으로 인한 음극재 부문의 실적 감소를 2)부진했던 분리막 부문의 회복이 상쇄시킬 전망이다. 다만 QD소재의 경우, 전방 수요 부진에 따라 전 분기 대비 크게 감소하며, 전사 실적 하락에 큰 영향을 끼칠 것으로 판단한다.

>>> 목표주가 22만원으로 상향

삼성전자의 HBM4 경쟁력 회복, 파운드리 신규 고객확보 영향을 반영해, 한솔케미칼의 목표주가를 22만원으로 상향한다. 3Q25 실적 부진으로 인한 주가의 기간 조정이 예상되지만, 중장기적 긍정적 시각을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	771.7	776.4	869.8	987.3	1,158.1
영업이익	124.1	128.8	161.8	211.0	273.9
EBITDA	177.2	179.9	210.4	265.5	331.0
세전이익	135.6	147.8	179.4	227.6	293.9
순이익	108.7	124.9	144.1	178.3	224.3
지배주주지분순이익	105.3	122.7	141.5	175.1	220.4
EPS(원)	9,294	10,823	12,530	15,505	19,510
증감률(%,YoY)	-32.1	16.5	15.8	23.7	25.8
PER(배)	24.4	9.0	14.1	11.4	9.1
PBR(배)	3.04	1.13	1.82	1.60	1.39
EV/EBITDA(배)	15.9	7.5	5.8	4.2	3.1
영업이익률(%)	16.1	16.6	18.6	21.4	23.7
ROE(%)	13.1	13.5	13.7	15.0	16.4
순차입금비율(%)	16.3	13.7	2.9	-4.9	-9.8

자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	**197.9**	**199.1**	**190.6**	**188.8**	**209.6**	**223.8**	**215.9**	**220.6**	**771.7**	**776.4**	**869.8**
QoQ/YoY Growth	3%	1%	-4%	-1%	11%	7%	-4%	2%	-13%	1%	12%
정밀화학	49.0	51.0	50.9	48.9	52.2	54.3	57.0	57.6	204.4	199.9	221.1
전자 및 이차전지 소재	66.1	57.2	54.7	58.8	76.5	81.9	74.1	78.8	235.6	236.8	311.3
제지/환경제품	25.7	28.9	26.5	27.1	27.8	29.7	28.3	27.9	95.6	108.1	113.7
기타/연결법인	57.0	62.1	58.6	54.0	53.1	57.8	56.5	56.4	236.1	231.6	223.8
매출원가	144.7	145.5	139.3	142.1	146.7	154.7	148.3	164.4	566.7	571.6	614.1
매출원가율	73%	73%	73%	75%	70%	69%	69%	75%	73%	74%	71%
매출총이익	**53.2**	**53.6**	**51.3**	**46.7**	**62.8**	**69.1**	**67.7**	**56.1**	**205.0**	**204.8**	**255.7**
매출총이익률	27%	27%	27%	25%	30%	31%	31%	25%	27%	26%	29%
판매비와관리비	19.0	18.5	14.3	24.2	21.1	21.0	23.0	28.8	80.8	75.9	94.0
영업이익	**34.2**	**35.1**	**37.0**	**22.5**	**41.7**	**48.1**	**44.7**	**27.4**	**124.1**	**128.8**	**161.8**
QoQ/YoY Growth	63%	3%	5%	-39%	85%	15%	-7%	-39%	-33%	4%	26%
영업이익률	17%	18%	19%	12%	20%	21%	21%	12%	16%	17%	19%
법인세차감전손익	41.0	42.6	36.0	28.3	45.8	53.0	48.8	31.7	135.6	147.8	179.4
법인세비용	9.2	6.1	3.7	3.9	10.3	9.0	11.2	4.8	26.9	22.9	35.3
당기순이익	**31.8**	**36.5**	**32.2**	**24.4**	**35.5**	**44.0**	**37.6**	**26.9**	**108.7**	**124.9**	**144.1**
당기순이익률	16%	18%	17%	13%	17%	20%	17%	12%	14%	16%	17%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,450	1,400	1,385	1,410	1,304	1,365	1,411

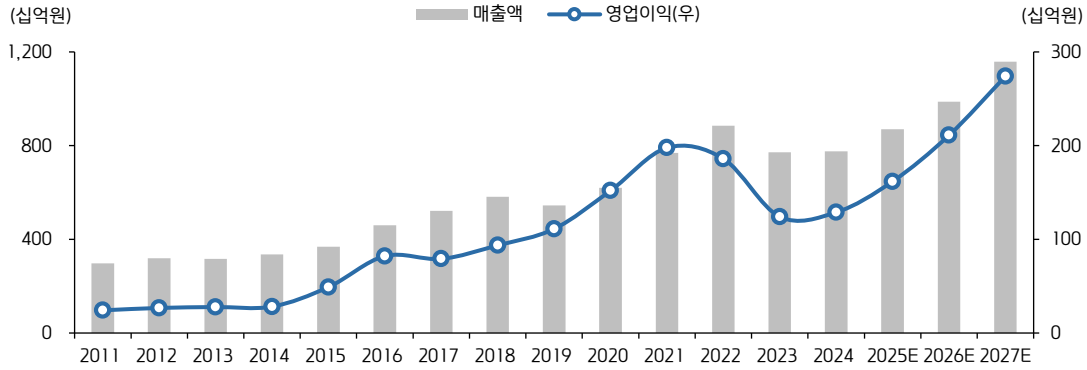
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2Q25E					2025E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
매출액	**222.1**	**223.8**	**1%**	**216.0**	**4%**	**869.3**	**869.8**	**0%**
정밀화학	54.2	54.3	0%			220.6	221.1	0%
전자소재	80.4	81.9	2%			311.2	311.3	0%
제지/환경제품	29.7	29.7	0%			133.7	113.7	-15%
기타	57.8	57.8	0%			223.8	223.8	0%
매출총이익	68.6	69.1	1%	63.6	9%	255.6	255.7	0%
매출총이익률	31%	31%				29%	29%	
영업이익	**45.9**	**48.1**	**5%**	**43.8**	**10%**	**164.9**	**161.8**	**-2%**
영업이익률	21%	21%				19%	19%	
당기순이익	**42.2**	**44.0**	**4%**	**41.1**	**7%**	**146.6**	**144.1**	**-2%**
당기순이익률	19%	20%		19%		17%	17%	

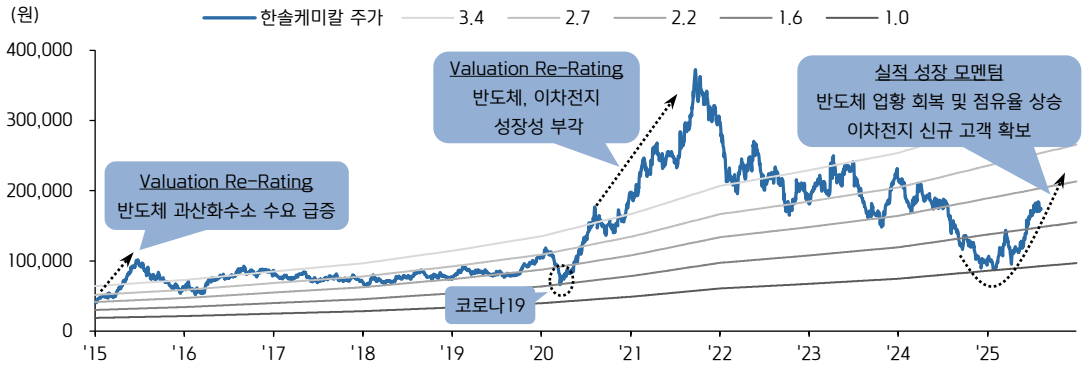
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망: 2025~2027년 성장 재개



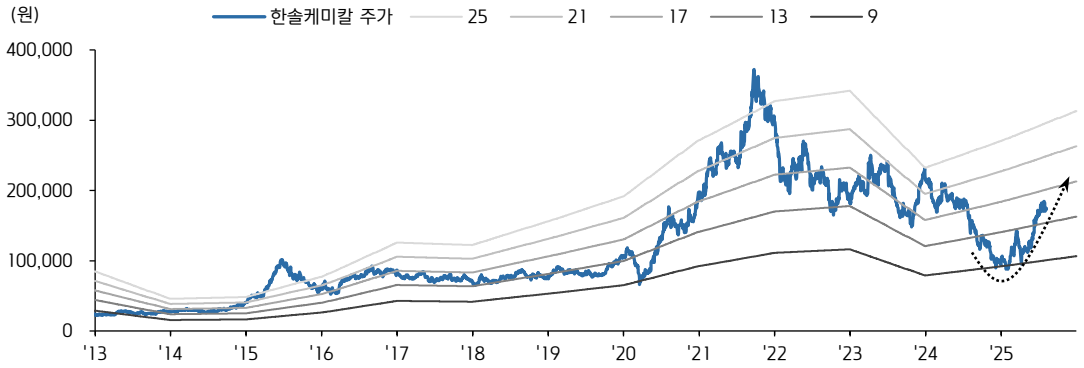
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 6개월 목표주가: 220,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	776.4	869.8	987.3	1,158.1	1,294.7	1,394.4
Growth	0.6%	12.0%	13.5%	17.3%	11.8%	7.7%
EPS [원]	10,823	12,530	15,505	19,510	21,317	23,224
Growth	16.5%	15.8%	23.7%	25.8%	9.3%	8.9%
BPS [원]	85,955	96,930	110,264	127,577	146,379	167,088
Growth	15.2%	12.8%	13.8%	15.7%	14.7%	14.1%
ROCE(Return On Common Equity)	13.5%	13.7%	15.0%	16.4%	15.6%	14.8%
COE(Cost of Equity)	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
Residual Earnings(ROCE-COE)	5.0%	5.2%	6.5%	8.0%	7.1%	6.4%
PV of Residual Earnings		4,420	5,751	7,430	7,057	6,667
Equity Beta	0.9					
Risk Free Rate	2.8%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.4%					
Continuing Value	126,268					
Beginning Common Shareholders' Equity	85,955					
PV of RE for the Forecasting Period	31,325					
PV of Continuing Value	84,211					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	218,495					

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 6% 적용
자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	771.7	776.4	869.8	987.3	1,158.1
매출원가	566.7	571.6	614.1	669.6	764.8
매출총이익	205.0	204.8	255.7	317.7	393.2
판관비	80.8	75.9	94.0	106.7	119.3
영업이익	124.1	128.8	161.8	211.0	273.9
EBITDA	177.2	179.9	210.4	265.5	331.0
영업외손익	11.4	18.9	17.6	16.6	20.0
이자수익	4.9	5.5	3.8	5.3	6.2
이자비용	5.8	5.3	3.8	2.9	2.0
외환관련이익	6.1	7.5	5.3	5.0	4.9
외환관련손실	5.8	3.7	2.4	2.8	3.2
종속 및 관계기업손익	12.7	20.2	12.7	11.4	13.3
기타	-0.7	-5.3	2.0	0.6	0.8
법인세차감전이익	135.6	147.8	179.4	227.6	293.9
법인세비용	26.9	22.9	35.3	49.3	69.6
계속사업순손익	108.7	124.9	144.1	178.3	224.3
당기순이익	108.7	124.9	144.1	178.3	224.3
지배주주순이익	105.3	122.7	141.5	175.1	220.4
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.8	0.6	12.0	13.5	17.3
영업이익 증감율	-33.3	3.8	25.6	30.4	29.8
EBITDA 증감율	-24.7	1.5	17.0	26.2	24.7
지배주주순이익 증감율	-32.1	16.5	15.3	23.7	25.9
EPS 증감율	-32.1	16.5	15.8	23.7	25.8
매출총이익율(%)	26.6	26.4	29.4	32.2	34.0
영업이익률(%)	16.1	16.6	18.6	21.4	23.7
EBITDA Margin(%)	23.0	23.2	24.2	26.9	28.6
지배주주순이익률(%)	13.6	15.8	16.3	17.7	19.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	367.4	348.0	379.6	441.3	509.1
현금 및 현금성자산	67.1	83.7	118.4	167.4	199.3
단기금융자산	70.3	37.9	34.9	43.0	50.5
매출채권 및 기타채권	101.0	97.5	102.1	103.7	110.1
재고자산	124.4	125.9	120.8	123.4	144.7
기타유동자산	4.6	3.0	3.4	3.8	4.5
비유동자산	983.6	1,116.6	1,120.4	1,164.3	1,255.6
투자자산	84.7	98.1	94.7	97.8	101.2
유형자산	801.0	862.2	908.1	979.0	1,067.1
무형자산	79.1	77.9	75.4	73.2	71.5
기타비유동자산	18.8	78.4	42.2	14.3	15.8
자산총계	1,351.0	1,464.7	1,500.0	1,605.7	1,764.7
유동부채	247.8	272.4	185.3	162.7	121.8
매입채무 및 기타채무	96.0	88.8	82.4	77.6	83.1
단기금융부채	133.1	155.1	75.3	58.0	11.0
기타유동부채	18.7	28.5	27.6	27.1	27.7
비유동부채	161.7	120.9	120.2	94.5	95.1
장기금융부채	157.3	113.5	112.5	86.5	86.5
기타비유동부채	4.4	7.4	7.7	8.0	8.6
부채총계	409.5	393.2	305.5	257.3	216.9
지배지분	845.5	974.3	1,094.8	1,245.4	1,441.0
자본금	56.7	56.7	56.5	56.5	56.5
자본잉여금	33.3	59.9	59.9	59.9	59.9
기타자본	-45.9	-45.5	-45.5	-45.5	-45.5
기타포괄손익누계액	-9.8	-5.4	-2.9	-0.9	0.9
이익잉여금	811.3	908.7	1,027.0	1,175.5	1,369.3
비지배지분	96.0	97.1	99.7	102.8	106.8
자본총계	941.5	1,071.4	1,194.5	1,348.3	1,547.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144.1	162.4	190.2	224.2	263.9
당기순이익	108.7	124.9	144.1	178.3	224.3
비현금항목의 가감	80.1	60.4	81.0	98.6	119.5
유형자산감가상각비	51.6	49.4	46.9	52.9	55.6
무형자산감가상각비	1.5	1.7	1.7	1.6	1.4
지분법평가손익	-12.8	-20.3	0.0	0.0	0.0
기타	39.8	29.6	32.4	44.1	62.5
영업활동자산부채증감	-17.0	-8.5	-6.8	-12.8	-21.8
매출채권및기타채권의감소	3.5	1.5	-4.6	-1.6	-6.4
재고자산의감소	1.6	-2.6	5.1	-2.6	-21.3
매입채무및기타채무의증가	-5.0	-3.0	-6.4	-4.8	5.5
기타	-17.1	-4.4	-0.9	-3.8	0.4
기타현금흐름	-27.7	-14.4	-28.1	-39.9	-58.1
투자활동 현금흐름	-171.9	-72.1	-67.7	-116.5	-136.4
유형자산의 취득	-158.8	-108.4	-93.2	-124.0	-144.0
유형자산의 처분	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3
무형자산의 순취득	-0.4	-0.8	0.8	0.6	0.3
투자자산의감소(증가)	-2.1	-13.5	3.4	-3.1	-3.4
단기금융자산의감소(증가)	-17.8	32.5	3.0	-8.2	-7.4
기타	6.7	17.8	18.0	18.0	17.8
재무활동 현금흐름	-4.5	-76.9	-103.3	-65.8	-72.7
차입금의 증가(감소)	20.9	-23.8	-80.8	-43.4	-47.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	-0.7	0.0	-0.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-30.3	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.9	-23.6	-23.2	-23.3	-26.6
기타	0.2	0.8	0.9	0.9	0.9
기타현금흐름	0.3	3.2	15.7	6.9	-22.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-32.0	16.6	34.8	48.9	31.9
기초현금 및 현금성자산	99.1	67.1	83.7	118.5	167.4
기말현금 및 현금성자산	67.1	83.7	118.5	167.4	199.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,294	10,823	12,530	15,505	19,510
BPS	74,592	85,955	96,930	110,264	127,577
CFPS	16,655	16,345	19,926	24,511	30,439
DPS	2,100	2,100	2,100	2,400	2,400
주가배수(배)					
PER	24.4	9.0	14.1	11.4	9.1
PER(최고)	27.5	22.0	11.8		
PER(최저)	15.5	8.3	6.9		
PBR	3.0	1.1	1.8	1.6	1.4
PBR(최고)	3.4	2.8	1.5		
PBR(최저)	1.9	1.0	0.9		
PSR	3.3	1.4	2.3	2.0	1.7
PCFR	13.6	5.9	8.9	7.2	5.8
EV/EBITDA	15.9	7.5	5.8	4.2	3.1
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	21.0	18.6	16.2	14.9	11.9
배당수익률(%,보통주,현금)	0.9	2.2	1.2	1.4	1.4
ROA	8.3	8.9	9.7	11.5	13.3
ROE	13.1	13.5	13.7	15.0	16.4
ROIC	10.0	10.2	11.5	14.3	16.9
매출채권회전율	7.4	7.8	8.7	9.6	10.8
재고자산회전율	6.2	6.2	7.1	8.1	8.6
부채비율	43.5	36.7	25.6	19.1	14.0
순차입금비율	16.3	13.7	2.9	-4.9	-9.8
이자보상배율,현금	21.4	24.2	43.1	73.0	140.5
총차입금	290.5	268.7	187.9	144.5	97.5
순차입금	153.0	147.1	34.6	-65.9	-152.3
EBITDA	177.2	179.9	210.4	265.5	331.0
FCF	-28.3	42.4	80.0	84.2	101.5

자료: 키움증권 리서치센터

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민•형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
삼성전자 (005930)	2023-09-15	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-20.50	-20.00
	2023-09-19	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-23.85	-20.00
	2023-10-12	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-24.01	-20.00
	2023-11-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-22.84	-19.11
	2023-11-29	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-22.53	-19.11
	2023-12-08	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-20.33	-11.56
	2024-02-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-19.82	-11.56
	2024-03-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.29	-14.70
	2024-05-02	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.38	-14.70
	2024-05-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.96	-14.70
	2024-06-27	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-24.18	-20.82
	2024-07-08	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-29.75	-26.83
	2024-08-01	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-30.56	-26.83
	2024-08-06	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-34.71	-26.83
	2024-09-12	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-36.11	-33.70
	2024-09-30	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-32.17	-31.67
	2024-10-08	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-34.01	-31.67
	2024-11-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-34.91	-31.67
	2024-11-14	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-26.13	-22.27
	2024-11-28	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-27.01	-22.27
	2024-12-10	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.73	-23.15
	2025-01-07	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.53	-21.51
	2025-01-09	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.83	-21.51
	2025-02-03	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-24.52	-15.48
	2025-03-27	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.85	-22.75
	2025-04-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-29.62	-22.75
	2025-04-30	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-30.17	-22.75
	2025-05-28	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.73	-20.25
	2025-07-04	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.39	-20.25
	2025-07-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.52	-16.13
	2025-07-21	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-23.50	-18.43
	2025-08-01	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-22.42	-18.43
	2025-08-11	BUY(Maintain)	89,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
SK하이닉스 (000660)	2023-09-19	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-16.54	-8.28
	2023-11-07	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-18.57	-16.19
	2023-11-29	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-18.77	-16.19
	2023-12-11	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-10.86	7.44
	2024-03-26	Marketperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-4.73	-0.84
	2024-04-26	Marketperform (Maintain)	180,000원	6개월	2.58	12.50
	2024-05-29	Marketperform (Maintain)	200,000원	6개월	10.09	20.50
	2024-07-26	Marketperform (Maintain)	200,000원	6개월	7.20	20.50
	2024-08-06	BUY(Upgrade)	200,000원	6개월	-2.08	20.50
	2024-09-30	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-15.57	-8.64
	2024-11-22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-16.47	-15.67
	2024-11-28	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-8.10	7.38
	2025-03-27	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-26.39	-20.38
	2025-04-08	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-29.64	-20.38
	2025-04-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-27.60	-20.38
	2025-05-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-12.79	15.38
	2025-08-11	Outperform (Downgrade)	300,000원	6개월		
솔브레인 (357780)	2023-08-23	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-32.92	-26.71
	2023-11-03	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-18.58	-12.66
	2023-11-29	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-16.36	-10.00
	2024-05-13	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-33.05	-9.61
	2024-11-15	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-41.44	-32.26
	2025-05-12	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-30.42	-21.20
	2025-07-16	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-15.53	-4.42
	2025-08-11	BUY(Maintain)	290,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

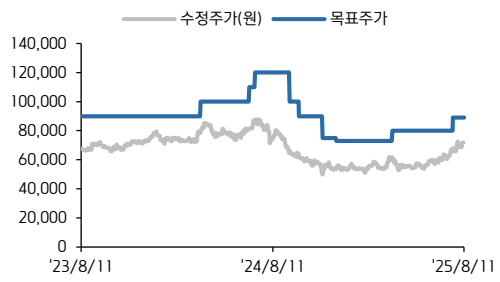
종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
티씨케이	2023-09-15	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-28.47	-24.31
(064760)	2023-10-26	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-30.32	-24.31
	2023-11-23	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-29.82	-23.54
	2023-11-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-28.24	-14.46
	2023-12-14	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.85	-21.80
	2024-02-23	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-26.77	-8.20
	2024-04-23	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.77	-8.20
	2024-07-09	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-26.00	-19.53
	2024-07-25	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-43.68	-19.53
	2024-11-28	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-27.01	-11.73
	2025-05-28	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-15.92	-7.36
	2025-06-12	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-22.09	-14.00
	2025-08-04	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-25.19	-23.50
	2025-08-11	BUY(Maintain)	140,000원	6개월		
원익IPS	2023-08-11	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-17.72	-10.13
(240810)	2023-11-29	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-24.51	-18.37
	2024-03-15	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-20.13	-2.09
	2024-05-29	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-16.07	-6.74
	2024-07-30	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-24.90	-6.74
	2024-12-05	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-28.62	-15.76
	2025-05-28	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-28.72	-15.76
	2025-08-11	BUY(Maintain)	46,000원	6개월		

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
한솔케미칼	2023-09-04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-38.53	-32.67
(064760)	2023-10-30	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-37.63	-30.78
	2023-11-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-35.07	-20.93
	2023-12-18	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-30.97	-14.26
	2024-04-22	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-29.55	-27.41
	2024-05-16	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.04	-27.41
	2024-05-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.80	-27.41
	2024-07-04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-40.09	-27.41
	2024-11-19	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-37.84	-36.76
	2024-11-28	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-36.91	-15.47
	2025-04-14	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-35.89	-15.47
	2025-06-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-10.98	-2.95
	2025-08-11	BUY(Maintain)	220,000원	6개월		

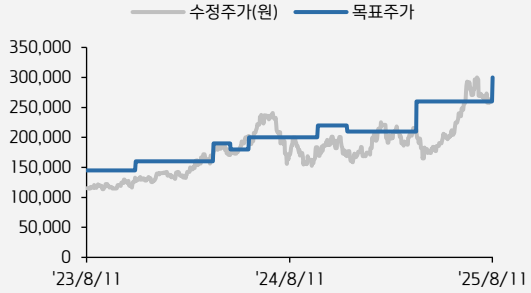
*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

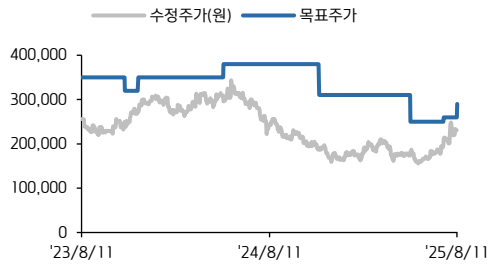
삼성전자 (005930)



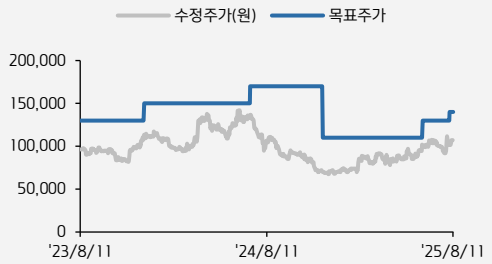
SK하이닉스 (000660)



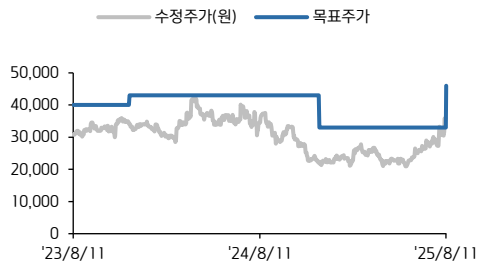
솔브레인 (357780)



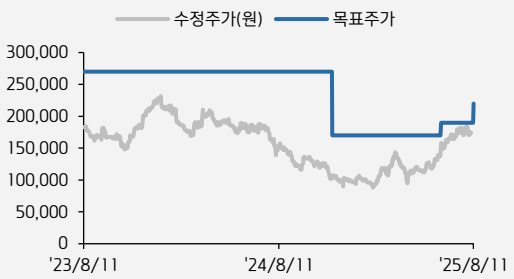
티씨케이 (064760)



원익IPS (240810)



한솔케미칼 (014680)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%