

2025년 10월 28일 | 키움증권 리서치센터



산업분석 | 반도체 Overweight (Maintain)

소부장 성장으로의 전환

반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com

Contents



Investment Summary 2

I. HBM 산업 전망 3

- > HBM 수요: 기대되는 2027년 3
- > HBM 공급: 전망치 상향 7
- > 범용 DRAM 수급 전망 11

II. 투자 전략 및 Top Picks 13

- > 2026년은 반도체 소부장어의 해 13

기업분석 14

- > 삼성전자 (005930) 15
- > SK하이닉스 (000660) 22
- > 한솔케미칼 (014680) 28
- > 리노공업 (058470) 33
- > 솔브레인 (357780) 38
- > 티씨케이 (064760) 43
- > 원익IPS (240810) 48
- > 테스 (095610) 52

Compliance Notice

- 당사는 10월 28일 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

>>> HBM, 2027년 수요 급증 구간 재진입

2027년 HBM 시장은 1)Nvidia R300 내 탑재량 급증 (2026년 R200 288GB → 2027년 R300 1,024GB), 2)Meta의 HBM 탑재(MTIA v2 LPDDR5 128GB → MTIA v3 HBM3e 192GB), 3)OpenAI의 Titan v1 출시 등에 따라 큰 폭의 수요 성장을 이룰 전망이다. 특히 2027년 출시 예정인 Nvidia의 R300은 R200보다 3.6배 더 많은 HBM 용량을 필요로 하기 때문에, 이를 위한 업계 내 선행 투자가 2026년부터 진행돼야 한다.

>>> 2026년부터 선행 투자 집중 예상

HBM의 총 공급량(월 평균, Wafer Input Capacity)은 2025년 366K/월에서 2027년 665K/월로 급증하며, 2026년~2027년 반도체 소재·부품·장비 업종 실적 성장에 큰 모멘텀으로 작용할 전망이다.

HBM 공급 업체들의 부진했던 수율(Yield)이 개선되며 산업의 생산량 증가에 도움이 되겠지만, 급증하는 AI 수요에 대응하기 위해서는 Capacity의 절대적 증가가 필수적이다.

>>> 소재·부품, 2026년 성장으로의 전환

반도체 투자 확대에 따라, 소재·부품·장비 업종의 주가 상승 모멘텀이 되살아날 것으로 판단한다. 반도체 장비의 경우 올 한 해 진행했던 HBM 전공정 장비 투자로 인해, 이미 실적 반등과 큰 폭의 주가 상승을 이뤘다. 이제 현 시점에서 우리가 주목해야할 점은 '투자된 장비들이 본격적으로 가동되기 시작하는 올 연말부터' 반도체 소재 및 부품 업종의 실적이 크게 성장하기 시작할 것이라는 점이다. 따라서 2026년 큰 폭의 실적 성장이 예상되는 반도체 소재 및 부품 업종에 투자를 집중하는 전략이 바람직한 시점이다.

반도체 업종 Top Picks로 삼성전자, SK하이닉스, 한솔케미칼, 리노공업, 차선후주로 솔브레인, 티씨케이, 원익IPS, 관심종목으로 넥스틴, 두산테스나, 해성디에스를 각각 제시한다.

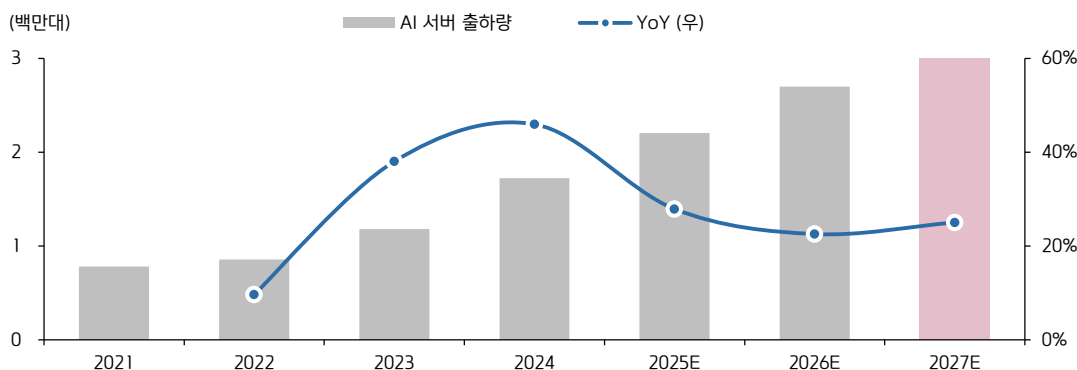
I. HBM 산업 전망

>>> HBM 수요: 기대되는 2027년

AI 서버 시장 성장세 지속

AI 서버의 출하량은 2024년 172만대(+46%YoY)에서 2025년 220만대(+28%YoY), 2026년 270만대(+23%YoY), 2027년 337만대(+25%YoY)로 지속 상승할 것으로 예상된다. 지정학적 긴장감과 미국의 대중국 수출 규제, 글로벌 상호 관세 등이 단기적인 성장의 속도를 늦출 가능성이 있지만, 추론 시장을 중심으로 한 두 자릿수의 성장세가 이어질 것이라는 판단이다.

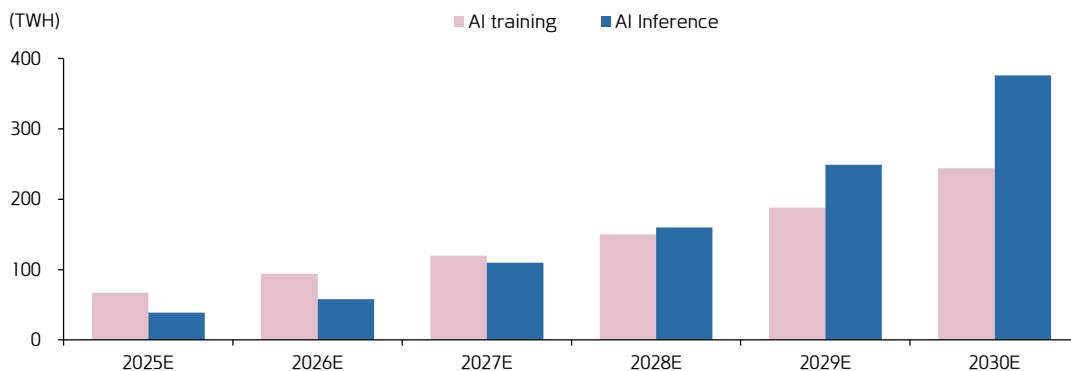
AI 서버 출하량: +25% CAGR 예상



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

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.

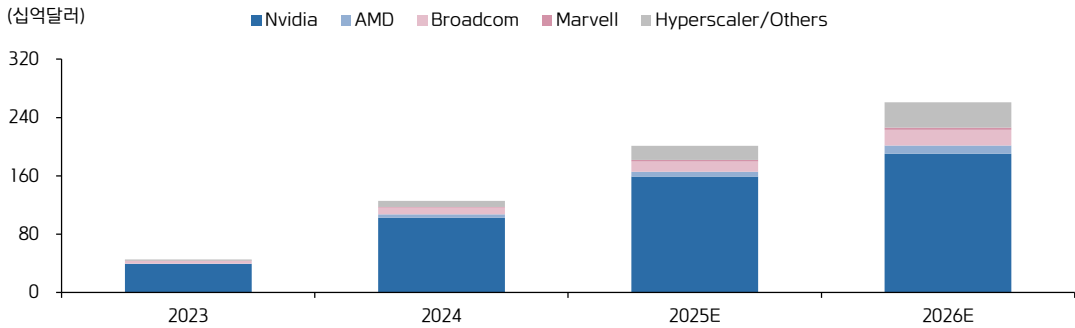
AI 전력 소비: AI inference 성장 가속화, 2028년 AI training 시장 넘어설 전망



자료: Schneider Electric, 키움증권 리서치센터

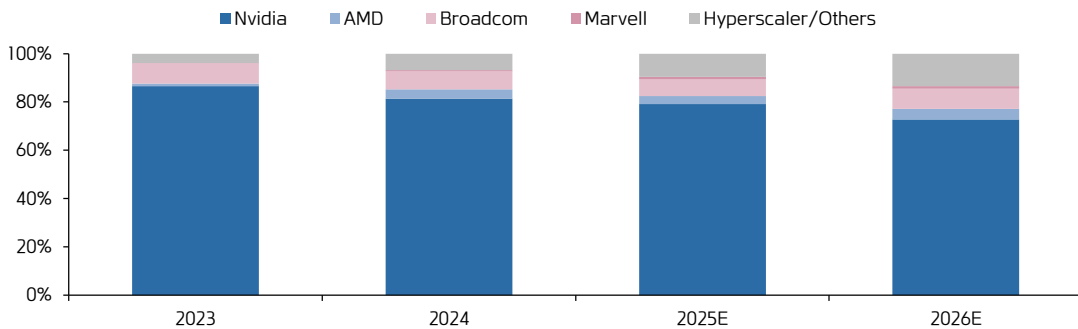
Inference 시장 확대로 ASIC 부문의 시장 점유율이 크게 증가할 것으로 예상되는 반면, training에서 독보적 지위를 유지했던 NVIDIA의 시장 점유율은 2025년 80%에서 2026년 73%로 하락할 것으로 예상된다. 이에 따라 2026년 hyperscaler(Broadcom, Marvell 매출액 포함)의 자체 가속기 시장 규모는 +69%YoY 급등하지만, NVIDIA의 매출 성장률은 +19%YoY에 그쳐 양 진영간의 성장률 격차가 눈에 띄게 확대될 전망이다. 그러나 2027년에는 GPU와 ASIC 진영 간에 치열한 제품 spec 경쟁이 확대되며, HBM의 수요 급증을 일으킬 것으로 예상된다.

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



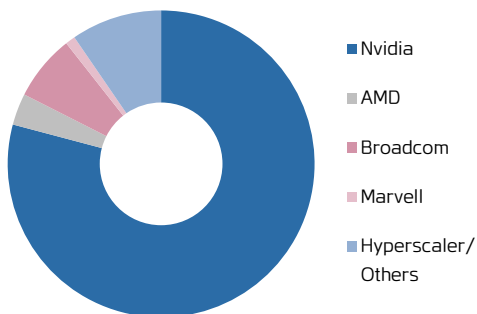
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

AI 가속기 시장 점유율



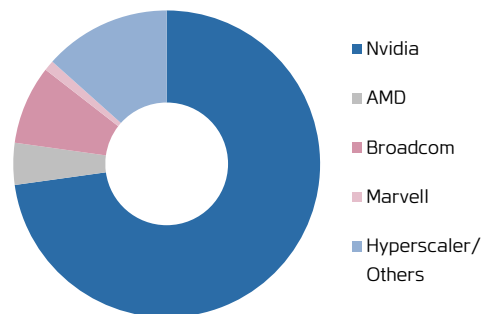
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

2025년 AI 가속기 시장 점유율



자료: 업계, 키움증권 리서치센터

2026년 AI 가속기 시장 점유율



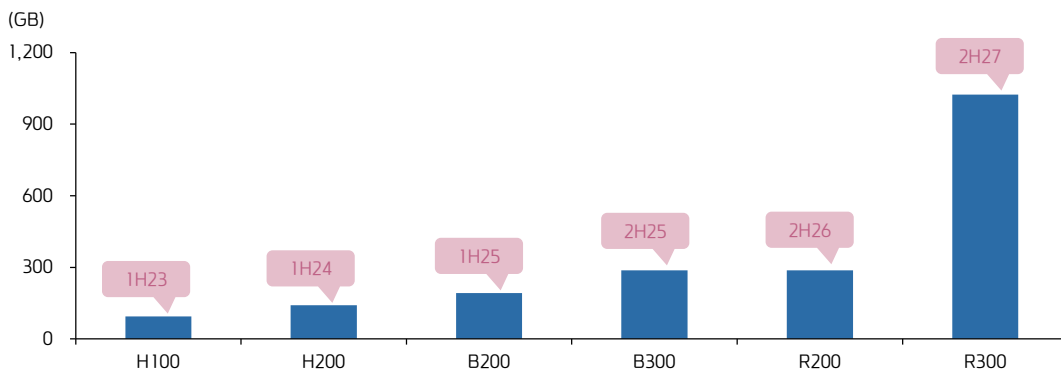
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

NVIDIA: 2027년 HBM 탑재량 3배 이상 급증

NVIDIA: 2026년 출시 예정인 R200(Rubin)은 기존에 적용했던 공정이 3nm로 변경되고, 제품의 사이즈가 축소되는 등 전반적인 효율 향상을 목적으로 개발되고 있다. 이에 따라 HBM도 B300과 동일한 용량인 288GB가 채택되고, 처리 속도 향상을 위한 I/O 개수 증가 정도가 있을 것이다. 그러나 이를 지나 2027년에는 파운드리 공정을 3nm로 유지하고, 다시 한번 GPU의 사이즈와 HBM의 용량을 키우면서, AI 시스템 성능을 대폭 향상 시킬 전망이다. 아래 차트를 보면, 2026년에 출시되는 R200은 B300과 같은 288GB가 탑재하겠지만, 2027년 하반기 예정된 R300에서는 HBM의 탑재량이 3배 이상 급증할 것이라는 것을 알 수 있다.

HBM 공급 업체들은 2027년 예상되는 NVIDIA발 수요 급증에 맞춰, 큰 폭의 Capacity 증설을 진행해야만 할 것이다.

NVIDIA의 GPU별 HBM 탑재량: 2025년 288GB → 2026년 288GB → 2027년 1,024GB



자료: NVIDIA, 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	3nm	HBM4	432GB	HBM4			
	MI500	2nm?	HBM4e?	TBD	HBM4e?			

자료: 업계, 키움증권 리서치센터

Hyperscaler향 HBM 탑재량 증가

ASIC: Marvell의 주요 고객사인 Microsoft는 Maia200의 출시를 수개월 미루는 대신 HBM의 탑재량을 288GB으로 크게 증가시킬 것으로 예상된다. Broadcom의 주요 고객사인 Google은 TSMC 3nm 공정을 적용하고 HBM 용량을 2024년의 32GB 대비 대폭 키우며, TPU의 성능을 향상 시키고 있다. Meta의 경우 2026년 출시 예정인 MTIA v3에 기존의 LPDDR5 대신 HBM3e를 채택하며 HBM의 신규 고객사로 급부상할 것으로 보이고, Amazon은 올해에 이어 내년에도 HBM의 탑재량을 꾸준히 증가시킬 것으로 예상된다. 더불어 2027년에는 OpenAI의 Titan v1가 출시되며, HBM 시장 수요에 큰 기여를 할 것으로 기대된다. 여러모로 기대되는 2027년이 아닐 수 없다.

Hyperscaler AI Chip 양산 시기 및 specification

	Chip	Foundry	HBM	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Microsoft	Maia100	5nm	HBM3	64GB	HBM3			
	Maia 200	3nm	HBM4	288GB		HBM4		
	Maia 300	2nm	HBM4e?	TBD			HBM4e?	
	Maia 400	2nm	HBM5?	TBD				HBM5?
Google	TPU v6e	4nm	HBM3e	32GB	HBM3e			
	TPU V6p	3nm	HBM3e	192GB	HBM3e			
	TPU V7p	3nm	HBM3e	144GB		HBM3e		
	TPU v7e	3nm	HBM3e	288GB		HBM3e		
	TPU v8p	2nm	HBM4?	TBD			HBM4?	
	TPU v8e	2nm	HBM4?	TBD			HBM4?	
Meta	MTIA v2	5nm	LPDDR5	128GB	LPDDR5			
	MTIA v3	3nm	HBM3e	192GB		HBM3e		
	MTIA v4	2nm?	HBM4e?	TBD				HBM4e?
Amazon	Trainium v1	7nm	HBM2	32GB	HBM2			
	Trainium v2	5nm	HBM3	96GB	HBM3e			
	Trainium v3	3nm	HBM3e	144GB		HBM3e		
	Trainium v4	2nm	HBM4?	TBD			HBM4?	
OpenAI	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

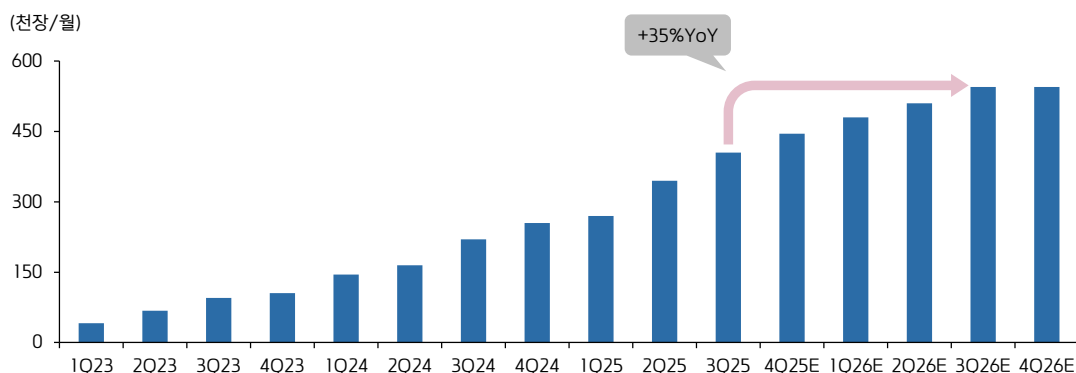
>>> HBM 공급: 전망치 상향

HBM 연평균 Capacity: 2025년 366K/월 → 2027년 665K/월

HBM의 산업 총 capacity는 연평균 2025년 366K/월 → 2026년 520K/월 → 2027년 665K/월로 크게 증가할 것으로 전망한다. R200과 MI400을 포함한 주요 고객들의 신규 AI 가속기의 출시가 2026년 하반기에 몰려 있고, 이어 2027년 출시 예정인 Nvidia R300, Microsoft Maia300, Google TPU v8, OpenAI Titan v1에 대한 수요를 맞추기 위해, 선행적 투자가 이뤄질 것이라는 판단이다.

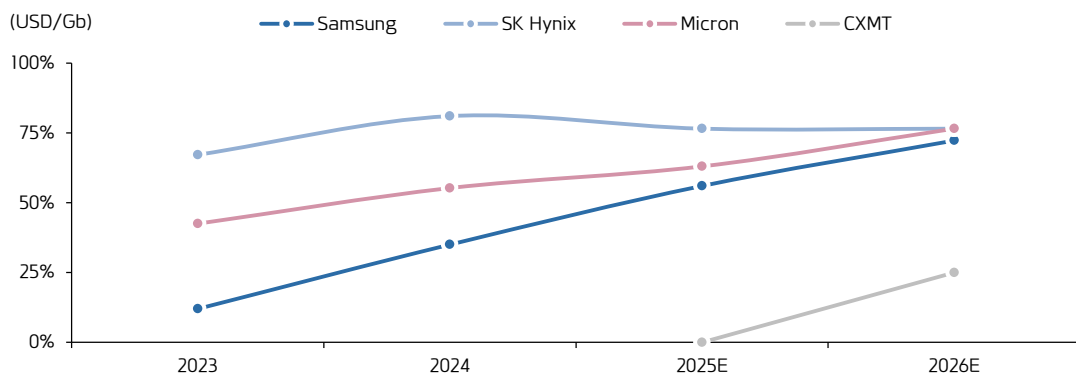
HBM 공급 업체들의 부진했던 수율(Yield)이 개선되며 산업의 생산량 증가에 도움이 될 수는 있겠지만, 증가하는 수요에 대응하기 위해서는 앞서 언급했던 Capacity의 절대적 증가가 필수적이다.

HBM Capacity: 2026년 3분기까지 지속 증가 예상



자료: 키움증권 리서치센터

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

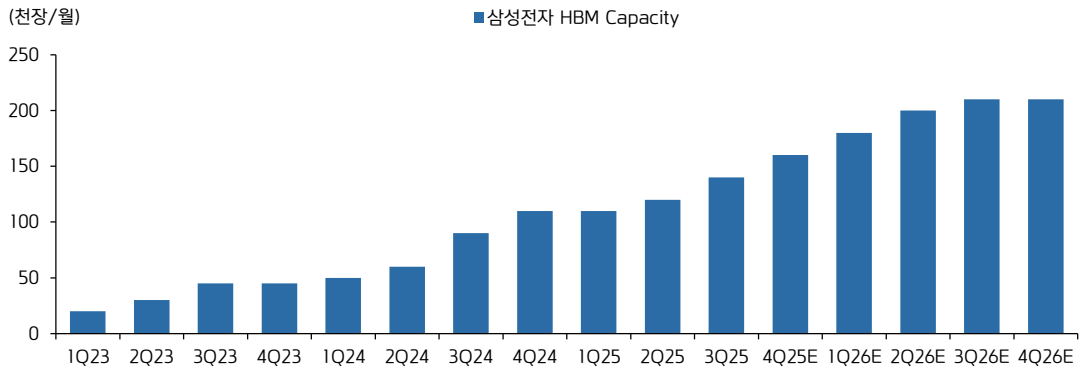


자료: 키움증권 리서치센터

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 1cm 및 HBM4 양산에 할당될 것이다. 1)삼성전자 1cm DRAM의 양산 수율이 60% 이상으로 개선되었고, 2)이를 활용한 HBM4의 샘플도 고객들에게 전달되어, 선제적 증설을 통한 시장 점유율 확대를 계획할 것이라는 판단이다.

삼성전자의 HBM capacity는 1Q25 110K/월에서 4Q25 160K/월, 4Q26 210K/월로 증가할 전망이다. 또한 올 연말 HBM4의 테스트 결과가 긍정적인 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

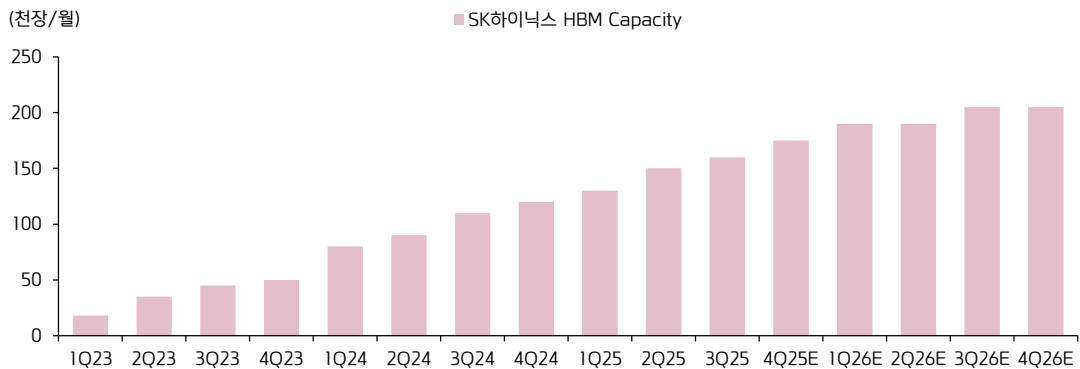


자료: 키움증권 리서치센터

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 예상된다. 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

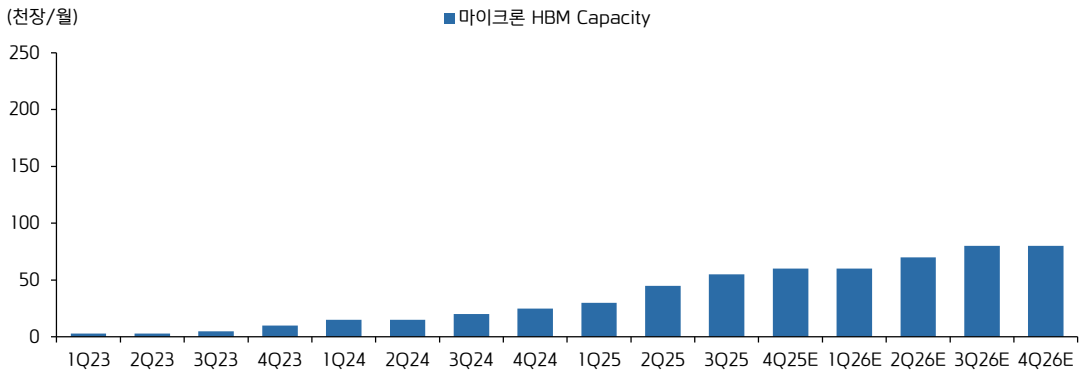


자료: 키움증권 리서치센터

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 증가할 것으로 예상되며, 미국 내 2개의 공장이 완공되는 2027년에 큰 폭의 증설이 진행될 것으로 판단한다.

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

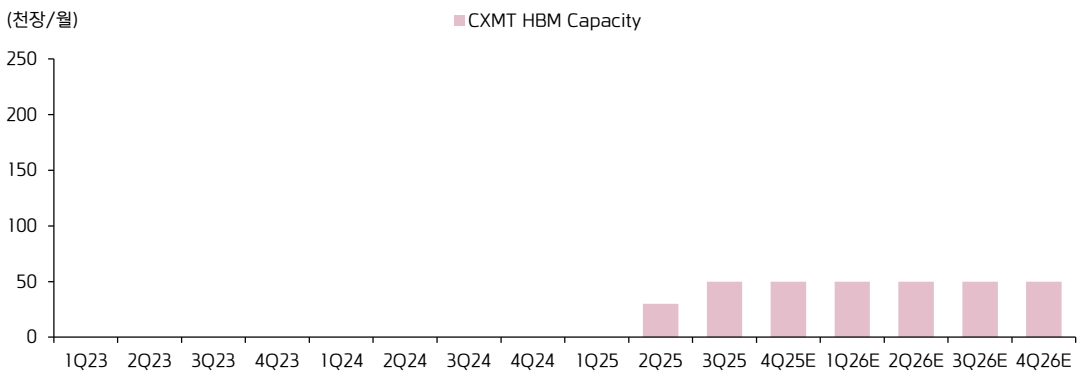
마이크론 HBM Capacity: 4Q26 80K/월 전망



자료: 키움증권 리서치센터

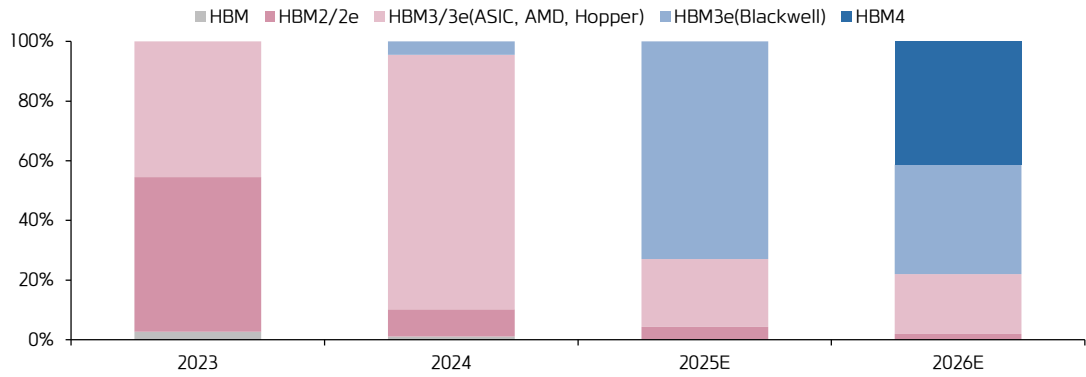
CXMT: 2025년 DRAM 부문 CapEx가 총 55억달러(+45%YoY)를 기록할 전망이다. 지난 2년 동안 대규모의 설비 투자를 집행했던 CXMT는 Hefei 지역에 50K/월의 전공정 설비를 증설하고, 4Q25 총 50K/월의 HBM capacity를 보유할 것으로 예상된다. 다만 CXMT의 HBM capacity는 HBM3 개발에 활용될 것이고, 상품화 및 시장 진입에 적지 않은 시간이 걸릴 것이다.

CXMT HBM Capacity: 4Q26 50K/월 전망



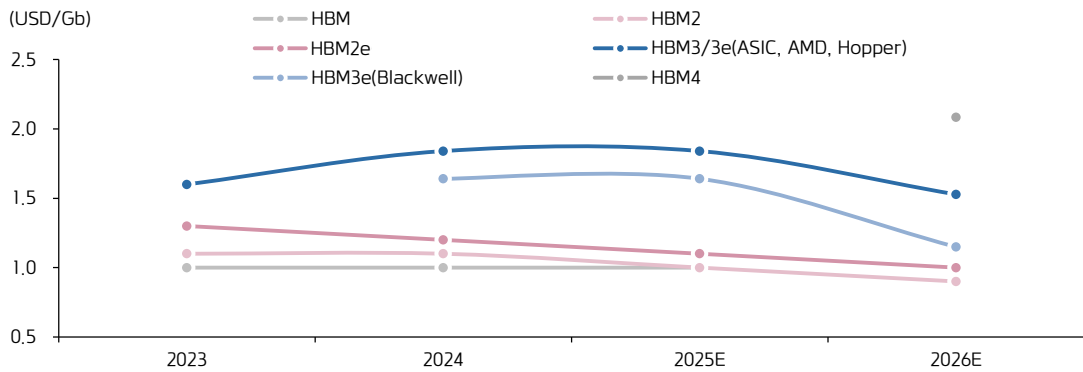
자료: 키움증권 리서치센터

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



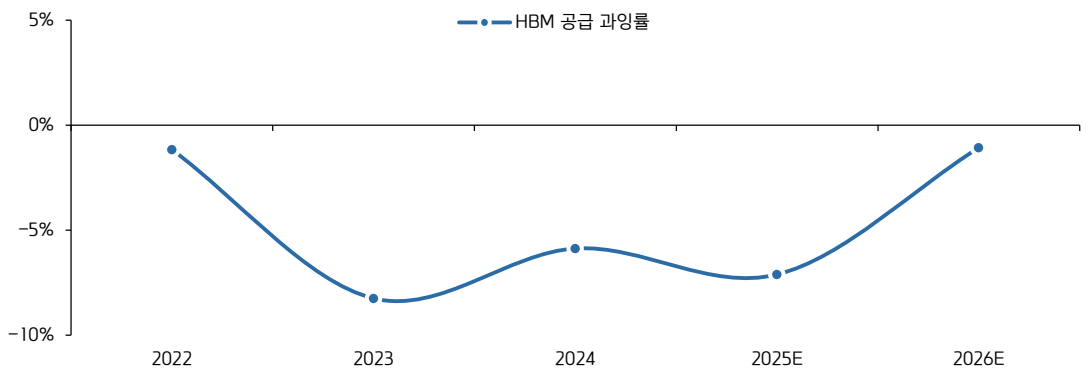
자료: 키움증권 리서치센터

HBM 가격 전망



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 수급 전망: 2026년 공급 부족 해소



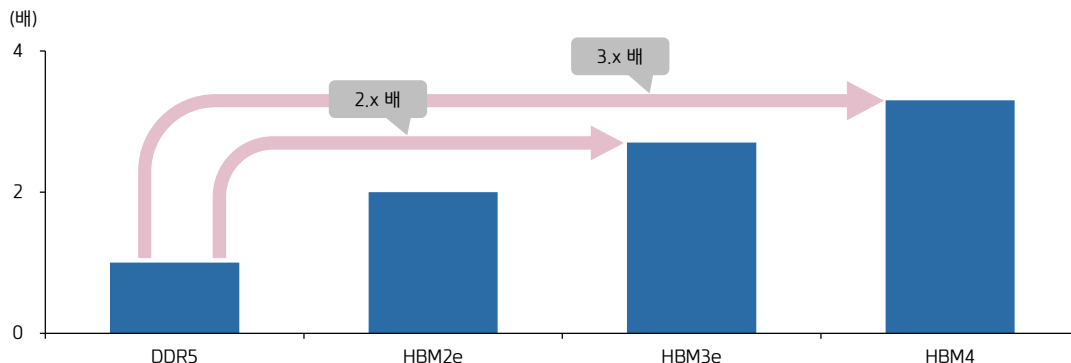
자료: 키움증권 리서치센터

>>> 범용 DRAM 수급 전망

공급 제약 속, 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 2026년 DRAM의 전공정 장비 투자가 필수적이다.

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

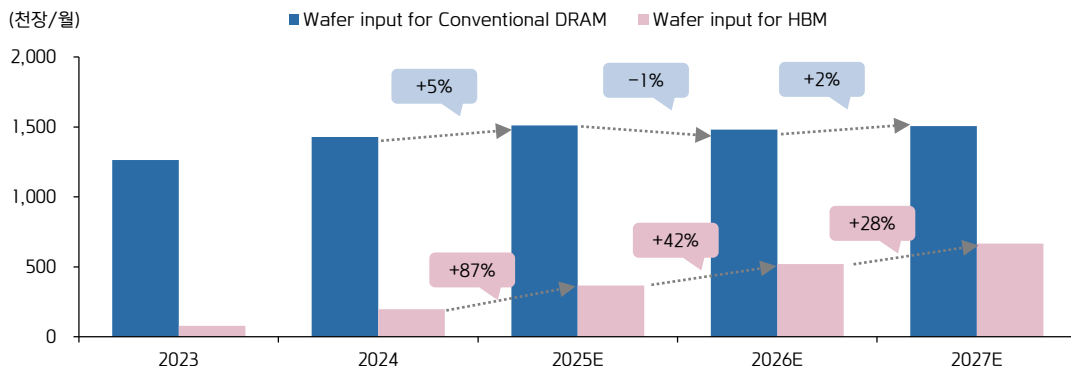


자료: 키움증권 리서치센터

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.

4Q25 큰 폭의 가격 상승(Mobile DRAM +15%QoQ, PC DRAM +25~40%QoQ, Server DRAM +20~30%QoQ)이 예상되는 conventional DRAM의 수급도 당분간 견조한 흐름을 이어갈 전망이다.

Conventional DRAM capacity 2026년 -1%YoY, 2027년 +2%YoY



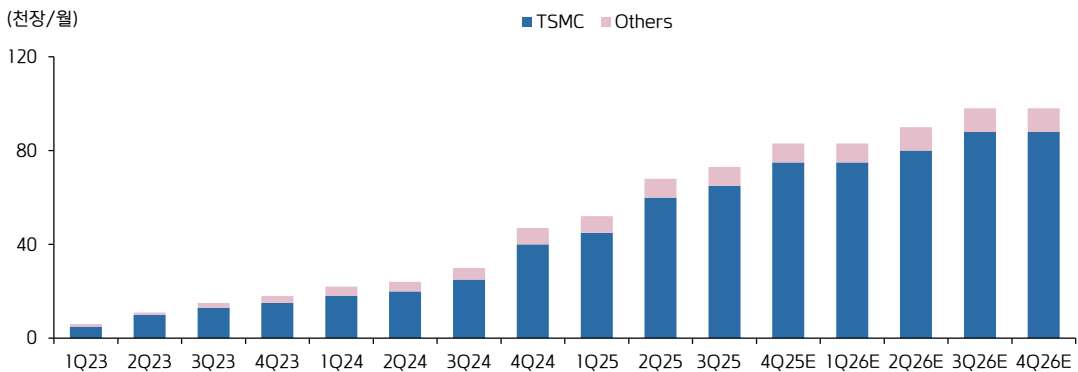
자료: 키움증권 리서치센터

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 4Q26 83K/월, 4Q26 98K/월로 증가할 것으로 예상된다. 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.

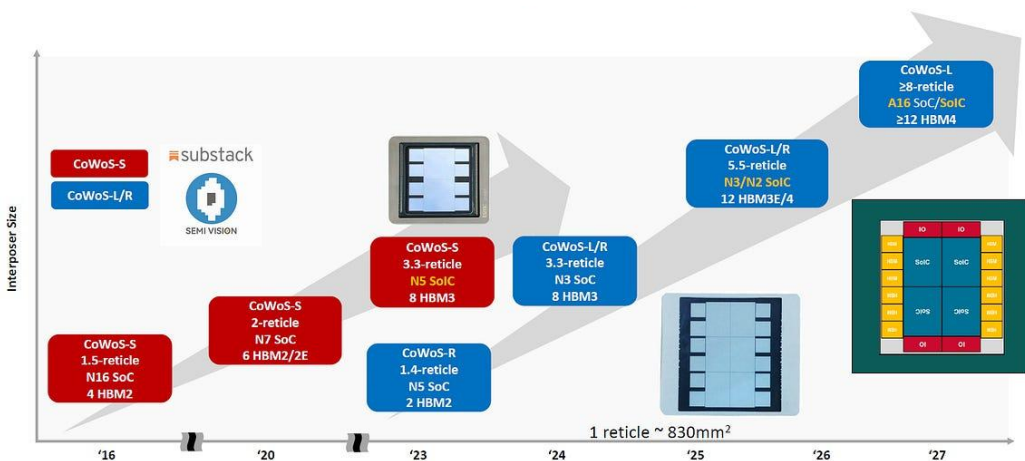
그러나 2027년 R300은 제품의 사이즈가 재차 증가하기 때문에 TSMC CoWoS capacity의 증설이 선행되어야만 하고, 이러한 수요의 급증 구간은 삼성전자 파운드리에 기회 요인으로 작용할 전망이다.

CoWoS Capacity 전망



자료: 키움증권 리서치센터

TSMC 2.5D Packaging Roadmap



자료: Semi Vision, 키움증권 리서치센터

II. 투자 전략 및 Top Picks

>>> 2026년은 반도체 소부장의 해

투자 선호도: 소재 > 부품 > 장비

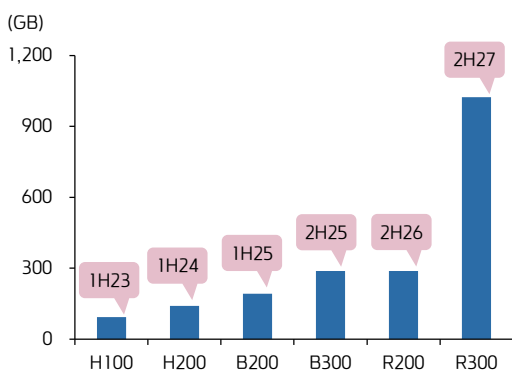
2027년 HBM 시장은 1)Nvidia의 R300 내 탑재량 급증(2026년 R200 288GB → 2027년 R300 1,024GB), 2)Meta의 HBM 탑재 변경(MTIA v2 LPDDR5 128GB → MTIA v3 HBM3e 192GB), 3)OpenAI의 Titan v1 출시 등에 따라 큰 폭의 수요 성장을 이룰 전망이다. 특히 2027년 출시 예정인 Nvidia의 R300은 R200보다 3.6배 더 많은 HBM 용량을 필요로 하기 때문에, 이를 위한 업계 내 capacity 투자가 2026년부터 선행되어야 한다.

HBM의 총 공급량(월 평균, Wafer Input Capacity)은 2025년 366K/월에서 2027년 665K/월로 급증하며, 2026년~2027년 반도체 소재·부품·장비 업종 실적 성장에 큰 모멘텀으로 작용할 전망이다.

반도체 투자 확대에 따라, 소재·부품·장비 업종의 주가 상승 모멘텀이 되살아날 것으로 판단한다. 반도체 장비의 경우 올 한 해 진행됐던 HBM 전공정 장비 투자로 인해, 이미 실적 반등과 큰 폭의 주가 상승을 이뤘다. 이제 현 시점에서 우리가 주목해야할 점은 '투자된 장비들이 본격적으로 가동되기 시작하는 올 연 말부터' 반도체 소재 및 부품 업종의 실적이 크게 성장하기 시작할 것이라는 점이다. 따라서 2026년 큰 폭의 실적 성장이 예상되는 반도체 소재 및 부품 업종에 투자를 집중하는 전략이 바람직한 시점이다.

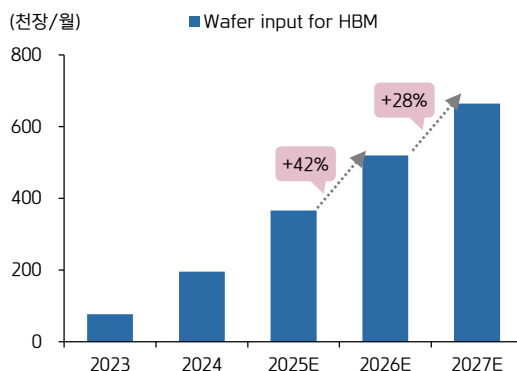
반도체 업종 Top Picks로 삼성전자, SK하이닉스, 한솔케미칼, 리노공업, **차선후주**로 솔브레인, 티씨케이, 원익PS, **관심종목**으로 넥스틴, 두산테스나, 해성디에스를 각각 제시한다.

Nvidia R300: HBM 탑재량 3배 이상 급증



자료: 키움증권 리서치센터

HBM Capacity 큰 폭의 성장 예상

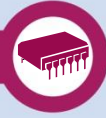


자료: 키움증권 리서치센터



기업분석

삼성전자 (005930)	BUY(Maintain)/목표주가 140,000원(상향) 2026년 영업이익 80조원으로 상향
SK하이닉스 (000660)	BUY(Maintain)/목표주가 650,000원(상향) 2026년 영업이익 65조원으로 상향
한솔케미칼 (014680)	BUY(Maintain)/목표주가 260,000원(상향) 2026년 매출 1조원 달성의 첫 해
리노공업 (058470)	BUY(Maintain)/목표주가 80,000원(상향) AI ASIC 시장 확대 수혜
솔브레인 (357780)	BUY(Maintain)/목표주가 350,000원(상향) 범용 메모리 업황 회복 수혜
티씨케이 (064760)	BUY(Maintain)/목표주가 220,000원(상향) NAND 고단화 수혜
원익IPS (240810)	BUY(Maintain)/목표주가 73,000원(상향) 실적 전망치 상향 조정
테스 (095610)	BUY(Maintain)/목표주가 55,000원(상향) 실적 전망치 상향 조정



BUY(Maintain)

목표주가 140,000원(상향)

주가(10/28) 99,500원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

4Q25 영업이익 17조원으로 시장 컨센서스 상회 예상. 범용 DRAM의 가격 상승과 HBM4의 시장 점유율 확대 효과를 반영해, 2026년 영업이익 전망치를 80조원으로 상향. 시장 컨센서스를 크게 상회할 것으로 판단. 목표주가를 14만원으로 상향하고, 반도체 업종 top pick으로 매수 추천을 지속함.

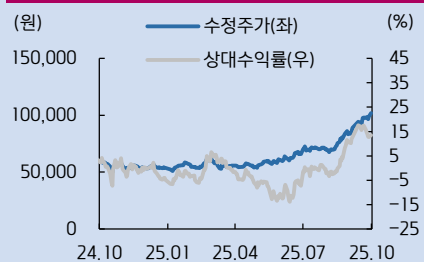
Stock Data

KOSPI (10/28)	4,010.41pt		
시가총액	5,890,040억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	102,000 원	49,900원	
최고/최저가 대비 등락	-2.5%	99.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	19.4%	0.9%
	6M	78.3%	13.3%
	1Y	127.2%	17.6%

Company Data

발행주식수	5,919,638	전주
일평균 거래량(3M)	19,533	전주
외국인 지분율	52.4%	
배당수익률(25.E)	2.4%	
BPS(25.E)	64,040원	
주요 주주	삼성생명보험	20.1%
	외 15인	

Price Trend



2026년 영업이익 80조원으로 상향

>>> 4Q25 영업이익 17조원 전망

삼성전자의 4Q25 실적이 매출액 88.4조원(+3%QoQ)과 영업이익 17.1조원(+42%QoQ)을 기록하며, 당사의 기존 전망치 및 시장 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. PC DRAM, 모바일 DRAM, 서버 DRAM의 고경가격이 예상보다 더욱 큰 폭으로 상승할 전망이다. 또한 고경가격의 인상 분을 반영하더라도, 현재 DRAM의 현물가격이 40% 이상 프리미엄을 받고 있기 때문에, 연말로 가면서 고경가격의 추가 상승이 나타날 가능성도 배제할 수는 없다.

>>> 2026년 영업이익 80조원으로 상향

삼성전자의 2026년 영업이익을 80조원으로 상향 조정한다. HBM4의 시장 점유율 상승이 가시화되고 있고, 업황 개선이 급격히 나타나고 있는 범용 DRAM의 가격도 +23%YoY 급등할 전망이다. NAND는 2Q26 9세대 V-NAND 양산에 따른 수익성 개선, 파운더리는 2nm 수율 개선 및 고객 확대에 따른 실적 성장이 각각 예상된다.

>>> 목표주가 14만원, Top Pick 유지

실적 상향 조정을 반영해, 목표주가를 14만원으로 상향 조정한다. 최근의 급격한 상승에도 불구하고, 삼성전자의 주가 valuation은 경쟁사 대비 여전히 저평가되어 있다. DRAM 내 범용 DRAM의 영업이익 비중이 88%(25년 기준)로 높아, 사이클 반등에 따른 실적 개선의 폭이 경쟁사 대비 더욱 크고, HBM4의 점유율 확대도 점차 가시화되고 있다. 당분간 주가의 상승 모멘텀이 이어질 것으로 판단하며, 반도체 업종 top pick을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	328,082	374,734	413,456
영업이익	6,567	32,726	40,523	80,353	96,373
EBITDA	45,234	75,357	85,070	125,317	142,961
세전이익	11,006	37,530	46,689	86,027	102,085
순이익	15,487	34,451	38,578	66,241	78,606
지배주주지분순이익	14,473	33,621	37,697	64,727	76,809
EPS(원)	2,131	4,950	5,614	9,796	11,625
증감률(% YoY)	-73.6	132.3	13.4	74.5	18.7
PER(배)	36.8	10.7	17.7	10.2	8.6
PBR(배)	1.51	0.92	1.55	1.39	1.21
EV/EBITDA(배)	10.4	3.9	3.8	2.6	1.9
영업이익률(%)	2.5	10.9	12.4	21.4	23.3
ROE(%)	4.1	9.0	9.3	14.5	15.1
순차입금비율(%)	-16.9	-17.9	-19.6	-17.8	-23.9

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,025	88,350	300,871	328,082	374,734
%QoQ/%YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	3%	16%	9%	14%
DS	23,137	28,557	29,271	30,101	25,131	27,911	33,698	41,800	111,066	128,540	168,997
Memory	17,494	21,738	22,273	22,958	19,069	21,241	26,446	34,028	84,463	100,784	139,414
Foundry/S.LSI	5,335	6,497	6,753	6,815	5,877	6,427	7,065	7,524	25,400	26,894	29,583
SDC	5,386	7,646	7,999	8,126	5,867	6,414	7,675	8,144	29,158	28,101	30,453
Large	449	570	531	619	359	462	599	658	2,169	2,079	2,141
Small	5,163	7,042	7,384	7,318	5,438	5,881	7,006	7,413	26,907	25,738	28,312
DX(MX, NW)	33,530	27,382	30,523	25,803	37,010	29,210	33,524	27,171	117,238	126,914	133,167
MX	32,791	26,641	29,981	25,012	36,188	28,490	32,796	26,338	114,425	123,813	130,003
NW	739	741	542	791	822	719	727	833	2,813	3,101	3,164
DX(VD, DA)	13,480	14,422	14,141	14,413	14,512	14,118	14,005	14,330	56,456	56,965	54,117
VD	7,234	7,544	7,582	8,572	7,756	7,009	7,212	7,803	30,932	29,780	28,291
매출원가	45,886	44,312	49,095	47,269	51,010	49,070	52,741	48,073	186,562	200,894	200,986
매출원가율	64%	60%	62%	62%	64%	66%	61%	54%	62%	61%	54%
매출총이익	26,029	29,756	30,004	28,519	28,131	25,497	33,284	40,277	114,309	127,189	173,748
판매비와관리비	19,423	19,312	20,820	22,027	21,445	20,821	21,521	23,498	81,583	87,285	93,395
영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,068	17,093	32,726	40,523	80,353
%QoQ/%YoY	134%	58%	-12%	-29%	3%	-30%	158%	42%	398%	24%	98%
DS	1,914	6,451	3,860	2,870	1,106	503	6,808	13,286	15,094	21,703	62,031
%QoQ/%YoY	흑자전환	237%	-40%	-26%	-61%	-54%	1253%	95%	흑자전환	44%	186%
SDC	341	1,010	1,514	869	462	501	1,288	1,190	3,733	3,440	3,754
%QoQ/%YoY	-83%	196%	50%	-43%	-47%	8%	157%	-8%	-33%	-8%	9%
DX(MX, NW)	3,545	2,231	2,843	2,099	4,374	3,100	3,463	2,171	10,718	13,108	12,428
%QoQ/%YoY	30%	-37%	27%	-26%	108%	-29%	12%	-37%	-18%	22%	-5%
DX(VD, DA)	530	491	530	204	348	203	160	75	1,755	786	839
%QoQ/%YoY	-1139%	-7%	8%	-62%	71%	-42%	-21%	-53%	39%	-55%	7%
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	19%	11%	12%	21%
DS	8%	23%	13%	10%	4%	2%	20%	32%	14%	17%	37%
SDC	6%	13%	19%	11%	8%	8%	17%	15%	13%	12%	12%
DX(MX, NW)	11%	8%	9%	8%	12%	11%	10%	8%	9%	10%	9%
DX(VD, DA)	4%	3%	4%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	2%
법인세차감손이익	7,707	11,595	10,320	7,907	9,152	5,756	13,202	18,579	37,530	46,689	86,027
법인세비용	952	1,754	220	153	929	640	2,640	3,902	3,078	8,110	19,786
당기순이익	6,755	9,841	10,101	7,754	8,223	5,116	10,562	14,677	34,451	38,578	66,241
당기순이익률	9%	13%	13%	10%	10%	7%	12%	17%	11%	12%	18%
총포괄손익	11,750	14,131	5,256	20,160	9,436	-3,455	8,496	26,158	51,296	40,635	69,772
지배주주지분	11,534	13,807	4,935	19,772	9,312	-3,572	8,784	27,045	50,048	41,570	71,376
KRW/USD	1,329	1,370	1,343	1,380	1,450	1,400	1,385	1,410	1,357	1,409	1,340

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,025	88,350	300,871	328,082	374,734
%QoQ/%YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	3%	16%	9%	14%
DS	23,137	28,557	29,271	30,101	25,131	27,911	33,698	41,800	111,066	128,540	168,997
Memory	17,494	21,738	22,273	22,958	19,069	21,241	26,446	34,028	84,463	100,784	139,414
DRAM	10,632	13,453	14,370	15,525	13,195	14,214	18,426	24,945	53,981	70,779	101,555
NAND	6,862	8,284	7,903	7,433	5,874	7,028	8,020	9,083	30,483	30,004	37,859
Foundry/S.LSI	5,335	6,497	6,753	6,815	5,877	6,427	7,065	7,524	25,400	26,894	29,583
SDC	5,386	7,646	7,999	8,126	5,867	6,414	7,675	8,144	29,158	28,101	30,453
Large	449	570	531	619	359	462	599	658	2,169	2,079	2,141
Small	5,163	7,042	7,384	7,318	5,438	5,881	7,006	7,413	26,907	25,738	28,312
DX(MX, NW)	33,530	27,382	30,523	25,803	37,010	29,210	33,524	27,171	117,238	126,914	133,167
MX	32,791	26,641	29,981	25,012	36,188	28,490	32,796	26,338	114,425	123,813	130,003
NW	739	741	542	791	822	719	727	833	2,813	3,101	3,164
DX(VD, DA)	13,480	14,422	14,141	14,413	14,512	14,118	14,005	14,330	56,456	56,965	54,117
VD	7,234	7,544	7,582	8,572	7,756	7,009	7,212	7,803	30,932	29,780	28,291
영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,068	17,093	32,726	40,523	80,353
%QoQ/%YoY	134%	58%	-12%	-29%	3%	-30%	158%	42%	398%	24%	98%
DS	1,914	6,451	3,860	2,870	1,106	503	6,808	13,286	15,094	21,703	62,031
Memory	2,682	6,883	5,722	5,340	2,931	3,065	7,447	13,749	20,627	27,192	62,771
DRAM	2,339	4,978	4,742	4,968	3,695	3,736	7,272	12,596	17,027	27,298	57,554
NAND	343	1,905	980	372	-764	-671	175	1,153	3,600	-106	5,216
Foundry/S.LSI	-784	-195	-1,621	-2,726	-2,645	-2,520	-599	-382	-5,326	-6,146	-740
SDC	341	1,010	1,514	869	462	501	1,288	1,190	3,733	3,440	3,754
Large	-255	-221	-201	-198	-201	-150	-131	-103	-875	-585	-493
Small	596	1,231	1,715	1,067	663	651	1,419	1,293	4,608	4,025	4,247
DX(MX, NW)	3,545	2,231	2,843	2,099	4,374	3,100	3,463	2,171	10,718	13,108	12,428
DX(VD, DA)	530	491	530	204	348	203	160	75	1,755	786	839
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	19%	11%	12%	21%
DS	8%	23%	13%	10%	4%	2%	20%	32%	14%	17%	37%
Memory	15%	32%	26%	23%	15%	14%	28%	40%	24%	27%	45%
DRAM	22%	37%	33%	32%	28%	26%	39%	50%	32%	39%	57%
NAND/S.LSI	5%	23%	12%	5%	-13%	-10%	2%	13%	12%	0%	14%
Foundry/S.LSI	-15%	-3%	-24%	-40%	-45%	-39%	-8%	-5%	-21%	-23%	-3%
SDC	6%	13%	19%	11%	8%	8%	17%	15%	13%	12%	12%
Large	-57%	-39%	-38%	-32%	-56%	-32%	-22%	-16%	-40%	-28%	-23%
Small	12%	17%	23%	15%	12%	11%	20%	17%	17%	16%	15%
DX(MX, NW)	11%	8%	9%	8%	12%	11%	10%	8%	9%	10%	9%
DX(VD, DA)	4%	3%	4%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	2%
KRW/USD	1,329	1,370	1,343	1,380	1,450	1,400	1,385	1,410	1,357	1,409	1,340

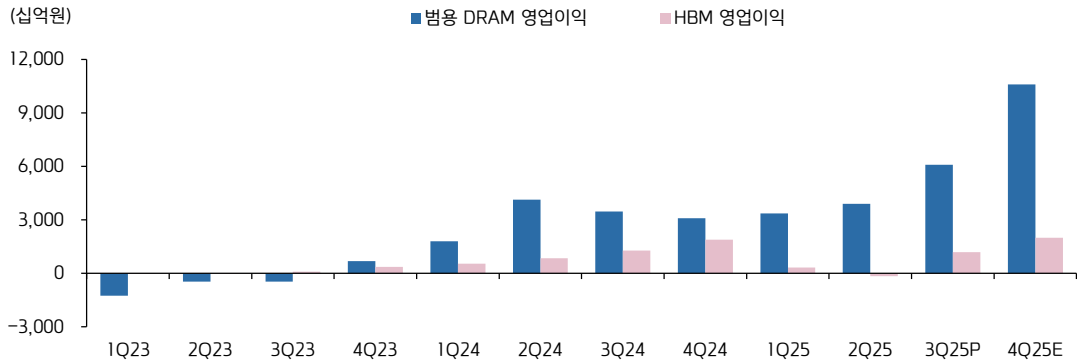
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 DRAM 부문 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2024	2025E	2026E
Bit Shipments [십억 Gb]											
범용 DRAM	25.6	26.5	26.2	22.4	23.6	26.2	28.6	30.8	100.7	109.3	122.4
HBM	0.6	0.8	1.1	1.5	0.6	0.6	1.4	1.9	4.0	4.6	10.1
HBM 출하 비중	2%	3%	4%	7%	3%	2%	5%	6%	4%	4%	8%
ASP [USD/Gb]											
Total DRAM	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.6
%QoQ/YoY	20%	18%	9%	20%	-20%	1%	17%	22%	61%	16%	40%
범용 DRAM	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.3	0.4	0.5
%QoQ/YoY	18%	16%	5%	15%	-11%	-1%	9%	22%	48%	16%	23%
HBM	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5	1.7	1.8	1.8	1.6	1.8	1.8
%QoQ/YoY	4%	1%	3%	2%	-6%	14%	4%	2%	13%	12%	1%
매출액 [십억원]											
Total DRAM	10,632	13,453	14,370	15,525	13,195	14,214	18,426	24,945	53,981	70,779	101,555
범용 DRAM	9,501	11,766	11,972	12,103	11,873	12,633	14,856	19,951	45,342	59,313	77,482
HBM	1,131	1,688	2,398	3,422	1,322	1,581	3,569	4,994	8,638	11,467	24,073
HBM 매출 비중	11%	13%	17%	22%	10%	11%	19%	20%	16%	16%	24%

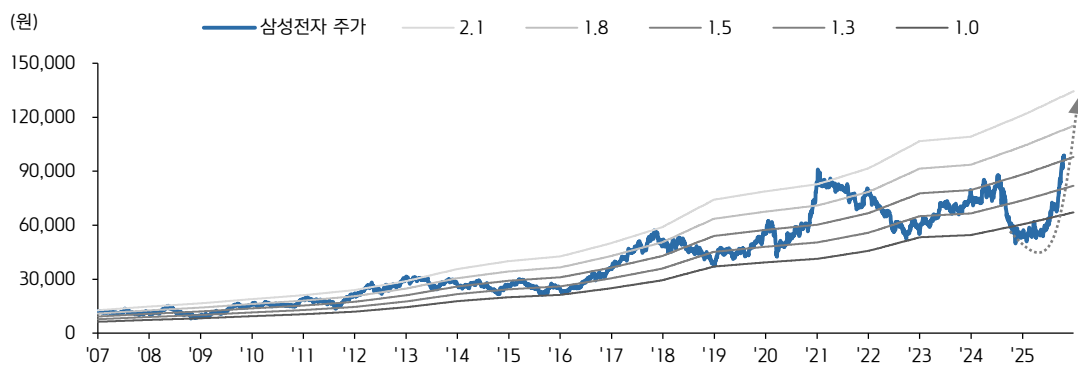
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 DRAM 부문 영업이익 Breakdown



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B Chart



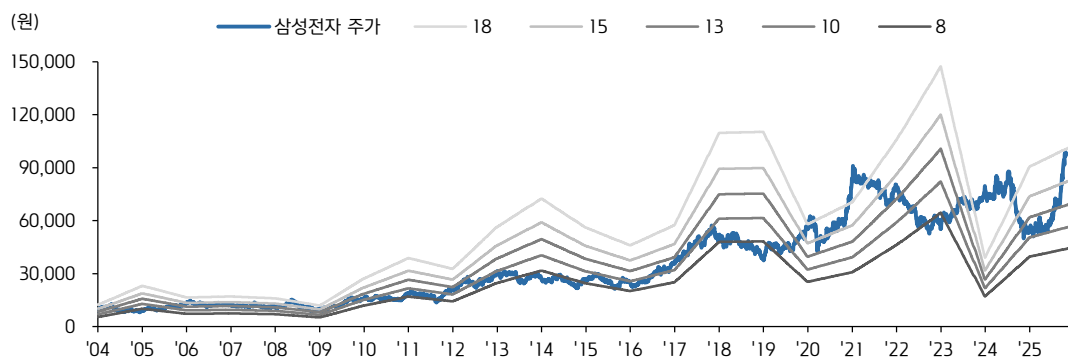
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B vs. ROE



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 6개월 목표주가: 140,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	300,871	328,082	374,734	413,456	445,429	469,037
Growth	16.2%	9.0%	14.2%	10.3%	7.7%	5.3%
EPS [원]	4,950	5,614	9,796	11,625	13,050	14,059
Growth	132.3%	13.4%	74.5%	18.7%	12.3%	7.7%
BPS [원]	57,663	64,040	71,419	82,129	94,321	107,560
Growth	10.9%	11.1%	11.5%	15.0%	14.8%	14.0%
ROCE(Return On Common Equity)	9.0%	9.3%	14.5%	15.1%	14.8%	13.9%
COE(Cost of Equity)	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Residual Earnings(ROCE-COE)	0.9%	1.2%	6.4%	7.1%	6.7%	5.8%
PV of Residual Earnings		661	3,701	4,294	4,340	4,003
Equity Beta	1.1					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	5.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.1%					
Continuing Value	81,173					
Beginning Common Shareholders' Equity	57,663					
PV of RE for the Forecasting Period	17,000					
PV of Continuing Value	55,042					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	140,185					

주: Equity Beta는 60개월 월간 Beta, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 대형주 5% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	328,082	374,734	413,456
매출원가	180,389	186,562	200,894	200,986	220,376
매출충이의	78,547	114,309	127,189	173,748	193,080
판매비	71,980	81,583	87,285	93,395	96,707
영업이익	6,567	32,726	40,523	80,353	96,373
EBITDA	45,234	75,357	85,070	125,317	142,961
영업외손익	4,439	4,804	6,166	5,674	5,712
이자수익	4,358	4,819	3,939	3,099	4,266
이자비용	930	904	779	565	453
외환관련이익	10,609	10,998	14,153	9,699	8,590
외환관련손실	10,711	11,361	12,287	7,514	7,764
중속 및 관계기업손익	888	751	650	669	738
기타	225	501	490	286	335
법인세차감전이익	11,006	37,530	46,689	86,027	102,085
법인세비용	-4,481	3,078	8,110	19,786	23,480
계속사업손손익	15,487	34,451	38,578	66,241	78,606
당기순이익	15,487	34,451	38,578	66,241	78,606
지배주주순이익	14,473	33,621	37,697	64,727	76,809
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-14.3	16.2	9.0	14.2	10.3
영업이익 증감율	-84.9	398.3	23.8	98.3	19.9
EBITDA 증감율	-45.2	66.6	12.9	47.3	14.1
지배주주순이익의 증감율	-73.6	132.3	12.1	71.7	18.7
EPS 증감율	-73.6	132.3	13.4	74.5	18.7
매출총이익률(%)	30.3	38.0	38.8	46.4	46.7
영업이익률(%)	2.5	10.9	12.4	21.4	23.3
EBITDA Margin(%)	17.5	25.0	25.9	33.4	34.6
지배주주순이익률(%)	5.6	11.2	11.5	17.3	18.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	69,254	73,765	129,012
당기순이익	15,487	34,451	38,578	66,241	78,606
비현금항목의 가감	36,520	42,947	46,838	59,537	63,506
유형자산감가상각비	35,532	39,650	41,482	42,001	43,641
무형자산감가상각비	3,134	2,981	3,065	2,964	2,948
지분법평가손익	-888	-751	-650	-669	-738
기타	-1,258	1,067	2,941	15,241	17,655
영업활동자산부채증감	-5,459	-1,568	-11,480	-35,029	6,299
매출채권및기타채권의감소	236	-3,139	3,034	-3,063	-6,353
채고자산의감소	-3,207	2,541	-1,848	-6,638	2,176
매입채무및기타채무의증가	1,104	-1,539	-11,993	-12,219	2,387
기타	-3,592	569	-673	-13,109	8,089
기타현금흐름	-2,411	-2,847	-4,682	-16,984	-19,399
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-53,863	-74,366	-60,228
유형자산의 취득	-57,611	-51,406	-49,659	-60,859	-58,352
유형자산의 처분	98	156	241	214	186
무형자산의 순취득	-2,911	-2,319	-2,518	-2,876	-3,173
투자자산의감소(증가)	3,904	-2,918	-2,169	-3,830	-3,239
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	-8,776	-13,366	-21,878
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	1,062	-3,856	-2,513
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	-5,593	-8,366	-7,284
현금 및 현금성자산의 순증가	19,400	-15,375	1,022	-22,333	39,622
기초현금 및 현금성자산	49,681	69,081	53,706	54,727	32,394
기말현금 및 현금성자산	69,081	53,706	54,727	32,394	72,017

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	234,233	236,287	283,619
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	54,727	32,394	72,017
단기금융자산	23,326	58,946	65,430	79,171	81,546
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	50,212	53,275	59,628
채고자산	51,626	51,755	53,603	60,241	58,064
기타유동자산	8,623.0	9,409.0	10,261.0	11,206.0	12,364.0
비유동자산	259,969	287,470	295,145	319,262	341,293
투자자산	20,680	24,349	27,168	31,667	35,644
유형자산	187,256	205,945	213,880	232,524	247,050
무형자산	22,742	23,739	23,191	23,103	23,328
기타비유동자산	29,291	33,437	30,906	31,968	35,271
자산총계	455,906	514,532	529,378	555,549	624,912
유동부채	75,719	93,326	78,423	61,476	61,228
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	49,530	37,311	39,699
단기금융부채	18,307	27,936	25,451	21,171	18,225
기타유동부채	3,862	3,867	3,442	2,994	3,304
비유동부채	16,509	19,014	16,429	9,272	6,326
장기금융부채	12,629	12,581	9,462	4,165	2,078
기타비유동부채	3,880	6,433	6,967	5,107	4,248
부채총계	92,228	112,340	94,853	70,748	67,554
자본지분	353,234	391,688	423,140	471,901	542,663
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	20,873	24,264	27,967
이익잉여금	346,652	370,513	398,709	444,078	511,137
비지배지분	10,444	10,504	11,386	12,900	14,696
자본총계	363,678	402,192	434,526	484,801	557,359

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,131	4,950	5,614	9,796	11,625
BPS	52,002	57,663	64,040	71,419	82,129
CFPS	7,656	11,394	12,721	19,036	21,508
DPS	1,444	1,446	1,446	2,946	1,488
주가배수(배)					
PER	36.8	10.7	17.7	10.2	8.6
PER(최고)	36.8	17.9	11.0		
PER(최저)	25.6	10.1	9.0		
PBR	1.51	0.92	1.55	1.39	1.21
PBR(최고)	1.51	1.54	0.96		
PBR(최저)	1.05	0.87	0.79		
PSR	2.1	1.2	2.0	1.8	1.6
PCFR	10.3	4.7	7.8	5.2	4.6
EV/EBITDA	10.4	3.9	3.8	2.6	1.9
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	55.7	25.0	21.6	25.6	10.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.8	2.7	2.4	4.9	2.5
ROA	3.4	7.1	7.4	12.2	13.3
ROE	4.1	9.0	9.3	14.5	15.1
ROIC	-1.2	9.0	12.3	17.8	19.7
매출채권회전율	6.1	6.2	6.3	7.2	7.3
채고자산회전율	5.0	5.8	6.2	6.6	7.0
부채비율	25.4	27.9	21.8	14.6	12.1
순차입금비율	-16.9	-17.9	-19.6	-17.8	-23.9
이자보상배율, 현금	7.1	36.2	52.0	142.2	212.8
총차입금	30,936	40,517	34,913	25,336	20,303
순차입금	-61,471	-72,134	-85,244	-86,229	-133,259
EBITDA	45,234	75,357	85,070	125,317	142,961
FCF	-30,251	13,418	18,931	6,951	64,647

SK하이닉스 (000660)



BUY(Maintain)

목표주가 650,000원(상향)

주가(10/28) 521,000원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

4Q25 영업이익 13.6조원으로, 시장 컨센서스 상회할 전망. ASIC향 HBM 시장 점유율 확대와 범용 DRAM의 가격 상승 영향을 반영해, 2026년 SK하이닉스의 영업이익 전망치를 65조원으로 상향. 목표주가를 65만원으로 상향하고, 업종 top pick으로 매수 추천함.

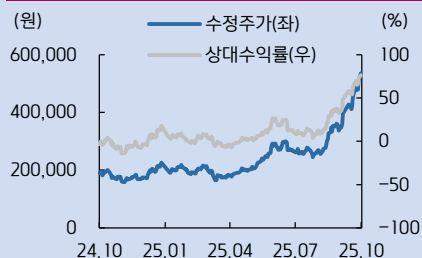
Stock Data

KOSPI (10/28)	4,010.41pt		
시가총액	3,792,892억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	535,000 원	158,800원	
최고/최저가 대비 등락	-2.6%	228.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	54.8%	30.7%
	6M	186.3%	81.9%
	1Y	639.0%	282.7%

Company Data

발행주식수	728,002천주
일평균 거래량(3M)	3,413천주
외국인 지분율	54.9%
배당수익률(25.E)	0.7%
BPS(25.E)	151,232원
주요 주주	에스케이이스퀘어 외 9인

Price Trend



2026년 영업이익 65조원으로 상향

>>> 4Q25 영업이익 13.6조원 전망

4Q25 매출액 27.2조원(+8%QoQ), 영업이익 13.6조원(+10%QoQ)으로, 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. PC DRAM을 포함해, 모바일과 서버 DRAM의 고정가격이 예상보다 더욱 큰 폭으로 상승할 것이라고 판단하기 때문이다. 또한 고정가격의 인상 분을 반영하더라도, 현재 DRAM의 현물가격이 40% 이상 프리미엄을 받고 있기 때문에, 연말로 가면서 고정가격의 추가 상승이 나타날 가능성도 배제할 수는 없다.

>>> 2026년 영업이익 65조원으로 상향

SK하이닉스의 2026년 실적을 매출액 120조원(+30%YoY)과 영업이익 65조원(+52%YoY)으로 상향 조정한다. HBM의 출하량은 ASIC 내 점유율 확대 효과로 +30%YoY 증가하고, 업황 개선이 급격히 나타나고 있는 범용 DRAM의 가격도 +21%YoY 급등할 전망이다. NAND 역시 신제품을 양산하며 실적 개선을 이룰 전망이다.

>>> 목표주가 65만원으로 상향

실적 상향치를 반영하여, SK하이닉스의 목표주가를 기존 52만원에서 65만원으로 상향 조정한다. 4Q25 범용 DRAM의 가격 상승률이 시장 기대치를 크게 넘어설 것으로 예상되고, 상승 사이클의 기간도 내년까지 이어질 것으로 판단된다. NAND 역시 수익성 개선을 이어나갈 것으로 보여, 당분간 SK하이닉스에 대한 투자자들의 긍정적인 시각이 이어질 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	92,334	120,098	136,552
영업이익	-7,730	23,467	42,572	64,551	79,448
EBITDA	5,943	36,049	55,484	78,769	96,388
세전이익	-11,658	23,885	44,727	65,825	82,727
순이익	-9,138	19,797	35,723	48,052	60,390
지배주주지분순이익	-9,112	19,789	35,708	48,032	60,365
EPS(원)	-12,517	27,182	49,049	65,978	82,919
증감률(% YoY)	적전	흑전	80.4	34.5	25.7
PER(배)	-11.3	6.4	10.6	7.9	6.3
PBR(배)	1.93	1.71	3.45	2.39	1.73
EV/EBITDA(배)	22.0	3.9	2.6	1.6	0.8
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.1	53.7	58.2
ROE(%)	-15.6	31.1	38.8	35.8	32.0
순차입금비용(%)	52.3	20.4	-4.8	-15.8	-34.4

자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
DRAM											
출하량 [백만 Gb]	16,363	19,799	19,403	20,567	19,020	23,585	25,708	26,222	76,131	94,535	110,606
QoQ/YoY	-15%	21%	-2%	6%	-8%	24%	9%	2%	17%	24%	17%
ASP/Gb [USD]	0.35	0.40	0.46	0.51	0.51	0.52	0.55	0.57	0.43	0.54	0.64
QoQ/YoY	21%	15%	15%	10%	0%	1%	6%	5%	79%	25%	19%
Cost/Gb [USD]	0.23	0.22	0.23	0.24	0.24	0.23	0.21	0.23	0.23	0.23	0.24
QoQ/YoY	5%	-6%	6%	5%	-3%	-3%	-7%	7%	-1%	-2%	7%
Operating Profits/Gb [USD]	0.12	0.18	0.23	0.26	0.27	0.29	0.33	0.35	0.20	0.31	0.40
OPm/Gb	33%	45%	50%	52%	54%	55%	61%	60%	46%	58%	62%
NAND											
출하량[백만 1GB]	51,174	49,946	42,454	40,756	33,012	56,451	59,274	58,088	184,331	206,826	233,713
QoQ/YoY	0%	-2%	-15%	-4%	-19%	71%	5%	-2%	0%	12%	13%
ASP/GB [USD]	0.06	0.07	0.09	0.08	0.07	0.06	0.06	0.07	0.08	0.06	0.07
QoQ/YoY	32%	17%	15%	-4%	-20%	-9%	8%	5%	92%	-15%	15%
Cost/GB [USD]	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06
QoQ/YoY	-3%	4%	5%	9%	-8%	-8%	-4%	-2%	-6%	-7%	-6%
Operating Profits/GB [USD]	0.00	0.01	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00	0.02
OPm/Gb	5%	15%	22%	12%	-1%	-3%	9%	15%	14%	6%	23%
매출액											
	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	25,249	27,214	66,193	92,334	120,098
QoQ/YoY Growth	10%	32%	7%	12%	-11%	26%	14%	8%	102%	39%	30%
DRAM	7,585	10,838	12,156	14,641	14,111	17,056	19,495	21,256	45,221	71,918	95,236
NAND	4,352	5,105	4,933	4,707	3,163	4,746	5,324	5,578	19,096	18,812	23,371
매출원가	7,635	8,927	8,402	9,401	7,537	10,249	10,204	10,369	34,365	38,359	43,575
매출원가율	61%	54%	48%	48%	43%	46%	40%	38%	52%	42%	36%
매출총이익	4,795	7,496	9,171	10,366	10,102	11,983	15,045	16,845	31,828	53,975	76,524
판매비와관리비	1,909	2,028	2,141	2,283	2,661	2,770	2,713	3,258	8,361	11,403	11,973
영업이익											
	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	12,332	13,587	23,467	42,572	64,551
QoQ/YoY Growth	734%	89%	29%	15%	-8%	24%	34%	10%	흑자전환	81%	52%
DRAM	2,503	4,877	6,017	7,613	7,551	9,457	11,898	12,837	21,011	41,742	59,255
NAND	218	766	1,085	565	-32	-124	475	817	2,633	1,136	5,447
영업이익률											
	23%	33%	40%	41%	42%	41%	49%	50%	35%	46%	54%
DRAM	33%	45%	50%	52%	54%	55%	61%	60%	46%	58%	62%
NAND	5%	15%	22%	12%	-1%	-3%	9%	15%	14%	6%	23%
법인세차감전손익	2,373	5,052	6,879	9,581	9,299	8,723	11,872	14,833	23,885	44,727	65,825
법인세비용	456	932	1,126	1,575	1,191	1,726	2,706	3,381	4,088	9,004	17,773
당기순이익											
	1,917	4,120	5,753	8,006	8,108	6,996	9,166	11,452	19,797	35,723	48,052
당기순이익률	15%	25%	33%	41%	46%	31%	36%	42%	30%	39%	40%
KRW/USD	1,330	1,370	1,359	1,400	1,452	1,400	1,385	1,410	1,368	1,408	1,340

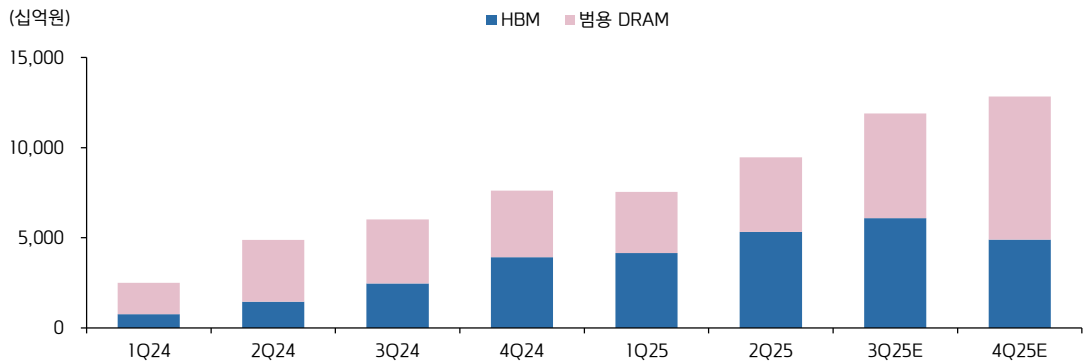
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 부문 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
Bit shipments [십억 Gb]											
범용 DRAM	15.7	18.6	17.6	17.8	16.3	20.1	22.1	22.7	69.7	81.1	93.1
HBM	0.7	1.2	1.8	2.8	2.7	3.5	3.7	3.5	6.5	13.4	17.5
HBM 출하 비중	4%	6%	10%	14%	14%	15%	14%	13%	9%	14%	16%
ASP [USD/Gb]											
Total DRAM	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.4	0.5	0.6
%QoQ/%YoY	21%	15%	15%	10%	0%	1%	6%	5%	79%	25%	19%
범용 DRAM	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
%QoQ/%YoY	20%	10%	4%	-1%	-6%	-6%	11%	23%	55%	4%	20%
HBM	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.6	1.5	1.7	1.8
%QoQ/%YoY	-3%	8%	8%	2%	4%	7%	5%	-12%	10%	13%	9%
매출액 [십억원]											
Total DRAM	7,585	10,838	12,156	14,641	14,111	17,056	19,495	21,256	45,221	71,918	95,236
범용 DRAM	6,423	8,619	8,370	8,604	7,717	8,616	10,402	13,364	32,017	40,100	52,534
HBM	1,162	2,219	3,786	6,037	6,393	8,440	9,093	7,893	13,204	31,819	42,702
HBM 매출 비중	15%	20%	31%	41%	45%	49%	47%	37%	29%	44%	45%

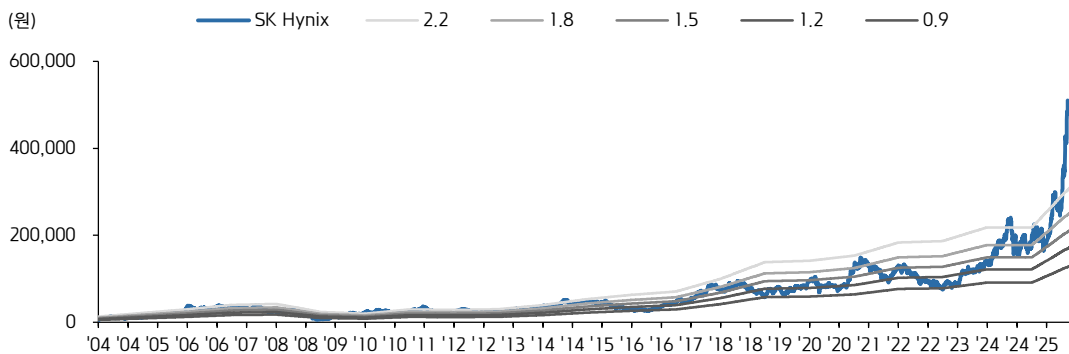
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 부문 영업이익 Breakdown



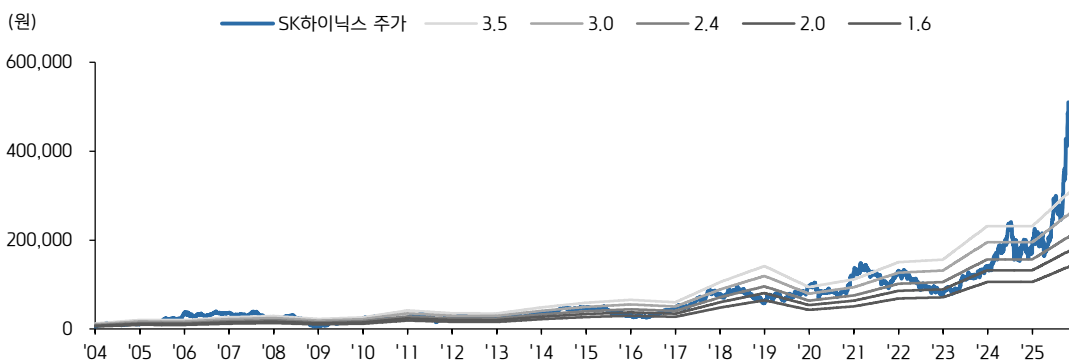
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B Ratio



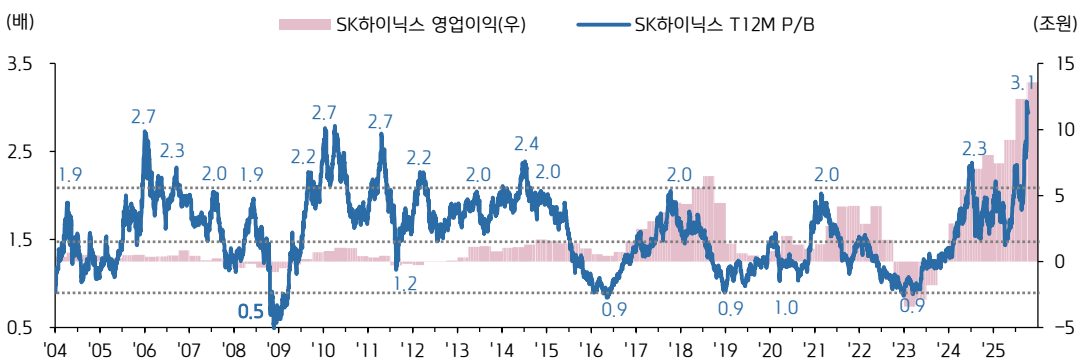
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/S Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B vs. 영업이익



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 6개월 목표주가: 650,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	66,193	92,334	120,098	136,552	149,797	159,534
Growth	102.0%	39.5%	30.1%	13.7%	9.7%	6.5%
EPS [원]	27,182	49,049	65,978	82,919	96,784	104,805
Growth	-317.2%	80.4%	34.5%	25.7%	16.7%	8.3%
BPS [원]	101,515	151,232	217,862	300,957	398,399	503,875
Growth	38.1%	49.0%	44.1%	38.1%	32.4%	26.5%
ROCE(Return On Common Equity)	31.1%	38.8%	35.8%	32.0%	27.7%	23.2%
COE(Cost of Equity)	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	20.3%	28.1%	25.0%	21.2%	17.0%	12.5%
PV of Residual Earnings		32,061	37,676	40,594	39,448	33,910
Equity Beta	1.6					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	5.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	10.7%					
Continuing Value	452,258					
Beginning Common Shareholders' Equity	101,515					
PV of RE for the Forecasting Period	183,689					
PV of Continuing Value	271,769					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	648,919					

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 대형주 5% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	92,334	120,098	136,552
매출원가	33,299	34,365	38,359	43,575	44,993
매출충이의	-533	31,828	53,975	76,524	91,559
판관비	7,197	8,361	11,403	11,973	12,111
영업이익	-7,730	23,467	42,572	64,551	79,448
EBITDA	5,943	36,049	55,484	78,769	96,388
영업외손익	-3,928	418	2,155	1,274	3,279
이자수익	216	345	336	547	1,518
이자비용	1,468	1,345	392	150	156
외환관련이익	1,904	4,221	7,275	7,133	7,000
외환관련손실	2,222	3,952	6,101	6,068	5,567
중속 및 관계기업손익	15	-38	0	0	0
기타	-2,373	1,187	1,037	-188	484
법인세차감전이익	-11,658	23,885	44,727	65,825	82,727
법인세비용	-2,520	4,088	9,004	17,773	22,336
계속사업손익	-9,138	19,797	35,723	48,052	60,390
당기순이익	-9,138	19,797	35,723	48,052	60,390
지배주주순이익	-9,112	19,789	35,708	48,032	60,365
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-26.6	102.0	39.5	30.1	13.7
영업이익 증감율	-213.5	-403.6	81.4	51.6	23.1
EBITDA 증감율	-71.6	506.6	53.9	42.0	22.4
지배주주순이익의 증감율	-508.7	-317.2	80.4	34.5	25.7
EPS 증감율	적전	흑전	80.4	34.5	25.7
매출총이익률(%)	-1.6	48.1	58.5	63.7	67.1
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.1	53.7	58.2
EBITDA Margin(%)	18.1	54.5	60.1	65.6	70.6
지배주주순이익률(%)	-27.8	29.9	38.7	40.0	44.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	39,632	50,808	74,623
당기순이익	-9,138	19,797	35,723	48,052	60,390
비현금항목의 가감	15,033	17,054	20,314	29,936	36,257
유형자산감가상각비	13,121	11,985	12,288	13,580	16,263
무형자산감가상각비	553	596	624	639	677
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,359	4,473	7,402	15,717	19,317
영업활동자산부채증감	794	-5,600	-7,395	-9,855	-1,100
매출채권및기타채권의감소	-1,406	-5,098	-199	-1,820	-2,098
채고자산의감소	2,288	167	-2,228	-4,674	542
매입채무및기타채무의증가	83	-1,103	-2,490	-2,668	1,127
기타	-171	434	-2,478	-693	-671
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-9,010	-17,325	-20,924
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-22,142	-33,192	-28,727
유형자산의 취득	-8,325	-15,946	-20,424	-29,895	-23,578
유형자산의 처분	1,540	47	410	480	560
무형자산의 순취득	-454	-697	-701	-835	-949
투자자산의감소(증가)	1,559	-714	-1,120	-1,176	-1,486
단기금융자산의감소(증가)	13	-1,577	-1,189	-2,648	-4,156
기타	-1,668	882	882	882	882
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-18,757	-5,343	-1,503
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-16,641	-3,714	127
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	-596
기타현금흐름	-30	530	-275	-375	1,852
현금 및 현금성자산의 순증가	2,610	3,618	-1,542	11,898	46,245
기초현금 및 현금성자산	4,977	7,587	11,205	9,663	21,561
기말현금 및 현금성자산	7,587	11,205	9,663	21,561	67,806

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	44,926	66,574	118,892
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	9,663	21,561	67,806
단기금융자산	1,433	3,010	4,199	6,847	11,003
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	13,498	15,317	17,416
채고자산	13,481	13,314	15,542	20,216	19,674
기타유동자산	1,025	1,451	2,024	2,633	2,993
비유동자산	69,862	77,576	85,351	104,206	113,694
투자자산	5,809	6,522	7,642	8,818	10,303
유형자산	52,705	60,157	67,883	83,718	90,472
무형자산	3,835	4,019	4,096	4,292	4,564
기타비유동자산	7,513	6,878	5,730	7,378	8,355
자산총계	100,330	119,855	130,278	170,780	232,586
유동부채	21,008	24,965	14,786	9,673	11,038
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	10,896	8,229	9,356
단기금융부채	11,773	9,150	3,581	1,197	1,401
기타유동부채	2,209	2,429	309	247	281
비유동부채	25,819	20,974	5,367	2,456	2,379
장기금융부채	25,255	20,146	4,964	2,077	2,000
기타비유동부채	564	828	403	379	379
부채총계	46,826	45,940	20,153	12,129	13,417
자본지분	53,504	73,903	110,098	158,604	219,097
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	100,092	147,091	206,079
비지배지분	-1	12	27	47	72
자본총계	53,504	73,916	110,125	158,651	219,170

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	49,049	65,978	82,919
BPS	73,495	101,515	151,232	217,862	300,957
CFPS	8,098	50,619	76,973	107,127	132,757
DPS	1,200	2,204	1,500	1,500	2,000
주가배수(배)					
PER	-11.3	6.4	10.6	7.9	6.3
PER(최고)	-11.5	9.1	4.6		
PER(최저)	-5.8	4.7	3.5		
PBR	1.93	1.71	3.45	2.39	1.73
PBR(최고)	1.96	2.45	1.50		
PBR(최저)	0.99	1.27	1.12		
PSR	3.1	1.9	4.1	3.2	2.8
PCFR	17.5	3.4	6.8	4.9	3.9
EV/EBITDA	22.0	3.9	2.6	1.6	0.8
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	-9.0	7.7	2.9	2.2	2.3
배당수익률(% 보통주, 현금)	0.8	1.3	0.7	0.7	1.0
ROA	-8.9	18.0	28.6	31.9	29.9
ROE	-15.6	31.1	38.8	35.8	32.0
ROIC	-11.4	25.7	38.8	42.8	45.7
매출채권회전율	5.3	6.5	6.9	8.3	8.3
채고자산회전율	2.2	4.9	6.4	6.7	6.8
부채비율	87.5	62.2	18.3	7.6	6.1
순차입금비율	52.3	20.4	-4.8	-15.8	-34.4
이자보상배율, 현금	-5.3	17.4	108.5	429.3	508.7
총차입금	37,028	29,296	8,545	3,274	3,401
순차입금	28,007	15,081	-5,316	-25,134	-75,408
EBITDA	5,943	36,049	55,484	78,769	96,388
FCF	-1,432	10,118	18,839	20,455	49,412

한솔케미칼 (014680)



BUY(Maintain)

목표주가 260,000원(상향)

주가(10/28) 210,000원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

3Q25 영업이익 490억원으로, 시장 컨센서스 상회 예상. 삼성 파운드리 가동률 상승과 프리커서 출하량 증가 효과 반영. 2026년 영업이익 2,247억원(+34%YoY)으로, 시장 컨센서스 크게 상회할 전망이다. 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 26만원으로 상향 조정. 반도체 소재 업종 top pick으로 신규 제시함.

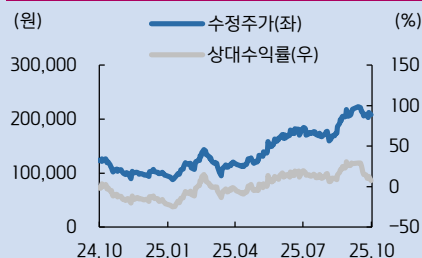
Stock Data

KOSPI (10/28)	4,010.41pt		
시가총액	23,804억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	223,000 원	88,000원	
최고/최저가 대비 등락	-5.8%	138.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	2.4%	-13.5%
	6M	74.4%	10.7%
	1Y	177.0%	43.5%

Company Data

발행주식수	11,335 천주
일평균 거래량(3M)	58천주
외국인 지분율	37.2%
배당수익률(25.E)	1.0%
BPS(25.E)	98,235원
주요 주주	국민연금공단 13.0%

Price Trend



2026년 매출 1조원 달성의 첫 해

>>> 3Q25 실적, 서프라이즈 예상

한솔케미칼의 3Q25 실적이 매출액 2,315억원(+4% QoQ)과 영업이익 490억원(flat QoQ)을 기록하며, 당사 전망치 및 시장 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. 1)삼성전자 파운드리 가동률 상승에 따른 반도체용 과산화수소의 판매량 증가, 2)북미 고객사향 반도체 프리커서의 출하량 증가, 3)테이팩스의 이차전지 테이프 실적 증가 등을 예상하기 때문이다. 판매량 감소가 예상됐던 QD소재 역시 삼성전자의 QLED TV 라인업 확대에 따라, 안정적인 실적을 기록했을 것으로 예상된다.

>>> 2026년 영업이익 2,247억원 전망

2026년 실적은 매출액 1.0조원(+12%YoY), 영업이익 2,247억원(+34%YoY)으로, 시장 컨센서스를 크게 상회할 전망이다. 과산화수소는 삼성 파운드리의 가동률 상승과 SK하이닉스의 M15X 신규 가동, 프리커서는 해외 고객들로의 판매 증가에 따른 실적 성장이 예상된다. 이차전지 바인더의 경우, 1)국내 신규 고객사향 음극/분리막 바인더의 출하량 증가, 2)신규 아이템 추가 양산으로 +30%YoY 수준의 매출액 증가를 이룰 전망이다. 테이팩스도 MLCC 고객으로의 판매가 확대되며, 큰 폭의 실적 회복을 이룰 전망이다.

>>> 목표주가 26만원, 소재 top pick 제시

2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 기존 22만원에서 26만원으로 상향 조정한다. 반도체 소재 업종 top pick으로 신규 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	771.7	776.4	893.4	1,003.5	1,177.1
영업이익	124.1	128.8	168.1	224.7	288.0
EBITDA	177.2	179.9	216.8	279.2	343.4
세전이익	135.6	147.8	194.4	255.6	324.7
순이익	108.7	124.9	159.1	196.8	250.0
지배주주지분순이익	105.3	122.7	156.3	193.3	245.6
EPS(원)	9,294	10,823	13,835	17,115	21,744
증감률(% YoY)	-32.1	16.5	27.8	23.7	27.0
PER(배)	24.4	9.0	15.2	12.3	9.7
PBR(배)	3.04	1.13	2.14	1.86	1.59
EV/EBITDA(배)	15.9	7.5	5.6	3.8	2.8
영업이익률(%)	16.1	16.6	18.8	22.4	24.5
ROE(%)	13.1	13.5	15.0	16.2	17.8
순차입금비율(%)	16.3	13.7	2.8	-7.9	-14.5

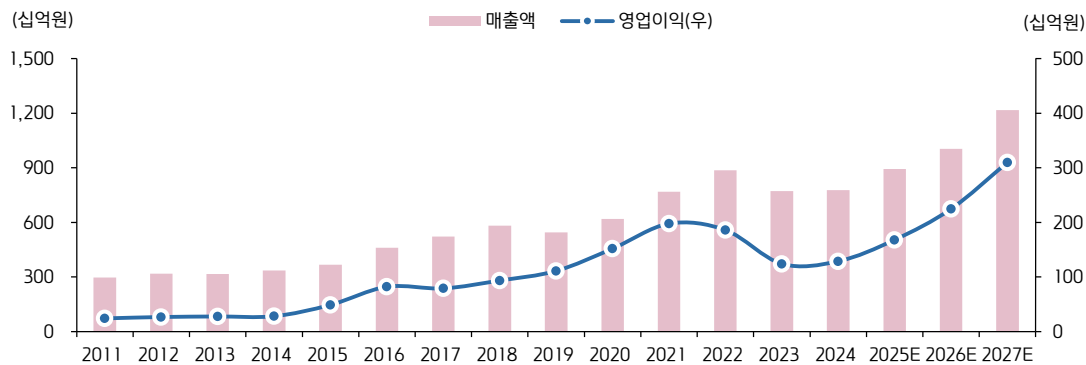
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	197.9	199.1	190.6	188.8	209.6	221.9	231.5	230.4	776.4	893.4	1,003.5
QoQ/YoY Growth	3%	1%	-4%	-1%	11%	6%	4%	-1%	1%	15%	12%
정밀화학	49.0	51.0	50.9	48.9	52.2	55.3	58.5	60.5	199.9	226.5	245.2
전자 및 이차전지 소재	66.1	57.2	54.7	58.8	76.5	81.4	81.8	78.9	236.8	318.5	371.1
제지/환경제품	25.7	28.9	26.5	27.1	27.8	29.5	28.3	27.9	108.1	113.4	119.1
기타/연결법인	57.0	62.1	58.6	54.0	53.1	55.8	62.9	63.1	231.6	234.9	268.1
매출원가	144.7	145.5	139.3	142.1	146.7	153.5	162.1	172.3	571.6	634.6	683.6
매출원가율	73%	73%	73%	75%	70%	69%	70%	75%	74%	71%	68%
매출총이익	53.2	53.6	51.3	46.7	62.8	68.5	69.4	58.1	204.8	258.8	319.9
매출총이익률	27%	27%	27%	25%	30%	31%	30%	25%	26%	29%	32%
판매비와관리비	19.0	18.5	14.3	24.2	21.1	19.6	20.5	29.5	75.9	90.7	95.2
영업이익	34.2	35.1	37.0	22.5	41.7	48.9	49.0	28.6	128.8	168.1	224.7
QoQ/YoY Growth	63%	3%	5%	-39%	85%	17%	0%	-42%	4%	31%	34%
영업이익률	17%	18%	19%	12%	20%	22%	21%	12%	17%	19%	22%
법인세차감전손익	41.0	42.6	36.0	28.3	45.8	55.0	57.0	36.5	147.8	194.3	255.6
법인세비용	9.2	6.1	3.7	3.9	10.3	6.4	13.1	5.5	22.9	35.3	58.8
당기순이익	31.8	36.5	32.2	24.4	35.5	48.6	43.9	31.0	124.9	159.1	196.8
당기순이익률	16%	18%	17%	13%	17%	22%	19%	13%	16%	18%	20%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,450	1,400	1,385	1,410	1,365	1,411	1,340

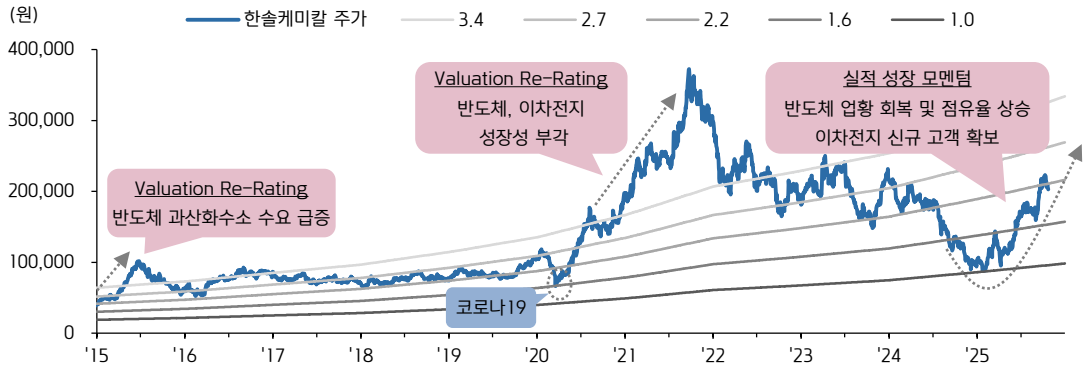
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망: 2025~2027년 성장 재개



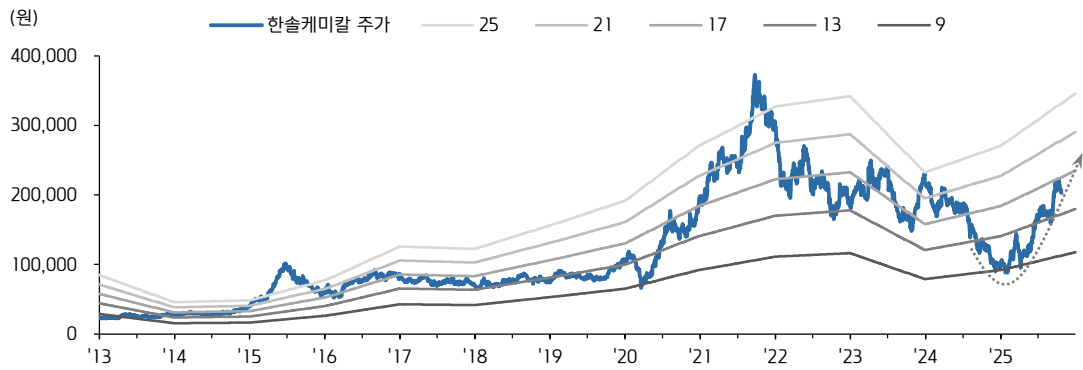
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 6개월 목표주가: 260,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	776.4	893.4	1,003.5	1,177.1	1,286.6	1,357.4
Growth	0.6%	15.1%	12.3%	17.3%	9.3%	5.5%
EPS [원]	10,823	13,835	17,115	21,744	24,334	25,981
Growth	16.5%	27.8%	23.7%	27.0%	11.9%	6.8%
BPS [원]	85,955	98,235	112,982	131,940	153,170	176,047
Growth	15.2%	14.3%	15.0%	16.8%	16.1%	14.9%
ROCE(Return On Common Equity)	13.5%	15.0%	16.2%	17.8%	17.1%	15.8%
COE(Cost of Equity)	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Residual Earnings(ROCE-COE)	5.4%	6.9%	8.1%	9.7%	9.0%	7.7%
PV of Residual Earnings		5,888	7,340	9,377	9,382	8,588
Equity Beta	0.9					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.1%					
Continuing Value	173,896					
Beginning Common Shareholders' Equity	85,955					
PV of RE for the Forecasting Period	40,575					
PV of Continuing Value	117,877					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	264,172					

주: Equity Beta는 3년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 중소형주 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	771.7	776.4	893.4	1,003.5	1,177.1
매출원가	566.7	571.6	634.6	683.6	792.7
매출충이익	205.0	204.8	258.8	319.9	384.4
판매비	80.8	75.9	90.7	95.2	96.4
영업이익	124.1	128.8	168.1	224.7	288.0
EBITDA	177.2	179.9	216.8	279.2	343.4
영업외손익	11.4	18.9	26.2	30.9	36.7
이자수익	4.9	5.5	3.9	6.8	8.8
이자비용	5.8	5.3	3.8	3.3	2.4
외환관련이익	6.1	7.5	5.5	5.1	5.0
외환관련손실	5.8	3.7	2.5	2.8	3.3
중속 및 관계기업손익	12.7	20.2	13.3	11.9	14.0
기타	-0.7	-5.3	9.8	13.2	14.6
법인세차감전이익	135.6	147.8	194.4	255.6	324.7
법인세비용	26.9	22.9	35.3	58.8	74.7
계속사업손익	108.7	124.9	159.1	196.8	250.0
당기순이익	108.7	124.9	159.1	196.8	250.0
지배주주순이익	105.3	122.7	156.3	193.3	245.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.8	0.6	15.1	12.3	17.3
영업이익 증감율	-33.3	3.8	30.5	33.7	28.2
EBITDA 증감율	-24.7	1.5	20.5	28.8	23.0
지배주주순이익 증감율	-32.1	16.5	27.4	23.7	27.1
EPS 증감율	-32.1	16.5	27.8	23.7	27.0
매출총이익률(%)	26.6	26.4	29.0	31.9	32.7
영업이익률(%)	16.1	16.6	18.8	22.4	24.5
EBITDA Margin(%)	23.0	23.2	24.3	27.8	29.2
지배주주순이익률(%)	13.6	15.8	17.5	19.3	20.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144.1	162.4	192.9	243.9	282.9
당기순이익	108.7	124.9	159.1	196.8	250.0
비현금항목의 가감	80.1	60.4	80.9	106.8	120.8
유형자산감가상각비	51.6	49.4	46.9	52.9	54.0
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	32.3	52.3	65.4
영업활동자산부채증감	-17.0	-8.5	-19.0	-11.6	-26.8
매출채권및기타채권의감소	3.5	1.5	-7.3	-0.6	-6.5
채고자산의감소	1.6	-2.6	-7.4	-0.5	-23.1
매입채무및기타채무의증가	-5.0	-3.0	1.4	-4.4	6.9
기타	-17.1	-4.4	-5.7	-6.1	-4.1
기타현금흐름	-27.7	-14.4	-28.1	-48.1	-61.1
투자활동 현금흐름	-171.9	-72.1	-80.5	-96.8	-119.0
유형자산의 취득	-158.8	-108.4	-93.2	-102.0	-124.0
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	3.2	-3.0	-3.4
단기금융자산의감소(증가)	-17.8	32.5	-9.5	-10.6	-10.0
기타	6.7	17.8	17.9	18.0	17.8
재무활동 현금흐름	-4.5	-76.9	-99.3	-50.1	-70.9
차입금의 증가(감소)	20.9	-23.8	-76.8	-27.7	-43.0
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	-28.8
기타	0.2	0.8	0.9	0.9	0.9
기타현금흐름	0.3	3.2	13.5	8.4	-22.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-32.0	16.6	26.6	105.4	70.1
기초현금 및 현금성자산	99.1	67.1	83.7	110.2	215.6
기말현금 및 현금성자산	67.1	83.7	110.2	215.6	285.7

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	367.4	348.0	399.3	516.7	627.1
현금 및 현금성자산	67.1	83.7	110.2	215.6	285.7
단기금융자산	70.3	37.9	47.4	57.9	68.0
매출채권 및 기타채권	101.0	97.5	104.9	105.4	111.9
채고자산	124.4	125.9	133.3	133.8	156.9
기타유동자산	4.6	3.0	3.5	4.0	4.6
비유동자산	983.6	1,116.6	1,122.9	1,143.2	1,216.2
투자자산	84.7	98.1	95.0	98.0	101.4
유형자산	801.0	862.2	908.1	957.0	1,026.7
무형자산	79.1	77.9	75.4	73.2	71.5
기타비유동자산	18.8	78.4	44.4	15.0	16.6
자산총계	1,351.0	1,464.7	1,522.1	1,659.8	1,843.4
유동부채	247.8	272.4	192.4	185.7	150.1
매입채무 및 기타채무	96.0	88.8	90.3	85.9	92.8
단기금융부채	133.1	155.1	79.3	77.6	34.6
기타유동부채	18.7	28.5	22.8	22.2	22.7
비유동부채	161.7	120.9	120.2	94.6	95.1
장기금융부채	157.3	113.5	112.5	86.5	86.5
기타비유동부채	4.4	7.4	7.7	8.1	8.6
부채총계	409.5	393.2	312.6	280.2	245.2
자본지분	845.5	974.3	1,109.6	1,276.2	1,490.3
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	1,041.7	1,206.2	1,418.6
비지배지분	96.0	97.1	99.9	103.4	107.9
자본총계	941.5	1,071.4	1,209.5	1,379.6	1,598.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,294	10,823	13,835	17,115	21,744
BPS	74,592	85,955	98,235	112,982	131,940
CFPS	16,655	16,345	21,250	26,883	32,830
DPS	2,100	2,100	2,100	2,600	3,000
주가배수(배)					
PER	24.4	9.0	15.2	12.3	9.7
PER(최고)	27.5	22.0	10.7		
PER(최저)	15.5	8.3	6.3		
PBR	3.04	1.13	2.14	1.86	1.59
PBR(최고)	3.43	2.77	1.51		
PBR(최저)	1.93	1.05	0.89		
PSR	3.3	1.4	2.7	2.4	2.0
PCFR	13.6	5.9	9.9	7.8	6.4
EV/EBITDA	15.9	7.5	5.6	3.8	2.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	21.0	18.6	14.6	14.6	13.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	2.2	1.0	1.2	1.4
ROA	8.3	8.9	10.7	12.4	14.3
ROE	13.1	13.5	15.0	16.2	17.8
ROIC	10.0	10.2	12.1	14.9	18.2
매출채권회전율	7.4	7.8	8.8	9.5	10.8
채고자산회전율	6.2	6.2	6.9	7.5	8.1
부채비율	43.5	36.7	25.8	20.3	15.3
순차입금비율	16.3	13.7	2.8	-7.9	-14.5
이자보상배율, 현금	21.4	24.2	43.8	68.4	118.9
총차입금	290.5	268.7	191.9	164.2	121.2
순차입금	153.0	147.1	34.3	-109.4	-232.5
EBITDA	177.2	179.9	216.8	279.2	343.4
FCF	-28.3	42.4	75.5	115.0	127.5



BUY(Maintain)

목표주가 80,000원(상향)

주가(10/28) 57,300원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

3Q25 영업이익 428억원으로, 시장 컨센서스 부합 예상. 2026년에는 영업이익 2,050억원(+48% YoY)의 사상 최대 실적 기록할 전망이다. AI 추론 및 ASIC 시장 확대가 리노공업의 고성능 IC Test Socket 수요 증가로 직결될 것으로 판단. 목표주가를 8만원으로 상향하고, 반도체 부품 업종 top pick으로 신규 제시함.

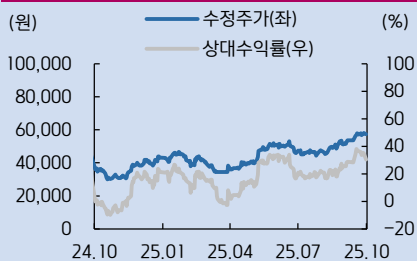
Stock Data

KOSDAQ (10/28)	903.30pt		
시가총액	43,669억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	58,000 원	30,040원	
최고/최저가 대비 등락	-1.2%	90.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	12.1%	3.7%
	6M	58.9%	26.6%
	1Y	58.9%	30.3%

Company Data

발행주식수	76,212 천주
일평균 거래량(3M)	530천주
외국인 지분율	34.2%
배당수익률(25.E)	6.1%
BPS(25.E)	9,089원
주요 주주	이재윤 34.7%

Price Trend



AI ASIC 시장 확대 수혜

>>> 3Q25 영업이익 428억원 전망

리노공업의 3Q25 실적이 매출액 924억원(+34%YoY)과 영업이익 428억원(+40%YoY)을 기록하며, 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 지난 분기에 크게 증가했던 북미 고객향 IC Test Socket의 판매량 감소가 예상되지만, 의료기기 부문의 실적은 견조할 것으로 판단된다.

>>> 2026년 사상 최대 실적 전망

2026년에는 매출액 4,312억원(+22%YoY)과 영업이익 2,050억원(+48%YoY)의 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 1)북미 고객사향 IC Test Socket 판매량 증가, 2)Hyperscaler(AI ASIC)향 실적 증가, 3)의료기기 부문 실적 성장 등을 예상하기 때문이다. 주요 사업 부문별 매출액은 Leeno Pin 899억원(+9%YoY), IC Test Socket 2,908억원(+28%YoY), 의료기기/기타 505억원(+17%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

>>> 목표주가 상향, 반도체 부품 Top Pick

리노공업의 주가는 2Q25 실적 서프라이즈에도 불구하고, 스마트폰 시장에 치중되어 있는 사업 구조로 인해 시장 내 큰 관심을 받지 못하고 있다. 그러나 당사는 북미 Hyperscaler들을 중심으로 진행 중인 AI chip 제작이 리노공업의 고성능 IC Test Socket 수요 증가로 직결되며, 중장기 실적 성장을 이끌 것으로 판단 중이다. 특히 2026년부터는 3nm~2nm chip들의 양산이 예정되어 있는 만큼, 고객들의 리노공업 제품 의존도가 높아질 것으로 판단된다. 목표주가를 8만원으로 상향하고, 반도체 부품 업종 top pick으로 신규 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	255.6	278.2	352.7	431.2	514.4
영업이익	114.4	124.2	161.3	205.0	244.6
EBITDA	128.2	137.6	174.2	218.4	260.6
세전이익	142.2	146.5	167.6	214.3	257.5
순이익	110.9	113.3	129.3	165.3	198.6
지배주주지분순이익	110.9	113.3	129.3	165.3	198.6
EPS(원)	1,455	1,486	1,696	2,169	2,606
증감률(%YoY)	-3.0	2.1	14.1	27.8	20.2
PER(배)	27.8	25.8	33.8	26.4	22.0
PBR(배)	5.54	4.69	6.30	5.52	4.78
EV/EBITDA(배)	21.5	18.5	14.8	11.6	9.0
영업이익률(%)	44.8	44.6	45.7	47.5	47.6
ROE(%)	21.1	19.2	19.7	22.3	23.3
순차입금비용(%)	-58.0	-61.0	-62.4	-60.8	-74.0

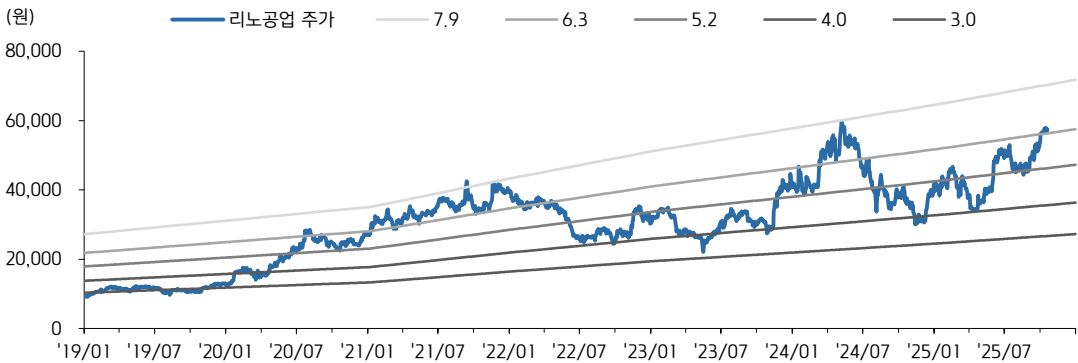
자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	54.9	71.0	68.9	83.4	78.4	112.5	92.4	69.3	278.2	352.7	431.2
Leeno Pin	18.8	17.9	18.6	19.9	20.2	21.7	22.8	17.7	75.2	82.4	89.9
IC Test Socket	28.3	45.7	43.2	54.6	48.1	80.0	59.2	39.9	171.8	227.2	290.8
Others	7.8	7.4	7.1	8.9	10.1	10.8	10.4	11.8	31.2	43.1	50.5
%YoY	12%	-6%	-6%	44%	43%	59%	34%	-17%	9%	27%	22%
Leeno Pin	6%	-6%	11%	17%	8%	21%	23%	-11%	7%	10%	9%
IC Test Socket	13%	-3%	-17%	63%	70%	75%	37%	-27%	9%	32%	28%
Others	24%	-16%	44%	19%	30%	47%	45%	32%	14%	38%	17%
매출원가	28.5	34.1	35.1	42.3	39.7	53.6	45.3	35.4	140.0	174.0	207.0
매출원가율	52%	48%	51%	51%	51%	48%	49%	51%	50%	49%	48%
매출총이익	26.3	36.8	33.9	41.1	38.8	58.9	47.1	34.0	138.2	178.7	224.2
매출총이익률	48%	52%	49%	49%	49%	52%	51%	49%	50%	51%	52%
판매비와관리비	3.0	3.6	3.2	4.1	3.8	5.4	4.3	3.9	14.0	17.4	19.2
영업이익	23.3	33.2	30.7	37.0	34.9	53.4	42.8	30.1	124.2	161.3	205.0
%YoY	35%	-1%	-8%	22%	50%	61%	40%	-19%	9%	30%	48%
영업이익률	42%	47%	44%	44%	45%	47%	46%	43%	45%	46%	48%
법인세차감전손익	26.9	38.7	31.8	49.2	38.0	53.3	44.1	32.2	146.5	167.6	214.3
법인세비용	6.3	8.8	7.2	10.9	8.7	12.2	10.1	7.4	33.3	38.4	49.0
당기순이익	20.6	29.8	24.5	38.3	29.3	41.1	34.0	24.8	113.3	129.3	165.3
당기순이익률	38%	42%	36%	46%	37%	37%	37%	36%	41%	37%	38%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,450	1,400	1,385	1,410	1,365	1,395	1,340

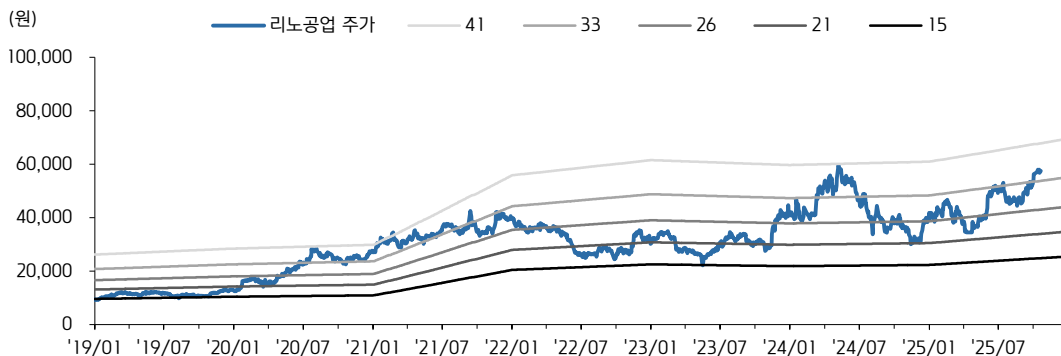
자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

Hyperscaler AI Chip 양산 시기 및 specification

	Chip	Foundry	HBM		2024	2025E	2026E	2027E	2028E	
Microsoft	Maia 100	5nm	HBM3	64GB	HBM3					
	Maia 200	3nm	HBM4	288GB				HBM4		
	Maia 300	2nm	HBM4e?	TBD					HBM4e?	
	Maia 400	2nm	HBM5?	TBD						HBM5?
Google	TPU v6e	4nm	HBM3e	32GB	HBM3e					
	TPU V6p	3nm	HBM3e	192GB				HBM3e		
	TPU v7p	3nm	HBM3e	144GB				HBM3e		
	TPU v7e	3nm	HBM3e	288GB				HBM3e		
	TPU v8p	2nm	HBM4?	TBD					HBM4?	
	TPU v8e	2nm	HBM4?	TBD					HBM4?	
Meta	MTIA v2	5nm	LPDDR5	128GB	LPDDR5					
	MTIA v3	3nm	HBM3e	192GB				HBM3e		
	MTIA v4	2nm?	HBM4e?	TBD						HBM4e?
Amazon	Trainium v1	7nm	HBM2	32GB	HBM2					
	Trainium v2	5nm	HBM3	96GB				HBM3e		
	Trainium v3	3nm	HBM3e	144GB				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

리노공업 6개월 목표주가: 80,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	278.2	352.7	431.2	514.4	582.8	644.0
Growth	8.8%	26.8%	22.3%	19.3%	13.3%	10.5%
EPS [원]	1,486	1,696	2,169	2,606	2,989	3,335
Growth	2.1%	14.1%	27.8%	20.2%	14.7%	11.6%
BPS [원]	8,170	9,089	10,373	11,993	13,955	16,264
Growth	11.8%	11.3%	14.1%	15.6%	16.4%	16.5%
ROCE(Return On Common Equity)	19.2%	19.7%	22.3%	23.3%	23.0%	22.1%
COE(Cost of Equity)	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
Residual Earnings(ROCE-COE)	13.1%	13.6%	16.2%	17.2%	16.9%	16.0%
PV of Residual Earnings		1,103	1,400	1,611	1,735	1,795
Equity Beta	0.6					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.8%					
Cost of Equity	6.1%					
Continuing Value	81,083					
Beginning Common Shareholders' Equity	8,170					
PV of RE for the Forecasting Period	7,644					
PV of Continuing Value	60,310					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	80,765					

주: Equity Beta는 3년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 중소형주 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	255.6	278.2	352.7	431.2	514.4
매출원가	127.2	140.0	174.0	207.0	248.6
매출총이익	128.3	138.2	178.7	224.2	265.8
판관비	14.0	14.0	17.4	19.2	21.2
영업이익	114.4	124.2	161.3	205.0	244.6
EBITDA	128.2	137.6	174.2	218.4	260.6
영업외손익	27.9	22.3	6.3	9.3	13.0
이자수익	11.2	11.0	10.3	11.5	16.1
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	4.0	8.5	5.7	6.3	6.6
외환관련손실	2.2	1.2	2.8	2.7	2.9
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	14.9	4.0	-6.9	-5.8	-6.8
법인세차감전이익	142.2	146.5	167.6	214.3	257.5
법인세비용	31.3	33.3	38.4	49.0	58.9
계속사업손익	110.9	113.3	129.3	165.3	198.6
당기순이익	110.9	113.3	129.3	165.3	198.6
지배주주순이익	110.9	113.3	129.3	165.3	198.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-20.7	8.8	26.8	22.3	19.3
영업이익 증감율	-16.3	8.6	29.9	27.1	19.3
EBITDA 증감율	-14.9	7.3	26.6	25.4	19.3
지배주주순이익 증감율	-3.0	2.2	14.1	27.8	20.1
EPS 증감율	-3.0	2.1	14.1	27.8	20.2
매출총이익률(%)	50.2	49.7	50.7	52.0	51.7
영업이익률(%)	44.8	44.6	45.7	47.5	47.6
EBITDA Margin(%)	50.2	49.5	49.4	50.6	50.7
지배주주순이익률(%)	43.4	40.7	36.7	38.3	38.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	110.4	110.1	118.2	138.9	180.7
당기순이익	110.9	113.3	129.3	165.3	198.6
비현금항목의 가감	25.1	35.4	24.0	33.8	41.7
유형자산감가상각비	13.6	13.2	12.7	13.2	15.8
무형자산감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.3	22.0	11.1	20.4	25.6
영업활동자산부채증감	5.7	-21.8	-7.0	-22.6	-16.9
매출채권및기타채권의감소	13.1	-20.1	-1.1	-12.4	-13.1
채고자산의감소	-1.2	1.2	-4.3	-2.9	-2.8
매입채무및기타채무의증가	-2.0	1.9	1.6	1.7	1.8
기타	-4.2	-4.8	-3.2	-9.0	-2.8
기타현금흐름	-31.3	-16.8	-28.1	-37.6	-42.7
투자활동 현금흐름	-61.0	-46.8	-59.9	-70.7	-5.5
유형자산의 취득	-68.5	-11.6	-33.7	-53.2	-11.3
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	79.4
무형자산의 순취득	-0.5	-0.4	-0.2	-0.4	-0.7
투자자산의감소(증가)	-2.3	0.5	2.6	0.0	-1.6
단기금융자산의감소(증가)	-2.4	-35.9	-29.3	-17.7	-71.8
기타	12.7	0.6	0.7	0.6	0.5
재무활동 현금흐름	-45.6	-45.6	-51.7	-53.2	-66.9
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금/자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	-6.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-45.5	-45.5	-45.5	-53.1	-66.8
기타	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.1	2.9	16.5	16.0	15.8
현금 및 현금성자산의 순증가	3.8	20.6	23.1	30.9	124.1
기초현금 및 현금성자산	30.4	34.2	54.8	77.8	108.7
기말현금 및 현금성자산	34.2	54.8	77.8	108.7	232.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	372.4	449.5	507.8	572.2	784.7
현금 및 현금성자산	34.2	54.8	77.8	108.7	232.8
단기금융자산	289.2	325.0	354.3	372.0	443.8
매출채권 및 기타채권	33.2	54.6	55.6	68.0	81.1
채고자산	14.3	13.0	17.3	20.1	22.9
기타유동자산	1.5	2.1	2.8	3.4	4.1
비유동자산	210.5	207.9	226.3	266.6	184.9
투자자산	23.5	23.0	20.4	20.4	22.0
유형자산	183.1	181.4	202.4	242.4	158.6
무형자산	2.0	2.0	1.9	2.1	2.6
기타비유동자산	1.9	1.5	1.6	1.7	1.7
자산총계	582.9	657.4	734.1	838.8	969.6
유동부채	23.1	30.6	37.2	44.1	51.4
매입채무 및 기타채무	9.8	12.2	13.8	15.5	17.3
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	13.3	18.4	23.4	28.6	34.1
비유동부채	2.7	4.2	4.2	4.2	4.2
장기금융부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	2.6	4.1	4.1	4.1	4.1
부채총계	25.8	34.8	41.4	48.3	55.6
자본지분	557.1	622.6	692.7	790.5	914.0
자본금	7.6	7.6	1.5	1.5	1.5
자본잉여금	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
기타자본	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	-0.7	-1.5
이익잉여금	546.2	611.8	687.9	786.4	910.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	557.1	622.6	692.7	790.5	914.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,455	1,486	1,696	2,169	2,606
BPS	7,310	8,170	9,089	10,373	11,993
CFPS	1,785	1,951	2,011	2,612	3,153
DPS	3,000	3,000	3,500	4,400	4,900
주가배수(배)					
PER	27.8	25.8	33.8	26.4	22.0
PER(최고)	30.8	41.6	27.8		
PER(최저)	15.0	19.3	20.2		
PBR	5.54	4.69	6.30	5.52	4.78
PBR(최고)	6.13	7.56	5.19		
PBR(최저)	2.99	3.51	3.77		
PSR	12.08	10.50	12.38	10.13	8.49
PCFR	22.7	19.6	28.5	21.9	18.2
EV/EBITDA	21.5	18.5	14.8	11.6	9.0
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주, 현금)	41.1	40.2	41.1	40.4	37.4
배당수익률(% 보통주, 현금)	1.5	1.6	6.1	7.7	8.6
ROA	19.9	18.3	18.6	21.0	22.0
ROE	21.1	19.2	19.7	22.3	23.3
ROIC	48.8	43.9	53.5	59.1	74.0
매출채권회전율	6.4	6.3	6.4	7.0	6.9
채고자산회전율	18.7	20.4	23.4	23.1	23.9
부채비율	4.6	5.6	6.0	6.1	6.1
순차입금비율	-58.0	-61.0	-62.4	-60.8	-74.0
이자보상배율, 현금	12,550.0	16,333.0	21,210.9	26,961.6	32,165.2
총차입금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순차입금	-323.2	-379.7	-432.0	-480.6	-676.5
EBITDA	128.2	137.6	174.2	218.4	260.6
FCF	40.2	75.0	96.5	95.3	255.2

솔브레인 (357780)



BUY(Maintain)

목표주가 350,000원(상향)

주가(10/28) 277,500원

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

3Q25 영업이익 397억원으로, 시장 컨센서스 하회 예상. 2026년 영업이익 1,978억원(+45%YoY)의 전망. SFS글로벌 실적 턴어라운드, 반도체 에천트 출하량 증가 등을 예상하기 때문. 2026~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 35만원으로 상향 조정함.

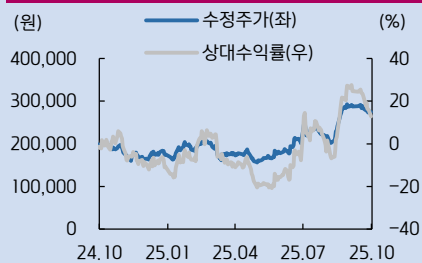
Stock Data

KOSDAQ (10/28)	903.30pt		
시가총액	21,586억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	293,000 원	156,000원	
최고/최저가 대비 등락	-5.3%	77.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-3.1%	-10.4%
	6M	60.6%	27.9%
	1Y	38.8%	13.8%

Company Data

발행주식수	7,779 천주
일평균 거래량(3M)	52천주
외국인 지분율	27.7%
배당수익률(25.E)	1.3%
BPS(25.E)	145,326원
주요 주주	정지환 외 8인 44.9%

Price Trend



범용 메모리 업황 회복 수혜

>>> 3Q25 영업이익 397억원 전망

솔브레인의 3Q25 실적은 매출액 2,281억원(flat QoQ)과 영업이익 397억원(+97%QoQ)을 기록하며, 높아져 있는 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 매출액은 전 분기 수준을 유지할 것으로 예상되지만, 영업이익의 경우에는 지난 분기에 반영됐던 대규모의 일회성 비용이 제거되며 개선될 것이다. 다만 SFS글로벌의 연결 편입 효과가 예상보다 저조해, 높아져 있는 시장 컨센서스는 하회할 전망이다.

>>> 2026년 영업이익 1,978억원 전망

2026년 실적은 매출액 1.0조원(+15%YoY)과 영업이익 1,978억원(+45%YoY)으로, 크게 성장할 전망이다. 1)SFS 글로벌의 실적 턴어라운드, 2)반도체 에천트의 출하량 증가, 3)반도체 프리커서 및 CMP 슬러리의 신규 제품 공급 등을 예상하기 때문이다. 2026년 사업 부문별 매출액은 반도체 9,004억원(+19%YoY), 디스플레이 556억원(-15%YoY), 이차전지/기타 872억원(+1%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

>>> 목표주가 상향, 반도체 소재 차선호주

반도체 투자와 소재 수요 증가 효과를 반영해 솔브레인의 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 기존 29만원에서 35만원으로 상향 조정한다. 범용 DRAM의 업황 회복과 주요 고객들의 HBM 투자 규모 확대가 솔브레인 주가의 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 판단하며, 반도체 소재 업종 차선호주로 제시한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	844.0	863.4	908.4	1,043.3	1,225.8
영업이익	133.5	167.9	136.7	197.8	256.9
EBITDA	194.0	226.9	204.1	267.0	327.3
세전이익	161.3	167.1	145.3	203.5	263.7
순이익	131.0	119.6	114.3	158.7	201.2
지배주주지분순이익	130.4	118.4	113.2	157.1	199.2
EPS(원)	16,759	15,226	14,622	20,420	26,222
증감률(% YoY)	-19.9	-9.1	-4.0	39.7	28.4
PER(배)	18.1	10.9	12.0	8.6	6.7
PBR(배)	2.65	1.28	1.20	1.05	0.91
EV/EBITDA(배)	11.5	4.4	4.8	3.3	2.3
영업이익률(%)	15.8	19.4	15.0	19.0	21.0
ROE(%)	15.6	12.5	10.6	13.2	14.6
순차입금비용(%)	-17.8	-29.9	-36.1	-39.2	-43.6

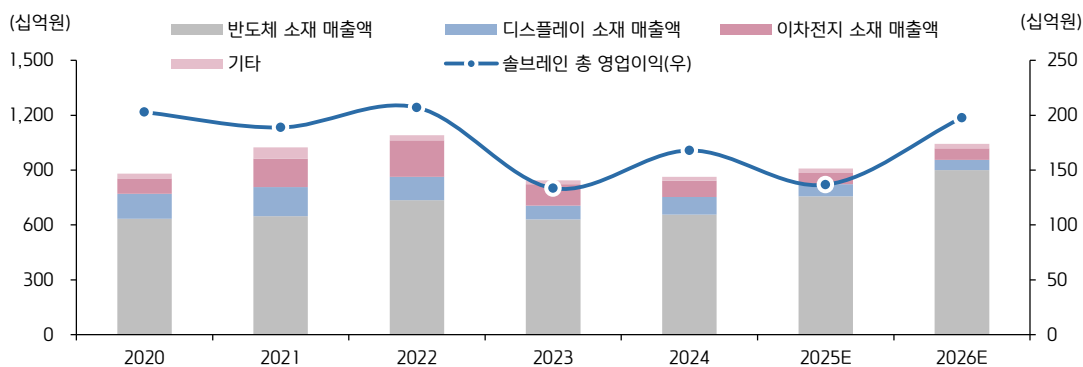
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	210.7	216.3	219.9	216.5	209.5	228.8	228.1	242.0	863.4	908.4	1,043.3
QoQ/YoY	8%	3%	2%	-2%	-3%	9%	0%	6%	2%	5%	15%
반도체 (SFS글로벌 연결)	160.2	159.5	167.6	169.3	167.0	190.0	193.6	206.3	656.6	757.0	900.4
디스플레이	19.6	26.8	28.4	22.1	21.3	16.9	13.2	13.9	96.9	65.3	55.6
이차전지/기타	30.8	30.0	23.9	25.1	21.2	21.9	21.3	21.8	109.9	86.1	87.2
매출원가	147.0	151.4	159.6	159.0	151.5	181.9	167.5	177.7	617.0	678.7	756.4
매출원가율	70%	70%	73%	73%	72%	80%	73%	73%	71%	75%	73%
매출총이익	63.7	64.9	60.3	57.5	57.9	46.9	60.6	64.3	246.4	229.7	286.9
판매비와관리비	17.7	19.1	20.6	21.0	21.9	26.7	20.8	23.5	78.4	93.0	89.1
영업이익	46.0	45.8	39.7	36.4	36.0	20.2	39.7	40.8	167.9	136.7	197.8
QoQ/YoY	102%	-1%	-13%	-8%	-1%	-44%	97%	3%	26%	-19%	45%
영업이익률	22%	21%	18%	17%	17%	9%	17%	17%	19%	15%	19%
법인세차감전손익	63.9	56.8	32.0	14.4	38.9	17.1	43.0	46.3	167.1	145.3	203.5
법인세비용	17.8	12.7	2.2	14.8	5.9	4.5	9.9	10.6	47.5	31.0	44.8
당기순이익	46.2	44.1	29.8	-0.4	33.0	12.6	33.1	35.6	119.6	114.3	158.7
당기순이익률	22%	20%	14%	0%	16%	6%	15%	15%	14%	13%	15%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,452	1,400	1,380	1,410	1,365	1,411	1,340

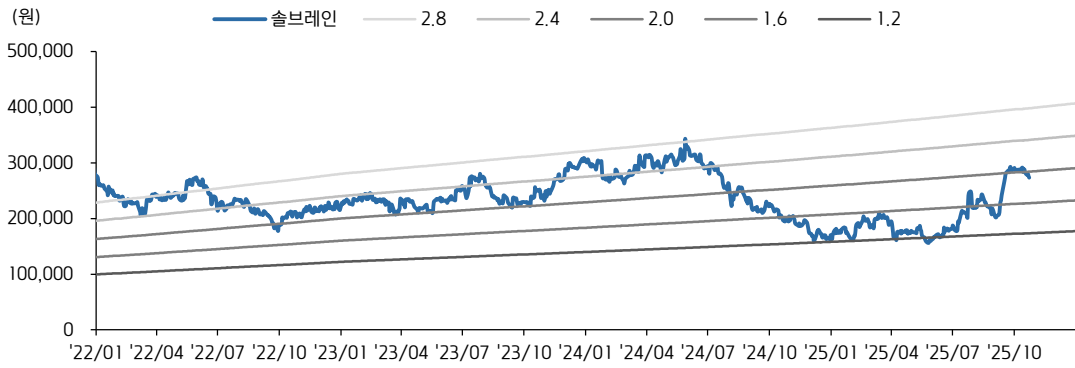
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망



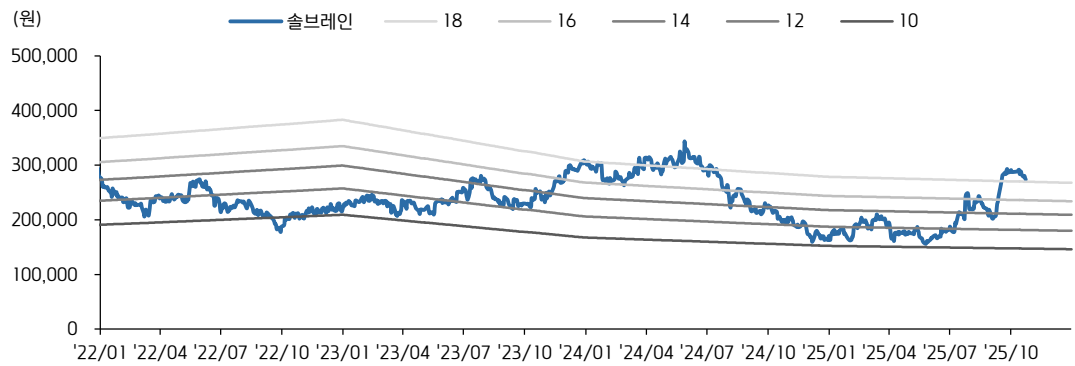
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 6개월 목표주가: 350,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	863	908	1,043	1,226	1,352	1,422
Growth	2.3%	5.2%	14.8%	17.5%	10.3%	5.2%
EPS [원]	15,226	14,622	20,420	26,222	30,002	32,105
Growth	-9.1%	-4.0%	39.7%	28.4%	14.4%	7.0%
BPS [원]	129,633	145,326	166,195	192,696	221,318	252,041
Growth	13.1%	12.1%	14.4%	15.9%	14.9%	13.9%
ROCE(Return On Common Equity)	12.5%	10.6%	13.2%	14.6%	14.5%	13.6%
COE(Cost of Equity)	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
Residual Earnings(ROCE-COE)		3.1%	5.6%	7.0%	6.9%	6.0%
PV of Residual Earnings		3,913	7,522	10,147	10,674	9,818
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.6%					
Continuing Value	220,529					
Beginning Common Shareholders' Equity	129,633					
PV of RE for the Forecasting Period	42,074					
PV of Continuing Value	153,002					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	349,340					

주: Equity Beta는 3년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 중소형주 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844.0	863.4	908.4	1,043.3	1,225.8
매출원가	650.9	617.0	678.7	756.4	876.5
매출충이의	193.1	246.4	229.7	286.9	349.4
판매비	59.6	78.4	93.0	89.1	92.5
영업이익	133.5	167.9	136.7	197.8	256.9
EBITDA	194.0	226.9	204.1	267.0	327.3
영업외손익	27.8	-0.8	8.6	5.7	6.8
이자수익	9.7	9.8	8.3	5.5	6.9
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
외환관련이익	17.4	28.5	9.5	8.9	7.4
외환관련손실	13.9	6.0	6.3	8.2	8.3
중속 및 관계기업손익	0.0	-46.3	-0.5	0.3	1.5
기타	14.7	13.3	-2.3	-0.8	-0.7
법인세차감전이익	161.3	167.1	145.3	203.5	263.7
법인세비용	30.3	47.5	31.0	44.8	62.5
계속사업손익	131.0	119.6	114.3	158.7	201.2
당기순이익	131.0	119.6	114.3	158.7	201.2
지배주주순이익	130.4	118.4	113.2	157.1	199.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.6	2.3	5.2	14.9	17.5
영업이익 증감율	-35.5	25.8	-18.6	44.7	29.9
EBITDA 증감율	-25.3	17.0	-10.0	30.8	22.6
지배주주순이익의 증감율	-19.9	-9.2	-4.4	38.8	26.8
EPS 증감율	-19.9	-9.1	-4.0	39.7	28.4
매출총이익률(%)	22.9	28.5	25.3	27.5	28.5
영업이익률(%)	15.8	19.4	15.0	19.0	21.0
EBITDA Margin(%)	23.0	26.3	22.5	25.6	26.7
지배주주순이익률(%)	15.5	13.7	12.5	15.1	16.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	221.0	262.3	175.5	138.7	199.8
당기순이익	131.0	119.6	114.3	158.7	201.2
비현금항목의 가감	80.5	117.1	59.2	77.7	92.5
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	-7.4	9.9	24.7
영업활동자산부채증감	50.4	41.0	24.0	-59.1	-39.0
매출채권및기타채권의감소	12.7	3.7	1.5	-9.4	-12.7
채고자산의감소	40.7	12.0	18.5	-26.6	-17.3
매입채무및기타채무의증가	-14.6	8.6	4.6	-14.8	-4.6
기타	11.6	16.7	-0.6	-8.3	-4.4
기타현금흐름	-40.9	-15.4	-22.0	-38.6	-54.9
투자활동 현금흐름	-215.0	-175.7	-199.9	-140.8	-147.0
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	-0.6	8.1	-0.8
단기금융자산의감소(증가)	50.3	-90.6	-59.7	-35.3	-30.5
기타	3.5	-36.7	-36.6	-36.6	-36.7
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	91.4	56.6	84.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-6.9	80.8	50.4	35.1	112.8
기초현금 및 현금성자산	167.7	160.8	241.6	292.0	327.1
기말현금 및 현금성자산	160.8	241.6	292.0	327.1	439.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	345.1	521.5	612.5	721.3	897.9
현금 및 현금성자산	160.8	241.6	292.1	327.1	439.8
단기금융자산	17.9	108.5	168.2	203.5	234.0
매출채권 및 기타채권	64.3	64.5	63.0	72.4	85.1
채고자산	73.0	91.0	72.5	99.1	116.4
기타유동자산	29.1	15.9	16.7	19.2	22.6
비유동자산	650.4	646.7	676.6	678.6	692.2
투자자산	140.4	96.5	96.7	88.8	91.1
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	30.4	32.6	35.4
자산총계	995.4	1,168.2	1,289.1	1,399.9	1,590.2
유동부채	71.1	123.7	133.2	92.7	90.2
매입채무 및 기타채무	59.6	87.9	92.5	77.7	73.1
단기금융부채	10.0	33.7	38.5	13.5	15.3
기타유동부채	1.5	2.1	2.2	1.5	1.8
비유동부채	5.5	7.2	7.5	8.5	9.9
장기금융부채	5.3	6.5	6.8	7.8	9.2
기타비유동부채	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
부채총계	76.6	130.9	140.7	101.2	100.1
자본지분	891.4	1,008.4	1,118.3	1,267.0	1,456.5
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	657.7	792.1	967.2
비지배자본	27.4	29.0	30.1	31.7	33.6
자본총계	918.8	1,037.3	1,148.4	1,298.7	1,490.1

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,759	15,226	14,622	20,420	26,222
BPS	114,593	129,633	145,326	166,195	192,696
CFPS	27,182	30,435	22,411	30,715	38,660
DPS	2,000	2,300	2,300	3,000	3,200
주가배수(배)					
PER	18.1	10.9	12.0	8.6	6.7
PER(최고)	18.4	23.5	14.8		
PER(최저)	12.1	10.5	10.9		
PBR	2.65	1.28	1.20	1.05	0.91
PBR(최고)	2.69	2.77	1.49		
PBR(최저)	1.77	1.23	1.09		
PSR	2.80	1.49	1.49	1.29	1.08
PCFR	11.2	5.4	7.8	5.7	4.5
EV/EBITDA	11.5	4.4	4.8	3.3	2.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	11.8	14.9	15.4	14.3	12.0
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	1.4	1.3	1.7	1.8
ROA	13.6	11.1	9.3	11.8	13.5
ROE	15.6	12.5	10.6	13.2	14.6
ROIC	19.3	20.0	17.6	23.8	27.9
매출채권회전율	12.1	13.4	14.2	15.4	15.6
재고자산회전율	9.1	10.5	11.1	12.2	11.4
부채비율	8.3	12.6	12.2	7.8	6.7
순차입금비율	-17.8	-29.9	-36.1	-39.2	-43.6
이자보상배율, 현금	1,613.5	2,077.5	1,500.8	4,615.3	5,211.5
총차입금	15.3	40.2	45.3	21.3	24.5
순차입금	-163.4	-309.9	-414.9	-509.3	-649.4
EBITDA	194.0	226.9	204.1	267.0	327.3
FCF	94.5	128.1	95.9	87.4	148.4

티씨케이 (064760)



BUY(Maintain)

목표주가 220,000원(상향)

주가(10/28) 169,800원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

3Q25 영업이익 237억원으로, 기대치 상회 예상. 티씨케이의 전방 산업이 NAND에서 파운드리와 HBM으로 확대될 것에 주목. 파운드리의 GAA 양산, HBM의 하이브리드 본딩이 산업 내 SiC 도입을 이끌 것으로 판단. 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 22만원으로 상향 조정함.

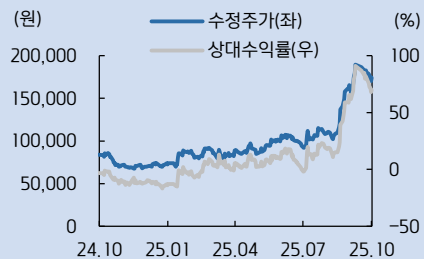
Stock Data

KOSDAQ (10/28)	903.30pt		
시가총액	19,824억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	189,500 원	67,500원	
최고/최저가 대비 등락	-10.4%	151.6%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	8.2%	0.1%
	6M	95.4%	55.6%
	1Y	97.4%	61.9%

Company Data

발행주식수	11,675 천주
일평균 거래량(3M)	67천주
외국인 지분율	62.8%
배당수익률(25.E)	1.3%
BPS(25.E)	49,070원
주요 주주	TOKAI CARBON Co.,Ltd 50.4%

Price Trend



NAND 고단화 수혜

>>> 3Q25 실적 턴어라운드

티씨케이의 3Q25 실적이 매출액 793억원(+9%QoQ)과 영업이익 237억원(+22%QoQ)으로, 예상치를 소폭 상회할 전망이다. Lam Research향 매출액 성장세가 지속되고, 그 동안 부진한 모습을 보였던 AMAT향 제품 판매량이 회복될 것으로 판단하기 때문이다. 중국향 제품 판매량도 지난 분기와 비슷한 수준을 유지하며, 안정세를 보일 것이다. 사업 부문별 매출액은 Solid SiC류 680억원(+11%QoQ), Graphite 112억원(-1%QoQ)을 각각 기록할 것으로 예상된다.

>>> 2026년 영업이익 1,231억원 전망

2026년 실적은 매출액 3,670억원(+18%YoY)과 영업이익 1,231억원(+36%YoY)으로, 당사의 기존 전망치를 상회할 것으로 판단한다. 1)2Q26 삼성전자의 9세대 V-NAND 양산과 함께 NAND향 SiC ring의 판매 증가가 예상되고, 2)고객사의 2nm GAA 양산에 따라 파운드리 산업의 실적 기여도가 확대될 것이며, 3)중국향 실적 증가세도 이어질 것으로 판단하기 때문이다.

>>> 목표주가 상향, 반도체 부품 차선호주

티씨케이의 SiC ring의 수요는 1)NAND 고단화, 2)파운드리 공정 내 GAA 구조 적용, 3)HBM 공정 내 하이브리드 본딩 기술 도입과 함께 중장기적인 성장세를 보일 것이다. 이를 반영해 티씨케이의 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 14만원에서 22만원으로 상향 조정한다. 다만 주가의 단기 급등을 반영해, 반도체 부품 업종 내 top pick 의견에서 차선호주로 변경한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	226.7	275.7	311.6	367.0	453.9
영업이익	66.7	80.7	90.5	123.1	176.9
EBITDA	81.8	95.8	106.7	139.2	192.7
세전이익	75.3	90.7	95.1	128.8	185.9
순이익	61.2	72.0	74.1	100.4	144.9
지배주주지분순이익	61.2	72.0	74.1	100.4	144.9
EPS(원)	5,246	6,167	6,351	8,597	12,414
증감률(% YoY)	-34.9	17.6	3.0	35.4	44.4
PER(배)	21.2	11.5	17.6	19.8	13.7
PBR(배)	2.84	1.60	2.28	3.04	2.56
EV/EBITDA(배)	13.1	5.7	6.3	4.4	2.5
영업이익률(%)	29.4	29.3	29.0	33.5	39.0
ROE(%)	14.0	14.8	13.6	16.4	20.3
순차입금비용(%)	-48.9	-55.2	-59.6	-63.0	-68.2

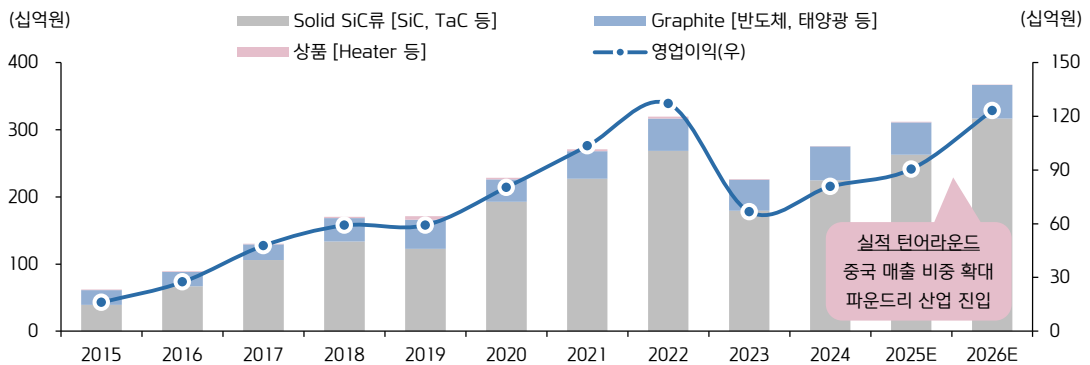
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	59.0	68.3	75.6	72.8	78.4	72.7	79.3	81.3	275.7	311.6	367.0
%QoQ/YoY Growth	-5%	16%	11%	-4%	8%	-7%	9%	2%	22%	13%	18%
Solid SiC류 [SiC, TaC 등]	45.8	55.0	61.1	62.6	62.9	61.2	68.0	70.7	224.5	262.8	316.4
Graphite [반도체, 태양광 등]	12.9	13.2	14.4	10.1	15.3	11.3	11.2	10.5	50.7	48.3	50.1
상품 [Heater 등]	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6	0.5	0.5
매출원가	36.3	42.3	47.2	45.7	48.7	46.8	49.2	50.4	171.6	195.1	216.5
매출원가율	62%	62%	62%	63%	62%	64%	62%	62%	62%	63%	59%
매출총이익	22.6	26.0	28.4	27.1	29.7	25.8	30.1	30.9	104.1	116.5	150.5
매출총이익률	38%	38%	38%	37%	38%	36%	38%	38%	38%	37%	41%
판매비와관리비	5.3	5.7	5.9	6.6	6.2	6.3	6.4	7.1	23.4	26.1	27.4
영업이익	17.4	20.3	22.6	20.5	23.5	19.5	23.7	23.8	80.7	90.5	123.1
%QoQ/YoY Growth	4%	17%	11%	-9%	15%	-17%	22%	0%	21%	12%	36%
영업이익률	29%	30%	30%	28%	30%	27%	30%	29%	29%	29%	34%
법인세차감전손익	19.9	22.8	23.8	24.2	25.5	20.2	24.2	25.3	90.7	95.1	128.8
법인세비용	4.3	3.8	5.1	5.5	5.9	4.2	5.0	5.8	18.7	21.0	28.4
당기순이익	15.6	19.0	18.7	18.7	19.5	16.0	19.2	19.5	72.0	74.1	100.4
당기순이익률	26%	28%	25%	26%	25%	22%	24%	24%	26%	24%	27%
KRW/USD	1,330	1,375	1,365	1,380	1,450	1,400	1,385	1,410	1,364	1,411	1,340

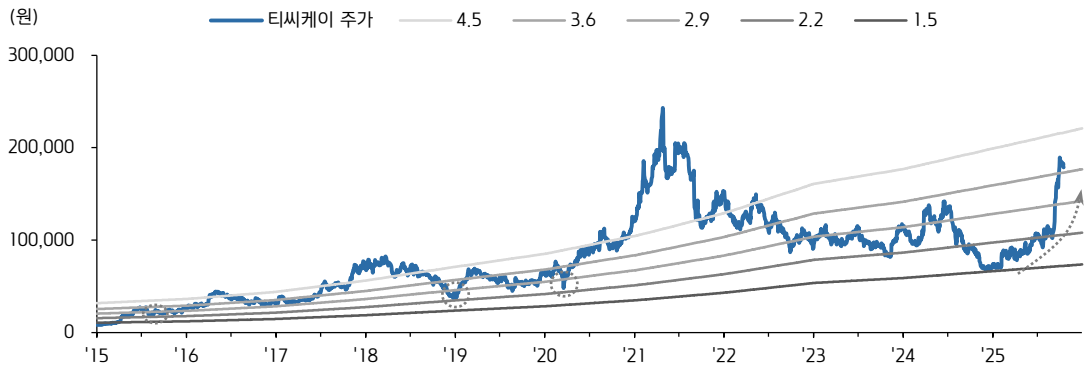
자료: 키움증권 리서치센터

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



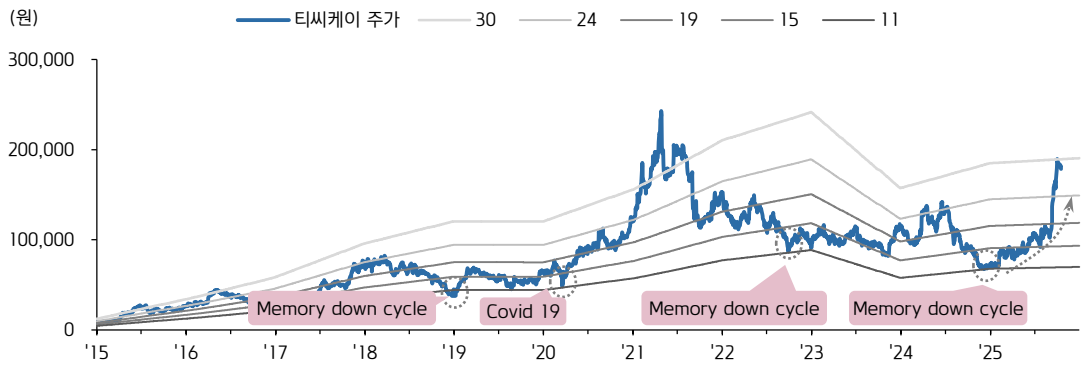
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 6개월 목표주가: 220,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	275.7	311.6	367.0	453.9	525.6	579.8
Growth	21.7%	13.0%	17.8%	23.7%	15.8%	10.3%
EPS [원]	6,167	6,351	8,597	12,414	15,044	16,698
Growth	17.6%	3.0%	35.4%	44.4%	21.2%	11.0%
BPS [원]	44,219	49,070	55,867	66,380	79,525	94,322
Growth	12.7%	11.0%	13.9%	18.8%	19.8%	18.6%
ROCE(Return On Common Equity)	14.8%	13.6%	16.4%	20.3%	20.6%	19.2%
COE(Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
Residual Earnings(ROCE-COE)	7.6%	6.4%	9.2%	13.1%	13.4%	12.0%
PV of Residual Earnings		2,802	4,206	6,520	7,434	7,396
Equity Beta	0.8					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.2%					
Continuing Value	182,406					
Beginning Common Shareholders' Equity	44,219					
PV of RE for the Forecasting Period	28,359					
PV of Continuing Value	128,985					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	223,646					

주: Equity Beta는 3년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 중소형주 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	226.7	275.7	311.6	367.0	453.9
매출원가	134.7	171.6	195.1	216.5	243.6
매출총이익	91.9	104.1	116.5	150.5	210.3
판관비	25.2	23.4	26.1	27.4	33.4
영업이익	66.7	80.7	90.5	123.1	176.9
EBITDA	81.8	95.8	106.7	139.2	192.7
영업외손익	8.5	10.0	4.7	5.7	9.0
이자수익	8.9	9.3	6.8	6.2	7.9
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	2.7	5.3	4.4	5.2	6.4
외환관련손실	2.4	1.5	1.5	1.7	2.2
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.7	-3.1	-5.0	-4.0	-3.1
법인세차감전이익	75.3	90.7	95.1	128.8	185.9
법인세비용	14.0	18.7	21.0	28.4	41.0
계속사업손익	61.2	72.0	74.1	100.4	144.9
당기순이익	61.2	72.0	74.1	100.4	144.9
지배주주순이익	61.2	72.0	74.1	100.4	144.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-29.1	21.6	13.0	17.8	23.7
영업이익 증감율	-47.5	21.0	12.1	36.0	43.7
EBITDA 증감율	-42.0	17.1	11.4	30.5	38.4
지배주주순이익 증감율	-34.9	17.6	2.9	35.5	44.3
EPS 증감율	-34.9	17.6	3.0	35.4	44.4
매출총이익률(%)	40.5	37.8	37.4	41.0	46.3
영업이익률(%)	29.4	29.3	29.0	33.5	39.0
EBITDA Margin(%)	36.1	34.7	34.2	37.9	42.5
지배주주순이익률(%)	27.0	26.1	23.8	27.4	31.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	21.0	74.4	64.3	80.2	130.8
당기순이익	61.2	72.0	74.1	100.4	144.9
비현금항목의 가감	26.5	34.4	23.0	31.0	41.6
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	6.8	14.9	25.7
영업활동자산부채증감	-36.6	-10.8	-4.7	-14.9	-8.6
매출채권및기타채권의감소	-3.2	-5.6	0.2	-6.2	-10.3
재고자산의감소	-20.3	-9.3	-3.8	-12.9	-9.2
매입채무및기타채무의증가	-6.4	4.2	3.6	5.5	8.7
기타	-6.7	-0.1	-4.7	-1.3	2.2
기타현금흐름	-30.1	-21.2	-28.1	-36.3	-47.1
투자활동 현금흐름	-33.6	-72.0	-53.0	-68.3	-96.9
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	-51.5	-80.9
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	18.5	18.0	36.5
기초현금 및 현금성자산	44.7	31.8	33.9	52.3	70.3
기말현금 및 현금성자산	31.8	33.9	52.3	70.3	106.8

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	334.5	405.8	465.7	554.4	691.6
현금 및 현금성자산	31.8	33.9	52.3	70.3	106.8
단기금융자산	193.2	251.9	289.7	341.1	422.0
매출채권 및 기타채권	42.7	50.1	49.9	56.1	66.3
재고자산	65.9	68.8	72.6	85.5	94.7
기타유동자산	0.9	1.1	1.2	1.4	1.8
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	620.2	707.4	842.6
유동부채	35.2	44.6	44.6	52.5	64.9
매입채무 및 기타채무	22.4	27.5	31.1	36.6	45.3
단기금융부채	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	12.4	16.8	13.2	15.6	19.3
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	47.3	55.2	67.6
지배지분	458.3	516.3	572.9	652.2	775.0
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
기타지분	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	560.8	640.1	762.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	458.3	516.3	572.9	652.2	775.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,246	6,167	6,351	8,597	12,414
BPS	39,252	44,219	49,070	55,867	66,380
CFPS	7,520	9,117	8,324	11,252	15,973
DPS	1,200	1,410	1,500	1,800	1,900
주가배수(배)					
PER	21.2	11.5	17.6	19.8	13.7
PER(최고)	22.6	24.3	15.5		
PER(최저)	15.3	10.8	10.8		
PBR	2.84	1.60	2.28	3.04	2.56
PBR(최고)	3.03	3.39	2.01		
PBR(최저)	2.05	1.50	1.39		
PSR	5.73	3.00	4.19	5.40	4.37
PCFR	14.8	7.8	13.4	15.1	10.6
EV/EBITDA	13.1	5.7	6.3	4.4	2.5
주요비율(%)					
배당성향(%, 보통주, 현금)	22.9	22.9	23.6	20.9	15.3
배당수익률(%, 보통주, 현금)	1.1	2.0	1.3	1.1	1.1
ROA	12.5	13.6	12.5	15.1	18.7
ROE	14.0	14.8	13.6	16.4	20.3
ROIC	28.6	27.5	30.6	40.5	56.4
매출채권회전율	5.5	5.9	6.2	6.9	7.4
재고자산회전율	3.9	4.1	4.4	4.6	5.0
부채비율	8.1	9.2	8.3	8.5	8.7
순차입금비율	-48.9	-55.2	-59.6	-63.0	-68.2
이자보상배율, 현금	2,417.3	2,525.7	2,829.3	3,849.2	5,532.9
총차입금	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
순차입금	-224.2	-285.1	-341.4	-410.8	-528.2
EBITDA	81.8	95.8	106.7	139.2	192.7
FCF	-12.5	60.1	66.5	82.6	131.4

원익IPS (240810)



BUY(Maintain)

목표주가 73,000원(상향)

주가(10/28) 60,800원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

3Q25 영업이익 263억원으로, 시장 컨센서스 부합 예상. 2026년 영업이익은 1,754억원(+98%YoY)으로, 시장 컨센서스 크게 상회할 것으로 판단. 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가 역시 73,000원으로 상향 조정. 반도체 장비 업종 차선호주로 제시함.

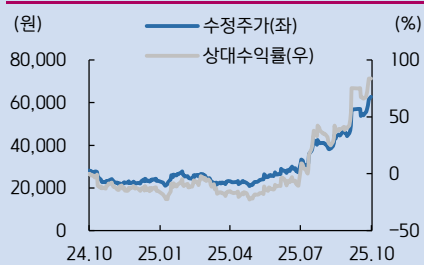
Stock Data

KOSDAQ (10/28)	903.30pt		
시가총액	29,843억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	62,800 원	20,950원	
최고/최저가 대비 등락	-3.2%	190.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	37.2%	26.9%
	6M	163.2%	109.6%
	1Y	116.8%	77.7%

Company Data

발행주식수	49,084 천주
일평균 거래량(3M)	788천주
외국인 자본율	26.7%
배당수익률(25.E)	0.3%
BPS(25.E)	19,323원
주요 주주	원익홀딩스 외 7인 33.0%

Price Trend



실적 전망치 상향 조정

>>> 3Q25 영업이익 263억원 예상

3Q25 실적은 매출액 2,462억원(+2%QoQ)과 영업이익 263억원(-28%QoQ)으로, 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 반도체 장비 매출액은 고객사 신규 투자 공급량이 이어지며 1,712억원을 기록하겠지만, 전 분기 대비는 감소할 전망이다. 디스플레이 장비의 매출액은 수주 잔고의 매출 인식이 진행되며, 750억원으로 증가할 전망이다. 다만 영업이익률은 반도체 장비의 매출 비중 감소로 인해, 전 분기 대비 하락할 것이다.

>>> 2026년 영업이익 1,754억원 전망

2026년 실적은 매출액 1조 1,590억원(+26%YoY), 영업이익 1,754억원(+98%YoY)으로, 큰 폭으로 증가할 전망이다. 삼성전자의 평택4 공장 및 테일러 공장 증설, SK하이닉스의 M15X 증설 등에 따른 반도체 장비의 실적 성장을 예상하기 때문이다. 영업이익률은 반도체 신규 장비 공급과 매출 비중 확대로 인해 15%를 기록하며, 올해 대비 +5%p 개선될 전망이다.

>>> 투자 의견 'BUY' 유지, 목표주가 상향

원익IPS의 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가를 73,000원으로 상향 조정한다. 1)삼성전자 테일러 투자, 2)평택4, 5 공장 투자, 3)SK하이닉스 M15X, 용인 클러스터 투자 등에 따른 실적 성장을 예상하기 때문이다. 다만, 당사의 매수 추천 이후 주가가 큰 폭으로 상승했기 때문에, 반도체 업종 top picks 의견에서 장비 업종 차선호주로 변경한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	690.3	748.2	918.4	1,159.0	1,431.4
영업이익	-18.1	10.6	88.6	175.4	278.6
EBITDA	27.0	52.2	130.2	214.5	321.1
세전이익	-20.9	17.4	90.3	178.7	285.3
순이익	-13.5	20.7	70.2	137.6	219.7
지배주주지분순이익	-13.5	20.7	70.2	137.6	219.7
EPS(원)	-275	423	1,431	2,803	4,476
증감률(% YoY)	적전	흑전	238.5	95.9	59.7
PER(배)	-123.4	52.9	42.5	21.7	13.6
PBR(배)	1.92	1.24	3.15	2.78	2.33
EV/EBITDA(배)	58.5	18.6	6.5	3.6	2.2
영업이익률(%)	-2.6	1.4	9.6	15.1	19.5
ROE(%)	-1.6	2.4	7.7	13.6	18.7
순차입금비율(%)	-9.6	-14.1	-22.6	-26.7	-26.6

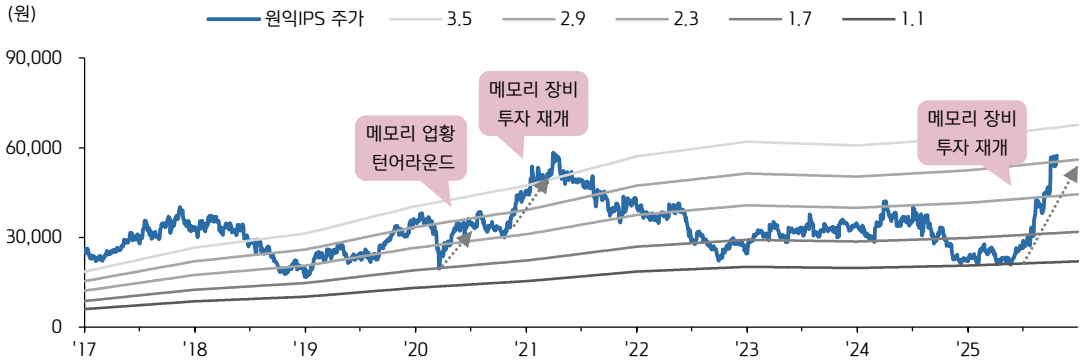
자료: 키움증권 리서치센터

원익PS 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	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	1,159.0
%QoQ/%YoY	-50%	36%	19%	60%	-58%	95%	2%	24%	8%	23%	26%
반도체	111.2	147.8	107.4	210.9	94.1	217.5	171.2	215.9	577.2	698.7	929.3
디스플레이	2.7	7.0	77.0	84.3	30.1	24.6	75.0	90.0	171.1	219.7	229.7
매출원가	72.0	92.1	97.5	194.2	64.2	133.6	146.6	178.1	455.9	522.5	654.8
매출원가율	63%	59%	53%	66%	52%	55%	60%	58%	61%	57%	57%
매출총이익	41.8	62.8	87.1	100.6	60.0	108.5	99.6	127.8	292.3	395.9	504.2
판관비	68.6	65.9	72.6	74.7	67.4	72.1	73.3	94.5	281.7	307.3	328.8
영업이익	-26.7	-3.1	14.5	26.0	-7.4	36.4	26.3	33.3	10.6	88.6	175.4
%QoQ/%YoY	적자전환	적자지속	흑자전환	80%	적자전환	흑자전환	-28%	27%	흑자전환	733%	98%
영업이익률	-23%	-2%	8%	9%	-6%	15%	11%	11%	1%	10%	15%
법인세차감전손익	-20.0	3.2	3.8	30.5	-3.3	32.8	23.4	37.4	17.4	90.3	178.7
법인세비용	2.5	-3.8	-4.7	2.7	1.4	5.2	4.9	8.6	-3.3	20.1	41.1
당기순이익	-22.5	7.0	8.5	27.7	-4.7	27.7	18.4	28.8	20.8	70.2	137.6
당기순이익률	-19.7%	4.5%	4.6%	9.4%	-3.8%	11.4%	7.5%	9.4%	2.8%	7.6%	11.9%

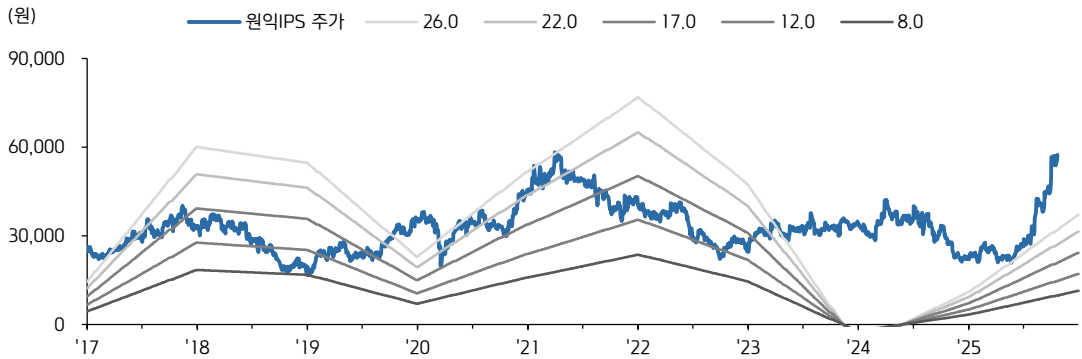
자료: 키움증권 리서치센터

원익PS 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

원익PS 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

원익IPS 6개월 목표주가: 73,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	748	918	1,159	1,431	1,650	1,820
Growth	8.4%	22.8%	26.2%	23.5%	15.3%	10.3%
EPS [원]	423	1,431	2,803	4,476	5,612	6,645
Growth	-253.6%	238.5%	95.9%	59.7%	25.4%	18.4%
BPS [원]	18,080	19,323	21,837	26,124	31,351	37,562
Growth	2.4%	6.9%	13.0%	19.6%	20.0%	19.8%
ROCE(Return On Common Equity)	2.4%	7.7%	13.6%	18.7%	19.5%	19.3%
COE(Cost of Equity)	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	-5.4%	-0.1%	5.9%	10.9%	11.8%	11.6%
PV of Residual Earnings		-14	1,045	2,097	2,517	2,744
Equity Beta	0.9					
Risk Free Rate	2.5%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	7.7%					
Continuing Value	59,756					
Beginning Common Shareholders' Equity	18,080					
PV of RE for the Forecasting Period	8,389					
PV of Continuing Value	41,181					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	72,880					

주: Equity Beta는 3년 주간 Beta 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 중소형주 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	690.3	748.2	918.4	1,159.0	1,431.4
매출원가	414.4	455.8	522.5	654.8	789.6
매출충이의	275.9	292.3	395.9	504.2	641.7
판관비	294.0	281.7	307.3	328.8	363.1
영업이익	-18.1	10.6	88.6	175.4	278.6
EBITDA	27.0	52.2	130.2	214.5	321.1
영업외손익	-2.8	6.8	1.7	3.3	6.7
이자수익	4.3	4.0	6.3	5.1	4.3
이자비용	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
외환관련이익	4.4	13.6	3.7	4.7	5.8
외환관련손실	2.2	1.5	1.8	2.3	2.8
중속 및 관계기업손익	-0.9	-1.8	0.0	0.0	0.0
기타	-7.9	-7.1	-6.2	-3.9	-0.3
법인세차감전이익	-20.9	17.4	90.3	178.7	285.3
법인세비용	-7.3	-3.3	20.1	41.1	65.6
계속사업손손익	-13.5	20.7	70.2	137.6	219.7
당기순이익	-13.5	20.7	70.2	137.6	219.7
지배주주순이익	-13.5	20.7	70.2	137.6	219.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-31.8	8.4	22.7	26.2	23.5
영업이익 증감율	-118.6	-158.6	735.8	98.0	58.8
EBITDA 증감율	-80.5	93.3	149.4	64.7	49.7
지배주주순이익 증감율	-115.1	-253.3	239.1	96.0	59.7
EPS 증감율	적전	흑전	238.5	95.9	59.7
매출총이익률(%)	40.0	39.1	43.1	43.5	44.8
영업이익률(%)	-2.6	1.4	9.6	15.1	19.5
EBITDA Margin(%)	3.9	7.0	14.2	18.5	22.4
지배주주순이익률(%)	-2.0	2.8	7.6	11.9	15.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-12.3	78.3	146.1	182.9	156.1
당기순이익	-13.5	20.7	70.2	137.6	219.7
비현금항목의 가감	71.4	66.0	83.4	103.1	131.8
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	41.9	64.0	89.4
영업활동자산부채증감	-57.6	-10.4	4.7	-23.5	-135.7
매출채권및기타채권의감소	16.9	13.6	-6.8	-10.3	-27.6
채고자산의감소	-29.3	-11.3	-44.2	85.1	-79.4
매입채무및기타채무의증가	-1.9	1.2	-0.2	15.6	17.7
기타	-43.3	-13.9	55.9	-113.9	-46.4
기타현금흐름	-12.6	2.0	-12.2	-34.3	-59.7
투자활동 현금흐름	-46.0	5.5	-71.0	-79.7	-59.6
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	-3.4	-4.2
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	-27.4	-21.4
현금 및 현금성자산의 순증가	-44.4	81.1	47.6	62.5	56.9
기초현금 및 현금성자산	98.4	54.0	135.1	182.7	245.2
기말현금 및 현금성자산	54.0	135.1	182.7	245.2	302.1

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	587.6	645.1	794.4	807.7	993.9
현금 및 현금성자산	54.0	135.1	182.7	245.2	302.1
단기금융자산	52.7	12.3	49.4	55.8	56.3
매출채권 및 기타채권	74.3	100.4	107.2	117.5	145.1
채고자산	341.0	337.7	381.9	296.8	376.2
기타유동자산	65.6	59.6	73.2	92.4	114.2
비유동자산	497.3	479.0	463.0	495.5	511.0
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	27.9	29.4
기타비유동자산	89.3	82.5	79.5	83.6	88.0
자산총계	1,084.9	1,124.1	1,257.4	1,303.2	1,504.9
유동부채	209.6	229.0	304.5	229.0	218.4
매입채무 및 기타채무	58.1	59.8	59.6	75.2	92.9
단기금융부채	15.7	15.6	14.5	13.3	14.5
기타유동부채	135.8	153.6	230.4	140.5	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	231.4	222.7
자본지분	866.7	887.5	948.4	1,071.8	1,282.3
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	575.0	698.0	907.9
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	866.7	887.5	948.4	1,071.8	1,282.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-275	423	1,431	2,803	4,476
BPS	17,658	18,080	19,323	21,837	26,124
CFPS	1,180	1,767	3,130	4,903	7,160
DPS	0	50	200	300	200
주가배수(배)					
PER	-123.4	52.9	42.5	21.7	13.6
PER(최고)	-139.4	106.1	19.9		
PER(최저)	-88.3	50.0	14.5		
PBR	1.92	1.24	3.15	2.78	2.33
PBR(최고)	2.17	2.48	1.47		
PBR(최저)	1.38	1.17	1.08		
PSR	2.41	1.47	3.25	2.57	2.08
PCFR	28.8	12.7	19.4	12.4	8.5
EV/EBITDA	58.5	18.6	6.5	3.6	2.2
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	11.7	13.9	10.6	4.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.2	0.3	0.5	0.3
ROA	-1.2	1.9	5.9	10.7	15.6
ROE	-1.6	2.4	7.7	13.6	18.7
ROIC	-2.6	1.5	10.5	20.2	27.9
매출채권회전율	9.7	8.6	8.8	10.3	10.9
채고자산회전율	2.1	2.2	2.6	3.4	4.3
부채비율	25.2	26.7	32.6	21.6	17.4
순차입금비율	-9.6	-14.1	-22.6	-26.7	-26.6
이자보상배율, 현금	-37.4	27.6	287.1	698.1	907.5
총차입금	23.2	22.1	17.7	14.4	17.6
순차입금	-83.5	-125.3	-214.3	-286.6	-340.9
EBITDA	27.0	52.2	130.2	214.5	321.1
FCF	-94.8	15.5	79.0	85.0	70.1

테스 (095610)



BUY(Maintain)

목표주가 55,000원(상향)

주가(10/28) 44,950원

반도체 Analyst 박유악
yuak.pak@kiwoom.com

3Q25 영업이익 104억원으로, 시장 컨센서스 부합 예상. 2026년에는 영업이익 924억원의 사상 최대 실적 기록할 전망. 삼성전자 평택4 및 테일러, SK하이닉스 M15X의 신규 장비 투자가 예상되기 때문. 2026년~2028년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가 역시 55,000원으로 상향 조정함.

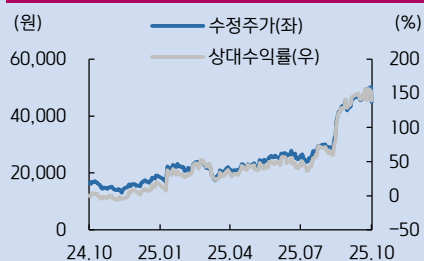
Stock Data

KOSDAQ (10/28)	903.30pt		
시가총액	8,886억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	50,200 원	13,090원	
최고/최저가 대비 등락	-10.5%	243.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.0%	-1.0%
	6M	115.1%	71.3%
	1Y	176.3%	126.5%

Company Data

발행주식수	19,768 천주
일평균 거래량(3M)	308천주
외국인 지분율	15.9%
배당수익률(25.E)	1.2%
BPS(25.E)	19,272원
주요 주주	주송일 외 8인 29.3%

Price Trend



실적 전망치 상향 조정

>>> 3Q25 영업이익 104억원 예상

3Q25 실적은 매출액 667억원(-19%QoQ)과 영업이익 104억원(-49%QoQ)으로, 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상된다. 고객들로의 제품 공급 시기가 다소 조정된 것으로 파악되지만, 테스의 종합 분기 실적에 큰 영향은 없을 것으로 판단한다. 사업 부문별 매출액은 반도체 664억원(-19%QoQ), 디스플레이 3억원(-17%QoQ)을 각각 기록할 전망이다.

>>> 2026년 영업이익 924억원 전망

2026년 실적은 매출액 4,143억원(+27%YoY)과 영업이익 924억원(+41%YoY)을 기록하며, 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 삼성전자의 평택4 및 테일러 공장 증설, SK하이닉스의 M15X 증설 등에 따른 반도체 장비의 실적 성장을 예상하기 때문이다. 영업이익률은 매출액 성장에 따른 레버리지 효과로 인해, 올해보다 +2%p 개선된 +22%를 기록할 전망이다.

>>> 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가 상향

테스의 2026년~2028년 실적 전망치를 상향 조정하고, 목표주가를 55,000원으로 상향 조정한다. 1)삼성전자 테일러 투자, 2)평택4, 5 공장 투자, 3)SK하이닉스 M15X, 용인 클러스터 투자 등에 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	146.9	240.1	325.0	414.3	487.8
영업이익	-5.9	38.5	65.6	92.4	114.6
EBITDA	-0.5	44.2	70.3	98.9	121.2
세전이익	2.3	49.8	68.5	96.1	116.9
순이익	1.6	42.7	60.0	75.9	92.4
지배주주지분순이익	1.6	42.7	60.0	75.9	92.4
EPS(원)	79	2,158	3,036	3,840	4,674
증감률(% YoY)	-96.7	2,623.8	40.7	26.5	21.7
PER(배)	253.7	7.2	14.8	11.7	9.6
PBR(배)	1.33	0.93	2.33	1.99	1.69
EV/EBITDA(배)	-700.5	6.1	6.9	4.6	3.5
영업이익률(%)	-4.0	16.0	20.2	22.3	23.5
ROE(%)	0.5	13.6	16.9	18.3	19.0
순차입금비율(%)	-18.6	-10.6	-10.4	-15.9	-19.0

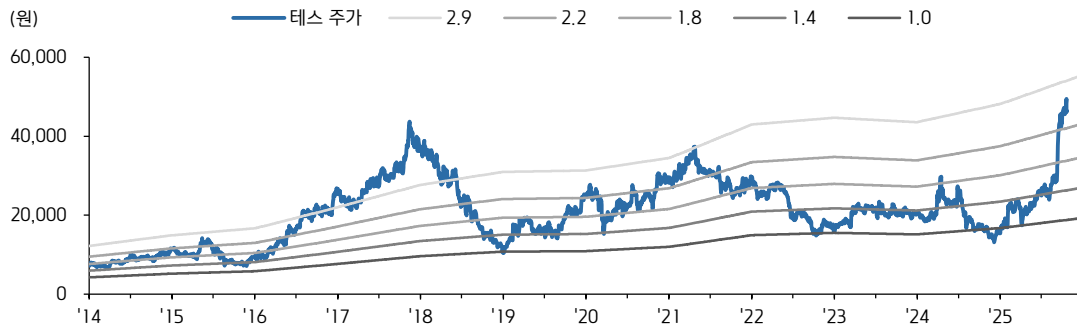
자료: 키움증권 리서치센터

테스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	42.2	60.5	50.8	86.6	84.5	82.1	66.7	91.7	240.1	325.0	414.3
%QoQ/%YoY	62%	43%	-16%	71%	-2%	-3%	-19%	38%	63%	35%	27%
반도체	41.9	60.3	50.6	83.7	84.2	81.8	66.4	91.4	236.5	323.8	412.2
디스플레이	0.3	0.2	0.2	2.9	0.3	0.3	0.3	0.3	3.6	1.2	2.1
매출원가	34.4	44.7	40.5	56.0	61.7	54.9	49.7	64.2	175.5	230.4	290.0
매출원가율	82%	74%	80%	65%	73%	67%	75%	70%	73%	71%	70%
매출총이익	7.8	15.9	10.3	30.6	22.8	27.2	17.0	27.5	64.6	94.6	124.3
판관비	5.4	5.9	6.3	8.6	6.6	6.8	6.7	8.9	26.1	29.0	31.9
영업이익	2.4	10.0	4.1	22.0	16.3	20.4	10.4	18.6	38.5	65.6	92.4
%QoQ/%YoY	흑자전환	321%	-59%	442%	-26%	25%	-49%	79%	흑자전환	70%	41%
영업이익률	6%	17%	8%	25%	19%	25%	16%	20%	16%	20%	22%
법인세차감전손익	8.0	15.4	2.6	23.9	15.3	21.6	11.9	19.7	49.8	68.5	96.1
법인세비용	1.1	2.5	0.1	3.5	-0.5	2.7	1.7	4.5	7.2	8.5	20.2
당기순이익	6.9	12.9	2.5	20.3	15.9	18.9	10.1	15.1	42.7	60.0	75.9
당기순이익률	16%	21%	5%	23%	19%	23%	15%	17%	18%	18%	18%

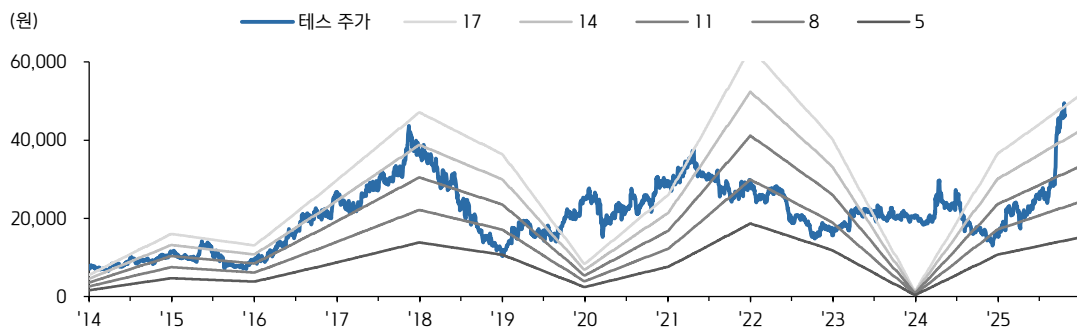
자료: 키움증권 리서치센터

테스 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

테스 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

테스 6개월 목표주가: 55,000원 제시

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Sales [십억원]	240.1	325.0	414.3	487.8	534.3	573.4
Growth	63.4%	35.4%	27.5%	17.7%	9.5%	7.3%
EPS [원]	2,158	3,036	3,840	4,674	5,432	5,887
Growth	2623.8%	40.7%	26.5%	21.7%	16.2%	8.4%
BPS [원]	16,721	19,272	22,584	26,644	31,475	36,762
Growth	10.6%	15.3%	17.2%	18.0%	18.1%	16.8%
ROCE(Return On Common Equity)	13.6%	16.9%	18.3%	19.0%	18.7%	17.3%
COE(Cost of Equity)	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	4.9%	8.2%	9.7%	10.3%	10.0%	8.6%
PV of Residual Earnings		1,357	1,714	1,978	2,087	1,931
Equity Beta	1.0					
Risk Free Rate	2.6%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.7%					
Continuing Value	35,043					
Beginning Common Shareholders' Equity	16,721					
PV of RE for the Forecasting Period	9,067					
PV of Continuing Value	23,118					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	55,405					

주: Equity Beta는 3년 주간 Beta, Risk Free Rate은 3년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSDAQ 중소형주 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	146.9	240.1	325.0	414.3	487.8
매출원가	134.1	175.5	230.4	290.0	340.0
매출충이의	12.8	64.6	94.6	124.3	147.8
판관비	18.7	26.1	29.0	31.9	33.2
영업이익	-5.9	38.5	65.6	92.4	114.6
EBITDA	-0.5	44.2	70.3	98.9	121.2
영업외손익	8.1	11.4	2.9	3.7	2.3
이자수익	4.7	4.1	4.6	6.9	6.3
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련이익	1.4	4.0	2.5	2.1	2.5
외환관련손실	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
중속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.6	4.3	-3.2	-4.3	-5.5
법인세차감전이익	2.3	49.8	68.5	96.1	116.9
법인세비용	0.7	7.2	8.5	20.2	24.6
계속사업손손익	1.6	42.7	60.0	75.9	92.4
당기순이익	1.6	42.7	60.0	75.9	92.4
지배주주순이익	1.6	42.7	60.0	75.9	92.4
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-59.0	63.4	35.4	27.5	17.7
영업이익 증감율	-110.6	-752.5	70.4	40.9	24.0
EBITDA 증감율	-100.8	-8,940.0	59.0	40.7	22.5
지배주주순이익 증감율	-96.6	2,568.8	40.5	26.5	21.7
EPS 증감율	-96.7	2,623.8	40.7	26.5	21.7
매출충이익률(%)	8.7	26.9	29.1	30.0	30.3
영업이익률(%)	-4.0	16.0	20.2	22.3	23.5
EBITDA Margin(%)	-0.3	18.4	21.6	23.9	24.8
지배주주순이익률(%)	1.1	17.8	18.5	18.3	18.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	28.6	30.5	60.6	54.0	45.5
당기순이익	1.6	42.7	60.0	75.9	92.4
비현금항목의 가감	-2.2	5.6	-3.2	8.0	13.0
유형자산감가상각비	4.7	5.1	4.1	6.0	6.1
무형자산감가상각비	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
지분법평가손익	0.0	-1.6	0.0	0.0	0.0
기타	-7.5	1.5	-7.9	1.4	6.4
영업활동자산부채증감	30.0	-25.2	4.6	-19.7	-44.8
매출채권및기타채권의감소	30.5	-36.8	15.5	-13.1	-34.5
채고자산의감소	4.3	12.9	-14.1	-9.7	-11.5
매입채무및기타채무의증가	-5.2	-0.5	4.7	4.9	4.1
기타	0.4	-0.8	-1.5	-1.8	-2.9
기타현금흐름	-0.8	7.4	-0.8	-10.2	-15.1
투자활동 현금흐름	-34.6	-50.1	-3.1	3.7	-13.2
유형자산의 취득	-17.4	-54.8	-20.3	-7.1	-3.0
유형자산의 처분	0.8	0.2	0.3	0.4	0.4
무형자산의 순취득	0.0	-0.1	-0.2	-0.5	-0.7
투자자산의감소(증가)	27.6	-18.9	-9.1	-11.2	-9.2
단기금융자산의감소(증가)	8.9	-7.8	-5.1	-9.1	-31.9
기타	-54.5	31.3	31.3	31.2	31.2
재무활동 현금흐름	-6.8	10.1	-7.7	-6.8	-7.7
차입금의 증가(감소)	0.0	16.0	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	-8.8	-8.8	-10.5	-9.6	-10.5
기타	2.0	2.9	2.8	2.8	2.8
기타현금흐름	-0.1	0.3	-47.9	-26.0	-25.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-12.8	-9.3	1.9	25.0	-1.2
기초현금 및 현금성자산	33.7	20.9	11.6	13.6	38.6
기말현금 및 현금성자산	20.9	11.6	13.6	38.6	37.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	194.3	183.2	189.5	247.2	324.6
현금 및 현금성자산	20.9	11.6	13.6	38.6	37.4
단기금융자산	40.9	48.8	53.8	63.0	94.9
매출채권 및 기타채권	76.9	79.7	64.1	77.2	111.7
채고자산	53.0	41.2	55.3	65.0	76.5
기타유동자산	2.6	1.9	2.7	3.4	4.1
비유동자산	127.5	198.0	247.5	262.5	271.0
투자자산	49.8	68.7	77.8	89.0	98.2
유형자산	59.0	109.5	147.4	148.2	144.8
무형자산	5.3	5.0	4.6	4.5	4.7
기타비유동자산	13.4	14.8	17.7	20.8	23.3
자산총계	321.8	381.2	437.0	509.6	595.5
유동부채	20.9	37.4	44.8	52.5	58.6
매입채무 및 기타채무	13.8	20.2	24.8	29.8	33.8
단기금융부채	4.2	12.7	15.0	17.5	19.6
기타유동부채	2.9	4.5	5.0	5.2	5.2
비유동부채	2.1	13.3	11.3	10.7	10.3
장기금융부채	2.1	12.9	12.9	12.9	12.9
기타비유동부채	0.0	0.4	-1.6	-2.2	-2.6
부채총계	22.9	50.6	56.1	63.2	68.9
자본지분	298.9	330.5	381.0	446.4	526.7
자본금	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
자본잉여금	57.4	57.4	57.4	57.4	57.4
기타자본	-56.8	-56.8	-56.8	-56.8	-56.8
기타포괄손익누계액	7.1	0.1	0.1	0.2	0.4
이익잉여금	281.3	320.0	370.3	435.7	515.8
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	298.9	330.5	381.0	446.4	526.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	79	2,158	3,036	3,840	4,674
BPS	15,120	16,721	19,272	22,584	26,644
CFPS	-33	2,442	2,873	4,243	5,332
DPS	500	600	550	600	700
주가배수(배)					
PER	253.7	7.2	14.8	11.7	9.6
PER(최고)	303.0	15.2	9.1		
PER(최저)	191.9	6.1	5.0		
PBR	1.33	0.93	2.33	1.99	1.69
PBR(최고)	1.59	1.97	1.44		
PBR(최저)	1.01	0.78	0.79		
PSR	2.70	1.28	2.73	2.14	1.82
PCFR	-618.0	6.3	15.6	10.6	8.4
EV/EBITDA	-700.5	6.1	6.9	4.6	3.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	560.1	24.7	16.1	13.9	13.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	2.5	3.9	1.2	1.3	1.6
ROA	0.5	12.1	14.7	16.0	16.7
ROE	0.5	13.6	16.9	18.3	19.0
ROIC	-1.7	16.4	24.1	27.4	30.3
매출채권회전율	2.4	3.1	4.5	5.9	5.2
채고자산회전율	2.6	5.1	6.7	6.9	6.9
부채비율	7.7	15.3	14.7	14.2	13.1
순차입금비율	-18.6	-10.6	-10.4	-15.9	-19.0
이자보상배율, 현금	-399.1	490.4	765.0	989.9	1,150.7
총차입금	6.3	25.5	27.9	30.4	32.4
순차입금	-55.5	-34.9	-39.5	-71.2	-99.9
EBITDA	-0.5	44.2	70.3	98.9	121.2
FCF	15.8	-40.7	46.6	52.6	49.0

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.

투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자이견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
삼성전자 (005930)	2023-11-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-20.87	-19.11	SK하이닉스 (000660)	2023-11-07	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-18.57	-16.19	
	2023-11-29	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-20.64	-19.11		2023-11-29	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-18.77	-16.19	
	2023-12-08	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-18.44	-11.56		2023-12-11	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-10.86	7.44	
	2024-02-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-18.17	-11.56		2024-03-26	Marketperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-4.73	-0.84	
	2024-03-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.29	-14.70		2024-04-26	Marketperform (Maintain)	180,000원	6개월	2.58	12.50	
	2024-05-02	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.38	-14.70		2024-05-29	Marketperform (Maintain)	200,000원	6개월	10.09	20.50	
	2024-05-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.96	-14.70		2024-07-26	Marketperform (Maintain)	200,000원	6개월	7.20	20.50	
	2024-06-27	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-24.18	-20.82		2024-08-06	BUY(Upgrade)	200,000원	6개월	-2.08	20.50	
	2024-07-08	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-29.75	-26.83		2024-09-30	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-15.57	-8.64	
	2024-08-01	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-30.56	-26.83		2024-11-22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-16.47	-15.67	
	2024-08-06	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-34.71	-26.83		2024-11-28	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-8.10	7.38	
	2024-09-12	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-36.11	-33.70		2025-03-27	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-26.39	-20.38	
	2024-09-30	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-32.17	-31.67		2025-04-08	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-29.64	-20.38	
	2024-10-08	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-34.01	-31.67		2025-04-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-27.60	-20.38	
	2024-11-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-34.91	-31.67		2025-05-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-12.79	15.38	
	2024-11-14	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-26.13	-22.27		2025-08-11	Outperform (Downgrade)	300,000원	6개월	7.07	42.67	
	2024-11-28	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-27.01	-22.27		2025-10-16	BUY(Upgrade)	520,000원	6개월	-6.43	2.88	
	2024-12-10	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.73	-23.15		2025-10-28	BUY(Maintain)	650,000원	6개월			
	2025-01-07	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.53	-21.51		한솔케미칼 (014680)	2023-10-30	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-35.96	-30.78
	2025-01-09	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.83	-21.51		2023-11-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-31.12	-20.93	
	2025-02-03	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-24.52	-15.48		2023-12-18	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-27.72	-14.26	
	2025-03-27	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.85	-22.75		2024-04-22	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-27.79	-14.26	
	2025-04-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-29.62	-22.75		2024-05-16	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-33.79	-31.44	
	2025-04-30	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-30.17	-22.75		2024-05-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-32.90	-29.81	
	2025-05-28	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.73	-20.25		2024-07-04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-43.56	-29.81	
	2025-07-04	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.39	-20.25		2024-11-19	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-37.84	-36.76	
	2025-07-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.52	-16.13		2024-11-28	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-36.91	-15.47	
	2025-07-21	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-23.50	-18.43		2025-04-14	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-35.89	-15.47	
2025-08-01	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-22.42	-18.43	2025-06-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-10.78	-2.95			
2025-08-11	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-21.65	-18.43	2025-08-11	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-12.70	1.36			
2025-08-22	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-18.70	-7.22	2025-10-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월					
2025-09-23	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-16.00	-10.10									
2025-10-15	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-18.24	-15.00									
2025-10-28	BUY(Maintain)	140,000원	6개월											

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

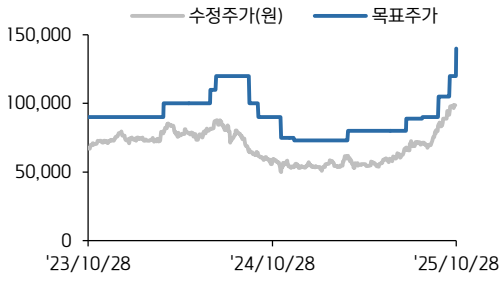
투자이견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자이견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
리노공업 (058470)	2023-11-29	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-3.79	24.17	원익IPS (240810)	2023-11-29	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-24.51	-18.37	
	2024-05-29	Outperform (Downgrade)	60,000원	6개월	-17.68	-8.50		2024-03-15	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-20.13	-2.09	
	2024-07-22	BUY(Upgrade)	60,000원	6개월	-31.97	-8.50		2024-05-29	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-16.07	-6.74	
	2024-12-04	BUY(Maintain)	42,000원	6개월	-5.96	11.19		2024-07-30	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-24.90	-6.74	
	2025-06-04	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-0.32	16.00		2024-12-05	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-28.62	-15.76	
	2025-10-28	BUY(Maintain)	80,000원	6개월				2025-05-28	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	-28.72	-15.76	
솔브레인 (357780)	2023-11-03	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-18.58	-12.66	2025-08-11	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	2.80	36.52		
	2023-11-29	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-16.36	-10.00	2025-10-28	BUY(Maintain)	73,000원	6개월				
	2024-05-13	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-33.05	-9.61	테스 (095610)	2023-11-29	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-24.18	-20.00	
	2024-11-15	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-41.44	-32.26		2024-02-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-17.84	14.42	
	2025-05-12	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-30.42	-21.20		2024-08-27	BUY(Maintain)	26,000원	6개월	-35.21	-11.92	
	2025-07-16	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-15.53	-4.42		2025-02-18	BUY(Maintain)	29,000원	6개월	-21.06	-4.14	
	2025-08-11	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-11.60	1.03		2025-07-21	BUY(Maintain)	33,000원	6개월	5.26	49.85	
	2025-10-28	BUY(Maintain)	350,000원	6개월				2025-10-28	BUY(Maintain)	55,000원	6개월			
티씨케이 (064760)	2023-11-23	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-24.01	-23.54								
	2023-11-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-21.41	-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	1.84	35.36								
2025-10-28	BUY(Maintain)	220,000원	6개월											

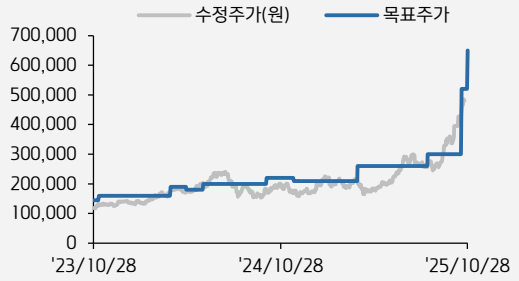
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

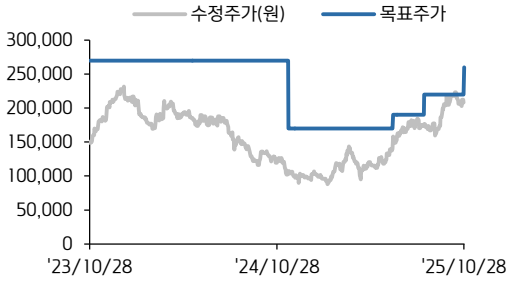
삼성전자 (005930)



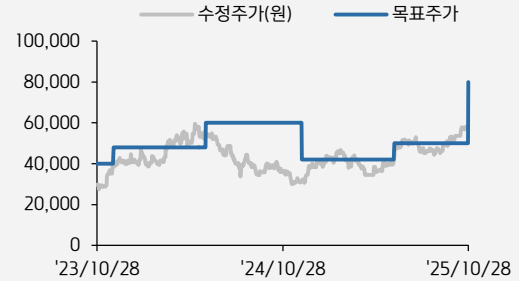
SK하이닉스 (000660)



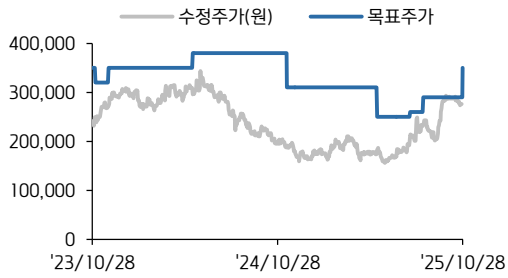
한솔케미칼 (014680)



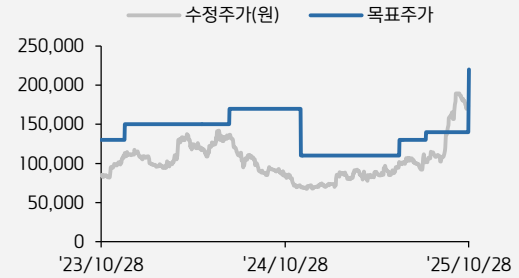
리노공업 (058470)



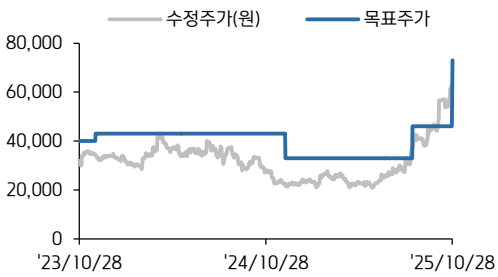
솔브레인 (357780)



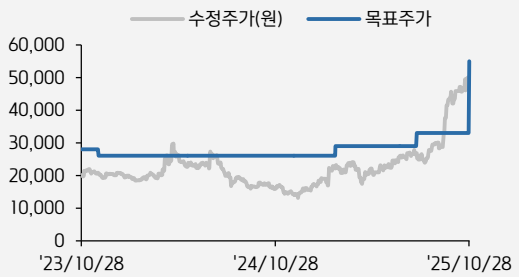
티씨케이 (064760)



원익IPS (240810)



테스 (095610)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%