

2025년 11월 24일 | 키움증권 리서치센터

산업분석 | 반도체 Overweight (Maintain)

DRAM 가격 어디까지 올라가니

반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com



Contents



Investment Summary 2

I. DRAM 산업 전망 3

- > DRAM 수급 전망: 선순환 3
- > DRAM 수요 전망: 서버만 좋은 시장 6
- > DRAM 공급 전망: 증설의 공백기 19

II. 투자 전략 및 Top Picks 24

- > 호실적과 우려의 공존 24

기업분석 26

- > 삼성전자 (005930) 27
- > SK하이닉스 (000660) 34
- > 한솔케미칼 (014680) 39
- > 리노공업 (058470) 43
- > 솔브레인 (357780) 47
- > 티씨케이 (064760) 51

Compliance Notice

- 당사는 11월 21일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- "ASML 홀딩", "Apple" 종목은 11월 17일, "Microsoft" 종목은 11월 10일 "Meta" 종목은 10월 27일에 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 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

>>> DRAM: 공급에 의한 상승 사이클

2026년 DRAM 산업은 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 전망이다. 다만 '공급에 의한 상승 사이클(Supply-driven Short Supply)'이라고 판단하기 때문에, 향후 증설 강도에 따라 사이클의 기간이 좌우될 것이다. 마이크론의 경우 ID1 완공이 예상되는 2027년 상반기까지 클린룸 확보가 어렵기 때문에, 공간이 있는 삼성전자(P4 80~90K)와 SK하이닉스(M15X 60~70K)의 증설 의지에 따라 업황이 변동될 것이다. 따라서 현재의 좋은 업황을 지키기 위해서는 그 어느 때보다 삼성전자와 SK하이닉스의 보수적인 투자 기조가 요구되는 상황이다.

>>> 위험 요인: 메모리 원가 부담

1Q26 예상되는 메모리 가격을 반영하면, PC 내 DRAM 원가 비중은 8%, 스마트폰 내 DRAM 원가 비중은 10%, 서버 내 메모리 원가 비중은 8%로 크게 상승하게 된다. 이 수치들은 PC의 경우 역사적 최대치에 근접한 것이고, 스마트폰은 역사적 최대치를 넘어선 것이며, 서버는 지난 3년간의 평균 대비 1.5배 높아진 수준이다. HBM의 경우에도 AI가속기 내 원가 비중이 20% 수준까지 높아져 있기 때문에, 공급의 증가(또는 메모리 가격의 하락)를 원하는 고객들의 증설 요구가 높아질 수밖에 없다. 또한 역대 최대로 높아진 원가 부담이 PC와 스마트폰용 수요 감소로 이어질 가능성도 열려 있다.

>>> 투자 전략: 호실적과 우려의 공존

반도체 업종의 주가는 1)메모리 현물가격 상승, 2)삼성전자, SK하이닉스의 실적 컨센서스 상향 조정, 3)파운드리 신규 수주 소식 등에 힘입어, 당분간 상승 모멘텀이 이어질 것으로 판단한다. 다만 연말을 지나면 1)메모리 가격 급등에 따른 수요 둔화 우려가 높아지고, 2)높아져 있는 AI 수요 전망치에 대한 검증 과정을 거쳐야 하며, 3)완공 예정인 DRAM의 신규 공장들이 공급 증가 우려를 자극하기 시작할 것으로 판단한다. 따라서 현 시점부터는 실적 모멘텀이 강하거나, 밸류에이션 매력이 높은 종목들로 선별해 나아가는 전략이 바람직하다.

Top Picks로 삼성전자, SK하이닉스, 한솔케미칼, 리노공업, 넥스틴, 관심종목으로 티씨케이, 솔브레인, 두산테스나를 각각 제시한다.

I. DRAM 산업 전망

>>> DRAM 수급 전망: 선순환

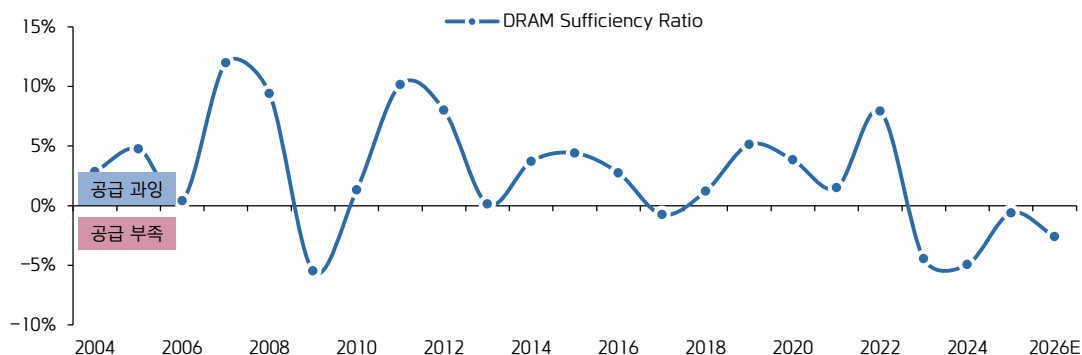
1) DRAM 현물가격과 고정가격의 선순환 고리

3Q25부터 공급 부족에 진입할 것으로 예상됐던 DRAM 산업은 3Q25 후반에 접어들면서, 당사 예상치를 넘어서는 가격 상승률을 기록하기 시작했다. 현재(4Q25) DRAM의 수요가 공급을 초과하는 비율은 1.2% 수준으로 과거의 상승 사이클 대비 높지 않음에도 불구하고, 1)HBM이라는 고부가 가치 제품이 보여주고 있는 높은 수익성, 2)AI 서버용 LPDDR5(X) 제품의 수요 강세, 2)후순위로 밀려난 모듈 고객들의 다급한 심리 상황 등이 맞물리며 DRAM 현물 가격의 급상승을 일으키고 있다. HBM의 높은 수익성이 범용 DRAM에 대한 공급 업체들의 심리적 기준선이 되기 시작했고, AI 서버용 DRAM의 수요 강세는 PC 시장으로의 DDR5 공급 축소를 야기시켰으며, 이는 또 모듈 고객들에게 갈 수 있는 공급량의 축소로 이어져, "범용 DRAM의 현물가격 급등 → 고정가격 급등"이라는 강한 선순환 사이클을 만들어 내고 있다.

현재 DDR5 16Gb 단품의 현물가격은 \$25.0로 당사의 고정거래 가격 예상치인 \$10보다 +150% 높게 거래되고 있으며, 모듈 제품인 DDR5 64GB RDIMM의 현물가격 또한 \$662을 기록하며, 당사의 고정가격 예상치인 \$400보다 +65% 높게 거래되고 있다. 일부 고객들의 경우 2026년에 대한 장기 공급 계약을 원하고 있지만, 현물가격이 급등하는 구간에서는 장기 가격에 대한 협상이 진행되기에는 부담이 존재한다.

2026년 DRAM 산업의 공급과잉률은 -3%로, 즉 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 것으로 전망한다. DRAM의 수요는 1)ASIC향 HBM 수요 성장과 2)AI 서버용 DRAM 수요 성장 등에 힘입어 +18%YoY 증가할 것으로 예상되지만, 공급은 1)업체들의 공간 제약과 2)HBM4 공정 전환 등으로 인해 +16%YoY 증가하는데 그칠 것이다. 삼성전자의 평택4 공장(80~90K/월)과 SK하이닉스의 M15X 공장(60~70K/월)의 클린룸 공간이 제한되어 있고, 마이크론 역시 ID1 공장의 완공이 예상되는 2027년 상반기 전까지 클린룸 공간 확보가 어려운 상황이다. 따라서 범용 DRAM은 2026년 연중 tight한 수급 상황이 지속될 것으로 판단한다.

DRAM Supply and Demand Analysis

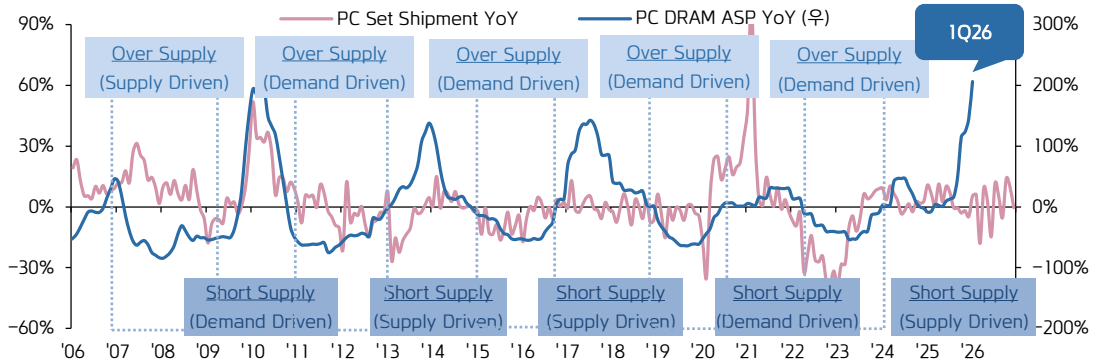


자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

2) DRAM 사이클 분석: Supply-Driven Short-Supply

당사는 현재의 DRAM 업황을 '공급자 주도의 공급 부족 사이클(Supply-driven Short Supply)'이라고 판단한다. 따라서 2026년은 삼성전자와 SK하이닉스의 증설 의지에 따라 상승 사이클의 기간이 크게 좌우될 것이다. 현재는 DRAM 3사 모두 보수적인 투자 기조를 유지하고 있지만, 클린룸 공간을 보유한 삼성전자와 SK하이닉스가 시장 점유율 확대에 대한 과욕을 다시 드러낸다면, DRAM 산업은 시차를 두고 공급 과잉에 재진입할 수 있다. HBM을 제외한 수요 증가율이 과거보다 낮아진 만큼, 2026년은 공급 증가율에 크게 민감한 상승 사이클이 될 것이다. 따라서 현재의 좋은 업황을 지키기 위해서는 그 어느 때보다 삼성전자와 SK하이닉스의 보수적인 투자 기조가 요구되는 상황이다.

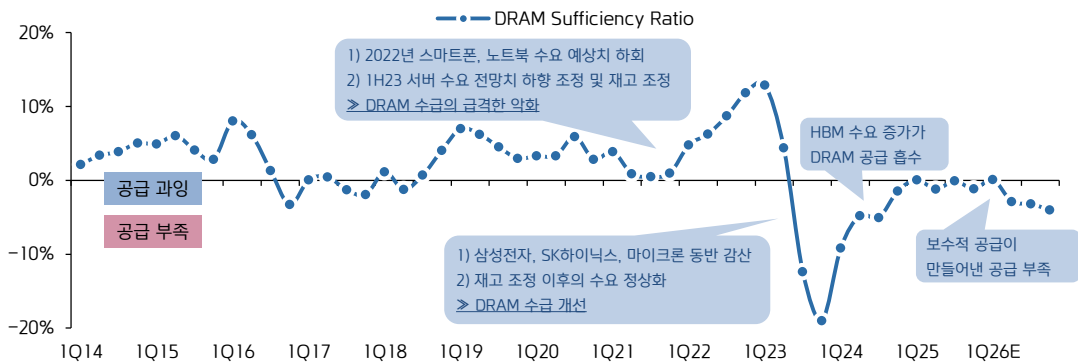
DRAM 사이클 분석: supply driven-short supply 진입



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

분기별 수급 상황은 2Q26부터 -3% 수준의 공급과잉률을 기록한 뒤 연말까지 매분기 -3~-4% 수준의 공급과잉률이 이어질 것으로 전망한다. 삼성전자의 P4 50K/월과 SK하이닉스의 40K/월의 wafer input capacity의 증가를 예상하고 있다. 당사 전망에 있어서의 주된 위험 요인은 1)HBM의 수요가 예상치를 하회할 경우 범용 DRAM의 공급이 증가하며 수급 여건이 악화될 수 있다는 점과 2)급등한 메모리 가격이 PC와 스마트폰 고객들의 수요 감소로 이어질 수 있다는 점이며, 이를 염두에 두고 2026년 업황을 바라보며 지속적인 검증을 해 나갈 것이다.

DRAM Quarterly Supply and Demand Chart



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

DRAM Supply and Demand Analysis (단위: 백만Gb, 백만장/월)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Oversupply Ratio	0.0%	-1.2%	-0.1%	-1.2%	0.1%	-2.9%	-3.2%	-4.0%	-4.9%	-0.6%	-2.6%
DRAM Supply	68,141	72,083	76,822	76,904	79,005	82,395	88,462	90,308	234,950	293,950	340,170
Wafer Input Capa.	1.80	1.86	1.93	1.94	1.98	2.02	2.06	2.08	1.63	1.88	2.03
DRAM Demand	68,108	72,952	76,892	77,814	78,943	84,831	91,363	94,104	247,168	295,767	349,241
DRAM Supply	68,141	72,083	76,822	76,904	79,005	82,395	88,462	90,308	234,950	293,950	340,170
DRAM Shipment	70,180	82,157	91,183	88,639	88,722	95,962	101,784	101,156	270,080	332,159	387,624
Samsung	24,185	26,785	30,669	31,282	30,031	33,935	35,631	34,562	104,739	112,920	134,159
SK Hynix	19,020	23,585	25,361	25,868	25,092	27,100	28,997	28,417	76,131	93,835	109,605
Micron Group	20,666	24,799	27,527	23,948	26,343	26,870	28,751	29,613	69,513	96,939	111,577
CXMT	4,701	4,795	5,035	5,085	4,932	5,574	5,852	5,969	13,118	19,615	22,328
Nanya	797	1,339	1,674	1,540	1,509	1,584	1,600	1,648	3,591	5,349	6,342
Powerchip	533	549	604	610	549	621	652	639	1,940	2,297	2,460
DRAM Demand	68,108	72,952	76,892	77,814	78,943	84,831	91,363	94,104	247,168	295,767	349,241
Server	25,315	27,037	29,118	29,130	31,366	33,932	35,694	35,234	88,702	110,601	136,227
Desktop PC	1,340	1,614	1,628	1,615	1,500	1,699	1,849	1,873	5,507	6,196	6,922
Note PC	4,444	4,994	5,276	4,820	4,688	5,457	6,027	5,784	16,612	19,534	21,956
Mobile Phone	17,933	17,744	18,737	20,193	19,246	19,507	21,249	22,726	68,360	74,607	82,728
Tablet PC	968	1,010	1,078	1,145	1,017	1,113	1,202	1,290	3,731	4,201	4,622
LCD/OLED TV	2,089	2,175	2,422	2,419	1,907	2,131	2,253	2,400	9,446	9,106	8,692
Memory Module	686	826	833	827	768	870	947	959	2,820	3,172	3,544
Graphic Card	6,961	7,622	7,774	7,459	7,918	8,978	10,107	10,588	18,031	29,816	37,590
B/G(%QoQ/%YoY)											
DRAM Supply	2%	6%	7%	0%	3%	4%	7%	2%	17%	25%	16%
DRAM Shipment	2%	17%	11%	-3%	0%	8%	6%	-1%	21%	23%	17%
Samsung	1%	11%	15%	2%	-4%	13%	5%	-3%	14%	8%	19%
SK Hynix	-8%	24%	8%	2%	-3%	8%	7%	-2%	17%	23%	17%
Micron Group	11%	20%	11%	-13%	10%	2%	7%	3%	24%	39%	15%
CXMT	7%	2%	5%	1%	-3%	13%	5%	2%	146%	50%	14%
Nanya	9%	68%	25%	-8%	-2%	5%	1%	3%	4%	49%	19%
Powerchip	-1%	3%	10%	1%	-10%	13%	5%	-2%	42%	18%	7%
DRAM Demand	1%	7%	5%	1%	1%	7%	8%	3%	18%	20%	18%
Server	10%	7%	8%	0%	8%	8%	5%	-1%	18%	25%	23%
Desktop PC	-11%	20%	1%	-1%	-7%	13%	9%	1%	7%	13%	12%
Note PC	-1%	12%	6%	-9%	-3%	16%	10%	-4%	19%	18%	12%
Mobile Phone	-4%	-1%	6%	8%	-5%	1%	9%	7%	19%	9%	11%
Tablet PC	-9%	4%	7%	6%	-11%	9%	8%	7%	18%	13%	10%
LCD/OLED TV	-22%	4%	11%	0%	-21%	12%	6%	6%	0%	-4%	-5%
Memory Module	-11%	20%	1%	-1%	-7%	13%	9%	1%	7%	13%	12%
Graphic Card	15%	10%	2%	-4%	6%	13%	13%	5%	66%	65%	26%

자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

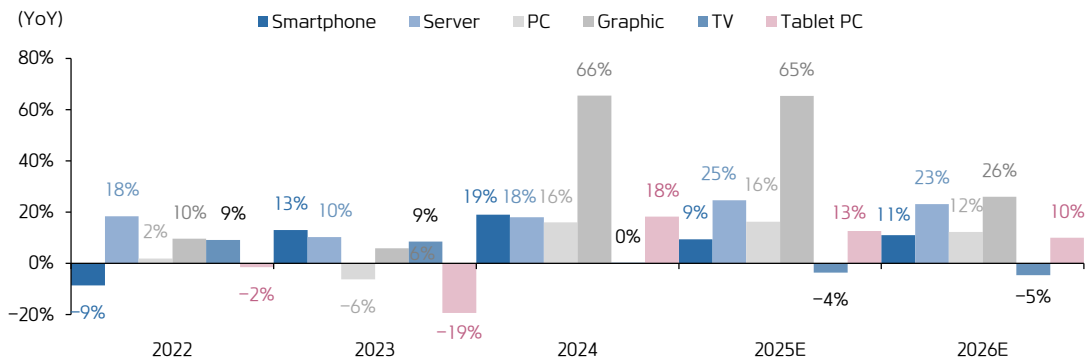
>>> DRAM 수요 전망: 서버만 좋은 시장

1) DRAM 2026년 수요 Bit Growth +18%YoY

2026년 DRAM의 총 수요는 437억GB(+18%YoY)로 성장할 전망이다. Application별 수요 증가율은 서버 +23%YoY(HBM +52%YoY), 스마트폰 +11%YoY, PC +12%YoY, 테블릿 +10%YoY, Graphic +26%YoY로 각각 예상된다.

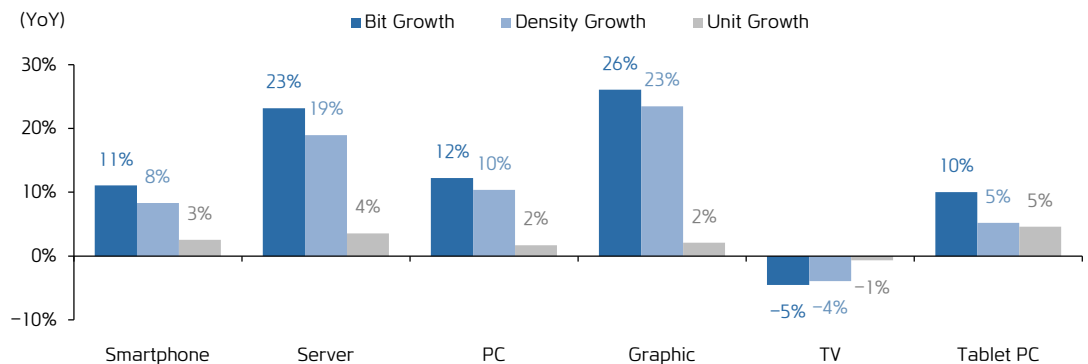
서버 DRAM과 HBM이 산업의 총 수요 성장을 이끌 전망이며, PC와 스마트폰용 DRAM 수요는 평균 탑재량 증가율 둔화 영향으로 인해 +11~12%YoY 증가하는데 그칠 전망이다. Mobile DRAM 수요의 대부분을 차지하고 있는 스마트폰은 2026년 +3%YoY의 unit 증가율과 +8%YoY의 탑재량(contents/unit) 증가율을 보일 것으로 예상되는데, DRAM 가격 급등이 탑재량 감소로 이어질 수 있다는 점을 위험 요인으로 염두에 둘 필요가 있다. 서버는 +4%YoY의 unit 증가율과 +19%YoY의 탑재량 증가를 보일 것으로 예상하지만, AI Inference 시장 확대에 따른 고객들의 인프라 투자가 이어질 경우 당사의 예상치를 상회할 가능성도 있다.

DRAM Demand Bit Growth: 2026년 수요는 서버와 그래픽 DRAM이 주도



자료: 키움증권 리서치센터

2026년 DRAM 수요 전망: 서버 및 그래픽 DRAM 탑재량 증가



자료: 키움증권 리서치센터

DRAM Demand Analysis (단위: 백만Gb, 백만개)

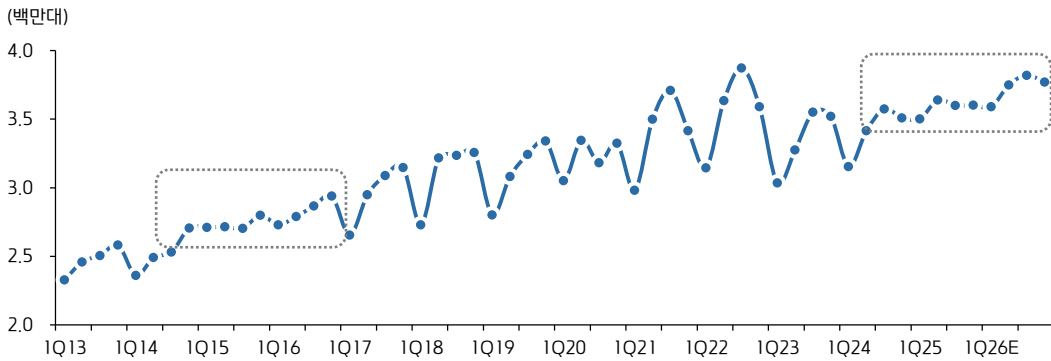
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM Demand [백만 GB]	8,514	9,119	9,611	9,727	9,868	10,604	11,420	11,763	30,896	36,971	43,655
Server	3,164	3,380	3,640	3,641	3,921	4,242	4,462	4,404	11,088	13,825	17,028
Desktop PC	167	202	203	202	188	212	231	234	688	775	865
Note PC	556	624	659	603	586	682	753	723	2,077	2,442	2,744
Mobile Phone	2,242	2,218	2,342	2,524	2,406	2,438	2,656	2,841	8,545	9,326	10,341
Tablet PC	121	126	135	143	127	139	150	161	466	525	578
LCD/OLED TV	261	272	303	302	238	266	282	300	1,181	1,138	1,086
Graphic Card	870	953	972	932	990	1,122	1,263	1,323	2,254	3,727	4,699
%YoY	20%	22%	21%	15%	16%	16%	19%	21%	18%	20%	18%
Server	23%	22%	26%	27%	24%	26%	23%	21%	18%	25%	23%
Desktop PC	8%	23%	12%	8%	12%	5%	14%	16%	7%	13%	12%
Note PC	28%	24%	15%	7%	5%	9%	14%	20%	19%	18%	12%
Mobile Phone	10%	11%	8%	8%	7%	10%	13%	13%	19%	9%	11%
Tablet PC	14%	19%	11%	8%	5%	10%	12%	13%	18%	13%	10%
LCD/OLED TV	5%	-3%	-3%	-10%	-9%	-2%	-7%	-1%	0%	-4%	-5%
Graphic Card	112%	99%	60%	23%	14%	18%	30%	42%	66%	65%	26%
DRAM GB/System [GB]											
Server	682	695	747	744	821	848	874	867	597	717	853
Desktop PC	12.4	12.8	13.3	13.8	13.6	14.1	14.6	15.1	11.7	13.1	14.4
Note PC	13.4	13.7	14.1	14.3	14.8	15.1	15.5	15.8	12.2	13.9	15.3
Mobile Phone	6.5	6.6	6.8	7.1	7.1	7.3	7.5	7.7	6.1	6.8	7.4
Tablet PC	3.4	3.4	3.4	3.6	3.5	3.5	3.6	3.8	3.3	3.4	3.6
LCD/OLED TV	5.9	5.9	6.0	6.1	5.7	5.7	5.8	5.8	6.1	6.0	5.8
Graphic	13.6	14.6	12.7	12.0	13.8	16.5	16.9	17.5	8.3	13.1	16.2
%YoY											
Server	14%	17%	26%	24%	20%	22%	17%	17%	16%	20%	19%
Desktop PC	12%	12%	12%	12%	10%	10%	10%	10%	12%	12%	10%
Note PC	18%	15%	12%	10%	10%	10%	10%	10%	13%	13%	10%
Mobile Phone	11%	10%	10%	10%	9%	10%	9%	9%	15%	10%	9%
Tablet PC	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
LCD/OLED TV	-1%	-2%	-2%	-3%	-3%	-4%	-4%	-5%	0%	-2%	-4%
Graphic	119%	83%	40%	24%	2%	13%	34%	46%	69%	58%	23%
Set Demand [백만개]											
Server	4.8	5.0	5.0	5.0	4.9	5.1	5.2	5.2	19.0	19.7	20.4
Desktop PC	14	16	16	15	14	15	16	16	60	61	62
Note PC	43	47	48	43	41	46	50	47	174	180	183
Mobile Phone	351	342	351	366	345	343	364	377	1,425	1,409	1,429
Tablet PC	37	38	40	41	37	40	43	44	146	156	163
LCD/OLED TV	46	47	52	51	43	48	50	53	198	195	193
Graphic	66	67	78	80	73	70	76	78	278	291	297
%YoY											
Server	8%	5%	0%	2%	3%	3%	5%	4%	2%	4%	4%
Desktop PC	-3%	10%	0%	-4%	2%	-4%	3%	5%	-4%	1%	1%
Note PC	8%	7%	2%	-3%	-4%	-1%	4%	9%	6%	4%	2%
Mobile Phone	-1%	1%	-2%	-2%	-2%	0%	4%	3%	3%	-1%	1%
Tablet PC	9%	13%	5%	3%	0%	5%	6%	7%	13%	7%	5%
LCD/OLED TV	6%	-2%	-1%	-8%	-6%	2%	-3%	4%	0%	-2%	-1%
Graphic	-3%	9%	14%	0%	11%	4%	-3%	-2%	-2%	4%	2%

자료: DRAMeXchange, 키움증권 리서치센터

2) 서버 DRAM 수요 전망: 낮아진 계절성

2026년 전체 시장 수요 성장률을 상회할 것으로 예상되는 서버 DRAM은 계절적 비수기가 없는 성장 흐름을 이어갈 전망이다. 서버 DRAM의 전방 시장인 서버 하드웨어는 지난 3Q22 역대 최대 판매량을 기록한 후 크게 감소한 뒤, 1Q24를 저점으로 꾸준한 회복세를 보이고 있다. 서버 수요 내 미국의 비중은 2022년 73%, 2024년 74%, 2026년 79%로 증가세가 지속되고, 중국의 수요 비중은 2022년 27%, 2024년 24%, 2026년 21%로 감소세가 지속될 것으로 예상된다. 중국 서버 시장의 경우 2Q25 pull-in 수요가 강하게 발생한 후 하향세를 보이고 있다. CSPs의 AI 서버 투자 확대 흐름이 있기는 하지만, 통신사들의 서버 투자 감소와 엔터프라이즈 고객들의 보수적 투자로 인해 전체 시장은 여전히 침체기를 벗어나지 못하고 있어, 중국 서버 시장에 대한 보수적인 전망을 유지한다.

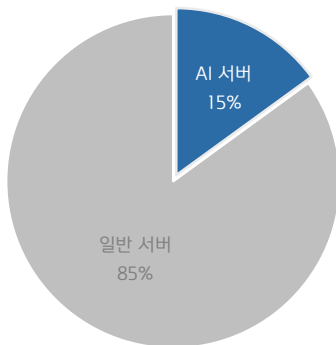
서버 출하량 추이 및 전망: 호황으로 인해 낮아진 수요의 계절성



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

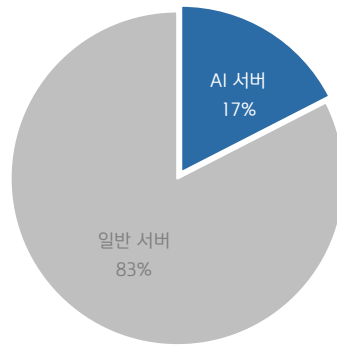
전세계 AI서버 시장의 판매량은 2026년 총 261만대(+22%YoY)를 기록하며 성장세를 지속할 것으로 예상된다. 서버 판매량 내 AI서버의 비중도 2023년 9%, 2024년 13%, 2025년 15%, 2026년 17%로 꾸준히 증가할 것으로 예상된다.

2025년 AI 서버 시장 점유율



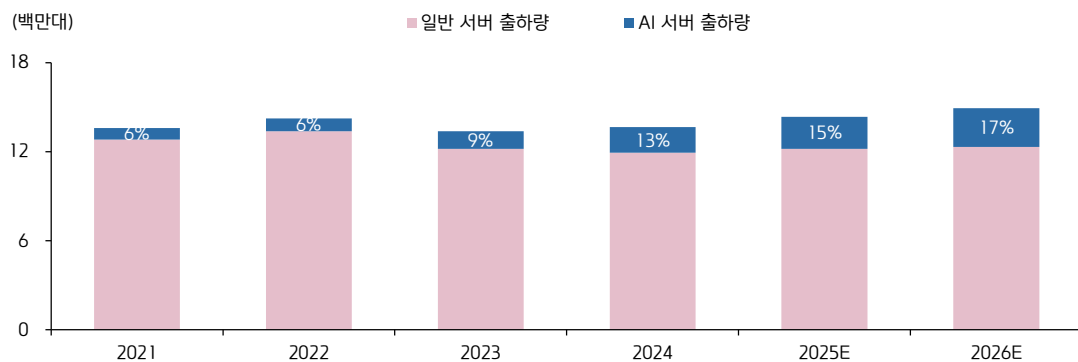
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

2026년 AI 서버 시장 점유율



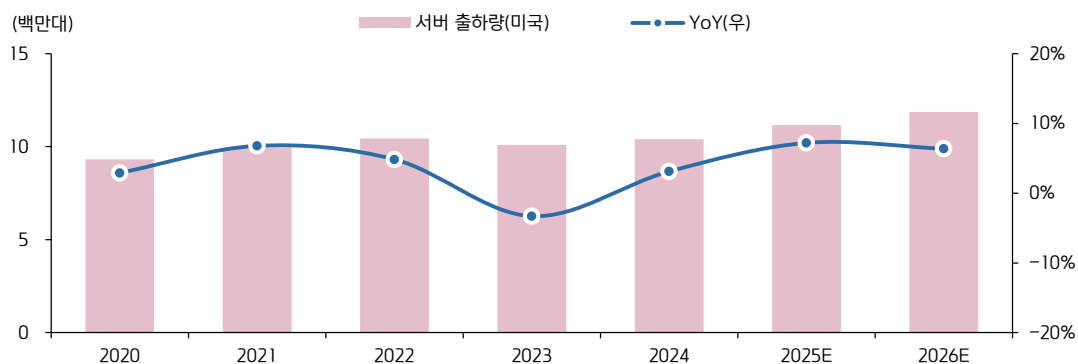
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

서버 출하량 추이 및 전망: AI 서버 비중 확대 흐름 지속



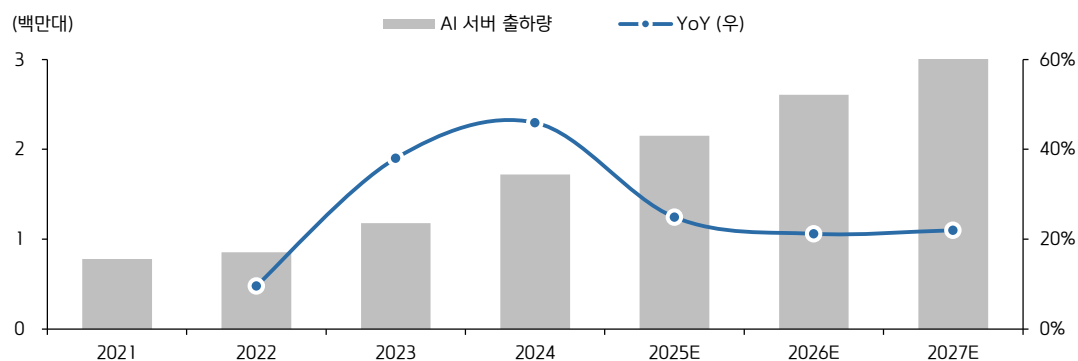
자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

미국 서버 출하량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

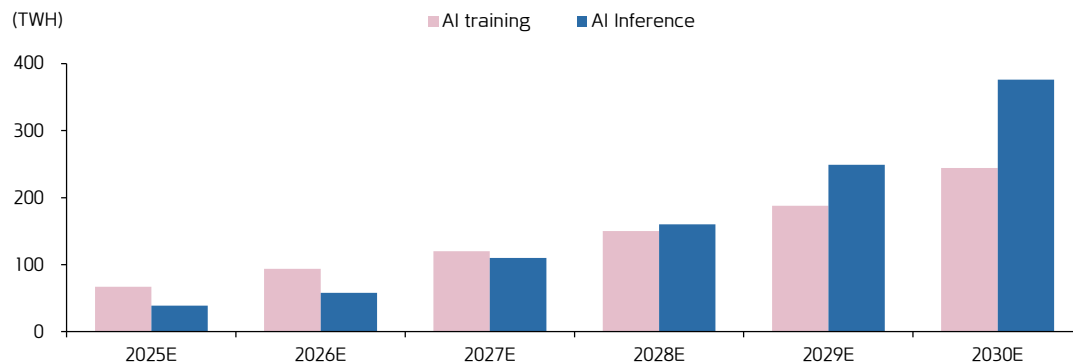
AI 서버 출하량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

AI 가속기 시장도 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.

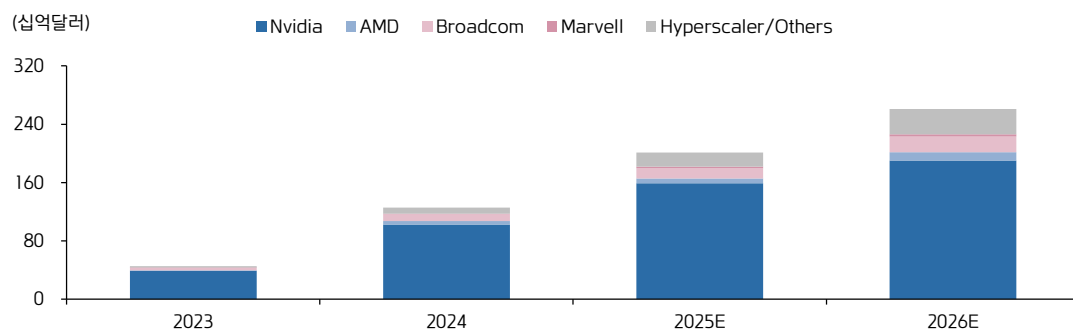
AI 전력 소비: AI inference 성장 가속화, 2028년 AI training 시장 넘어설 전망



자료: Schneider Electric, 키움증권 리서치센터

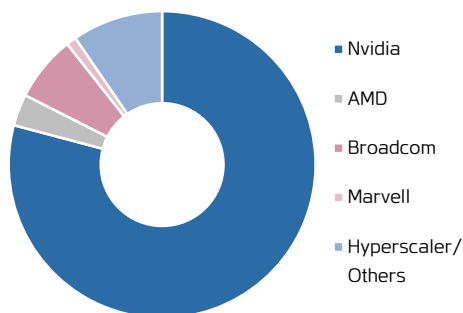
Inference 시장 확대에 ASIC 부문의 시장 점유율이 크게 증가할 것으로 예상되는 반면, training에서 독보적 지위를 유지했던 NVIDIA의 시장 점유율은 2025년 80%에서 2026년 73%로 하락할 것으로 예상된다. 이에 따라 2026년 hyperscaler(Broadcom, Marvell 매출액 포함)의 자체 가속기 시장 규모는 +69%YoY 급등하지만, NVIDIA의 매출 성장률은 +19%YoY에 그쳐 양 진영간의 성장률 격차가 눈에 띄게 확대될 전망이다. 그러나 2027년에는 GPU와 ASIC 진영 간에 치열한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

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



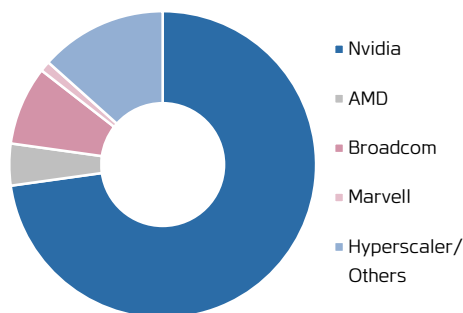
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

2025년 AI 가속기 시장 점유율



자료: 업계, 키움증권 리서치센터

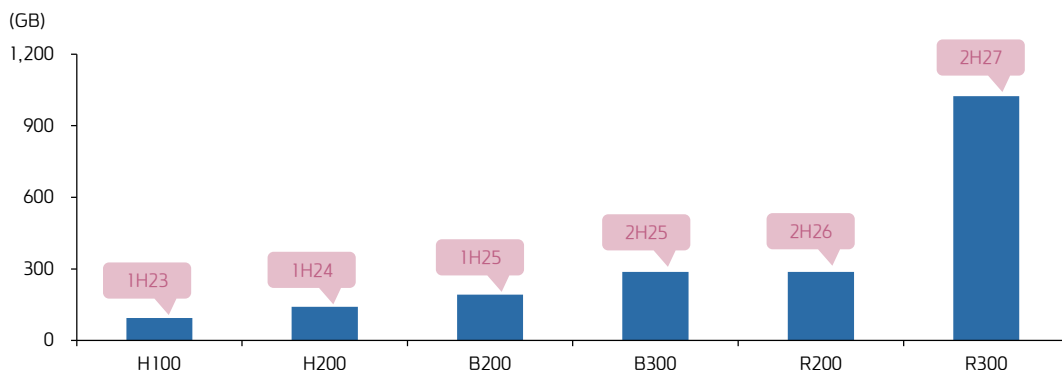
2026년 AI 가속기 시장 점유율



자료: 업계, 키움증권 리서치센터

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 향상시킬 전망이다. 2026년에 출시되는 R200은 B300과 같은 288GB가 탑재되겠지만, 2027년 하반기 예정된 R300에서는 HBM의 탑재량이 3.7배 급증할 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

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

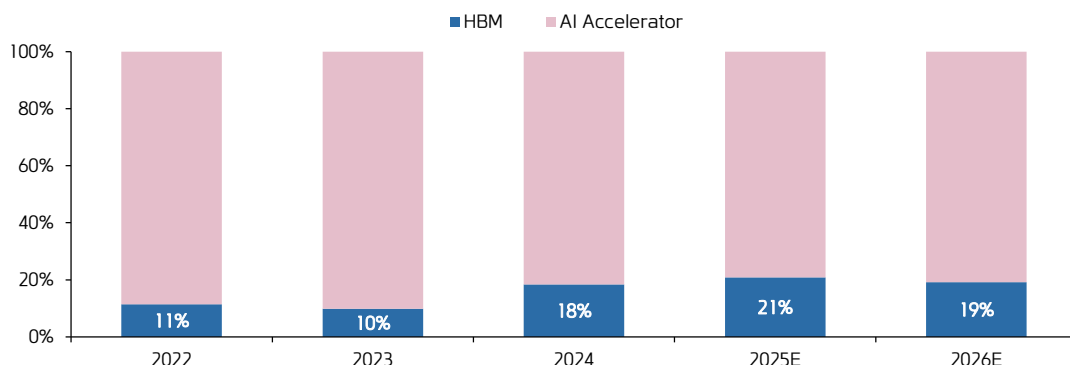
	Chip	Foundry	HBM	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
Microsoft	Maia100	5nm	HBM3	64GB	HBM3			
	Maia 200	3nm	HBM4	288GB		HBM4		
	Maia 300	2nm	HBM4e?	TBD			HBM4e?	
	Maia 400	2nm	HBM5?	TBD				HBM5?
Google	TPU v6e	4nm	HBM3e	32GB	HBM3e			
	TPU V6p	3nm	HBM3e	192GB	HBM3e			
	TPU V7p	3nm	HBM3e	144GB		HBM3e		
	TPU v7e	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

위험 요인: HBM3e 12단 제품의 가격을 -30% 인하하는데 성공한 NVIDIA의 남은 과제는 2027년 R300 출시를 위한 원가율 개선에 있을 것이다. 2026년 가속기 내 HBM의 원가비중 예상치는 19%이며, 2027년에 수익성 훼손을 방지하기 위해서는 가속기의 판매 가격을 2.5~3배 수준 인상시켜야만 할 것이다. 그러나 2027년은 앞서 얘기한 하이퍼스케일러 고객들의 2nm ASIC chip이 출시되는 시기이기 때문에 R300의 충분한 가격 인상이 가능할지에 대해 확신하기 어렵다. 서버 DRAM과 eSSD의 경우에도 최근의 가격 급등으로 인해 가속기 내의 원가 비중이 8~9%로 크게 증가할 것으로 예상되고 있어, 메모리-NVIDIA-하이퍼스케일러 업체들 사이의 팽팽한 힘겨루기가 자칫 AI 설비 투자의 지연으로 이어질 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

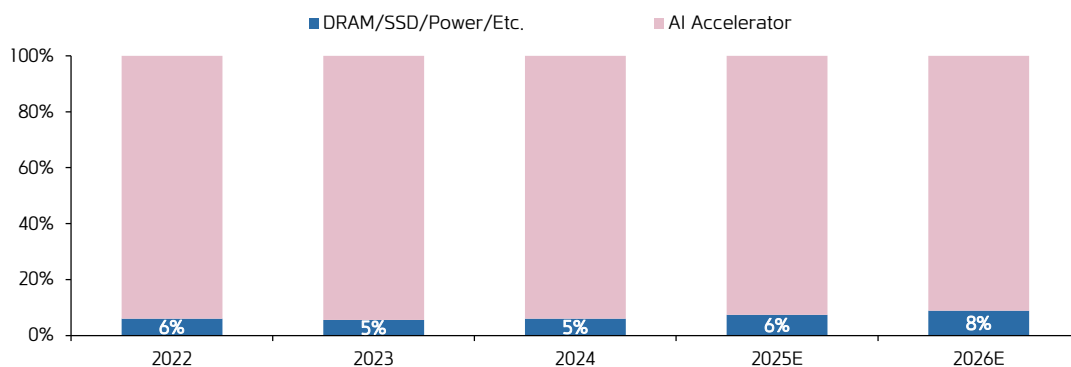
최근 들어 주요 하이퍼스케일러들은 2028년의 수요를 강하게 어필하고 있는데, 어쩌면 그 이면에는 “증설을 통해 메모리 가격을 하락시키려는” 숨은 의도가 있을 수도 있다.

AI 가속기 내 HBM 원가 비중 추이 및 전망: 2027년은 어떻게 될까?



자료: 업계, 키움증권 리서치센터

AI 가속기 내 메모리(DRAM, eSSD) 원가 비중 추이 및 전망



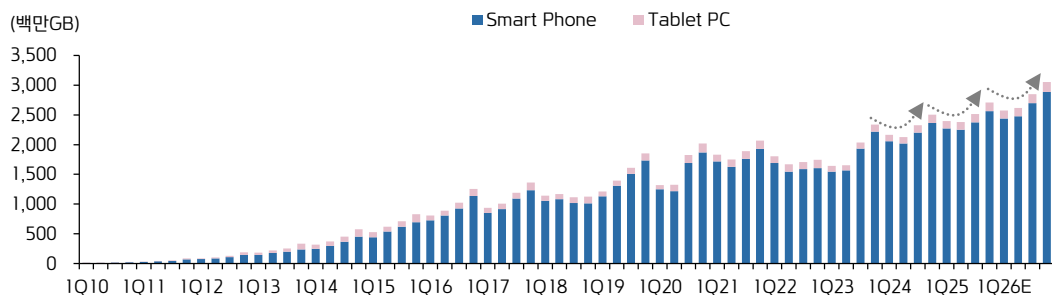
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

3) 모바일 DRAM 수요 전망: 저성장 속에서, 뚜렷한 계절성

수요의 저성장세가 이어지고 있는 모바일 DRAM은 계절적 성수기와 비수기의 특성이 뚜렷하게 나타나고 있다. 실제 모바일 DRAM의 수요 성장률은 2020년 이후 평균 +10%YoY를 기록하며, 공급 증가율을 하회하는 저성장 기조를 보이고 있다. 또한 코로나19 이후 업황이 크게 악화됐던 2022년을 제외하면, 연말·연초의 비수기를 지나 2분기부터 4분기까지 수요의 계절적 성장이 매년 발생해 왔다. 스마트폰의 판매량이 제한된 상황에서 제조 업체들의 DRAM 재고 및 구매 관리가 뚜렷한 계절성을 띄기 시작했기 때문이라고 판단하는데, 2026년 역시 이러한 계절성이 나타날 것으로 예상된다.

산업의 수급 관점에서는 모바일 DRAM의 낮은 수요 성장률이 그리 나쁜 것만은 아니다. 연 평균 10%의 수요 성장률은 1bnm 및 1cnm 공정의 전환 효율보다도 낮은 수준이기 때문에, 공급 업체 입장에서는 신규 장비의 증설 없이 기존 capacity에 대한 공정 전환만으로도 고객들이 요구하는 수요량에 충분히 대응할 수 있다. 이는 모바일 DRAM의 수급을 안정적으로 관리할 수 있음을 의미한다.

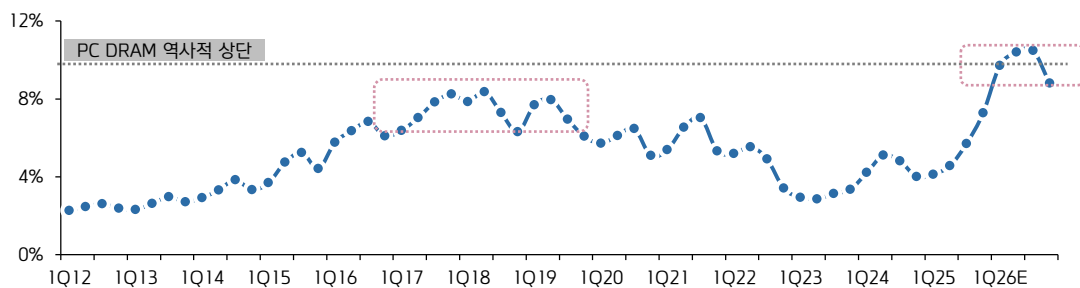
스마트폰용 DRAM 수요 전망: 뚜렷한 계절성



자료: Trendforce, Counterpoint, 키움증권 리서치센터

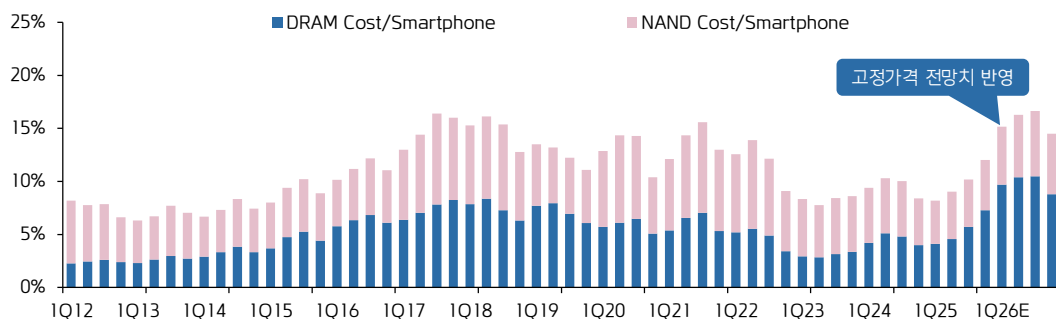
위험 요인: 다만 모바일 DRAM의 가격 급등으로 인해 스마트폰 내 DRAM의 원가 비중이 급등한 점은 부담스럽다. 과거 사례를 보면, 안드로이드 진영 간의 하드웨어 과잉 경쟁이 치열하게 진행됐던 2013년~2017년까지 스마트폰 내 DRAM 원가 비중은 2%에서 9%까지 급등했었다. 이로 인해 스마트폰 업체들은 수익성 개선을 위해 DRAM의 탑재량 계획을 수정했고, 그 결과 2018년에는 분기 평균 -4%, 4Q18 -17%YoY의 평균 탑재량 감소가 나타났었다. 따라서 최근 발생한 모바일 DRAM의 급격한 가격 상승이 2026년 스마트폰 내 탑재량 전망치 하향 조정으로 이어질 수 있을 것이다.

스마트폰 내 DRAM 원가 비중: 역대 최대치로 치솟은 원가 비중



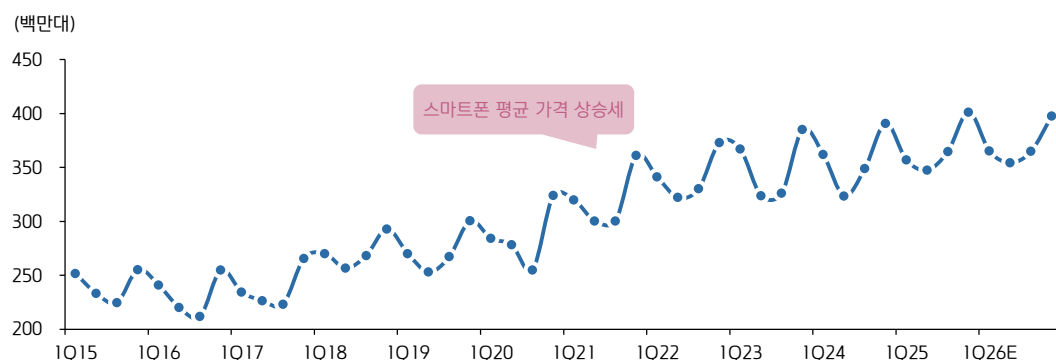
자료: Trendforce, Counterpoint, 키움증권 리서치센터

스마트폰 내 메모리 원가 비중: 역대 최대치로 치솟은 원가 비중



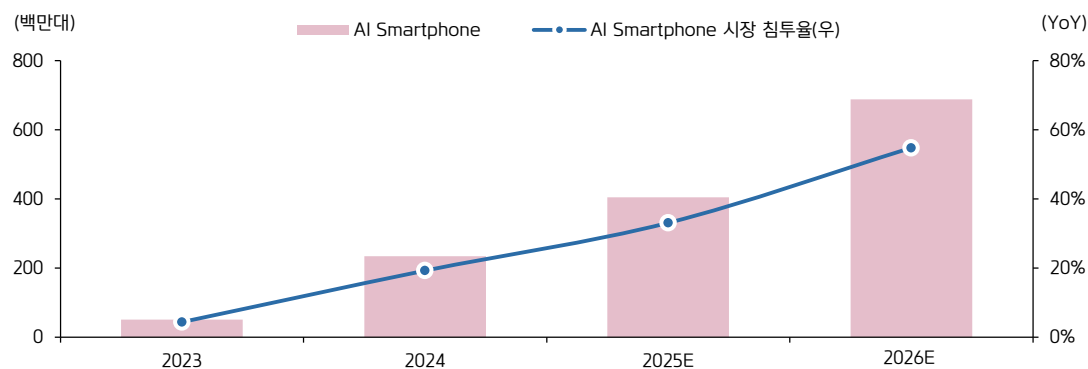
자료: Trendforce, Counterpoint, 키움증권 리서치센터

스마트폰의 시장 평균 가격 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 키움증권 리서치센터

AI 스마트폰의 시장 침투율 전망

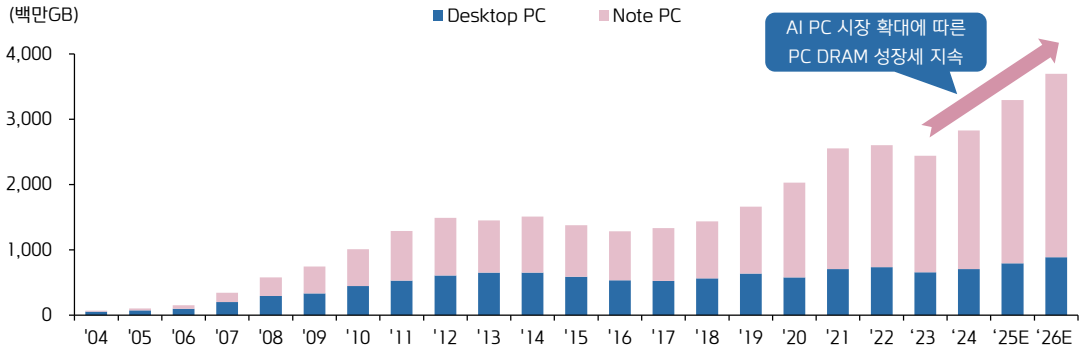


자료: 업계, 키움증권 리서치센터

4) PC DRAM 수요 전망: 저성장세 지속

PC DRAM의 수요는 2026년에도 +12%YoY 증가하는데 그치며, 모바일 DRAM과 같은 저성장세가 이어질 것으로 전망된다. 2026년 PC의 세트 판매량은 소비 수요 둔화의 영향으로 인해 +2%YoY 성장하는데 그치지만, PC 내 DRAM의 평균 탑재량이 +10%YoY 증가하며 전체 수요 성장을 이끌 것이라는 판단이다. 다만 2026년을 지나면 AI PC의 시장 침투율이 과반수를 넘어서며, PC DRAM의 평균 탑재량 증가율이 점차 둔화될 것이다.

PC DRAM 수요 전망: AI PC 시장 확대에 따른 성장세 이어지는 중

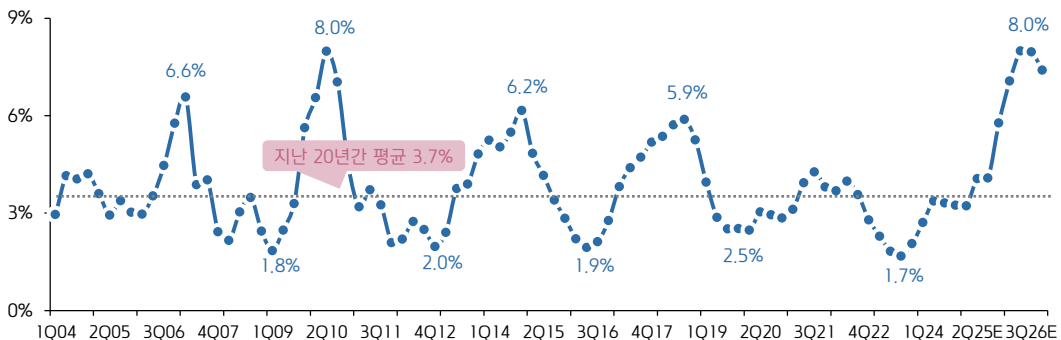


자료: Trendforce, 카움증권 리서치센터

위험 요인: PC DRAM의 가격 급등으로 인해, PC 내 DRAM의 원가 비중이 급등한 것이 부담이다. PC DRAM의 가격은 과거 2009년 1분기부터 2010년 2분기까지 +217% 급등했는데, 이후 2011년 1분기까지 3개 분기 동안 급등 이전 수준으로 급락했었다. 이 시기에는 DRAM 공급 업체들의 경쟁적인 증설이 있었다. 그 다음 호황은 1Q13부터 1Q14까지 나타났으며, 해당 시기 PC DRAM 가격은 +129% 급등한 후, 1Q15부터 6분기 동안 -64% 급락했다. 가격 급락의 주요 원인은 과도한 원가 부담으로 인한 PC DRAM의 탑재량 감소 및 PC의 수요 부진 때문이었다.

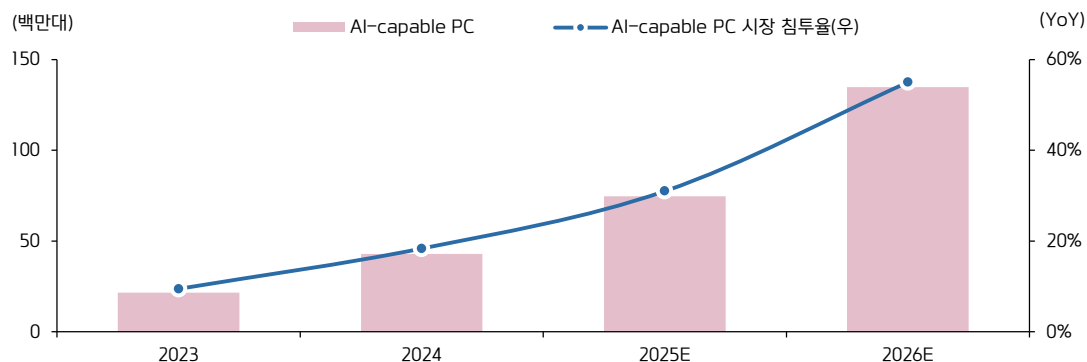
현재 PC DRAM의 고정가격은 1Q25를 저점으로 2Q26까지 +110~130% 상승할 것으로 예상되는데, 이를 반영한 PC 내 DRAM의 원가 비중은 8~9%로 역대 최대치가 된다. 따라서 과거와 같이, 공급 업체들의 과잉 투자 가능성 및 PC의 수요 둔화가 나타날 경우 업황의 다운 턴은 우리의 예상보다 빠르게 나타날 수 있다.

노트북 내 DRAM 원가 비중: 역대 최대치로 치솟는 중



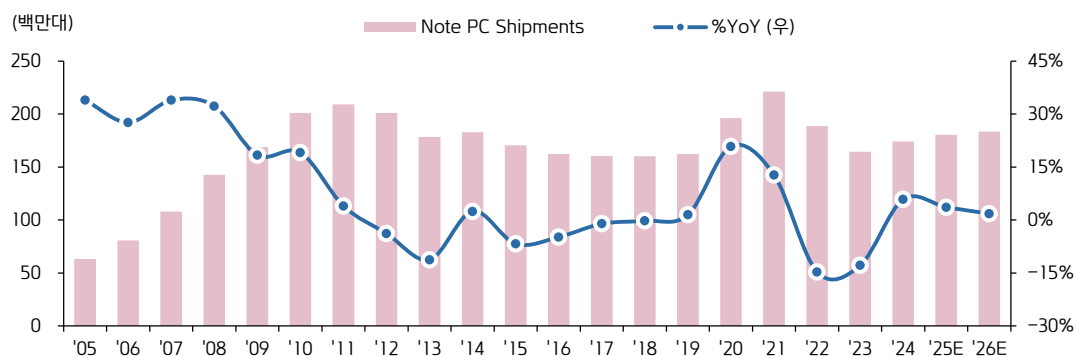
자료: Trendforce, 카움증권 리서치센터

AI PC 시장 침투율 전망



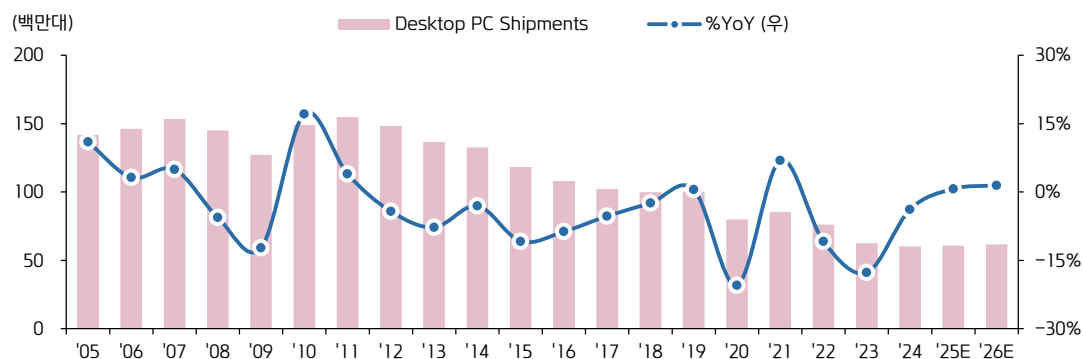
자료: 업계, 키움증권 리서치센터

Note PC 판매량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

Desktop PC 판매량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

Desktop, Notebook, Tablet Demand Analysis (단위: 백만GB, 백만개)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM Demand	864	975	1,022	970	922	1,058	1,162	1,145	3,309	3,831	4,288
Desktop PC	171	207	208	207	192	218	237	240	705	793	886
Note PC	569	639	675	617	600	698	771	740	2,126	2,500	2,810
Tablet PC	124	129	138	147	130	142	154	165	478	538	592
DRAM GB/System	9.9	10.6	10.1	9.7	9.9	10.5	11.2	11.6	8.7	9.6	10.5
Desktop PC	12.4	12.8	13.3	13.8	13.6	14.1	14.6	15.1	11.7	13.1	14.4
Note PC	13.4	13.7	14.1	14.3	14.8	15.1	15.5	15.8	12.2	13.9	15.3
Tablet PC	3.4	3.4	3.4	3.6	3.5	3.5	3.6	3.8	3.3	3.4	3.6
Set Demand	88	92	101	100	93	101	104	99	380	397	408
Desktop PC	14	15	16	16	14	16	16	15	60	61	62
Note PC	39	43	47	44	43	47	48	43	174	180	183
Tablet PC	34	34	38	40	37	38	40	41	146	156	163
%QoQ/%YoY											
DRAM Demand	-4%	13%	5%	-5%	-5%	15%	10%	-1%	16%	16%	12%
Desktop PC	-11%	20%	1%	-1%	-7%	13%	9%	1%	7%	13%	12%
Note PC	-1%	12%	6%	-9%	-3%	16%	10%	-4%	19%	18%	12%
Tablet PC	-9%	4%	7%	6%	-11%	9%	8%	7%	18%	13%	10%
DRAM GB/System	4%	7%	-4%	-4%	2%	6%	7%	3%	9%	11%	9%
Desktop PC	0%	4%	4%	3%	-1%	4%	4%	3%	12%	12%	10%
Note PC	3%	2%	3%	2%	3%	2%	3%	2%	13%	13%	10%
Tablet PC	-1%	0%	2%	4%	-1%	0%	2%	4%	5%	5%	5%
Set Demand	-8%	5%	10%	-1%	-6%	8%	3%	-5%	7%	5%	3%
Desktop PC	-12%	2%	7%	0%	-11%	16%	-3%	-4%	-4%	1%	1%
Note PC	-7%	11%	8%	-6%	-4%	10%	3%	-11%	6%	4%	2%
Tablet PC	-8%	0%	13%	5%	-8%	4%	5%	2%	13%	7%	5%

자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

>>> DRAM 공급 전망: 증설의 공백기

1) DRAM 2026년 공급 Bit Growth +16%YoY

2026년 DRAM의 CapEx는 총 519억달러(+11%YoY)를 기록할 전망이다. 이는 과거 5년치 평균인 319억달러 대비 +63% 증가한 것이지만, '신규 공장 건설을 위한 인프라 투자 비용 증가'와 'EUV 적용을 위한 추가 지출', 그리고 전방 수요를 감안하면 크게 부담스럽지는 않다.

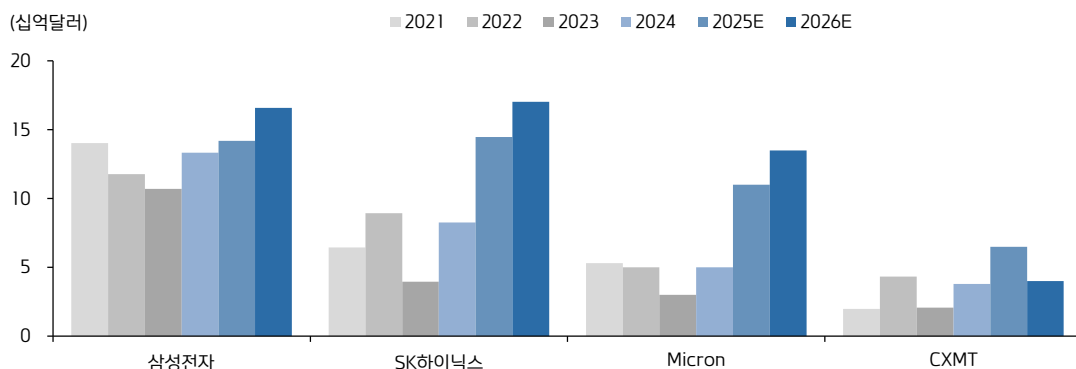
삼성전자의 2026년 DRAM CapEx는 166억달러(+17%YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 해당 CapEx는 P4 잔여 공간에 대한 투자(60K/월)와 P5 인프라 건설에 투자될 전망이며, 이를 포함한 삼성전자의 DRAM wafer input capacity는 4Q25 660K/월에서 4Q26 710K/월로 증가할 전망이다. 다만 투자의 대부분이 HBM4 양산에 할당될 것으로 예상되기 때문에, 범용 DRAM의 장비 증설은 제한될 것이다.

SK하이닉스의 2026년 DRAM CapEx는 170억달러(+18%YoY)를 기록할 것으로 예상된다. 이 중 대부분은 M15X의 장비 증설(누적 50K/월)과 용인 1공장의 인프라에 투자될 전망이며, 이를 포함한 SK하이닉스의 DRAM 부문 wafer input capacity는 4Q25 530K/월에서 4Q26 595K/월로 증가할 것이다. SK하이닉스 역시 HBM 증설에 대부분 투입돼, 범용 DRAM의 장비 증설은 제한될 것이다.

Micron의 2026년 DRAM CapEx는 135억달러(+23%YoY)를 기록할 전망이다. Micron의 CapEx는 A3 공장의 HBM 후공정과 미국 내 신규 공장 건설에 집중 투자될 것이다. 아이다호 1공장(ID1)은 2027년 상반기 양산을 목표로 진행되고 있으며, 뉴욕 신규 공장은 당초 예상보다 늦춰진 2030년 양산을 목표로 진행될 것으로 보인다.

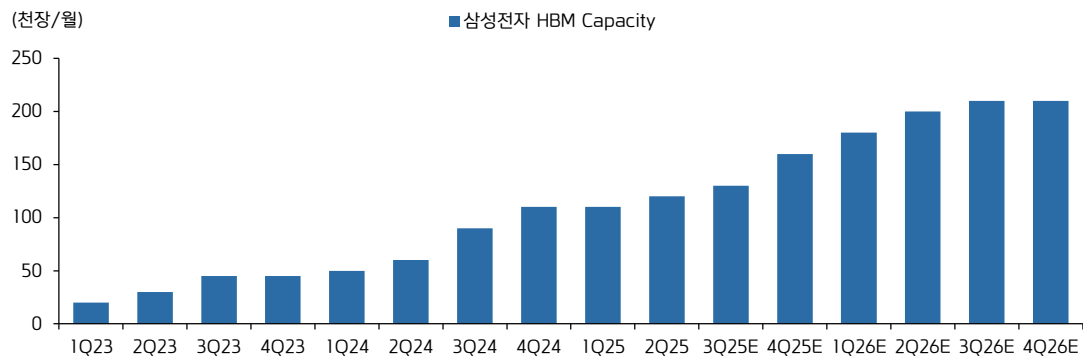
CXMT의 2026년 DRAM CapEx는 37억달러(-38%YoY)로 크게 감소할 것으로 예상된다. 기존 공장의 capacity를 DDR5로 전환하고, 신규 증설된 50K/월의 장비는 HBM3의 제품 개발에 활용되기 때문에 산업의 수급에는 영향을 끼치지 못할 것이다.

DRAM CapEx 전망: 2026년 산업 CapEx +11%YoY 전망



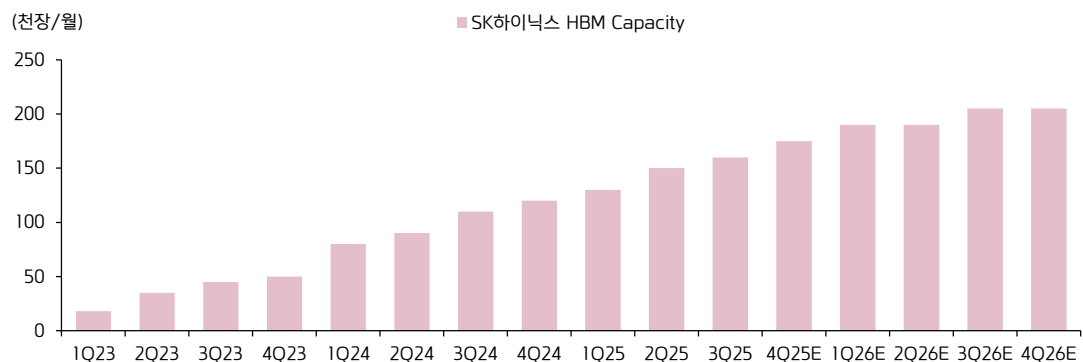
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 HBM Capacity: 4Q26 210K/월 전망



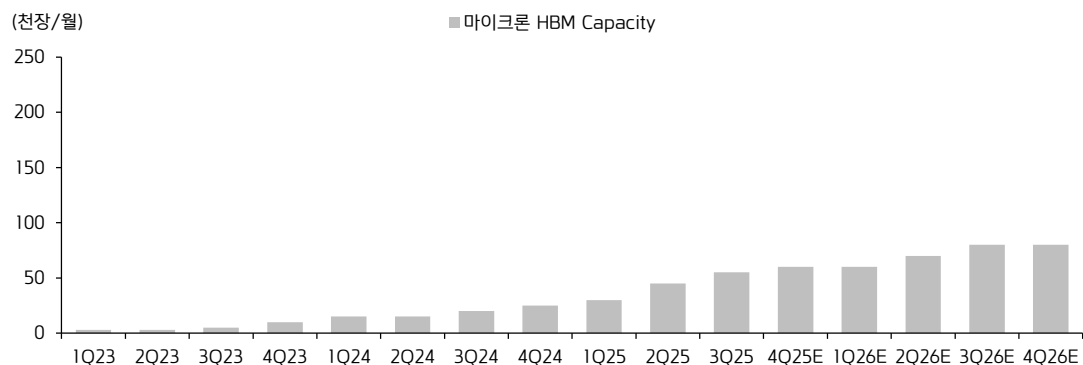
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM Capacity: 4Q26 205K/월 전망



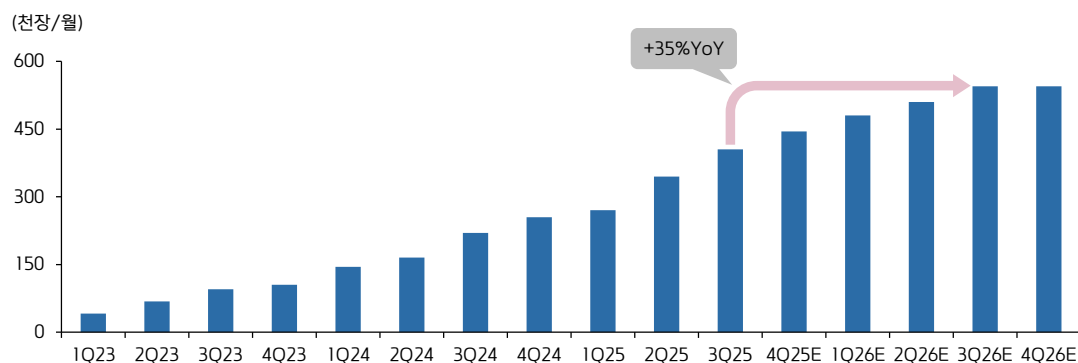
자료: 키움증권 리서치센터

마이크론 HBM Capacity: 4Q26 80K/월 전망



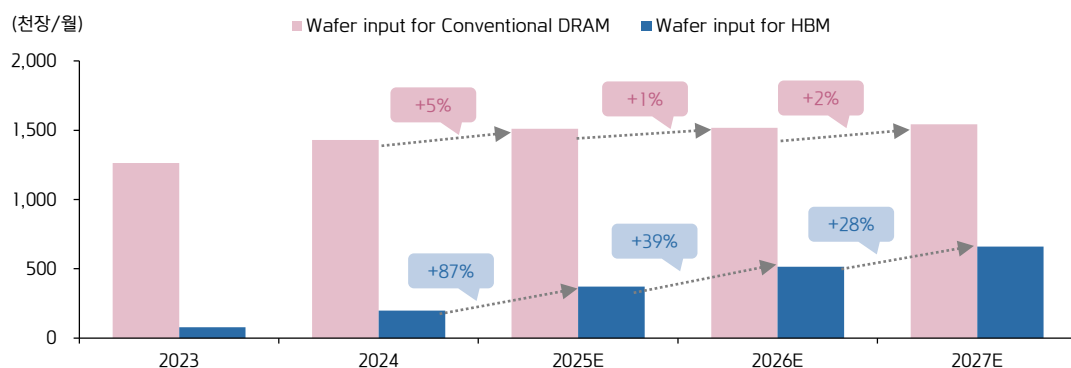
자료: 키움증권 리서치센터

HBM Capacity: 2026년 3분기까지 지속 증가 예상



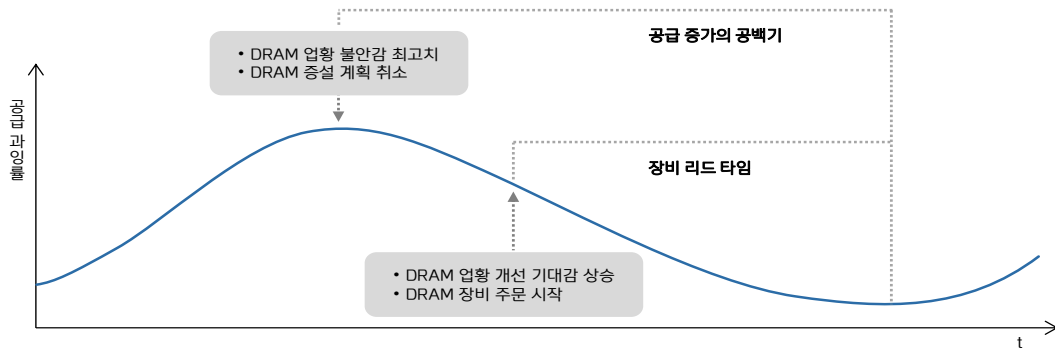
자료: 키움증권 리서치센터

범용 DRAM capacity: 2026년 +1%YoY, 2027년 +2%YoY



자료: 키움증권 리서치센터

DRAM 사이클과 장비 리드타임: 2026년 가을까지 공급 증가의 공백기 발생



자료: 키움증권 리서치센터

DRAM Wafer Input Capacity (단위: 천장/월)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Wafer Input Capa	1,801	1,860	1,928	1,939	1,975	2,018	2,063	2,078	1,628	1,882	2,034
%YoY	23%	20%	13%	8%	10%	8%	7%	7%	21%	16%	8%
Samsung	645	645	650	660	665	690	705	710	600	650	693
Fab13									23		
Fab15	175	175	170	170	170	170	170	170	173	173	170
Fab17	140	130	120	100	95	90	85	80	128	123	88
P1	110	110	120	120	120	120	120	120	105	115	120
P2	110	110	110	110	110	110	110	110	95	110	110
P3	110	110	120	130	140	140	140	140	78	118	140
P4		10	10	30	30	60	80	90		13	65
SK Hynix	500	515	530	530	550	560	585	595	424	519	573
Wuxi (C2)	105	105	110	110	110	110	110	110	88	108	110
Wuxi (C2F)	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
M14	170	170	170	170	170	155	145	135	154	170	151
M16	145	160	170	170	185	200	210	220	103	161	204
Micron	320	330	340	340	340	345	350	350	311	333	346
Fab6	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Fab15	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
OMT	200	210	220	220	220	225	230	230	191	213	226
CXMT	220	250	280	280	290	290	290	290	175	258	290
Fab A1, A2	160	180	200	200	200	200	200	200	129	185	200
Fab C1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Fab C2	30	40	50	50	60	60	60	60	16	43	60
Nanya	54	56	60	62	62	65	65	65	56	58	64
Powerchip	39	40	44	44	45	45	45	45	38	42	45
Winbond	23	24	24	23	23	23	23	23	24	24	23
% of Total											
Samsung	36%	35%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	37%	35%	34%
Fab13									1%		
Fab15	10%	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	11%	9%	8%
Fab17	8%	7%	6%	5%	5%	4%	4%	4%	8%	7%	4%
P1	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
P2	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	5%
P3	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	5%	6%	7%
P4		1%	1%	2%	2%	3%	4%	4%		1%	3%
SK Hynix	28%	28%	27%	27%	28%	28%	28%	29%	26%	28%	28%
Wuxi (C2)	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	5%
Wuxi (C2F)	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	4%	4%
M14	9%	9%	9%	9%	9%	8%	7%	6%	9%	9%	7%
M16	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	11%	6%	9%	10%
Micron Group	18%	18%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	19%	18%	17%
Fab6	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Fab15	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	5%	5%
OMT	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	12%	11%	11%
CXMT	12%	13%	15%	14%	15%	14%	14%	14%	11%	14%	14%
Fab A1, A2	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	8%	10%	10%
Fab C1	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
Fab C2	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	1%	2%	3%
Nanya	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Powerchip	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Winbond	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

DRAM Supply Forecast (단위: 천장/월, 백만Gb)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Wafer Input Capacity	1,801	1,860	1,928	1,939	1,975	2,018	2,063	2,078	1,628	1,882	2,034
%YoY	23%	20%	13%	8%	10%	8%	7%	7%	21%	16%	8%
Samsung	645	645	650	660	665	690	705	710	600	650	693
SK Hynix	500	515	530	530	550	560	585	595	424	519	573
Micron	320	330	340	340	340	345	350	350	311	333	346
CXMT	220	250	280	280	290	290	290	290	175	258	290
Nanya	54	56	60	62	62	65	65	65	56	58	64
Powerchip	39	40	44	44	45	45	45	45	38	42	45
%YoY											
Samsung	24%	13%	2%	-1%	3%	7%	8%	8%	14%	8%	7%
SK Hynix	32%	30%	20%	10%	10%	9%	10%	12%	23%	22%	10%
Micron	3%	6%	10%	8%	6%	5%	3%	3%	12%	7%	4%
CXMT	52%	56%	51%	33%	32%	16%	4%	4%	97%	47%	13%
Nanya	2%	-2%	3%	15%	15%	16%	8%	5%	2%	5%	11%
Powerchip	15%	8%	5%	10%	15%	13%	2%	2%	44%	9%	8%
% of Total											
Samsung	36%	35%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	37%	35%	34%
SK Hynix	28%	28%	27%	27%	28%	28%	28%	29%	26%	28%	28%
Micron	18%	18%	18%	18%	17%	17%	17%	17%	19%	18%	17%
CXMT	12%	13%	15%	14%	15%	14%	14%	14%	11%	14%	14%
Nanya	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Powerchip	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Supply Total	68,141	72,083	76,822	76,904	79,005	82,395	88,462	90,308	234,950	293,950	340,170
%YoY	33%	27%	28%	15%	16%	14%	15%	17%	17%	25%	16%
Shipment Total	70,180	82,157	91,183	88,639	88,722	95,962	101,784	101,156	270,080	332,159	387,624
Samsung	24,185	26,785	30,669	31,282	30,031	33,935	35,631	34,562	104,739	112,920	134,159
SK Hynix	19,020	23,585	25,361	25,868	25,092	27,100	28,997	28,417	76,131	93,835	109,605
Micron	20,666	24,799	27,527	23,948	26,343	26,870	28,751	29,613	69,513	96,939	111,577
CXMT	4,701	4,795	5,035	5,085	4,932	5,574	5,852	5,969	13,118	19,615	22,328
Nanya	797	1,339	1,674	1,540	1,509	1,584	1,600	1,648	3,591	5,349	6,342
Powerchip	533	549	604	610	549	621	652	639	1,940	2,297	2,460
%YoY											
Samsung	-8%	-2%	12%	31%	24%	27%	16%	10%	14%	8%	19%
SK Hynix	16%	19%	31%	26%	32%	15%	14%	10%	17%	23%	17%
Micron	17%	49%	66%	29%	27%	8%	4%	24%	24%	39%	15%
CXMT	101%	65%	45%	15%	5%	16%	16%	17%	146%	50%	14%
Nanya	-25%	33%	111%	111%	89%	18%	-4%	7%	4%	49%	19%
Powerchip	29%	16%	18%	13%	3%	13%	8%	5%	42%	18%	7%

자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

II. 투자 전략 및 Top Picks

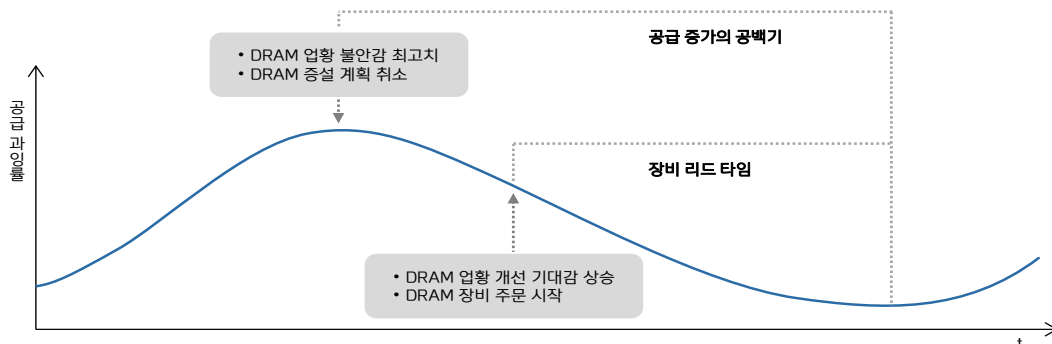
>>> 호실적과 우려의 공존

Top Picks: 삼성전자, SK하이닉스, 한솔케미칼, 리노공업, 넥스틴

반도체 업종의 주가는 1)메모리 현물가격 상승, 2)삼성전자, SK하이닉스의 실적 컨센서스 상향 조정, 3)파운드리 신규 수주 소식 등에 힘입어, 당분간 상승 모멘텀이 이어질 것으로 판단한다. 다만 연말을 지나 내년 상반기가 되면 1)메모리 가격 급등에 따른 수요 둔화 우려가 높아지고, 2)높아져 있는 AI 수요 전망치에 대한 검증 과정을 거쳐야 하며, 3)완공 예정인 DRAM의 신규 공장들이 공급 증가 우려를 자극하기 시작할 것이다. 따라서 반도체 업종의 주가는 '업황 호조에 따른 실적 호조 기대감'과 '원가 부담에 따른 전방 수요 둔화 우려'가 상충되며, 연말 이후 기간 조정을 보일 것으로 판단한다. 현 시점부터는 실적 모멘텀이 강하거나, 밸류에이션 매력이 높은 종목들로 선별해 나아가는 전략이 바람직하다.

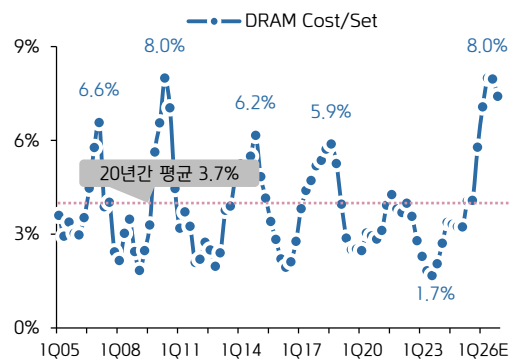
반도체 업종 Top Picks로 삼성전자, SK하이닉스, 한솔케미칼, 리노공업, 넥스틴, **관심종목**으로 티씨케이, 솔브레인, 두산테스나를 각각 제시한다.

DRAM 사이클과 장비 리드타임: 2026년 가을까지 공급 증가의 공백기 발생



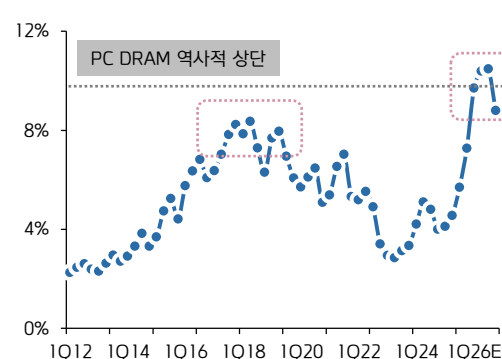
자료: 키움증권 리서치센터

노트북 내 DRAM 원가: 1Q26 사상 최대치 근접



자료: 키움증권 리서치센터

스마트폰 내 DRAM 원가: 1Q26 사상 최대치



자료: 키움증권 리서치센터

글로벌 Tech 기업 추가 및 Valuation

(십억달러, 배, %)	Mkt Cap	P/E		P/B		EV/EBITDA		Rev		OP		EBITDA		ROE		
		2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
Memory	Micron	226.0	18.0	10.1	3.7	2.8	9.7	6.2	43.2	59.2	14.9	26.7	23.5	35.0	21.7	29.5
	Sandisk	28.7	43.3	10.2	2.9	2.3	25.3	7.3	8.4	12.1	0.9	3.9	1.1	3.9	1.4	22.7
	Kioxia	38.9	36.5	10.1	6.5	4.4	9.0	5.7	11.8	15.3	2.8	5.0	4.9	7.3	35.4	47.9
	Seagate	51.4	24.3	18.4	435.3	36.8	18.4	13.4	9.8	11.8	2.7	3.8	2.9	4.0	255.3	515.9
	WDC	47.9	20.9	16.4	7.4	5.6	14.4	10.4	10.4	12.6	3.1	4.2	3.4	4.6	36.1	90.3
	Nanya	15.4	1,539.6	15.6	3.0	2.4	31.7	8.2	1.9	3.5	-0.0	1.1	0.5	1.7	0.4	15.7
Logic	Intel	160.4	98.3	53.0	1.4	1.4	14.2	11.3	52.6	53.7	2.6	4.6	13.8	16.1	0.8	1.8
	Nvidia	4,389.6	39.2	24.9	30.7	16.7	31.8	19.3	205.2	313.9	129.6	210.8	136.8	219.3	93.2	79.4
	AMD	335.4	51.8	31.7	5.5	4.9	43.8	27.3	34.1	44.6	7.4	11.8	8.0	12.3	8.6	12.7
	Broadcom	1,637.8	50.1	34.9	20.7	16.0	38.3	27.2	65.5	91.5	42.9	59.8	43.7	60.6	42.3	48.1
	Marvell	66.1	27.9	23.0	4.5	4.3	21.5	18.4	8.0	9.3	2.8	3.4	3.1	3.6	4.6	3.5
	Qualcomm	170.9	13.3	13.4	7.6	6.7	9.4	10.8	44.8	44.9	15.4	14.8	18.5	15.9	29.8	49.2
	Arm	140.6	78.0	63.0	17.6	14.1	60.9	49.5	4.7	5.6	2.0	2.5	2.2	2.7	17.6	20.0
	Skyworks	9.0	10.6	13.8	1.6	1.7	6.2	N/A	3.9	3.7	0.9	0.8	1.3	1.1	8.4	9.9
	TI	139.3	27.1	24.5	8.6	8.1	18.6	16.2	17.7	19.1	6.0	6.7	8.0	9.2	31.1	35.1
	ADI	110.8	27.7	23.2	3.2	3.2	18.6	16.3	11.3	12.6	4.8	5.7	6.2	7.1	9.2	11.8
	NXP	46.4	15.6	13.4	4.7	4.2	11.7	10.2	12.2	13.4	4.1	4.6	4.7	5.2	29.2	31.2
	STMicro	18.9	34.6	19.2	1.1	1.0	7.1	5.1	11.7	12.5	0.4	1.0	2.3	3.2	2.9	5.5
	Microchip	26.5	44.6	22.5	4.3	4.1	24.1	15.8	4.3	5.1	0.9	1.6	1.4	2.1	8.9	18.2
	On Semi	18.1	19.3	15.4	2.3	2.2	11.0	10.1	6.0	6.3	1.1	1.3	1.7	1.8	10.6	14.7
	Silicon Motion	2.7	22.3	16.8	3.1	2.7	17.5	11.6	0.9	1.0	0.1	0.2	0.1	0.2	13.0	15.4
	Mediatek	60.8	17.8	16.2	4.7	4.4	13.4	12.2	18.9	21.0	3.4	3.8	4.2	4.5	26.8	28.8
	Renesas	21.9	10.7	9.3	1.4	1.3	12.3	9.5	8.3	9.0	1.1	1.6	2.3	2.8	-0.1	10.0
	Novatek	7.7	15.0	13.9	3.7	3.5	9.9	9.7	3.2	3.3	0.6	0.6	0.6	0.6	24.3	26.3
Foundry	TSMC	1,439.3	27.1	23.1	8.4	6.6	16.7	13.6	120.9	147.3	60.2	72.9	82.9	100.4	33.4	32.3
	SMIC	89.5	109.8	72.1	3.5	3.3	23.9	19.9	9.3	11.0	0.9	1.2	4.5	5.5	3.3	4.5
	UMC	17.9	13.5	13.3	1.4	1.4	N/A	N/A	7.6	8.0	1.4	1.5	3.3	3.6	11.6	10.3
	GFS	17.9	19.7	17.5	1.5	1.4	6.6	5.8	6.8	7.2	1.0	1.2	2.3	2.4	8.0	7.9
	VIS	5.4	20.7	19.5	2.5	2.5	10.1	10.6	1.6	1.7	0.3	0.3	0.5	0.6	11.9	12.9
Packaging	ASE	30.5	31.6	22.6	5.2	4.8	N/A	N/A	20.5	23.3	1.5	2.3	3.6	4.7	11.0	14.0
	Amkor	7.5	24.1	18.2	1.7	1.5	6.9	6.0	6.7	7.3	0.4	0.6	1.1	1.3	7.1	9.1
	Agilent	41.1	25.7	23.8	6.1	5.4	21.1	19.4	7.0	7.3	1.8	2.0	2.0	2.2	24.4	23.4
	Chipbond	1.2	12.6	12.6	N/A	N/A	N/A	N/A	0.7	0.7	0.1	0.1	0.2	0.2	6.7	6.8
Equipment	ASML	380.8	34.5	32.5	16.3	13.8	26.3	25.0	37.6	39.6	13.0	13.6	14.2	14.8	49.9	45.6
	AMAT	175.4	23.6	22.2	8.4	7.5	19.6	18.5	28.2	29.5	8.4	8.9	8.9	9.5	35.3	34.2
	LAM Research	175.3	29.1	27.2	16.2	13.0	23.7	21.8	20.5	22.3	6.9	7.5	7.3	7.9	57.2	59.4
	TEL	97.3	28.9	26.0	7.5	6.7	19.5	16.5	15.9	16.8	4.1	4.5	4.7	5.6	26.5	26.0
	KLA	144.9	31.1	28.3	27.4	21.9	24.7	23.1	12.7	13.9	5.5	6.0	5.9	6.3	93.2	83.8
	AMEC	24.9	82.9	55.7	8.1	7.1	79.2	49.7	1.7	2.3	0.3	0.5	0.3	0.5	9.9	13.2
	Naura	41.2	40.2	30.0	7.8	6.1	32.4	23.6	5.5	7.0	1.1	1.5	1.2	1.7	19.6	21.3
Materials	Linde	190.2	24.8	22.9	4.9	4.6	15.8	14.9	33.9	35.5	10.0	10.7	13.3	14.2	19.5	20.3
	Air Liquid	110.5	25.4	22.8	3.4	3.2	12.9	11.9	31.5	32.8	6.6	7.2	9.5	10.2	14.0	14.7
	Air Products	55.9	20.6	19.0	3.6	3.2	14.2	13.4	12.2	12.7	2.1	3.3	5.2	5.6	2.1	16.2
	Merck KGaA	55.4	13.3	13.0	1.5	1.4	9.1	8.9	24.4	24.9	4.4	4.5	6.9	7.0	11.0	10.2
	ADEKA	2.3	14.7	15.6	1.2	1.1	6.1	8.1	2.7	3.0	0.3	0.3	0.3	0.3	8.7	8.9
	Resonac	7.2	36.4	15.6	1.7	1.6	11.2	8.4	8.8	9.1	0.3	0.7	1.1	1.4	4.7	10.6
	Siltronic	1.5	N/A	N/A	0.7	0.7	8.5	6.6	1.5	1.7	-0.1	-0.1	0.4	0.5	-4.2	-6.5
	Sumco	2.6	N/A	N/A	0.7	0.7	6.2	4.8	2.7	2.9	-0.0	0.0	0.8	0.9	-1.7	0.1
Server	Dell	79.4	12.5	10.6	N/A	276.2	8.4	7.6	106.9	117.2	9.3	10.5	11.8	13.0	-334.8	202.8
	HPE	26.4	10.4	8.2	1.1	1.0	7.2	5.5	35.9	41.2	3.5	4.7	6.0	7.3	11.0	11.8
	Lenovo	15.5	13.4	11.4	2.2	1.9	5.2	4.0	76.4	81.1	2.5	2.8	3.0	3.9	23.9	23.4
	Quanta	33.9	15.4	12.6	4.7	4.2	11.6	9.8	65.7	92.8	2.7	3.4	3.1	3.8	30.8	34.7
	Inspur	12.6	33.3	24.8	4.0	3.5	28.9	22.1	22.0	27.3	0.4	0.5	0.5	0.6	12.2	14.0
	Wiwynn	25.5	16.1	14.0	6.6	5.5	11.8	10.0	29.1	38.2	2.0	2.4	2.1	2.5	46.9	43.0
	Inventec	4.8	17.6	14.7	2.2	2.1	10.8	10.8	21.8	23.7	0.4	0.5	0.6	0.6	12.4	13.9
	Mitac	3.8	20.2	12.6	1.9	1.7	17.4	10.2	3.5	5.3	0.2	0.3	0.2	0.4	9.5	13.2
CSPs	Amazon	2,321.3	25.4	23.1	6.2	5.0	14.3	11.9	713.9	794.1	80.4	100.4	166.4	202.9	22.0	19.7
	Microsoft	3,555.9	31.6	27.8	9.1	7.2	19.0	16.9	304.5	349.7	140.8	161.0	184.1	205.6	31.3	28.4
	Alphabet	3,495.9	26.6	24.6	8.5	6.8	20.0	16.8	340.4	393.2	131.9	155.2	170.6	204.3	33.3	30.6
	Apple	3,934.2	34.5	31.3	50.6	40.5	26.0	23.9	431.2	458.7	138.0	145.3	150.1	163.3	166.4	147.8
	Meta	1,485.3	20.6	17.8	6.7	4.9	14.3	12.1	199.4	235.5	82.4	86.3	101.7	122.0	29.7	28.8
	Netflix	447.8	42.7	33.5	16.5	13.6	32.8	26.2	45.1	50.9	13.3	16.6	13.8	17.2	39.5	45.0
	Alibaba	365.7	21.7	15.7	2.6	2.2	16.3	11.7	143.7	157.8	14.8	21.6	21.9	30.6	10.7	11.3
	Tencent	729.5	20.3	17.9	4.4	3.7	17.4	15.7	105.5	116.7	34.9	40.6	43.1	48.0	20.8	20.3
	Baidu	38.7	15.0	13.6	0.9	0.9	19.9	13.7	18.2	19.1	1.9	2.2	2.6	3.5	5.6	6.0

주: 11/20종가 기준, 실적 전망치는 Bloomberg 컨센서스 기준

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



기업분석

삼성전자
(005930)

BUY(Maintain)/목표주가 140,000원
2026년 영업이익 100조원으로 상향

SK하이닉스
(000660)

BUY(Maintain)/목표주가 730,000원
실적 호조와 수요 우려 공존

한솔케미칼
(014680)

BUY(Maintain)/목표주가 260,000원
2026년 매출 1조원 달성의 첫 해

리노공업
(058470)

BUY(Maintain)/목표주가 80,000원
ASIC 시장 확대 수혜

솔브레인
(357780)

BUY(Maintain)/목표주가 350,000원
해외 판매 확대

티씨케이
(064760)

BUY(Maintain)/목표주가 220,000원
9세대 NAND 양산 확대 수혜



BUY(Maintain)

목표주가 140,000원

주가(11/21) 94,800원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

4Q25 영업이익 17.6조원(+44%QoQ)으로 시장 컨센서스(영업이익 15조원) 상회 예상. 범용 DRAM의 가격 상승과 HBM4의 시장 점유율 확대 효과를 반영해, 2026년 영업이익 전망치를 100조원으로 상향. 파운드리 2nm 신규 고객 확보 소식도 들려올 것으로 기대돼, 올 연말 삼성전자의 주가 상승 모멘텀이 강해질 것으로 판단. 반도체 업종 top pick 의견을 유지함.

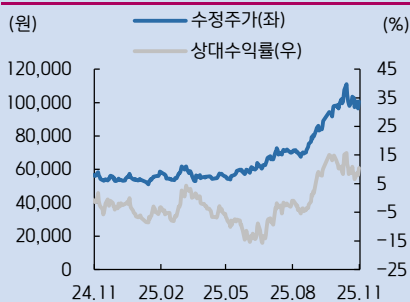
Stock Data

KOSPI (11/21)	3,853.26pt	
시가총액	5,611,817억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	111,100 원	51,000원
최고/최저가 대비 등락	-14.7%	85.9%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.8%	-3.5%
6M	70.2%	16.0%
1Y	116.4%	16.7%

Company Data

발행주식수	5,919,638 천주
일평균 거래량(3M)	21,891천주
외국인 지분율	52.4%
배당수익률(25.E)	2.4%
BPS(25.E)	64,428원
주요 주주	삼성생명보험
	외 15인

Price Trend



2026년 영업이익 100조원으로 상향

>>> 4Q25 영업이익 18조원 전망

삼성전자의 4Q25 실적이 매출액 88.6조원(+3%QoQ)과 영업이익 17.6조원(+44%QoQ)을 기록하며, 컨센서스를 상회할 것으로 예상된다. PC DRAM, 모바일 DRAM, 서버 DRAM의 고점가격이 예상보다 더욱 큰 폭으로 상승할 것으로 판단하기 때문이다. 또한 DRAM에서 시작된 가격 상승의 온기가 최근 들어 NAND 시장으로 확산되는 모습을 보이고 있어, 이에 따른 실적의 추가 업사이드도 가능할 것으로 판단한다.

>>> 2026년 영업이익 100조원으로 상향

삼성전자의 2026년 영업이익을 100조원으로 상향 조정한다. HBM4의 시장 점유율 상승이 가시화되고 있고, 업황 개선이 급격히 나타나고 있는 범용 DRAM의 가격도 +56%YoY 급등할 전망이다. NAND 역시 가격 상승 효과로 큰 폭의 실적 개선을 이루고, 파운드리 2nm 수율 개선 및 추가 고객 확대도 가능할 것으로 판단한다.

>>> 목표주가 14만원, Top Pick 유지

최근의 급격한 상승에도 불구하고, 삼성전자의 주가 밸류에이션은 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. 파운드리 2nm 신규 고객 확보 소식도 들려올 것으로 기대돼, 올 연말 삼성전자의 주가 상승 모멘텀이 강해질 것으로 판단한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	328,293	409,149	439,836
영업이익	6,567	32,726	41,088	100,419	110,667
EBITDA	45,234	75,357	85,636	145,383	157,304
세전이익	11,006	37,530	47,755	109,541	120,836
순이익	15,487	34,451	41,231	88,343	93,044
지배주주지분순이익	14,473	33,621	40,347	86,576	91,183
EPS(원)	2,131	4,950	6,009	13,103	13,800
증감률(% YoY)	-73.6	132.3	21.4	118.1	5.3
PER(배)	36.8	10.7	15.8	7.2	6.9
PBR(배)	1.51	0.92	1.47	1.26	1.08
EV/EBITDA(배)	10.4	3.9	3.7	2.2	1.6
영업이익률(%)	2.5	10.9	12.5	24.5	25.2
ROE(%)	4.1	9.0	9.9	18.8	16.9
순차입금비용(%)	-16.9	-17.9	-20.1	-18.5	-26.7

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,566	85,964	88,623	96,595	98,912	111,214	102,428	300,871	328,293	409,149
%QoQ/%YoY	4%	-6%	15%	3%	9%	2%	12%	-8%	16%	9%	25%
DS	25,131	27,875	33,117	40,978	44,407	52,275	57,111	53,835	111,066	127,101	207,628
Memory	19,069	21,178	26,690	33,979	37,150	44,888	49,143	45,219	84,463	100,917	176,401
Foundry/S.LSI	5,877	6,547	6,302	6,830	7,096	7,253	7,854	8,465	25,400	25,556	30,668
SDC	5,867	6,380	8,102	8,283	5,799	6,763	8,313	8,645	29,158	28,631	29,520
Large	359	372	405	586	330	338	380	575	2,169	1,722	1,623
Small	5,068	5,887	7,335	7,318	5,089	6,044	7,544	7,673	26,907	25,608	26,350
DX(MX, NW)	37,010	29,210	34,098	27,864	36,484	29,718	36,300	29,478	117,238	128,182	131,980
MX	36,188	28,451	33,541	27,017	35,652	28,927	35,708	28,599	114,425	125,196	128,886
NW	822	759	557	847	832	790	592	879	2,813	2,986	3,094
DX(VD, DA)	14,512	14,118	13,914	14,292	13,509	13,730	13,197	13,183	56,456	56,836	53,619
VD	7,756	7,011	7,315	7,839	6,495	6,535	6,741	7,231	30,932	29,921	27,001
매출원가	51,010	49,070	52,513	48,263	52,965	50,900	58,409	53,167	186,562	200,855	215,442
매출원가율	64%	66%	61%	54%	55%	51%	53%	52%	62%	61%	53%
매출총이익	28,131	25,497	33,451	40,360	43,630	48,012	52,805	49,261	114,309	127,438	193,708
판매비와관리비	21,445	20,821	21,299	23,171	22,472	22,619	23,627	25,589	81,583	86,736	94,307
영업이익	6,685	4,676	12,161	17,566	21,491	25,606	29,355	23,967	32,726	41,088	100,419
%QoQ/%YoY	3%	-30%	160%	44%	22%	19%	15%	-18%	398%	26%	144%
DS	1,106	350	6,991	14,309	17,765	23,108	25,779	21,188	15,094	22,756	87,839
%QoQ/%YoY	-61%	-68%	1897%	105%	24%	30%	12%	-18%	흑자전환	51%	286%
SDC	462	473	1,225	1,007	476	453	1,141	1,042	3,733	3,167	3,112
%QoQ/%YoY	-47%	2%	159%	-18%	-53%	-5%	152%	-9%	-33%	-15%	-2%
DX(MX, NW)	4,374	3,123	3,547	2,041	2,874	1,918	2,506	1,797	10,718	13,084	9,096
%QoQ/%YoY	108%	-29%	14%	-42%	41%	-33%	31%	-28%	-18%	22%	-30%
DX(VD, DA)	348	203	-78	-206	16	-108	-265	-384	1,755	267	-743
%QoQ/%YoY	71%	-42%	-138%	164%	-108%	-794%	145%	45%	39%	-85%	-378%
영업이익률	8%	6%	14%	20%	22%	26%	26%	23%	11%	13%	25%
DS	4%	1%	21%	35%	40%	44%	45%	39%	14%	18%	42%
SDC	8%	7%	15%	12%	8%	7%	14%	12%	13%	11%	11%
DX(MX, NW)	12%	11%	10%	7%	8%	6%	7%	6%	9%	10%	7%
DX(VD, DA)	2%	1%	-1%	-1%	0%	-1%	-2%	-3%	3%	0%	-1%
법인세차감전순이익	9,152	5,756	13,540	19,307	23,665	27,787	31,825	26,264	37,530	47,755	109,541
법인세비용	929	640	1,288	3,668	4,023	5,557	6,365	5,253	3,078	6,524	21,198
당기순이익	8,223	5,116	12,253	15,639	19,642	22,229	25,460	21,011	34,451	41,231	88,343
당기순이익률	10%	7%	14%	18%	20%	22%	23%	21%	11%	13%	22%
총포괄손익	9,436	(3,455)	12,075	16,658	20,923	23,679	27,120	22,381	51,296	34,715	94,102
지배주주지분	9,312	-3,572	11,917	16,440	20,649	23,368	26,765	22,088	50,048	34,098	92,870
KRW/USD	1,450	1,400	1,385	1,435	1,425	1,415	1,430	1,445	1,357	1,417	1,429

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,566	85,964	88,623	96,595	98,912	111,214	102,428	300,871	328,293	409,149
%QoQ/%YoY	4%	-6%	15%	3%	9%	2%	12%	-8%	16%	9%	25%
DS	25,131	27,875	33,117	40,978	44,407	52,275	57,111	53,835	111,066	127,101	207,628
Memory	19,069	21,178	26,690	33,979	37,150	44,888	49,143	45,219	84,463	100,917	176,401
DRAM	13,195	14,182	18,698	25,886	28,378	35,027	37,911	34,559	53,981	71,960	135,876
NAND	5,874	6,996	7,993	8,093	8,771	9,861	11,232	10,661	30,483	28,957	40,525
Foundry/S.LSI	5,877	6,547	6,302	6,830	7,096	7,253	7,854	8,465	25,400	25,556	30,668
SDC	5,867	6,380	8,102	8,283	5,799	6,763	8,313	8,645	29,158	28,631	29,520
Large	359	372	405	586	330	338	380	575	2,169	1,722	1,623
Small	5,068	5,887	7,335	7,318	5,089	6,044	7,544	7,673	26,907	25,608	26,350
DX(MX, NW)	37,010	29,210	34,098	27,864	36,484	29,718	36,300	29,478	117,238	128,182	131,980
MX	36,188	28,451	33,541	27,017	35,652	28,927	35,708	28,599	114,425	125,196	128,886
NW	822	759	557	847	832	790	592	879	2,813	2,986	3,094
DX(VD, DA)	14,512	14,118	13,914	14,292	13,509	13,730	13,197	13,183	56,456	56,836	53,619
VD	7,756	7,011	7,315	7,839	6,495	6,535	6,741	7,231	30,932	29,921	27,001
영업이익	6,685	4,676	12,161	17,566	21,491	25,606	29,355	23,967	32,726	41,088	100,419
%QoQ/%YoY	3%	-30%	160%	44%	22%	19%	15%	-18%	398%	26%	144%
DS	1,106	350	6,991	14,309	17,765	23,108	25,779	21,188	15,094	22,756	87,839
Memory	2,931	2,986	7,824	14,628	18,672	24,027	25,807	20,847	20,627	28,369	89,353
DRAM	3,695	3,546	7,105	13,593	16,980	22,112	23,988	20,185	17,027	27,938	83,265
NAND	-764	-560	719	1,034	1,692	1,916	1,819	662	3,600	430	6,089
Foundry/S.LSI	-2,645	-2,553	-567	-354	-941	-875	85	291	-5,326	-6,119	-1,440
SDC	462	473	1,225	1,007	476	453	1,141	1,042	3,733	3,167	3,112
Large	-201	-150	-131	-103	-157	-133	-103	-121	-875	-585	-514
Small	663	623	1,356	1,110	633	586	1,244	1,163	4,608	3,752	3,626
DX(MX, NW)	4,374	3,123	3,547	2,041	2,874	1,918	2,506	1,797	10,718	13,084	9,096
DX(VD, DA)	348	203	-78	-206	16	-108	-265	-384	1,755	267	-743
영업이익률	8%	6%	14%	20%	22%	26%	26%	23%	11%	13%	25%
DS	4%	1%	21%	35%	40%	44%	45%	39%	14%	18%	42%
Memory	15%	14%	29%	43%	50%	54%	53%	46%	24%	28%	51%
DRAM	28%	25%	38%	53%	60%	63%	63%	58%	32%	39%	61%
NAND	-13%	-8%	9%	13%	19%	19%	16%	6%	12%	1%	15%
Foundry/S.LSI	-45%	-39%	-9%	-5%	-13%	-12%	1%	3%	-21%	-24%	-5%
SDC	8%	7%	15%	12%	8%	7%	14%	12%	13%	11%	11%
Large	-56%	-40%	-32%	-18%	-48%	-39%	-27%	-21%	-40%	-34%	-32%
Small	13%	11%	18%	15%	12%	10%	16%	15%	17%	15%	14%
DX(MX, NW)	12%	11%	10%	7%	8%	6%	7%	6%	9%	10%	7%
DX(VD, DA)	2%	1%	-1%	-1%	0%	-1%	-2%	-3%	3%	0%	-1%
KRW/USD	1,450	1,400	1,385	1,435	1,425	1,415	1,430	1,445	1,357	1,417	1,429

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 사업 부문별 Key Data

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
출하량 [백만개, 1Gb Eq]	24,185	26,785	30,669	31,282	30,031	33,935	35,631	34,562	104,739	112,920	134,159
%QoQ/%YoY	1%	11%	15%	2%	-4%	13%	5%	-3%	14%	8%	19%
ASP/1Gb [USD]	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.7
%QoQ/%YoY	-20%	1%	16%	31%	15%	10%	2%	-7%	61%	18%	58%
Cost/1Gb [USD]	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
%QoQ/%YoY	-15%	5%	-4%	0%	-3%	1%	2%	5%	6%	6%	0%
영업이익/1Gb [USD]	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.1	0.2	0.4
영업이익률	28%	25%	38%	53%	60%	63%	63%	58%	32%	39%	61%
NAND											
출하량[백만개, 1GB Eq]	63,390	81,139	89,253	80,765	82,381	91,442	105,159	106,210	305,522	314,548	385,192
%QoQ/%YoY	-10%	28%	10%	-10%	2%	11%	15%	1%	13%	3%	22%
ASP/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-16%	-4%	5%	8%	7%	2%	-2%	-7%	61%	-12%	13%
Cost/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-1%	-8%	-12%	4%	-1%	2%	2%	4%	-15%	-1%	-2%
영업이익/1GB [USD]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률	-13%	-8%	9%	13%	19%	19%	16%	6%	12%	2%	15%
OLED Panel											
출하면적 ['000m ²]	905	934	1,125	1,075	803	844	1,013	1,014	4,753	4,040	3,674
%QoQ/%YoY	-27%	3%	20%	-4%	-25%	5%	20%	0%	-10%	-15%	-9%
ASP/m ² [USD]	3,861	4,500	4,707	4,745	4,446	5,061	5,207	5,237	4,171	4,479	5,015
%QoQ/%YoY	-10%	17%	5%	1%	-6%	14%	3%	1%	-5%	7%	12%
Smartphone											
출하량 [백만개]	61	58	61	55	61	58	62	57	222	235	238
%QoQ/%YoY	17%	-5%	5%	-10%	11%	-5%	7%	-8%	-2%	6%	1%
ASP/Unit [USD]	326	270	304	258	327	271	307	262	296	291	293
%QoQ/%YoY	26%	-17%	12%	-15%	27%	-17%	14%	-15%	3%	-2%	1%
TV Set											
출하량 [백만개]	9.0	8.3	9.1	9.6	8.3	7.7	8.7	9.1	35.3	36.1	33.7
%QoQ/%YoY	-5%	-8%	10%	5%	-13%	-8%	13%	5%	-6%	2%	-7%
ASP/Unit [USD]	591	603	579	570	549	603	545	550	646	585	560
%QoQ/%YoY	-9%	2%	-4%	-1%	-4%	10%	-10%	1%	4%	-9%	-4%

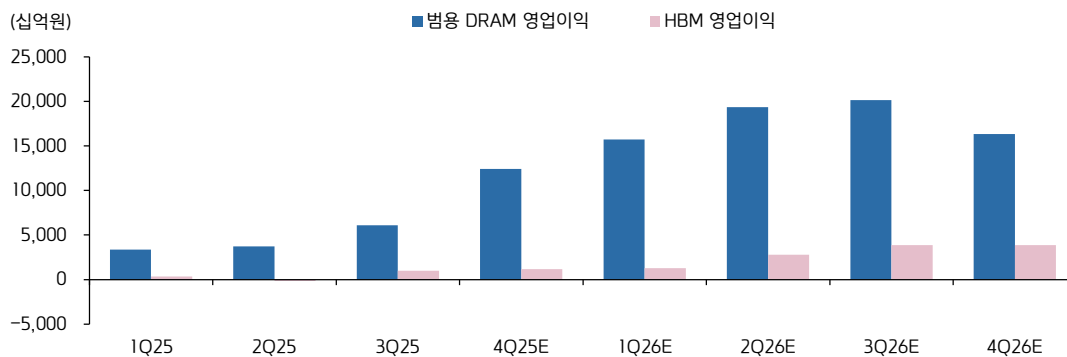
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 DRAM 부문 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Bit Shipments [십억 Gb]											
범용 DRAM	23.6	26.1	29.5	30.2	28.5	31.2	32.4	31.5	100.7	109.4	123.7
HBM	0.6	0.6	1.2	1.1	1.5	2.7	3.2	3.1	4.0	3.6	10.5
HBM 출하 비중	3%	2%	4%	4%	5%	9%	10%	10%	4%	3%	8%
ASP [USD/Gb]											
Total DRAM	0.4	0.4	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.4	0.4	0.7
%QoQ/YoY	-20%	1%	16%	31%	15%	10%	2%	-7%	61%	18%	58%
범용 DRAM	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6	0.3	0.4	0.6
%QoQ/YoY	-11%	-1%	12%	38%	17%	5%	0%	-9%	48%	23%	54%
HBM	1.5	1.7	1.8	1.8	1.5	1.6	1.7	1.7	1.6	1.8	1.6
%QoQ/YoY	-6%	14%	4%	1%	-20%	10%	4%	2%	13%	11%	-6%
매출액 [십억원]											
Total DRAM	13,195	14,182	18,698	25,886	28,378	35,027	37,911	34,559	53,981	71,960	135,876
범용 DRAM	11,873	12,601	15,675	22,941	25,220	28,841	30,206	26,857	45,342	63,090	111,125
HBM	1,322	1,581	3,022	2,944	3,158	6,186	7,705	7,701	8,638	8,870	24,751
HBM 매출 비중	10%	11%	16%	11%	11%	18%	20%	22%	16%	12%	18%

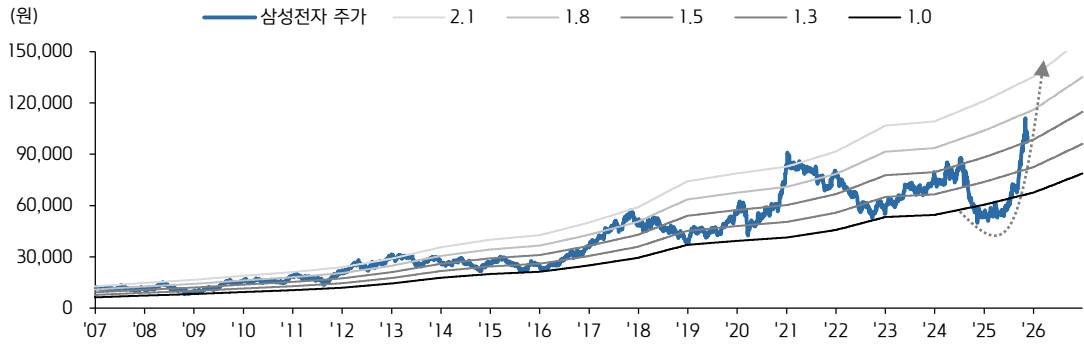
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 DRAM 부문 영업이익 Breakdown



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B Chart



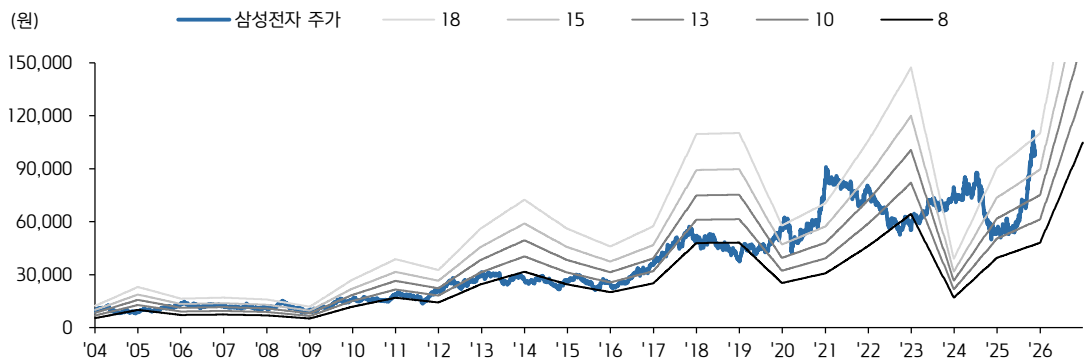
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B vs. ROE



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	328,293	409,149	439,836
매출원가	180,389	186,562	200,855	215,442	230,134
매출총이익	78,547	114,309	127,438	193,708	209,702
판매비	71,980	81,583	86,736	94,307	99,035
영업이익	6,567	32,726	41,088	100,419	110,667
EBITDA	45,234	75,357	85,636	145,383	157,304
영업외손익	4,439	4,804	6,667	9,122	10,169
이자수익	4,358	4,819	4,020	3,395	5,048
이자비용	930	904	779	625	504
외환관련이익	10,609	10,998	14,083	18,622	17,908
외환관련손실	10,711	11,361	11,798	12,889	12,954
종속 및 관계기업손익	888	751	650	873	938
기타	225	501	491	-254	-267
법인세차감전이익	11,006	37,530	47,755	109,541	120,836
법인세비용	-4,481	3,078	6,524	21,198	27,792
계속사업손손익	15,487	34,451	41,231	88,343	93,044
당기순이익	15,487	34,451	41,231	88,343	93,044
지배주주순이익	14,473	33,621	40,347	86,576	91,183
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-14.3	16.2	9.1	24.6	7.5
영업이익 증감율	-84.9	398.3	25.6	144.4	10.2
EBITDA 증감율	-45.2	66.6	13.6	69.8	8.2
지배주주순이익의 증감율	-73.6	132.3	20.0	114.6	5.3
EPS 증감율	-73.6	132.3	21.4	118.1	5.3
매출총이익율(%)	30.3	38.0	38.8	47.3	47.7
영업이익율(%)	2.5	10.9	12.5	24.5	25.2
EBITDA Margin(%)	17.5	25.0	26.1	35.5	35.8
지배주주순이익율(%)	5.6	11.2	12.3	21.2	20.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	71,843	85,800	146,079
당기순이익	15,487	34,451	41,231	88,343	93,044
비현금항목의 가감	36,520	42,947	45,170	60,509	66,936
유형자산감가상각비	35,532	39,650	41,482	42,001	43,641
무형자산감가상각비	3,134	2,981	3,065	2,964	2,996
지분법평가손익	-888	-751	-650	-873	-938
기타	-1,258	1,067	1,273	16,417	21,237
영업활동자산부채증감	-5,459	-1,568	-11,542	-44,892	9,078
매출채권및기타채권의감소	236	-3,139	3,002	-7,924	-5,264
채고자산의감소	-3,207	2,541	-1,882	-12,136	4,004
매입채무및기타채무의증가	1,104	-1,539	-11,986	-11,327	2,178
기타	-3,592	569	-676	-13,505	8,160
기타현금흐름	-2,411	-2,847	-3,016	-18,160	-22,979
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-53,880	-77,460	-59,760
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	-3,138	-3,374
투자자산의감소(증가)	3,904	-2,918	-2,186	-6,662	-2,571
단기금융자산의감소(증가)	42,220	-35,620	-6,484	-13,740	-2,375
기타	-2,623	6,725	6,726	6,725	6,726
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-8,765	-11,650	-22,105
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	1,073	-2,141	-2,740
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	-8	-8
기타현금흐름	779	4,821	-5,699	-10,837	-7,109
현금 및 현금성자산의 순증가	19,400	-15,375	3,499	-14,148	57,105
기초현금 및 현금성자산	49,681	69,081	53,706	57,204	43,056
기말현금 및 현금성자산	69,081	53,706	57,204	43,056	100,160

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	236,783	258,450	320,111
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	57,204	43,056	100,160
단기금융자산	23,326	58,946	65,430	79,171	81,546
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	50,244	58,168	63,432
채고자산	51,626	51,755	53,637	65,773	61,769
기타유동자산	8,623.0	9,409.0	10,268.0	12,282.0	13,204.0
비유동자산	259,969	287,470	295,186	325,824	346,876
투자자산	20,680	24,349	27,185	34,720	38,229
유형자산	187,256	205,945	213,880	232,524	247,050
무형자산	22,742	23,739	23,191	23,365	23,742
기타비유동자산	29,291	33,437	30,930	35,215	37,855
자산총계	455,906	514,532	531,969	584,274	666,988
유동부채	75,719	93,326	78,441	65,038	64,095
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	49,537	38,210	40,388
단기금융부채	18,307	27,936	25,462	23,833	20,488
기타유동부채	3,862	3,867	3,442	2,995	3,219
비유동부채	16,509	19,014	16,433	9,972	6,941
장기금융부채	12,629	12,581	9,462	4,189	2,096
기타비유동부채	3,880	6,433	6,971	5,783	4,845
부채총계	92,228	112,340	94,874	75,010	71,035
자본지분	353,234	391,688	425,708	496,109	580,937
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	20,790	23,973	27,368
이익잉여금	346,652	370,513	401,359	468,578	550,011
비지배지분	10,444	10,504	11,388	13,155	15,015
자본총계	363,678	402,192	437,095	509,264	595,952

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,131	4,950	6,009	13,103	13,800
BPS	52,002	57,663	64,428	75,083	87,921
CFPS	7,656	11,394	12,868	22,528	24,212
DPS	1,444	1,446	1,446	2,946	1,488
주가배수(배)					
PER	36.8	10.7	15.8	7.2	6.9
PER(최고)	36.8	17.9	10.3		
PER(최저)	25.6	10.1	8.5		
PBR	1.5	0.9	1.5	1.3	1.1
PBR(최고)	1.5	1.5	1.0		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.8		
PSR	2.1	1.2	1.9	1.5	1.4
PCFR	10.3	4.7	7.4	4.2	3.9
EV/EBITDA	10.4	3.9	3.7	2.2	1.6
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	55.7	25.0	20.2	19.2	9.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.8	2.7	2.4	4.9	2.5
ROA	3.4	7.1	7.9	15.8	14.9
ROE	4.1	9.0	9.9	18.8	16.9
ROIC	-1.2	9.0	12.9	22.7	22.1
매출채권회전율	6.1	6.2	6.3	7.5	7.2
채고자산회전율	5.0	5.8	6.2	6.9	6.9
부채비율	25.4	27.9	21.7	14.7	11.9
순차입금비용	-16.9	-17.9	-20.1	-18.5	-26.7
이자보상배율, 현금	7.1	36.2	52.7	160.6	219.6
총차입금	30,936	40,517	34,924	28,022	22,584
순차입금	-61,471	-72,134	-87,710	-94,204	-159,122
EBITDA	45,234	75,357	85,636	145,383	157,304
FCF	-30,251	13,418	20,850	14,959	78,511

SK하이닉스 (000660)



BUY(Maintain)

목표주가 730,000원

주가(11/21) 521,000원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

2026년 DRAM 산업은 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 전망이다. 이에 따라 SK하이닉스의 2026년 영업이익은 81조원을 기록하며, 시장 컨센서스를 상회할 것으로 판단. 목표주가 73만원과 업종 top pick 의견을 유지함.

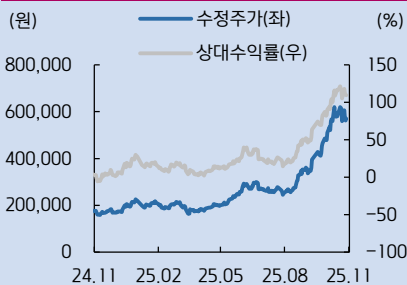
Stock Data

KOSPI (11/21)		3,853.26pt
시가총액		3,792,892억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	620,000 원	158,800원
최고/최저가 대비 등락	-16.0%	228.1%
주가수익률	절대	상대
	1M	8.8% 7.9%
	6M	159.9% 77.1%
	1Y	639.0% 298.3%

Company Data

발행주식수	728,002 천주
일평균 거래량(3M)	4,121천주
외국인 지분율	53.4%
배당수익률(25.E)	1.0%
BPS(25.E)	158,390원
주요 주주	에스케이스퀘어 외 9인
	20.1%

Price Trend



실적 호조와 수요 우려 공존

>>> 2026년 DRAM 업황 호조 지속

2026년 DRAM 산업은 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 전망이다. 다만 '공급에 의한 상승 사이클(Supply-driven Short Supply)'이라고 판단하기 때문에, 향후 증설 강도에 따라 사이클의 기간이 좌우될 것이다. 마이크론의 경우 ID1 완공이 예상되는 2027년 상반기까지 클린룸 확보가 어렵기 때문에, 공간이 있는 삼성전자(P4 80~90K)와 SK하이닉스(M15X 60~70K)의 증설 의지에 따라 업황이 변동될 것이다. 따라서 현재의 좋은 업황을 지키기 위해서는 그 어느 때보다 삼성전자와 SK하이닉스의 보수적인 투자 기조가 요구되는 상황이다.

>>> 2026년 영업이익 81조원 전망

SK하이닉스는 2026년 매출액 141.7조원(+51%YoY)과 영업이익 81조원(+86%YoY)의 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. HBM의 출하량은 ASIC 내 점유율 확대 효과로 +40%YoY 증가하고, 업황 개선이 급격히 나타나고 있는 범용 DRAM의 가격은 +54%YoY 급등할 것으로 예상된다. NAND 역시 가격 상승 흐름을 보이기 시작해, 실적의 추가 업사이드도 가능하다고 판단한다.

>>> 목표주가 73만원 유지

DRAM의 가격 급등이 PC와 스마트폰의 수요 감소로 이어질 수 있다는 점이 우려되지만, 당분간은 가격 전망치 및 시장 컨센서스의 상향 조정 모멘텀이 주가 상승을 이끌어갈 것으로 판단한다. 목표주가 73만원과 반도체 업종 top pick 의견을 유지한다.

(실적원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	93,623	141,717	166,234
영업이익	-7,730	23,467	43,400	80,717	93,757
EBITDA	5,943	36,049	56,311	95,927	111,653
세전이익	-11,658	23,885	49,785	85,578	100,687
순이익	-9,138	19,797	41,280	68,462	79,542
지배주주지분순이익	-9,112	19,789	41,263	68,434	79,509
EPS(원)	-12,517	27,182	56,680	94,002	109,216
증감률(% YoY)	적전	흑전	108.5	65.8	16.2
PER(배)	-11.3	6.4	9.2	5.5	4.8
PBR(배)	1.93	1.71	3.29	2.07	1.45
EV/EBITDA(배)	22.0	3.9	2.6	1.2	0.5
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.4	57.0	56.4
ROE(%)	-15.6	31.1	43.6	45.9	35.8
순차입금비율(%)	52.3	20.4	-5.2	-20.7	-37.9

자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
출하량 [백만 Gb]	19,020	23,585	25,361	25,868	25,092	27,100	28,997	28,417	76,131	93,835	109,605
QoQ/YoY	-8%	24%	8%	2%	-3%	8%	7%	-2%	17%	23%	17%
ASP/Gb [USD]	0.51	0.52	0.54	0.63	0.70	0.74	0.77	0.74	0.43	0.55	0.74
QoQ/YoY	0%	1%	5%	16%	12%	5%	3%	-4%	79%	28%	33%
Cost/Gb [USD]	0.24	0.23	0.23	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.23	0.23	0.24
QoQ/YoY	-3%	-2%	-2%	5%	2%	0%	-3%	4%	-1%	1%	3%
Operating Profits/Gb [USD]	0.27	0.29	0.31	0.39	0.46	0.50	0.53	0.49	0.20	0.32	0.49
OPm/Gb	54%	55%	58%	62%	65%	67%	69%	67%	46%	58%	67%
NAND											
출하량[백만 1GB]	33,012	56,451	53,029	53,559	49,810	56,285	60,788	63,827	184,331	196,051	230,710
QoQ/YoY	-19%	71%	-6%	1%	-7%	13%	8%	5%	0%	6%	18%
ASP/GB [USD]	0.07	0.06	0.07	0.07	0.08	0.08	0.08	0.07	0.08	0.07	0.08
QoQ/YoY	-20%	-9%	11%	9%	5%	2%	-2%	-5%	92%	-13%	14%
Cost/GB [USD]	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06
QoQ/YoY	-8%	-6%	-2%	-2%	2%	4%	5%	-2%	-6%	-4%	4%
Operating Profits/GB [USD]	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01
OPm/Gb	-1%	-5%	7%	17%	19%	18%	12%	9%	14%	5%	14%
매출액											
QoQ/YoY Growth	-11%	26%	10%	20%	5%	13%	11%	-4%	102%	41%	51%
DRAM	14,111	17,121	19,044	23,346	25,074	28,369	31,750	30,184	45,221	73,621	115,376
NAND	3,176	4,746	4,884	5,570	5,402	6,182	6,613	6,665	19,096	18,375	24,861
매출원가											
매출원가율	43%	46%	43%	36%	35%	34%	34%	35%	52%	41%	35%
매출총이익											
판매비와관리비	2,661	2,770	2,646	3,348	2,718	2,879	2,906	3,283	8,361	11,426	11,786
영업이익											
QoQ/YoY Growth	-8%	24%	24%	35%	13%	16%	13%	-9%	흑자전환	85%	86%
DRAM	7,551	9,416	11,045	14,466	16,368	19,012	21,969	20,156	21,011	42,479	77,506
NAND	-32	-237	342	922	1,028	1,096	776	603	2,633	995	3,503
영업이익률											
DRAM	54%	55%	58%	62%	65%	67%	69%	67%	46%	58%	67%
NAND	-1%	-5%	7%	17%	19%	18%	12%	9%	14%	5%	14%
법인세차감전손익											
법인세비용	1,191	1,726	2,193	3,395	3,546	4,302	4,682	4,586	4,088	8,505	17,116
당기순이익											
당기순이익률	46%	31%	52%	46%	46%	49%	48%	49%	30%	44%	48%
KRW/USD											
	1,452	1,400	1,385	1,435	1,425	1,415	1,430	1,445	1,368	1,416	1,429

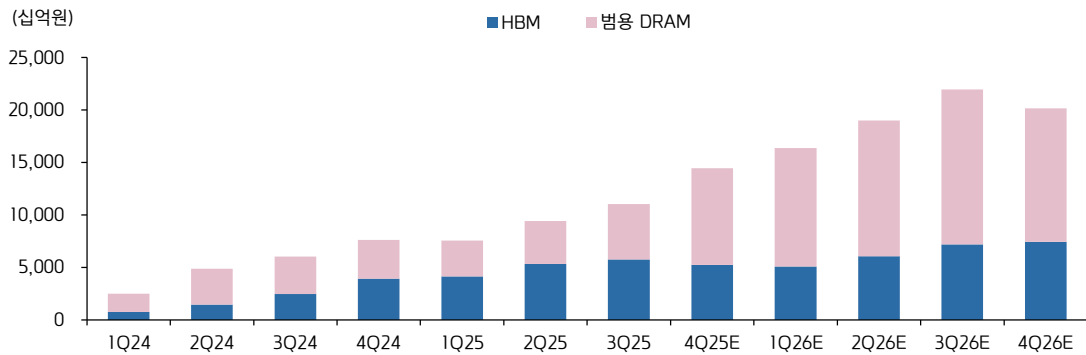
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 부문 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Bit shipments [십억 Gb]											
범용 DRAM	16.3	20.1	21.6	21.8	20.9	22.6	24.0	23.5	69.7	79.8	91.0
HBM	2.7	3.5	3.7	4.1	4.2	4.5	5.0	4.9	6.5	14.0	18.6
HBM 출하 비중	14%	15%	15%	16%	17%	17%	17%	17%	9%	15%	17%
ASP [USD/Gb]											
Total DRAM	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	0.4	0.6	0.7
%QoQ/%YoY	0%	1%	5%	16%	12%	5%	3%	-4%	79%	28%	33%
범용 DRAM	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5	0.3	0.4	0.6
%QoQ/%YoY	-6%	-5%	6%	38%	26%	3%	1%	-9%	55%	6%	59%
HBM	1.6	1.7	1.8	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7	1.5	1.7	1.6
%QoQ/%YoY	4%	7%	5%	-12%	-14%	12%	5%	5%	10%	12%	-7%
매출액 [십억원]											
Total DRAM	14,111	17,121	19,044	23,346	25,074	28,369	31,750	30,184	45,221	73,621	115,376
범용 DRAM	7,717	8,681	9,788	14,126	16,879	18,583	20,138	18,182	32,017	40,311	73,782
HBM	6,393	8,440	9,256	9,220	8,195	9,786	11,612	12,002	13,204	33,310	41,594
HBM 매출 비중	45%	49%	49%	39%	33%	34%	37%	40%	29%	45%	36%

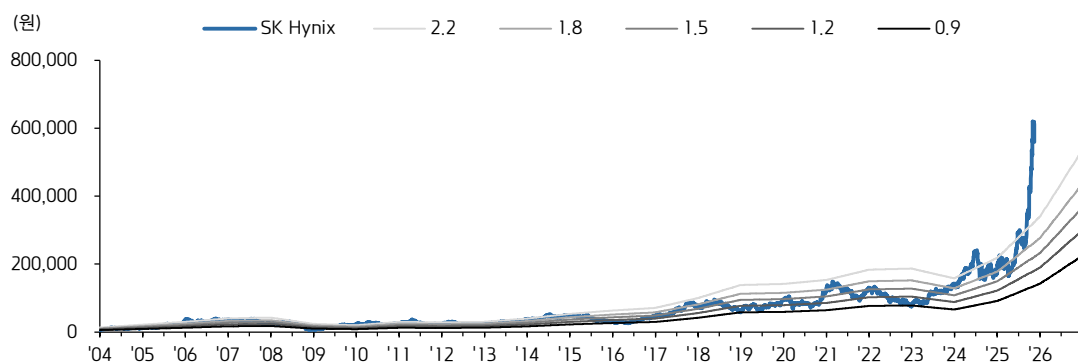
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 DRAM 부문 영업이익 Breakdown



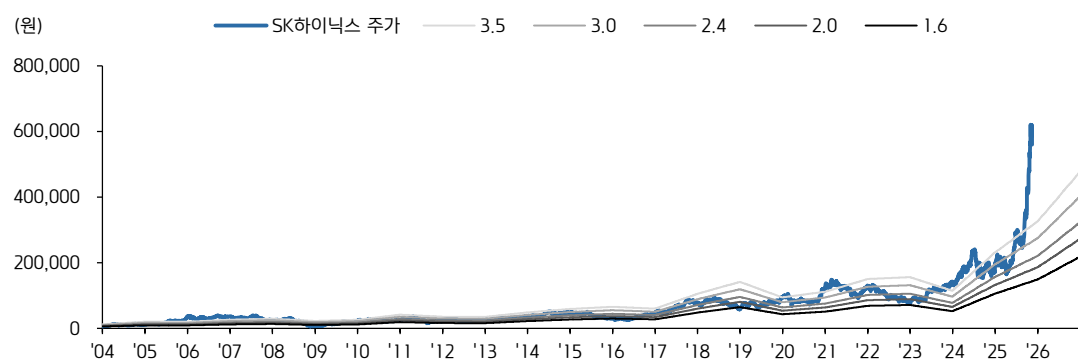
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B Ratio



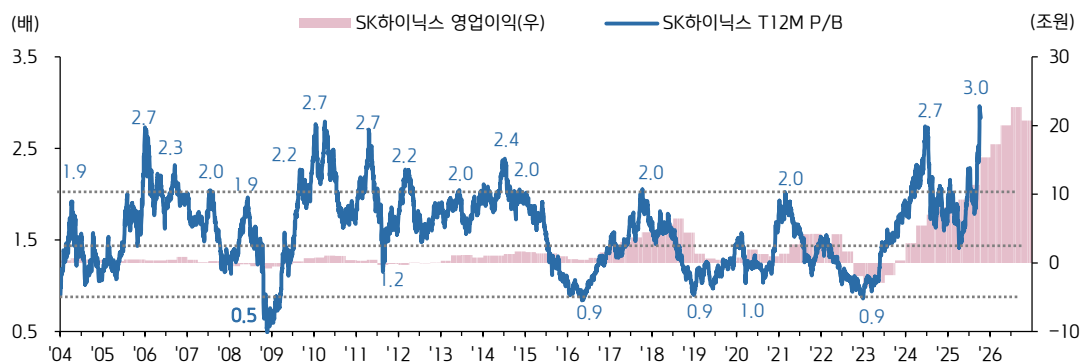
자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/S Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B vs. 영업이익



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	93,623	141,717	166,234
매출원가	33,299	34,365	38,798	49,214	59,943
매출총이익	-533	31,828	54,825	92,503	106,291
판매비	7,197	8,361	11,426	11,786	12,533
영업이익	-7,730	23,467	43,400	80,717	93,757
EBITDA	5,943	36,049	56,311	95,927	111,653
영업외손익	-3,928	418	6,386	4,860	6,929
이자수익	216	345	353	792	1,973
이자비용	1,468	1,345	392	150	157
외환관련이익	1,904	4,221	10,766	6,379	6,371
외환관련손실	2,222	3,952	4,361	2,322	1,390
종속 및 관계기업손익	15	-38	35	38	41
기타	-2,373	1,187	-15	123	91
법인세차감이익	-11,658	23,885	49,785	85,578	100,687
법인세비용	-2,520	4,088	8,505	17,116	21,144
계속사업손손익	-9,138	19,797	41,280	68,462	79,542
당기순이익	-9,138	19,797	41,280	68,462	79,542
지배주주순이익	-9,112	19,789	41,263	68,434	79,509
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-26.6	102.0	41.4	51.4	17.3
영업이익 증감율	-213.5	-403.6	84.9	86.0	16.2
EBITDA 증감율	-71.6	506.6	56.2	70.4	16.4
지배주주순이익의 증감율	-508.7	-317.2	108.5	65.8	16.2
EPS 증감율	적전	흑전	108.5	65.8	16.2
매출총이익율(%)	-1.6	48.1	58.6	65.3	63.9
영업이익율(%)	-23.6	35.5	46.4	57.0	56.4
EBITDA Margin(%)	18.1	54.5	60.1	67.7	67.2
지배주주순이익율(%)	-27.8	29.9	44.1	48.3	47.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	44,672	67,300	93,093
당기순이익	-9,138	19,797	41,280	68,462	79,542
비현금항목의 가감	15,033	17,054	19,798	30,026	35,566
유형자산감가상각비	13,121	11,985	12,288	14,571	17,189
무형자산감가상각비	553	596	624	639	707
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,359	4,473	6,886	14,816	17,670
영업활동자산부채증감	794	-5,600	-7,912	-14,764	-2,737
매출채권및기타채권의감소	-1,406	-5,098	-388	-4,388	-3,127
채고자산의감소	2,288	167	-2,445	-8,096	-95
매입채무및기타채무의증가	83	-1,103	-2,229	-379	1,865
기타	-171	434	-2,850	-1,901	-1,380
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-8,494	-16,424	-19,278
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-26,422	-37,034	-35,533
유형자산의 취득	-8,325	-15,946	-24,483	-30,895	-28,598
유형자산의 처분	1,540	47	410	480	560
무형자산의 순취득	-454	-697	-701	-984	-1,154
투자자산의감소(증가)	1,559	-714	-1,282	-2,925	-2,175
단기금융자산의감소(증가)	13	-1,577	-1,247	-3,592	-5,047
기타	-1,668	882	881	882	881
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-18,757	-5,688	-2,650
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-16,641	-3,714	151
자본금·자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	25	94	0	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,520	-1,378	-2,205
기타	-471	-596	-596	-596	-596
기타현금흐름	-30	530	-405	-1,608	1,360
현금 및 현금성자산의 순증가	2,610	3,618	-911	22,970	56,271
기초현금 및 현금성자산	4,977	7,587	11,205	10,294	33,264
기말현금 및 현금성자산	7,587	11,205	10,294	33,264	89,535

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	46,050	86,150	151,228
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	10,294	33,264	89,535
단기금융자산	1,433	3,010	4,257	7,849	12,896
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	13,686	18,075	21,201
채고자산	13,481	13,314	15,759	23,855	23,950
기타유동자산	1,025	1,451	2,054	3,107	3,646
비유동자산	69,862	77,576	89,702	111,697	126,636
투자자산	5,809	6,522	7,805	10,730	12,904
유형자산	52,705	60,157	71,942	87,786	98,634
무형자산	3,835	4,019	4,096	4,442	4,889
기타비유동자산	7,513	6,878	5,859	8,739	10,209
자산총계	100,330	119,855	135,752	197,846	277,864
유동부채	21,008	24,965	15,047	12,288	14,435
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	11,157	10,778	12,642
단기금융부채	11,773	9,150	3,581	1,197	1,425
기타유동부채	2,209	2,429	309	313	368
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	20,414	14,744	16,813
지배지분	53,504	73,903	115,308	183,045	260,960
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
기타지분	-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	105,303	171,532	247,941
비지배지분	-1	12	29	58	91
자본총계	53,504	73,916	115,338	183,103	261,051

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	56,680	94,002	109,216
BPS	73,495	101,515	158,390	251,435	358,460
CFPS	8,098	50,619	83,898	135,285	158,116
DPS	1,200	2,204	2,000	3,200	4,500
주가배수(배)					
PER	-11.3	6.4	9.2	5.5	4.8
PER(최고)	-11.5	9.1	4.0		
PER(최저)	-5.8	4.7	3.0		
PBR	1.9	1.7	3.3	2.1	1.5
PBR(최고)	2.0	2.4	1.4		
PBR(최저)	1.0	1.3	1.1		
PSR	3.1	1.9	4.1	2.7	2.3
PCFR	17.5	3.4	6.2	3.9	3.3
EV/EBITDA	22.0	3.9	2.6	1.2	0.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	-9.0	7.7	3.3	3.2	3.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.8	1.3	1.0	1.5	2.2
ROA	-8.9	18.0	32.3	41.0	33.4
ROE	-15.6	31.1	43.6	45.9	35.8
ROIC	-11.4	25.7	40.0	54.9	53.2
매출채권회전율	5.3	6.5	6.9	8.9	8.5
재고자산회전율	2.2	4.9	6.4	7.2	7.0
부채비율	87.5	62.2	17.7	8.1	6.4
순차입금비율	52.3	20.4	-5.2	-20.7	-37.9
이자보상배율, 현금	-5.3	17.4	110.6	536.8	596.0
총차입금	37,028	29,296	8,545	3,274	3,426
순차입금	28,007	15,081	-6,006	-37,839	-99,006
EBITDA	5,943	36,049	56,311	95,927	111,653
FCF	-1,432	10,118	16,191	32,264	59,348



BUY(Maintain)

목표주가 260,000원

주가(11/21) 207,000원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

2026년 영업이익 2,251억원(+33%YoY)을 기록하며 크게 성장할 전망이다. 파운드리 가동률 상승, DRAM 신규 라인 증설, 이차전지 바인더의 신규 고객 확보 등을 예상하기 때문. 주가 역시 이를 반영하며, 반등세를 보일 것으로 판단. 반도체 업종 top pick 의견을 유지함.

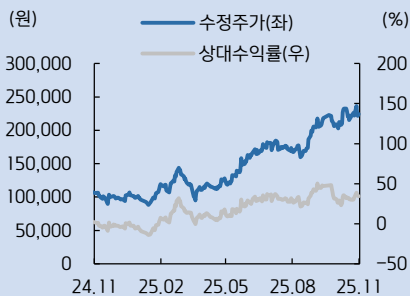
Stock Data

KOSPI (11/21)		3,853.26pt
시가총액		23,464억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	236,500 원	88,000원
최고/최저가 대비 등락	-12.5%	135.2%
주가수익률	절대	상대
	1M	0.2%
	6M	69.3%
	1Y	173.1%
		-0.5%
		15.3%
		47.2%

Company Data

발행주식수	11,335 천주
일평균 거래량(3M)	67천주
외국인 지분율	36.2%
배당수익률(25.E)	1.0%
BPS(25.E)	98,515원
주요 주주	국민연금공단
	12.9%

Price Trend



2026년 매출 1조원 달성의 첫 해

>>> 2026년 DRAM 업황 호조 지속

2026년 DRAM 산업은 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 전망이다. 다만 '공급에 의한 상승 사이클(Supply-driven Short Supply)'이라고 판단하기 때문에, 향후 증설 강도에 따라 사이클의 기간이 좌우될 것이다. 마이크론의 경우 ID1 완공이 예상되는 2027년 상반기까지 클린룸 확보가 어렵기 때문에, 공간이 있는 삼성전자(P4 80~90K)와 SK하이닉스(M15X 60~70K)의 증설 의지에 따라 업황이 변동될 것이다.

>>> 2026년 영업이익 2,251억원 전망

2026년 실적은 매출액 1.0조원(+13%YoY), 영업이익 2,251억원(+33%YoY)으로, 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 삼성 파운드리 가동률 상승과 SK하이닉스의 M15X 신규 가동, 해외 고객들로의 판매 증가에 따라, 반도체 소재의 실적 성장이 예상된다. 이차전지 바인더의 경우에도 1)국내 신규 고객사향 출하량 증가, 2)신규 아이템 추가 양산으로 큰 폭의 실적 성장을 이룰 전망이다.

>>> 목표주가 26만원, 소재 top pick 제시

한솔케미칼의 주가는 연초 이후 크게 반등한 뒤, 최근 들어 기간 조정을 보이고 있다. 그러나 2026년 상반기부터 고객들의 신규 투자와 가동률 상승이 이어지며, 한솔케미칼의 분기 실적 성장이 동반될 것이다. 주가 역시 이를 반영하며 상승세를 보일 것으로 판단한다. 목표주가 26만원과 업종 top pick 의견을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	771.7	776.4	888.1	1,002.4	1,175.8
영업이익	124.1	128.8	169.0	225.1	288.5
EBITDA	177.2	179.9	217.6	279.6	343.9
세전이익	135.6	147.8	194.5	255.3	325.2
순이익	108.7	124.9	162.3	196.6	250.4
지배주주지분순이익	105.3	122.7	159.4	193.1	246.0
EPS(원)	9,294	10,823	14,115	17,096	21,776
증감률(% YoY)	-32.1	16.5	30.4	21.1	27.4
PER(배)	24.4	9.0	14.7	12.1	9.5
PBR(배)	3.04	1.13	2.10	1.83	1.57
EV/EBITDA(배)	15.9	7.5	5.5	3.8	2.8
영업이익률(%)	16.1	16.6	19.0	22.5	24.5
ROE(%)	13.1	13.5	15.3	16.1	17.7
순차입금비용(%)	16.3	13.7	2.4	-8.2	-14.7

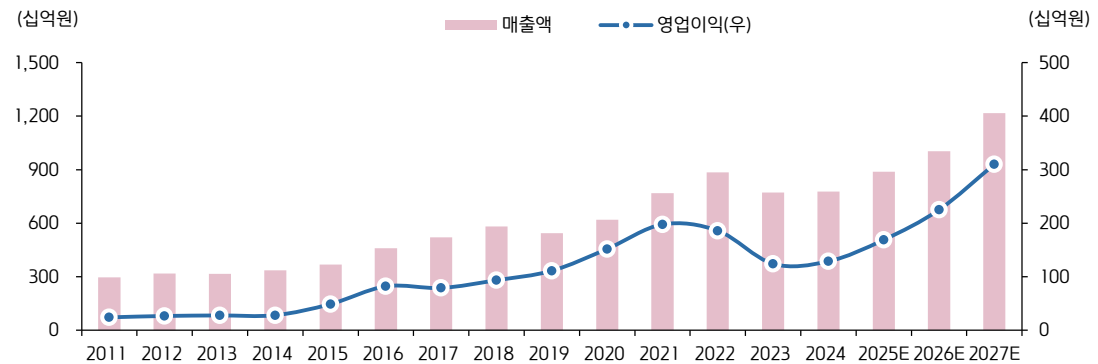
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	197.9	199.1	190.6	188.8	209.6	221.9	230.0	226.6	776.4	888.1	1,002.4
QoQ/YoY Growth	3%	1%	-4%	-1%	11%	6%	4%	-2%	1%	14%	13%
정밀화학	49.0	51.0	50.9	48.9	52.2	55.3	55.4	61.3	199.9	224.2	242.7
전자 및 이차전지 소재	66.1	57.2	54.7	58.8	76.5	81.4	85.7	78.1	236.8	321.6	378.6
제지/환경제품	25.7	28.9	26.5	27.1	27.8	29.5	25.7	27.9	108.1	110.8	116.3
기타/연결법인	57.0	62.1	58.6	54.0	53.1	55.8	63.2	59.4	231.6	231.5	264.8
매출원가	144.7	145.5	139.3	142.1	146.7	153.5	159.8	168.4	571.6	628.3	681.9
매출원가율	73%	73%	73%	75%	70%	69%	69%	74%	74%	71%	68%
매출총이익	53.2	53.6	51.3	46.7	62.8	68.5	70.3	58.2	204.8	259.8	320.5
매출총이익률	27%	27%	27%	25%	30%	31%	31%	26%	26%	29%	32%
판매비와관리비	19.0	18.5	14.3	24.2	21.1	19.6	21.5	28.6	75.9	90.8	95.4
영업이익	34.2	35.1	37.0	22.5	41.7	48.9	48.8	29.6	128.8	169.0	225.1
QoQ/YoY Growth	63%	3%	5%	-39%	85%	17%	0%	-39%	4%	31%	33%
영업이익률	17%	18%	19%	12%	20%	22%	21%	13%	17%	19%	22%
법인세차감전손익	41.0	42.6	36.0	28.3	45.8	55.0	56.4	37.3	147.8	194.5	255.3
법인세비용	9.2	6.1	3.7	3.9	10.3	6.4	9.9	5.6	22.9	32.2	58.7
당기순이익	31.8	36.5	32.2	24.4	35.5	48.6	46.5	31.7	124.9	162.3	196.6
당기순이익률	16%	18%	17%	13%	17%	22%	20%	14%	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	1,434

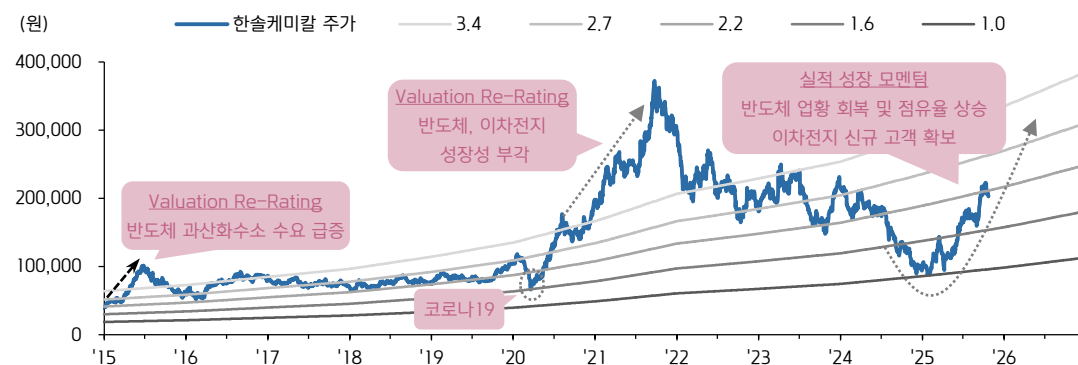
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망: 2025~2027년 성장 재개



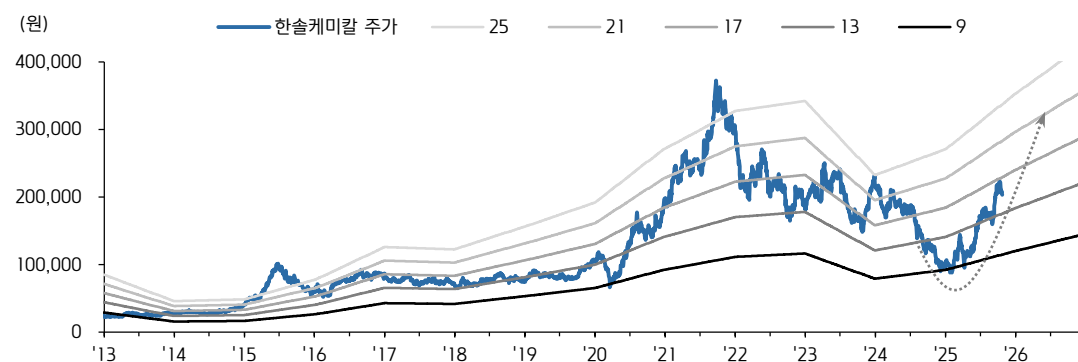
자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	771.7	776.4	888.1	1,002.4	1,175.8
매출원가	566.7	571.6	628.3	681.9	790.7
매출총이익	205.0	204.8	259.8	320.5	385.1
판매비	80.8	75.9	90.8	95.4	96.6
영업이익	124.1	128.8	169.0	225.1	288.5
EBITDA	177.2	179.9	217.6	279.6	343.9
영업외손익	11.4	18.9	25.5	30.2	36.7
이자수익	4.9	5.5	4.1	6.9	8.9
이자비용	5.8	5.3	3.8	3.3	2.4
외환관련이익	6.1	7.5	5.4	5.1	5.0
외환관련손실	5.8	3.7	2.5	2.8	3.3
종속 및 관계기업손익	12.7	20.2	13.1	11.8	13.9
기타	-0.7	-5.3	9.2	12.5	14.6
법인세차감전이익	135.6	147.8	194.5	255.3	325.2
법인세비용	26.9	22.9	32.2	58.7	74.8
계속사업손익	108.7	124.9	162.3	196.6	250.4
당기순이익	108.7	124.9	162.3	196.6	250.4
지배주주순이익	105.3	122.7	159.4	193.1	246.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-12.8	0.6	14.4	12.9	17.3
영업이익 증감율	-33.3	3.8	31.2	33.2	28.2
EBITDA 증감율	-24.7	1.5	21.0	28.5	23.0
지배주주순이익 증감율	-32.1	16.5	29.9	21.1	27.4
EPS 증감율	-32.1	16.5	30.4	21.1	27.4
매출총이익율(%)	26.6	26.4	29.3	32.0	32.8
영업이익율(%)	16.1	16.6	19.0	22.5	24.5
EBITDA Margin(%)	23.0	23.2	24.5	27.9	29.2
지배주주순이익율(%)	13.6	15.8	17.9	19.3	20.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	144.1	162.4	197.1	242.9	283.3
당기순이익	108.7	124.9	162.3	196.6	250.4
비현금항목의 가감	80.1	60.4	77.7	106.7	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	29.1	52.2	65.4
영업활동자산부채증감	-17.0	-8.5	-18.1	-12.4	-26.8
매출채권및기타채권의감소	3.5	1.5	-6.7	-1.1	-6.5
재고자산의감소	1.6	-2.6	-6.6	-1.1	-23.1
매입채무및기타채무의증가	-5.0	-3.0	1.2	-4.2	6.9
기타	-17.1	-4.4	-6.0	-6.0	-4.1
기타현금흐름	-27.7	-14.4	-24.8	-48.0	-61.1
투자활동 현금흐름	-171.9	-72.1	-80.2	-97.1	-118.9
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	-9.2	-10.8	-10.0
기타	6.7	17.8	17.9	17.9	17.9
재무활동 현금흐름	-4.5	-76.9	-99.3	-49.8	-70.9
차입금의 증가(감소)	20.9	-23.8	-76.8	-27.4	-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	14.0	8.1	-22.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-32.0	16.6	31.6	104.1	70.6
기초현금 및 현금성자산	99.1	67.1	83.7	115.2	219.3
기말현금 및 현금성자산	67.1	83.7	115.2	219.3	289.9

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	367.4	348.0	402.6	520.0	630.8
현금 및 현금성자산	67.1	83.7	115.2	219.3	289.8
단기금융자산	70.3	37.9	47.1	57.9	67.9
매출채권 및 기타채권	101.0	97.5	104.2	105.3	111.8
재고자산	124.4	125.9	132.5	133.6	156.7
기타유동자산	4.6	3.0	3.6	3.9	4.6
비유동자산	983.6	1,116.6	1,122.3	1,143.0	1,216.1
투자자산	84.7	98.1	94.9	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	43.9	14.8	16.5
자산총계	1,351.0	1,464.7	1,524.9	1,663.1	1,846.9
유동부채	247.8	272.4	191.9	185.9	150.3
매입채무 및 기타채무	96.0	88.8	90.0	85.9	92.7
단기금융부채	133.1	155.1	79.3	77.9	34.9
기타유동부채	18.7	28.5	22.6	22.1	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	312.1	280.5	245.4
자본지분	845.5	974.3	1,112.7	1,279.1	1,493.6
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	1,044.9	1,209.2	1,421.9
비지배지분	96.0	97.1	100.0	103.5	107.9
자본총계	941.5	1,071.4	1,212.8	1,382.6	1,601.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	9,294	10,823	14,115	17,096	21,776
BPS	74,592	85,955	98,515	113,244	132,233
CFPS	16,655	16,345	21,251	26,851	32,864
DPS	2,100	2,100	2,100	2,600	3,000
주가배수(배)					
PER	24.4	9.0	14.7	12.1	9.5
PER(최고)	27.5	22.0	10.5		
PER(최저)	15.5	8.3	6.2		
PBR	3.0	1.1	2.1	1.8	1.6
PBR(최고)	3.4	2.8	1.5		
PBR(최저)	1.9	1.0	0.9		
PSR	3.3	1.4	2.6	2.3	2.0
PCFR	13.6	5.9	9.7	7.7	6.3
EV/EBITDA	15.9	7.5	5.5	3.8	2.8
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	21.0	18.6	14.3	14.7	13.3
배당수익률(%·보통주·현금)	0.9	2.2	1.0	1.3	1.4
ROA	8.3	8.9	10.9	12.3	14.3
ROE	13.1	13.5	15.3	16.1	17.7
ROIC	10.0	10.2	12.4	15.0	18.2
매출채권회전율	7.4	7.8	8.8	9.6	10.8
재고자산회전율	6.2	6.2	6.9	7.5	8.1
부채비율	43.5	36.7	25.7	20.3	15.3
순차입금비율	16.3	13.7	2.4	-8.2	-14.7
이자보상배율·현금	21.4	24.2	44.0	68.4	118.7
총차입금	290.5	268.7	191.9	164.5	121.5
순차입금	153.0	147.1	29.5	-112.7	-236.2
EBITDA	177.2	179.9	217.6	279.6	343.9
FCF	-28.3	42.4	79.9	114.6	127.9

리노공업 (058470)



BUY(Maintain)

목표주가 80,000원

주가(11/21) 54,400원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

2026년 하이퍼스케일러들의 자체 가속기 출시가 집중되어 있음. AI 추론 및 ASIC 시장 확대는 리노공업의 고성능 IC Test Socket 수요 증가와 blended ASP 상승으로 직결될 것으로 판단. 목표주가 8만원과 반도체 부품 업종 top pick 의견을 유지함.

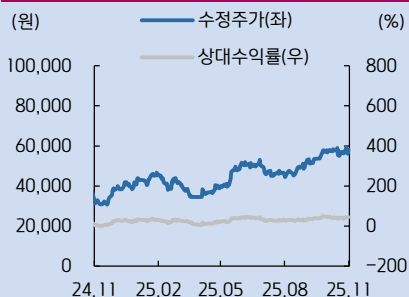
Stock Data

KOSDAQ (11/21)	863.95pt	
시가총액	41,459억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	59,100 원	30,620원
최고/최저가 대비 등락	-8.0%	77.7%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.2%	-3.3%
6M	36.3%	14.2%
1Y	77.2%	39.6%

Company Data

발행주식수	76,212 천주
일평균 거래량(3M)	532천주
외국인 지분율	34.8%
배당수익률(25.E)	6.4%
BPS(25.E)	9,193원
주요 주주	이재윤 34.7%

Price Trend



ASIC 시장 확대 수혜

>>> ASIC 수요 확대

2026년 AI 가속기 시장은 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 하이퍼스케일러의 자체 가속기 시장 규모는 +69%YoY 급등하지만, NVIDIA의 성장률은 +19%YoY에 그치며, 성장률 격차가 확대될 전망이다. 2027년에는 GPU와 ASIC 진영 간에 치열한 제품 spec 경쟁이 확대되며, HBM의 수요 급증을 일으킬 것으로 예상된다.

>>> 2026년 AI 키워드는 ASIC

Microsoft는 Maia200의 출시를 미루는 대신 HBM의 탑재량을 288GB로 증가시킬 전망이다. Google은 3nm 공정을 적용하고 HBM 용량을 대폭 키우며, TPU의 성능을 향상시키고 있다. Meta는 2026년 출시 예정인 MTIA v3에 기존의 LPDDR5 대신 HBM3e를 채택하며 HBM 신규 고객사로 급부상할 것이고, AWS는 HBM의 탑재량을 꾸준히 증가시킬 것이다. 2027년에는 OpenAI의 Titan이 출시되며, 가속기 시장 수요에 큰 기여를 할 것으로 기대된다.

>>> 목표주가 상향, 반도체 부품 Top Pick

AI 추론 및 ASIC 시장 확대는 리노공업의 고성능 IC Test Socket 수요 증가와 blended ASP 상승으로 직결될 것으로 판단한다. 목표주가 8만원과 반도체 부품 업종 top pick 의견을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	255.6	278.2	357.1	429.8	512.7
영업이익	114.4	124.2	166.7	201.1	239.9
EBITDA	128.2	137.6	179.7	214.5	256.0
세전이익	142.2	146.5	177.9	210.4	252.8
순이익	110.9	113.3	137.2	162.3	194.9
지배주주지분순이익	110.9	113.3	137.2	162.3	194.9
EPS(원)	1,455	1,486	1,800	2,129	2,558
증감률(% YoY)	-3.0	2.1	21.1	18.3	20.1
PER(배)	27.8	25.8	30.2	25.5	21.3
PBR(배)	5.54	4.69	5.92	5.21	4.53
EV/EBITDA(배)	21.5	18.5	14.4	11.8	9.1
영업이익률(%)	44.8	44.6	46.7	46.8	46.8
ROE(%)	21.1	19.2	20.7	21.7	22.8
순차입금비용(%)	-58.0	-61.0	-62.7	-61.1	-74.1

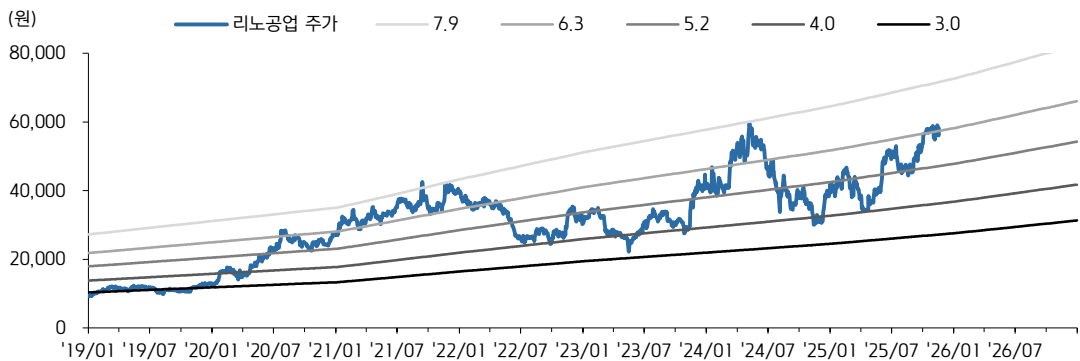
자료: 키움증권 리서치센터

리노공업 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	54.9	71.0	68.9	83.4	78.4	112.5	96.8	69.3	278.2	357.1	429.8
Leeno Pin	18.8	17.9	18.6	19.9	20.2	21.7	24.0	17.7	75.2	83.7	91.2
IC Test Socket	28.3	45.7	43.2	54.6	48.1	80.0	63.4	39.9	171.8	231.4	289.2
Others	7.8	7.4	7.1	8.9	10.1	10.8	9.4	11.8	31.2	42.1	49.4
%YoY	12%	-6%	-6%	44%	43%	59%	40%	-17%	9%	28%	20%
Leeno Pin	6%	-6%	11%	17%	8%	21%	29%	-11%	7%	11%	9%
IC Test Socket	13%	-3%	-17%	63%	70%	75%	47%	-27%	9%	35%	25%
Others	24%	-16%	44%	19%	30%	47%	32%	32%	14%	35%	17%
매출원가	28.5	34.1	35.1	42.3	39.7	53.6	44.1	35.4	140.0	172.8	209.3
매출원가율	52%	48%	51%	51%	51%	48%	46%	51%	50%	48%	49%
매출총이익	26.3	36.8	33.9	41.1	38.8	58.9	52.7	34.0	138.2	184.3	220.5
매출총이익률	48%	52%	49%	49%	49%	52%	54%	49%	50%	52%	51%
판매비와관리비	3.0	3.6	3.2	4.1	3.8	5.4	4.5	3.9	14.0	17.6	19.4
영업이익	23.3	33.2	30.7	37.0	34.9	53.4	48.3	30.1	124.2	166.7	201.1
%YoY	35%	-1%	-8%	22%	50%	61%	57%	-19%	9%	34%	47%
영업이익률	42%	47%	44%	44%	45%	47%	50%	43%	45%	47%	47%
법인세차감전손익	26.9	38.7	31.8	49.2	38.0	53.3	54.4	32.2	146.5	177.9	210.4
법인세비용	6.3	8.8	7.2	10.9	8.7	12.2	12.4	7.4	33.3	40.7	48.1
당기순이익	20.6	29.8	24.5	38.3	29.3	41.1	41.9	24.8	113.3	137.2	162.3
당기순이익률	38%	42%	36%	46%	37%	37%	43%	36%	41%	38%	38%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,450	1,400	1,385	1,435	1,365	1,395	1,434

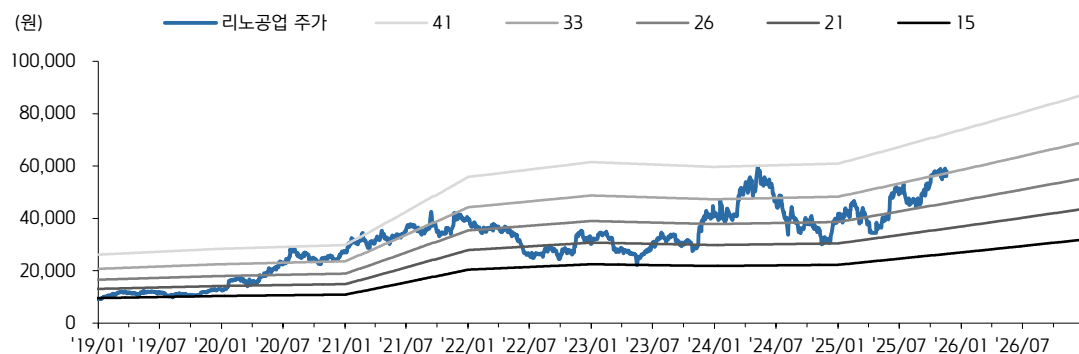
자료: 키움증권 리서치센터

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

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	255.6	278.2	357.1	429.8	512.7
매출원가	127.2	140.0	172.8	209.3	251.4
매출총이익	128.3	138.2	184.3	220.5	261.3
판매비	14.0	14.0	17.6	19.4	21.4
영업이익	114.4	124.2	166.7	201.1	239.9
EBITDA	128.2	137.6	179.7	214.5	256.0
영업외손익	27.9	22.3	11.1	9.3	12.8
이자수익	11.2	11.0	10.5	11.6	16.2
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
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	14.9	4.0	-2.3	-5.9	-7.1
법인세차감전이익	142.2	146.5	177.9	210.4	252.8
법인세비용	31.3	33.3	40.7	48.1	57.8
계속사업손익	110.9	113.3	137.2	162.3	194.9
당기순이익	110.9	113.3	137.2	162.3	194.9
지배주주순이익	110.9	113.3	137.2	162.3	194.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-20.7	8.8	28.4	20.4	19.3
영업이익 증감율	-16.3	8.6	34.2	20.6	19.3
EBITDA 증감율	-14.9	7.3	30.6	19.4	19.3
지배주주순이익 증감율	-3.0	2.2	21.1	18.3	20.1
EPS 증감율	-3.0	2.1	21.1	18.3	20.1
매출총이익률(%)	50.2	49.7	51.6	51.3	51.0
영업이익률(%)	44.8	44.6	46.7	46.8	46.8
EBITDA Margin(%)	50.2	49.5	50.3	49.9	49.9
지배주주순이익률(%)	43.4	40.7	38.4	37.8	38.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	110.4	110.1	125.6	136.6	177.0
당기순이익	110.9	113.3	137.2	162.3	194.9
비현금항목의 가감	25.1	35.4	26.1	32.8	40.6
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	13.2	19.4	24.5
영업활동자산부채증감	5.7	-21.8	-7.5	-21.8	-16.8
매출채권및기타채권의감소	13.1	-20.1	-1.8	-11.5	-13.1
채고자산의감소	-1.2	1.2	-4.5	-2.6	-2.8
매입채무및기타채무의증가	-2.0	1.9	1.7	1.6	1.8
기타	-4.2	-4.8	-2.9	-9.3	-2.7
기타현금흐름	-31.3	-16.8	-30.2	-36.7	-41.7
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	30.4	28.7	120.5
기초현금 및 현금성자산	30.4	34.2	54.8	85.2	113.8
기말현금 및 현금성자산	34.2	54.8	85.2	113.8	234.3

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	372.4	449.5	516.0	577.0	785.8
현금 및 현금성자산	34.2	54.8	85.1	113.8	234.2
단기금융자산	289.2	325.0	354.3	372.0	443.8
매출채권 및 기타채권	33.2	54.6	56.3	67.8	80.9
채고자산	14.3	13.0	17.5	20.0	22.8
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	742.3	843.6	970.6
유동부채	23.1	30.6	37.5	44.0	51.3
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	23.7	28.5	34.0
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	41.7	48.2	55.5
자본지분	557.1	622.6	700.6	795.4	915.2
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	695.8	791.3	911.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	557.1	622.6	700.6	795.4	915.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,455	1,486	1,800	2,129	2,558
BPS	7,310	8,170	9,193	10,437	12,008
CFPS	1,785	1,951	2,143	2,559	3,090
DPS	3,000	3,000	3,500	4,400	4,900
주가배수(배)					
PER	27.8	25.8	30.2	25.5	21.3
PER(최고)	30.8	41.6	26.2		
PER(최저)	15.0	19.3	19.0		
PBR	5.54	4.69	5.92	5.21	4.53
PBR(최고)	6.13	7.56	5.13		
PBR(최저)	2.99	3.51	3.73		
PSR	12.08	10.50	11.61	9.65	8.09
PCFR	22.7	19.6	25.4	21.3	17.6
EV/EBITDA	21.5	18.5	14.4	11.8	9.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	41.1	40.2	38.7	41.2	38.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	1.5	1.6	6.4	8.1	9.0
ROA	19.9	18.3	19.6	20.5	21.5
ROE	21.1	19.2	20.7	21.7	22.8
ROIC	48.8	43.9	55.2	58.0	72.6
매출채권회전율	6.4	6.3	6.4	6.9	6.9
채고자산회전율	18.7	20.4	23.5	22.9	23.9
부채비율	4.6	5.6	6.0	6.1	6.1
순차입금비용	-58.0	-61.0	-62.7	-61.1	-74.1
이자보상배율, 현금	12,550.0	16,333.0	21,926.2	26,446.4	31,550.6
총차입금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
순차입금	-323.2	-379.7	-439.3	-485.7	-677.9
EBITDA	128.2	137.6	179.7	214.5	256.0
FCF	40.2	75.0	100.1	93.0	251.6



BUY(Maintain)

목표주가 350,000원

주가(11/21) 230,000원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

2026년 영업이익 1,876억원(+41%YoY) 전망. SFS글로벌의 실적 턴어라운드, 반도체 에천트 해외 판매 증가, 반도체 프리커서의 신제품 공급 확대를 예상하기 때문. 목표주가 35만원을 유지하고, 반도체 소재 업종 차선후주로 매수 추천함.

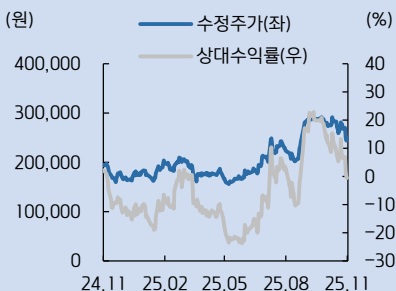
Stock Data

KOSDAQ (11/21)		863.95pt	
시가총액		17,891억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	293,000 원	156,000원	
최고/최저가 대비 등락	-21.5%	47.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-18.0%	-17.2%
	6M	38.6%	16.0%
	1Y	20.5%	-5.0%

Company Data

발행주식수	7,779 천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	27.9%
배당수익률(25.E)	1.3%
BPS(25.E)	144,768원
주요 주주	정지완 외 8인 44.9%

Price Trend



해외 판매 확대

>>> 2026년 DRAM 업황 호조 지속

2026년 DRAM 산업은 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 전망이다. 다만 '공급에 의한 상승 사이클(Supply-driven Short Supply)'이라고 판단하기 때문에, 향후 증설 강도에 따라 사이클의 기간이 좌우될 것이다. 마이크론의 경우 ID1 완공이 예상되는 2027년 상반기까지 클린룸 확보가 어렵기 때문에, 공간이 있는 삼성전자(P4 80~90K)와 SK하이닉스(M15X 60~70K)의 증설 의지에 따라 업황이 변동될 것이다.

>>> 2026년 영업이익 1,978억원 전망

솔브레인의 2026년 실적은 매출액 1.0조원(+13%YoY)과 영업이익 1,876억원(+41%YoY)으로, 성장할 전망이다. 1)SFS글로벌의 실적 턴어라운드, 2)반도체 에천트의 해외 판매 증가, 3)반도체 프리커서 및 CMP 슬러리의 신규 제품 공급을 예상하기 때문이다. 2026년 사업 부문별 매출액은 반도체 8,964억원(+17%YoY), 디스플레이 529억원(-19%YoY), 이차전지/기타 957억원(+3%YoY)을 각각 기록할 전망이다.

>>> 소재 업종 차선후주

솔브레인의 주가는 연초 이후 크게 반등한 뒤, 최근 들어 기간 조정을 보이고 있다. 2026년 상반기부터 고객들의 신규 투자와 가동률 상승이 이어지며, 솔브레인의 분기 실적 성장이 동반될 것이다. 주가 역시 이를 반영하며 상승세를 보일 것으로 판단한다. 목표주가 35만원을 유지하고, 소재 업종 차선후주로 매수 추천한다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	844.0	863.4	924.1	1,045.0	1,227.9
영업이익	133.5	167.9	132.9	187.6	232.7
EBITDA	194.0	226.9	200.3	256.8	303.1
세전이익	161.3	167.1	142.0	193.3	239.4
순이익	131.0	119.6	110.0	150.8	182.6
지배주주지분순이익	130.4	118.4	108.9	149.3	180.8
EPS(원)	16,759	15,226	14,067	19,401	23,806
증감률(%YoY)	-19.9	-9.1	-7.6	37.9	22.7
PER(배)	18.1	10.9	12.4	9.0	7.3
PBR(배)	2.65	1.28	1.21	1.06	0.93
EV/EBITDA(배)	11.5	4.4	4.9	3.5	2.6
영업이익률(%)	15.8	19.4	14.4	18.0	19.0
ROE(%)	15.6	12.5	10.3	12.6	13.5
순차입금비율(%)	-17.8	-29.9	-35.7	-38.6	-42.4

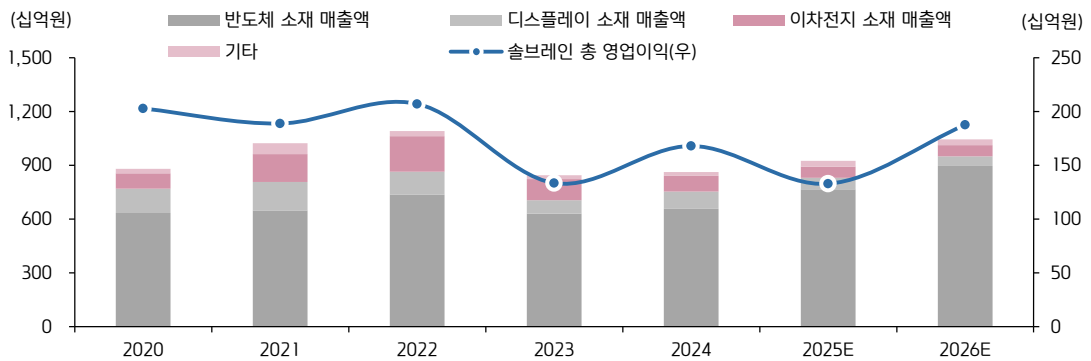
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	210.7	216.3	219.9	216.5	209.5	228.8	241.1	244.7	863.4	924.1	1,045.0
QoQ/YoY	8%	3%	2%	-2%	-3%	9%	5%	1%	2%	7%	13%
반도체 (SFS글로벌 연결)	160.2	159.5	167.6	169.3	167.0	190.0	202.4	206.3	656.6	765.7	896.4
디스플레이	19.6	26.8	28.4	22.1	21.3	16.9	13.6	13.2	96.9	65.1	52.9
이차전지/기타	30.8	30.0	23.9	25.1	21.2	21.9	25.1	25.2	109.9	93.3	95.7
매출원가	147.0	151.4	159.6	159.0	151.5	181.9	182.1	180.8	617.0	696.3	770.2
매출원가율	70%	70%	73%	73%	72%	80%	76%	74%	71%	75%	74%
매출총이익	63.7	64.9	60.3	57.5	57.9	46.9	59.0	63.9	246.4	227.8	274.8
판매비와관리비	17.7	19.1	20.6	21.0	21.9	26.7	24.4	21.8	78.4	94.9	87.2
영업이익	46.0	45.8	39.7	36.4	36.0	20.2	34.6	42.1	167.9	132.9	187.6
QoQ/YoY	102%	-1%	-13%	-8%	-1%	-44%	71%	22%	26%	-21%	41%
영업이익률	22%	21%	18%	17%	17%	9%	14%	17%	19%	14%	18%
법인세차감전손익	63.9	56.8	32.0	14.4	38.9	17.1	38.3	47.6	167.1	142.0	193.3
법인세비용	17.8	12.7	2.2	14.8	5.9	4.5	10.6	11.0	47.5	32.0	42.5
당기순이익	46.2	44.1	29.8	-0.4	33.0	12.6	27.8	36.7	119.6	110.0	150.8
당기순이익률	22%	20%	14%	0%	16%	6%	12%	15%	14%	12%	14%
KRW/USD	1,330	1,370	1,360	1,400	1,452	1,400	1,380	1,410	1,365	1,411	1,390

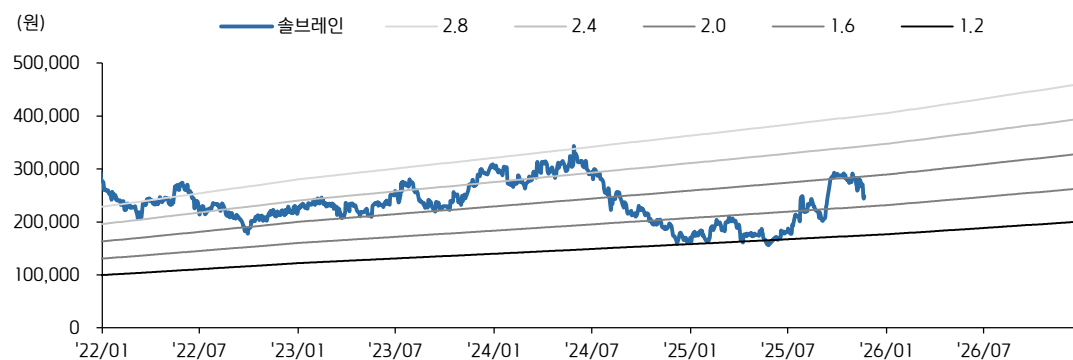
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 연결 실적 추이 및 전망



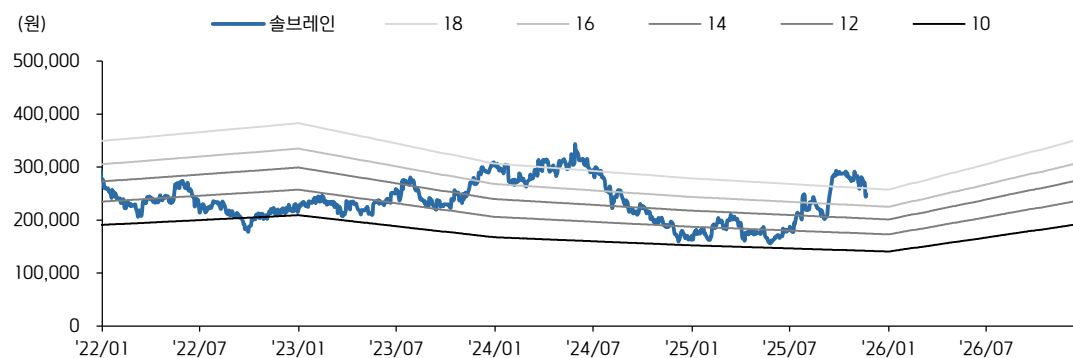
자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

솔브레인 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	844.0	863.4	924.1	1,045.0	1,227.9
매출원가	650.9	617.0	696.3	770.2	905.0
매출총이익	193.1	246.4	227.8	274.8	322.9
판매비	59.6	78.4	94.9	87.2	90.2
영업이익	133.5	167.9	132.9	187.6	232.7
EBITDA	194.0	226.9	200.3	256.8	303.1
영업외손익	27.8	-0.8	9.1	5.7	6.7
이자수익	9.7	9.8	8.2	5.4	6.6
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1
외환관련이익	17.4	28.5	10.0	9.3	7.9
외환관련손실	13.9	6.0	6.4	8.2	8.3
종속 및 관계기업손익	0.0	-46.3	-0.5	0.3	1.5
기타	14.7	13.3	-2.1	-1.1	-0.9
법인세차감전이익	161.3	167.1	142.0	193.3	239.4
법인세비용	30.3	47.5	32.0	42.5	56.7
계속사업손익	131.0	119.6	110.0	150.8	182.6
당기순이익	131.0	119.6	110.0	150.8	182.6
지배주주순이익	130.4	118.4	108.9	149.3	180.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-22.6	2.3	7.0	13.1	17.5
영업이익 증감율	-35.5	25.8	-20.8	41.2	24.0
EBITDA 증감율	-25.3	17.0	-11.7	28.2	18.0
지배주주순이익의 증감율	-19.9	-9.2	-8.0	37.1	21.1
EPS 증감율	-19.9	-9.1	-7.6	37.9	22.7
매출총이익률(%)	22.9	28.5	24.7	26.3	26.3
영업이익률(%)	15.8	19.4	14.4	18.0	19.0
EBITDA Margin(%)	23.0	26.3	21.7	24.6	24.7
지배주주순이익률(%)	15.5	13.7	11.8	14.3	14.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	221.0	262.3	169.9	131.7	180.6
당기순이익	131.0	119.6	110.0	150.8	182.6
비현금항목의 가감	80.5	117.1	60.0	75.3	86.7
유형자산감가상각비	60.0	58.4	66.8	68.9	70.2
무형자산감가상각비	0.5	0.6	0.6	0.4	0.3
지분법평가손익	0.0	-46.3	-0.8	-1.5	-2.7
기타	20.0	104.4	-6.6	7.5	18.9
영업활동자산부채증감	50.4	41.0	23.0	-57.9	-39.3
매출채권및기타채권의감소	12.7	3.7	0.4	-8.4	-12.7
채고자산의감소	40.7	12.0	17.2	-25.5	-17.4
매입채무및기타채무의증가	-14.6	8.6	6.2	-15.9	-4.8
기타	11.6	16.7	-0.8	-8.1	-4.4
기타현금흐름	-40.9	-15.4	-23.1	-36.5	-49.4
투자활동 현금흐름	-215.0	-175.7	-200.2	-140.6	-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	-0.8	8.3	-0.8
단기금융자산의감소(증가)	50.3	-90.6	-59.7	-35.3	-30.5
기타	3.5	-36.7	-36.7	-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	92.1	56.9	84.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-6.9	80.8	45.3	28.6	94.0
기초현금 및 현금성자산	167.7	160.8	241.6	286.9	315.5
기말현금 및 현금성자산	160.8	241.6	286.9	315.5	409.5

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	345.1	521.5	610.0	710.0	868.0
현금 및 현금성자산	160.8	241.6	286.9	315.5	409.6
단기금융자산	17.9	108.5	168.2	203.5	234.0
매출채권 및 기타채권	64.3	64.5	64.1	72.5	85.2
채고자산	73.0	91.0	73.8	99.2	116.6
기타유동자산	29.1	15.9	17.0	19.3	22.6
비유동자산	650.4	646.7	677.2	678.7	692.4
투자자산	140.4	96.5	96.9	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	30.8	32.7	35.6
자산총계	995.4	1,168.2	1,287.1	1,388.8	1,560.5
유동부채	71.1	123.7	135.4	93.8	91.2
매입채무 및 기타채무	59.6	87.9	94.1	78.2	73.4
단기금융부채	10.0	33.7	39.1	14.1	16.0
기타유동부채	1.5	2.1	2.2	1.5	1.8
비유동부채	5.5	7.2	7.6	8.5	9.9
장기금융부채	5.3	6.5	6.9	7.8	9.2
기타비유동부채	0.2	0.7	0.7	0.7	0.7
부채총계	76.6	130.9	143.0	102.3	101.1
자본지분	891.4	1,008.4	1,114.0	1,254.9	1,426.0
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	653.4	779.9	936.7
비자본지분	27.4	29.0	30.1	31.5	33.3
자본총계	918.8	1,037.3	1,144.1	1,286.4	1,459.4

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	16,759	15,226	14,067	19,401	23,806
BPS	114,593	129,633	144,768	164,603	188,663
CFPS	27,182	30,435	21,953	29,372	35,458
DPS	2,000	2,300	2,300	3,000	3,200
주가배수(배)					
PER	18.1	10.9	12.4	9.0	7.3
PER(최고)	18.4	23.5	15.4		
PER(최저)	12.1	10.5	11.3		
PBR	2.7	1.3	1.2	1.1	0.9
PBR(최고)	2.7	2.8	1.5		
PBR(최저)	1.8	1.2	1.1		
PSR	2.80	1.49	1.47	1.29	1.08
PCFR	11.2	5.4	8.0	6.0	4.9
EV/EBITDA	11.5	4.4	4.9	3.5	2.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	11.8	14.9	16.0	15.1	13.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	1.4	1.3	1.7	1.8
ROA	13.6	11.1	9.0	11.3	12.4
ROE	15.6	12.5	10.3	12.6	13.5
ROIC	19.3	20.0	16.8	22.6	25.3
매출채권회전율	12.1	13.4	14.4	15.3	15.6
채고자산회전율	9.1	10.5	11.2	12.1	11.4
부채비율	8.3	12.6	12.5	8.0	6.9
순차입금비용	-17.8	-29.9	-35.7	-38.6	-42.4
이자보상배율, 현금	1,613.5	2,077.5	1,435.9	4,253.4	4,583.7
총차입금	15.3	40.2	46.0	21.9	25.2
순차입금	-163.4	-309.9	-409.0	-497.1	-618.4
EBITDA	194.0	226.9	200.3	256.8	303.1
FCF	94.5	128.1	90.3	80.7	129.7

티씨케이 (064760)



BUY(Maintain)

목표주가 220,000원

주가(11/21) 141,700원

반도체 Analyst 박유악

yuak.pak@kiwoom.com

티씨케이의 전방 산업이 NAND에서 파운드리와 HBM으로 확대될 것에 주목. 파운드리의 GAA 양산, HBM의 하이브리드 본딩이 SiC 수요 확대를 이끌 것. 특히 2026년에는 9세대 NAND 양산 적용이 확대되며, 챔버당 SiC의 사용량 증가와 티씨케이의 실적 성장을 이끌 것으로 판단함.

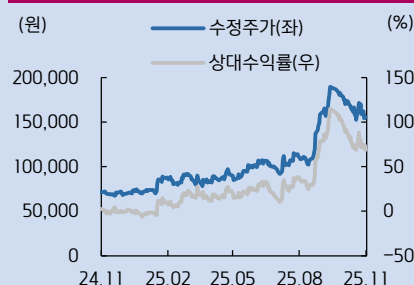
Stock Data

KOSDAQ (11/21)		863.95pt	
시가총액		16,543억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	189,500 원	67,500원	
최고/최저가 대비 등락	-25.2%	109.9%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-18.9%	-18.1%
	6M	57.8%	32.2%
	1Y	101.9%	59.0%

Company Data

발행주식수	11,675 천주
일평균 거래량(3M)	69천주
외국인 지분율	62.7%
배당수익률(25.E)	1.1%
BPS(25.E)	48,855원
주요 주주	TOKAI CARBON Co.,Ltd
	50.4%

Price Trend



9세대 NAND 양산 확대 수혜

>>> 2026년 DRAM 상승 사이클 지속

2026년 DRAM 산업은 AI 중심의 전방 수요를 공급이 못 따라가는 업황이 펼쳐질 전망이다. 다만 '공급에 의한 상승 사이클(Supply-driven Short Supply)'이라고 판단하기 때문에, 향후 증설 강도에 따라 사이클의 기간이 좌우될 것이다. 마이크론의 경우 ID1 완공이 예상되는 2027년 상반기까지 클린룸 확보가 어렵기 때문에, 공간이 있는 삼성전자(P4 80~90K)와 SK하이닉스(M15X 60~70K)의 증설 의지에 따라 업황이 변동될 것이다.

>>> 2026년 영업이익 1,136억원 전망

2026년 실적은 매출액 3,619억원(+15%YoY)과 영업이익 1,136억원(+28%YoY)으로, 크게 성장할 전망이다. 1)2Q26 삼성전자의 9세대 V-NAND 양산과 함께 NAND형 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 22만원 유지

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 전망이다. 특히 2026년에는 고객들의 9세대 NAND 양산과 함께 챔버당 SiC Ring의 사용량이 대폭 증가할 것으로 예상돼, 9세대 양산 속도에 따라 티씨케이의 실적이 당사 예상치를 넘어설 가능성도 있다.

(십억원, IFRS 연결)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	226.7	275.7	313.5	361.9	447.7
영업이익	66.7	80.7	88.5	113.6	155.9
EBITDA	81.8	95.8	104.8	129.7	171.7
세전이익	75.3	90.7	95.2	119.3	164.4
순이익	61.2	72.0	71.6	89.8	123.7
지배주주지분순이익	61.2	72.0	71.6	89.8	123.7
EPS(원)	5,246	6,167	6,136	7,692	10,598
증감률(% YoY)	-34.9	17.6	-0.5	25.4	37.8
PER(배)	21.2	11.5	23.1	18.4	13.4
PBR(배)	2.84	1.60	2.90	2.59	2.23
EV/EBITDA(배)	13.1	5.7	6.5	4.8	3.0
영업이익률(%)	29.4	29.3	28.2	31.4	34.8
ROE(%)	14.0	14.8	13.2	14.8	17.9
순차입금비율(%)	-48.9	-55.2	-59.3	-62.4	-66.8

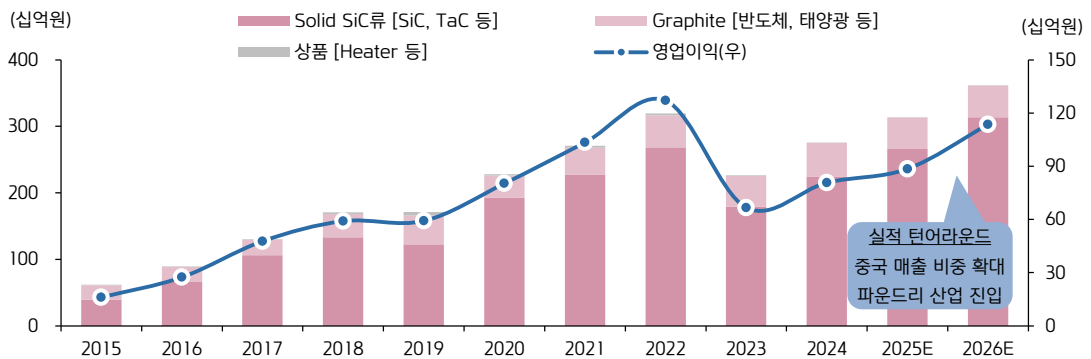
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	59.0	68.3	75.6	72.8	78.4	72.7	79.2	83.2	275.7	313.5	361.9
%QoQ/YoY Growth	-5%	16%	11%	-4%	8%	-7%	9%	5%	22%	14%	15%
Solid SiC류 [SiC, TaC 등]	45.8	55.0	61.1	62.6	62.9	61.2	68.8	73.2	224.5	266.1	313.6
Graphite [반도체, 태양광 등]	12.9	13.2	14.4	10.1	15.3	11.3	10.4	10.0	50.7	46.9	47.8
상품 [Heater 등]	0.3	0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.0	0.1	0.6	0.4	0.5
매출원가	36.3	42.3	47.2	45.7	48.7	46.8	50.3	52.9	171.6	198.7	220.8
매출원가율	62%	62%	62%	63%	62%	64%	64%	64%	62%	63%	61%
매출총이익	22.6	26.0	28.4	27.1	29.7	25.8	28.9	30.3	104.1	114.8	141.2
매출총이익률	38%	38%	38%	37%	38%	36%	36%	36%	38%	37%	39%
판매비와관리비	5.3	5.7	5.9	6.6	6.2	6.3	6.5	7.1	23.4	26.3	27.6
영업이익	17.4	20.3	22.6	20.5	23.5	19.5	22.4	23.2	80.7	88.5	113.6
%QoQ/YoY Growth	4%	17%	11%	-9%	15%	-17%	15%	4%	21%	10%	28%
영업이익률	29%	30%	30%	28%	30%	27%	28%	28%	29%	28%	31%
법인세차감전손익	19.9	22.8	23.8	24.2	25.5	20.2	24.9	24.7	90.7	95.2	119.3
법인세비용	4.3	3.8	5.1	5.5	5.9	4.2	7.7	5.7	18.7	23.5	29.5
당기순이익	15.6	19.0	18.7	18.7	19.5	16.0	17.1	19.0	72.0	71.6	89.8
당기순이익률	26%	28%	25%	26%	25%	22%	22%	23%	26%	23%	25%
KRW/USD	1,330	1,375	1,365	1,380	1,450	1,400	1,385	1,435	1,364	1,418	1,413

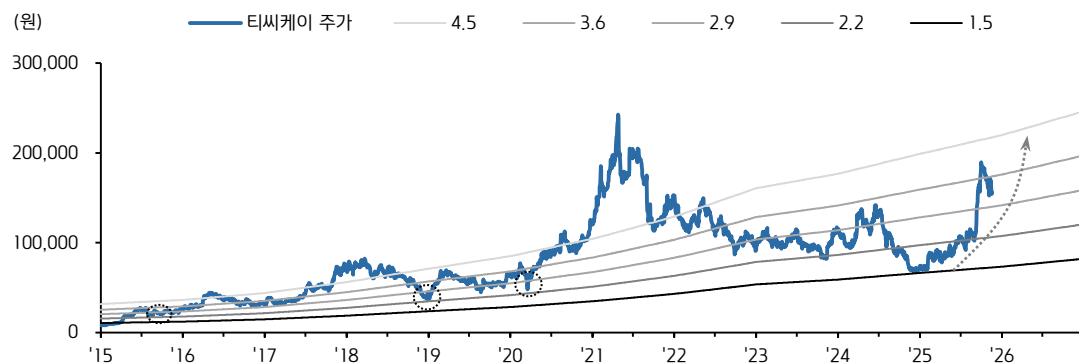
자료: 키움증권 리서치센터

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



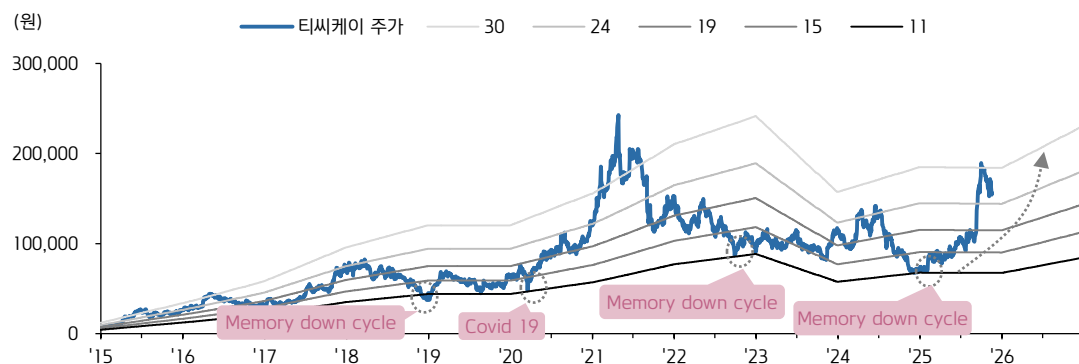
자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

티씨케이 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	226.7	275.7	313.5	361.9	447.7
매출원가	134.7	171.6	198.7	220.8	258.2
매출총이익	91.9	104.1	114.8	141.2	189.5
판매비	25.2	23.4	26.3	27.6	33.6
영업이익	66.7	80.7	88.5	113.6	155.9
EBITDA	81.8	95.8	104.8	129.7	171.7
영업외손익	8.5	10.0	6.6	5.7	8.5
이자수익	8.9	9.3	6.8	6.0	7.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련이익	2.7	5.3	4.4	5.1	6.3
외환관련손실	2.4	1.5	1.5	1.7	2.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-0.7	-3.1	-3.1	-3.7	-3.1
법인세차감전이익	75.3	90.7	95.2	119.3	164.4
법인세비용	14.0	18.7	23.5	29.5	40.6
계속사업손익	61.2	72.0	71.6	89.8	123.7
당기순이익	61.2	72.0	71.6	89.8	123.7
지배주주순이익	61.2	72.0	71.6	89.8	123.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-29.1	21.6	13.7	15.4	23.7
영업이익 증감율	-47.5	21.0	9.7	28.4	37.2
EBITDA 증감율	-42.0	17.1	9.4	23.8	32.4
지배주주순이익 증감율	-34.9	17.6	-0.6	25.4	37.8
EPS 증감율	-34.9	17.6	-0.5	25.4	37.8
매출총이익률(%)	40.5	37.8	36.6	39.0	42.3
영업이익률(%)	29.4	29.3	28.2	31.4	34.8
EBITDA Margin(%)	36.1	34.7	33.4	35.8	38.4
지배주주순이익률(%)	27.0	26.1	22.8	24.8	27.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	21.0	74.4	61.3	71.3	109.7
당기순이익	61.2	72.0	71.6	89.8	123.7
비현금항목의 가감	26.5	34.4	25.6	32.3	41.7
유형자산감가상각비	14.7	14.7	15.8	15.7	15.5
무형자산감가상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.4	19.3	9.4	16.2	25.8
영업활동자산부채증감	-36.6	-10.8	-5.2	-13.2	-8.5
매출채권및기타채권의감소	-3.2	-5.6	-0.1	-5.1	-10.1
재고자산의감소	-20.3	-9.3	-4.2	-11.3	-9.1
매입채무및기타채무의증가	-6.4	4.2	3.8	4.8	8.6
기타	-6.7	-0.1	-4.7	-1.6	2.1
기타현금흐름	-30.1	-21.2	-30.7	-37.6	-47.2
투자활동 현금흐름	-33.6	-72.0	-53.0	-61.7	-95.3
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	-44.8	-79.3
기타	-0.4	-2.1	-2.2	-2.3	-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	15.4	15.8	16.9
기초현금 및 현금성자산	44.7	31.8	33.9	49.3	65.0
기말현금 및 현금성자산	31.8	33.9	49.3	65.0	82.0

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	334.5	405.8	463.4	540.5	656.3
현금 및 현금성자산	31.8	33.9	49.3	65.0	82.0
단기금융자산	193.2	251.9	289.7	334.5	413.7
매출채권 및 기타채권	42.7	50.1	50.2	55.3	65.4
재고자산	65.9	68.8	73.0	84.3	93.4
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	617.9	693.6	807.4
유동부채	35.2	44.6	44.8	51.7	63.9
매입채무 및 기타채무	22.4	27.5	31.3	36.1	44.7
단기금융부채	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
기타유동부채	12.4	16.8	13.2	15.3	18.9
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	47.5	54.4	66.6
자본지분	458.3	516.3	570.4	639.2	740.7
자본금	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
자본잉여금	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	446.2	504.1	558.3	627.1	728.6
비자본지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	458.3	516.3	570.4	639.2	740.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	5,246	6,167	6,136	7,692	10,598
BPS	39,252	44,219	48,855	54,746	63,445
CFPS	7,520	9,117	8,332	10,456	14,169
DPS	1,200	1,410	1,500	1,800	1,900
주가배수(배)					
PER	21.2	11.5	23.1	18.4	13.4
PER(최고)	22.6	24.3	16.1		
PER(최저)	15.3	10.8	11.1		
PBR	2.8	1.6	2.9	2.6	2.2
PBR(최고)	3.0	3.4	2.0		
PBR(최저)	2.1	1.5	1.4		
PSR	5.73	3.00	5.28	4.57	3.70
PCFR	14.8	7.8	17.0	13.6	10.0
EV/EBITDA	13.1	5.7	6.5	4.8	3.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	22.9	22.9	24.4	23.4	17.9
배당수익률(%·보통주·현금)	1.1	2.0	1.1	1.3	1.3
ROA	12.5	13.6	12.1	13.7	16.5
ROE	14.0	14.8	13.2	14.8	17.9
ROIC	28.6	27.5	28.9	36.2	48.3
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	9.0
순차입금비용	-48.9	-55.2	-59.3	-62.4	-66.8
이자보상배율·현금	2,417.3	2,525.7	2,768.7	3,552.9	4,875.7
총차입금	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
순차입금	-224.2	-285.1	-338.3	-398.9	-495.1
EBITDA	81.8	95.8	104.8	129.7	171.7
FCF	-12.5	60.1	62.1	73.9	110.9

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(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
삼성전자 (005930)	2023-11-29	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-19.94	-19.11
	2023-12-08	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-17.38	-11.56
	2024-02-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-17.53	-11.56
	2024-03-26	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-19.29	-14.70
	2024-05-02	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.38	-14.70
	2024-05-29	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-20.96	-14.70
	2024-06-27	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-24.18	-20.82
	2024-07-08	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-29.75	-26.83
	2024-08-01	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-30.56	-26.83
	2024-08-06	BUY(Maintain)	120,000원	6개월	-34.71	-26.83
	2024-09-12	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-36.11	-33.70
	2024-09-30	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-32.17	-31.67
	2024-10-08	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-34.01	-31.67
	2024-11-01	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-34.91	-31.67
	2024-11-14	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-26.13	-22.27
	2024-11-28	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-27.01	-22.27
	2024-12-10	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.73	-23.15
	2025-01-07	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.53	-21.51
	2025-01-09	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-25.83	-21.51
	2025-02-03	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-24.52	-15.48
	2025-03-27	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.85	-22.75
	2025-04-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-29.62	-22.75
	2025-04-30	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-30.17	-22.75
	2025-05-28	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.73	-20.25
	2025-07-04	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.39	-20.25
	2025-07-09	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-27.52	-16.13
	2025-07-21	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-23.50	-18.43
	2025-08-01	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-22.42	-18.43
	2025-08-11	BUY(Maintain)	89,000원	6개월	-21.65	-18.43
	2025-08-22	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-18.70	-7.22
	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	-27.58	-20.64
	2025-11-24	BUY(Maintain)	140,000원	6개월		
SK하이닉스 (000660)	2023-11-29	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-19.13	-16.31
	2023-12-11	BUY(Maintain)	160,000원	6개월	-9.42	7.44
	2024-03-26	Marketperform (Downgrade)	190,000원	6개월	-4.73	-0.84
	2024-04-26	Marketperform (Maintain)	180,000원	6개월	2.58	12.50
	2024-05-29	Marketperform (Maintain)	200,000원	6개월	10.09	20.50
	2024-07-26	Marketperform (Maintain)	200,000원	6개월	7.20	20.50
	2024-08-06	BUY(Upgrade)	200,000원	6개월	-2.08	20.50
	2024-09-30	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-15.57	-8.64
	2024-11-22	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-16.47	-15.67
	2024-11-28	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-8.10	7.38
	2025-03-27	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-26.39	-20.38
	2025-04-08	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-29.64	-20.38
	2025-04-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-27.60	-20.38
	2025-05-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-12.79	15.38
	2025-08-11	Outperform (Downgrade)	300,000원	6개월	7.07	42.67
	2025-10-16	BUY(Upgrade)	520,000원	6개월	-6.43	2.88
한솔케미칼 (014680)	2023-11-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-23.48	-20.93
	2023-12-18	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-26.02	-14.26
	2024-04-22	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-26.52	-14.26
	2024-05-16	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-27.04	-14.26
	2024-05-29	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-32.58	-29.81
	2024-07-04	BUY(Maintain)	270,000원	6개월	-44.60	-29.81
	2024-11-19	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-37.84	-36.76
	2024-11-28	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-36.91	-15.47
	2025-04-14	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-35.89	-15.47
	2025-06-11	BUY(Maintain)	190,000원	6개월	-10.78	-2.95
	2025-08-11	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-12.11	1.36
	2025-10-28	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-13.80	-10.58
	2025-11-24	BUY(Maintain)	260,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

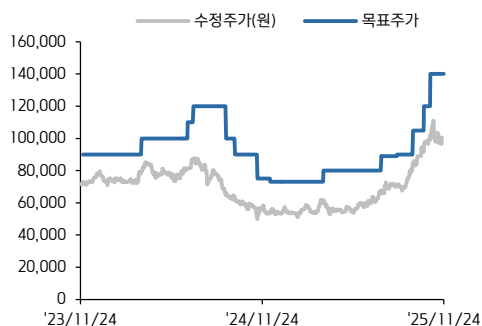
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
리노공업 (058470)	2023-11-29	BUY(Maintain)	48,056원	6개월	-3.90	24.02
	2024-05-29	BUY(Maintain)	60,070원	6개월	-17.77	-8.61
	2024-07-22	BUY(Maintain)	60,070원	6개월	-32.05	-8.61
	2024-12-04	BUY(Maintain)	42,049원	6개월	-6.07	11.06
	2025-06-04	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-0.32	16.00
	2025-10-28	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-28.73	-26.13
	2025-11-24	BUY(Maintain)	80,000원	6개월		
솔브레인 (357780)	2023-11-29	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-16.36	-10.00
	2024-05-13	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-33.05	-9.61
	2024-11-15	BUY(Maintain)	310,000원	6개월	-41.44	-32.26
	2025-05-12	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-30.42	-21.20
	2025-07-16	BUY(Maintain)	260,000원	6개월	-15.53	-4.42
	2025-08-11	BUY(Maintain)	290,000원	6개월	-11.60	1.03
	2025-10-28	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-22.57	-16.71
	2025-11-24	BUY(Maintain)	350,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

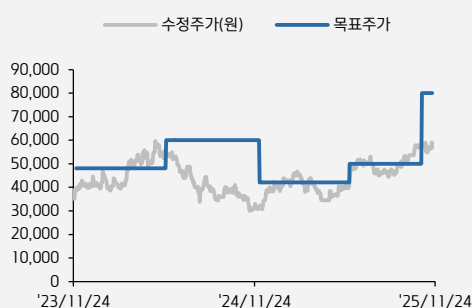
종목명	일자	투자의견	목표 주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가 대비	최고 주가 대비
티씨케이 (064760)	2023-11-29	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-20.37	-14.46
	2023-12-14	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-28.85	-21.80
	2024-02-23	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-26.77	-8.20
	2024-04-23	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-24.77	-8.20
	2024-07-09	BUY(Maintain)	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	-26.41	-22.00
	2025-11-24	BUY(Maintain)	220,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

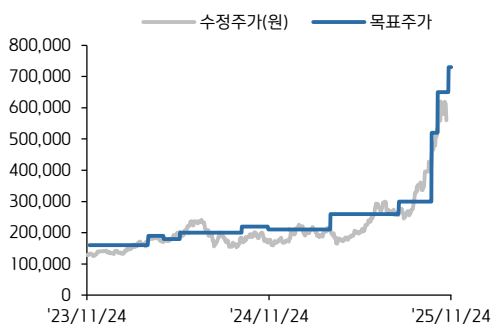
삼성전자 (005930)



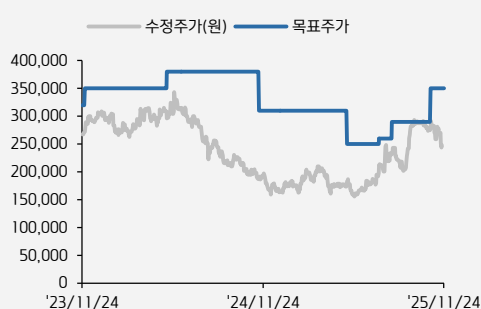
리노공업 (058470)



SK하이닉스 (000660)



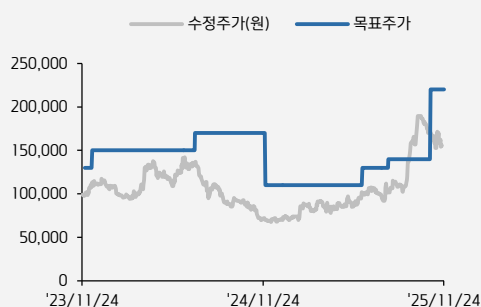
솔브레인 (357780)



한솔케미칼 (014680)



티씨케이 (064760)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%