

2026
OUTLOOK

[Overweight]
2025.10.22

반도체/소부장

Nothing Better



반도체 이승우

반도체 임소정

6121/swlee6591@

6154/sophie.yim@

Glossary

용어	정의
HBF (High Bandwidth Flash)	NAND 플래시를 적응해서 만든 메모리로, HBM 대비 용량 확대가 용이하다는 점이 특징
CXL (Compute Express Link)	CPU 와 메모리, 스토리지 등 컴퓨팅 자원을 빠르게 연결해 데이터 전송을 효율화하고 시스템 용량과 대역폭을 확장하는 인터페이스
IaaS (Infra-as-a-Service)	서비스형 인프라. 인터넷을 통해 종량제 방식으로 컴퓨팅, 스토리지, 네트워크 리소스 같은 IT 인프라를 제공하는 비즈니스 모델
GPUaaS (GPU-as-a-Service)	서비스형 GPU 대여. 클라우드 환경에서 GPU 리소스를 필요한 만큼 빌려 쓸 수 있는 서비스
네오클라우드	GPUaaS 를 제공하는 클라우드 서비스 업체를 통칭
온디맨드 (On Demand)	사용자가 필요할 때 즉시 클라우드 자원을 요청하고, 사용한 만큼만 비용을 지불하는 서비스 모델
RDC (Regional Distribution Center)	지역 물류 센터로 중앙 허브(CDC)와 연계되어 지역별 허브의 기능을 담당
ARR (Annual Recurring Revenue)	연간 반복 수익. 구독 기반 서비스에서 1 년 동안 반복적으로 발생할 것으로 예상되는 총 매출

Contents

I. 메모리	6
혁신적 미완성에서 AI 필수 인프라까지	6
더 이상 HBM은 가판대에 늘어놓고 팔 수 없다	7
GDDR이 HBM을 대체할까?	10
DRAM 시장에서 알고 있던 것과 알아야 할 것	11
HBM 게 섰거라, HBF 나가신다~!	19
II. 최종 APPLICATION	23
서버: 돈 되는 비즈니스는 언제 시작해요?	23
스마트폰: 저희가 스마트폰을 왜 새로 사야 해요?	28
PC: 기존 PC와 AI PC가 뭐가 그렇게 달라요?	38
IV. 해외 기업 모아보기	41
결론: 반도체는 짊어지기 위해 쌓는다 (식각>검사>증착)	41
V. 정리	59
기업분석	61
삼성전자(005930)	
SK 하이닉스(000660)	
원익 IPS(240810)	
오로스테크놀로지(322310)	
프로텍(053610)	

Nothing Better

AI 의 수요 증가로 2026 년에도 반도체 시장은 두 자릿수 성장을 전망한다. 이로써 반도체 시장은 31 년 만에 3 년 연속 두 자릿수 성장이라는 보기 드문 슈퍼 사이클을 만들어 갈 것으로 예상된다. 미·중 갈등과 관세 리스크 등 매크로 환경의 불확실성은 상존하나, 강한 수요와 타이트한 공급이라는 상황은 반도체 실적 견인의 매개체가 될 전망이다.

메모리가 다양한 AI 어플리케이션의 핵심으로 떠오르면서, 그동안 상대적으로 조용했던 메모리의 전공정과 후공정 투자사이클도 본격화할 전망이다.

지금까지 삼성전자의 경우 수율 부진으로 인한 생산량 제한, SK 하이닉스의 경우 우수한 기술력을 확보했으나 캐파 제한으로 소부장 기업들이 힘든 시기를 겪었다면, 이제는 두 기업 모두 각자 길이 트이면서 투자가 돌고 돈이 되는 사이클이 올 것으로 예상된다.

수년간 부진했던 삼성전자의 수율 개선 가능성이 높아지면서 전공정에서의 적극적 투자가 기대되는 바, 삼성전자와 원익 IPS 를 최선호주, 후공정 주요 장비사인 프로텍을 차선호주로 제시한다.

Executive Summary

by 임소정

I. 메모리

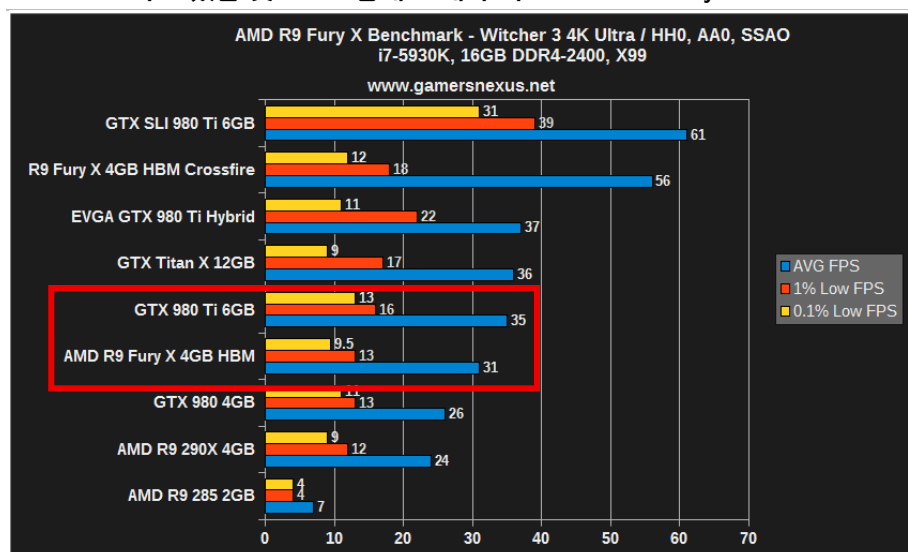
혁신적 미완성에서 AI 필수 인프라까지

HBM, AI 시대의 표준

HBM이 처음 상용화된 2015년에는 GDDR5에 비해 부족한 성능으로 실망스러운 제품으로 낙인 찍혔지만, 이로부터 8년 후 엔비디아의 본격적 채용으로 시장은 들쭉였다. 당시에는 제한적인 대역폭 개선과 높은 원가로 상용화에 대한 의심이 팽배했으나, AI 및 HPC의 급부상은 메모리 병목을 해결할 차세대 솔루션을 요구했고, HBM은 이에 단숨에 업계 표준으로 자리매김했다. 이제 HBM은 GPU, AI 가속기, 데이터센터용 프로세서에 필수적으로 채택되며, 차세대 공정 전환과 용량 확대를 통해 메모리 산업의 성장 축을 주도하고 있다고 할 수 있다.

현재 글로벌 HBM 시장 규모는 약 500억 달러 수준으로 추정되며, 향후 AI와 고성능 컴퓨팅 수요 확산에 따라 연평균 25~30%의 성장이 예상된다. 기존 범용 DRAM 대비 ASP가 10배 이상 높다는 점에서 메모리 기업들의 수익성 레버리지가 크게 확대되는 국면이라고 볼 수 있다. 특히 HBM이 GPU의 핵심 부품으로 채택되면서 글로벌 CSP들의 CAPEX 사이클과 HBM 수요는 동행하는 구조로 자리잡았다.

도표 1. 그저 그랬던 첫 HBM 탑재 그래픽 카드 AMD R9 Fury X



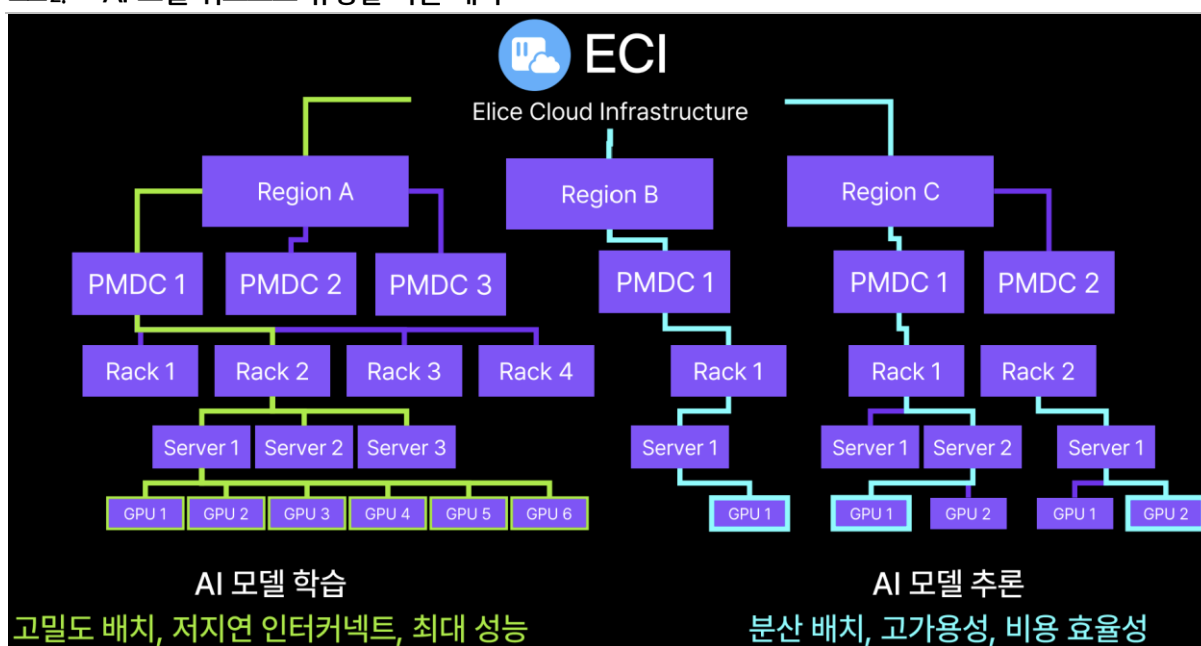
자료: Gamers Nexus, 유진투자증권

더 이상 HBM 은 가판대에 늘여놓고 팔 수 없다

로직 반도체의
성격을 띄는
메모리인 HBM

AI 모델 시장이 학습(Training)에서 추론(Inference)으로 무게 중심을 이동하면서 HBM 에 대한 수요 또한 그 구조가 변화하고 있다. 학습 단계에서는 **최대 대역폭**과 **용량**을 확보하는 것이 핵심이었다면, 추론 단계에서는 **전력 효율**, **지연 시간**, 그리고 **비용 효율성**이 더 중요한 요소로 부각된다. 이에 따라 글로벌 CSP 와 AI 서비스 업체들은 워크로드 특성에 최적화된 사양을 요구하고 있으며, 이는 곧 범용 제품 중심이던 HBM 이 고객 맞춤형(Customized) 메모리로 진화할 수 있음을 시사한다고 볼 수 있다.

도표2. AI 모델 워크로드 유형별 자원 배치



자료: DELL, 유진투자증권

실제로 엔비디아, AMD, 구글, AWS 등 주요 반도체 및 클라우드 기업들은 이미 HBM 공급사와 공동개발(JDP)을 통해 대역폭과 사용 전력, 용량 등의 사양을 조정하고 있다. 특히 TPU, Inferentia, MTIA 등 빅테크 기업들의 추론 전용 칩들은 범용 GPU와 달리 최적화된 메모리 구성을 필요로 하며, 이러한 흐름은 HBM을 단순한 메모리에서 전략적 차별화가 가능한 비메모리형 반도체에 가깝게 변화시키고 있다. 결과적으로 맞춤형 HBM의 확산은 메모리 업체에 1)고객 Lock-in 효과, 2)ASP 상승, 그리고 3)고부가가치 수익원이라는 새로운 성장 기회를 제공할 것으로 판단된다.

고객사가 원하는 스펙을 반영하여 공급 준비 단계를 거치고 있는 HBM 프로젝트들은 현재 다수 진행 중이다. 대표적으로 SK 하이닉스의 경우 엔비디아를 비롯한 마이크로소프트, 브로드컴과 맞춤형 HBM 공급계약을 체결했다. 2026 년 하반기 출시 예정인 7세대 HBM4E부터 맞춤형으로 생산할 계획이며, 이 과정에서 TSMC 와의 협업이 대두된 바 있다. 최근 엔비디아에 대해 HBM3E 12 단 제품 공급이 기대되는 삼성전자는 브로드컴, AMD 와도 맞춤형 제품에 대한 협상을 진행 중인 것으로 알려졌다. 대만의 난야(Nanya)는 오는 2026 년 커스텀 HBM 시장 진출을 언급했으며, 로직 다이는 미디어텍이 IP 를 공급할 전망이다. GPU 및 CPU 제조 업체들 중에서는 마벨이 지난 2024 년 말부터 자사 XPU 에 탑재되는 커스텀 HBM 을 메모리 제조 3사와 협력하고 있음을 밝힌 바 있다.

최근 주목해야 할 HBM 관련 업체로 화웨이를 빼놓을 수 없다. 화웨이는 지난 9월 22 일 '화웨이 커넥트'를 통해 AI 칩 Ascend 950 을 소개, 효율성에 집중한 950PR 과 고성능에 집중한 950DT 를 출시했다. 950PR 은 2026 년 1 분기 출시 예정이며 HiBL 1.0 이 탑재될 예정이고, 이어서 950DT 는 4 분기에 출시, HiZQ 2.0 이 탑재될 예정이다. HiZQ 2.0 은 144GB 의 메모리와 4TB/s 의 메모리 액세스 대역폭을 가져, AI 학습 모델에 적합할 것으로 분석된다. 100% 로컬 기술로 만들어진 칩의 탑재를 권장하는 중국 정부의 방침에 따라, 해당 HBM 시리즈는 SMIC 의 베이스 다이스와 CXMT 의 코어 다이스가 사용될 것으로 예상된다.

한편 시장에서는 화웨이의 AI 칩이 탑재된 서버 시스템 'Cloud Matrix CM384'가 엔비디아의 블랙웰 GB200 을 탑재한 서버와 유사한 수준의 성능을 갖고 있다고 보고 있다. 현재 상용화된 화웨이의 AI 칩 Ascend 910 단일 제품은 GB200 에 비해 성능이 30% 수준이나 시스템화한 서버에서는 성능이 우수하다는 평가다. 특히 다양하고 풍부한 발전 설비를 갖춘 중국은 전력 문제로부터 서방 국가들에 비해 비교적 자유로운 편이라고 볼 수 있다.

도표 3. 칩 패키지 레벨의 Ascend 910C 와 GB200 비교

항목	Ascend 910C	GB200	화웨이 VS 엔비디아
BF16 정밀도 기준 성능 (TFLOPS)	2,500	780	0.3 배
HBM 용량 (GB)	192	128	0.7 배
HBM 대역폭 (TB/s)	8.0	3.2	0.4 배
GPU 간 연결 속도 (Gb/s uni-di)	7,200	2,800	0.4 배
네트워크 연결 속도 (Gb/s uni-di)	400	400	1.0 배

자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

주: uni-di 는 단방향 전송 속도를 뜻함

도표 4. 시스템 레벨의 Ascend 910C 와 GB200 비교

항목	Cloud Matrix CM384	GB200 NVL 72	화웨이 VS 엔비디아
BF16 정밀도 기준 성능 (PFLOPS)	180	300	1.7 배
HBM 용량 (GB)	13.8	49.2	3.6 배
HBM 대역폭 (TB/s)	576	1,229	2.1 배
GPU 간 연결 속도 (Gb/s uni-di)	64,800	134,400	2.1 배
GPU 도메인 사이즈 (GPUs)	72	384	5.3 배
네트워크 연결 속도 (Gb/s uni-di)	28,800	153,600	5.3 배
시스템 전력 소비량 (W)	145,000	559,378	3.9 배
시스템 BF16 정밀도 기준 성능 (W/TFLOP)	0.81	1.87	2.3 배
시스템 메모리 대역폭 (W per TB/s)	251.7	455.2	1.8 배
시스템 메모리 용량 (kW/TB)	10.5	11.4	1.1 배

자료: SemiAnalysis, 유진투자증권

주: PFLOPS 는 TFLOPS 의 1,000 배, 1TB 는 1GB 의 1,000 배

GDDR 이 HBM 을 대체할까?

엔비디아의 차세대 GPU 인 루빈은 NVLink 인터커넥트, 288GB HBM4 를 채택한 반면, 루빈 CPX 는 NVLink 를 탑재하지 않고, 128GB GDDR7 메모리를 채택했다. 이에 따라 추론 전용으로 나온 칩이 GDDR 메모리를 탑재하면서 HBM 의 역할이 축소될 가능성이 제기될 수 있다. 앞서 설명한 대로 추론 시장은 전력 효율과 원가 절감이 주요 포인트이다 보니 추론을 위한 대규모 서버를 구성할 때는 GDDR 메모리가 적합하다고 볼 수 있다. 따라서 검색이나, 영상 생성, 번역 등의 실시간 추론 시장이 본격적으로 확장될수록 GDDR 채택 비중도 늘어날 가능성이 높다.

하지만 HBM 은 여전히 초거대 모델 학습과 프리미엄 추론 시장에서 필수적인 메모리 제품이며, 이는 GDDR 이 대체할 수 없는 영역이다. 예를 들어 10ms 의 지연조차 허용되지 않는 초저지연 서비스 시장이나, 텍스트나 이미지, 음성 등의 데이터를 동시에 인식하고 처리하는 멀티모달 시장의 확장은 HBM 의 활용이 필수적이다. 또한 CSP 와 빅테크 기업들은 특정 워크로드에서 HBM 의 가장 강력한 장점인 대역폭 우위를 선호할 수밖에 없기 때문에, 이 두 종류의 메모리는 각각 시장을 형성해 나가는 투 트랙 구조로 갈 가능성이 높다고 판단한다.

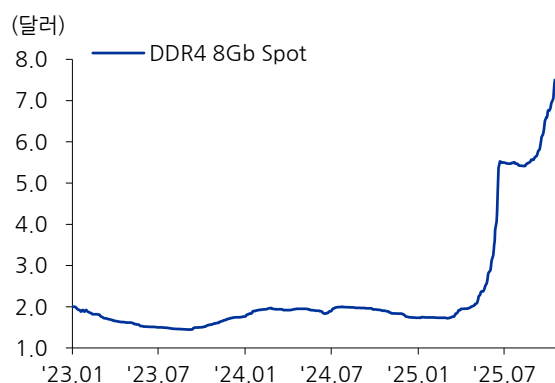
DRAM 시장에서 알고 있던 것과 알아야 할 것

알고 있던 것: AI 인프라의 확장이 메모리 시장의 구조를 재편하고 있다. 하이퍼스케일러의 HBM 중심 투자와 함께 DDR5와 LPDDR5X, CXL 메모리 등 범용 제품군까지 확장되는 흐름이다. 기존에는 수요의 저변이 HBM 에 기반한 학습 과정에 있었다면, 이제는 범용 DRAM 과 CXL 을 기반으로 한 일반 컴퓨팅과 추론 과정으로 확산되고 있다.

강한 수요와 타이트한 공급으로 유례없는 호황기의 DRAM 시장

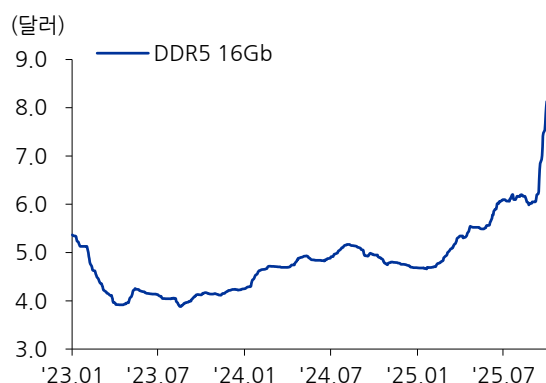
DRAM 의 공급 측면도 구조적으로 타이트한 상황이다. 1B 와 1C 등 선단 공정으로의 전환으로 단계적 감산 효과가 발생했고, 특히 HBM 생산 규모가 늘어나면서 기존 DDR5 제품 대비 실리콘이 3 배 가까이 소모되고 있다. 더 큰 다이 사이즈와 혹독해진 수율 관리가 범용 제품에 대한 공급 여력을 더욱 축소시키는 것으로 볼 수 있다. DDR4 와 LPDDR4 의 구조적 부족 현상도 이미 지난 분기부터 확인되었고, 4 분기 계약 가격도 추가 상승할 전망이다. 메모리를 제조하는 주요 3 사는 DDR4 의 출하 축소와 EOL 로드맵을 가속하면서 가격은 더 큰 폭 상승한 바 있다.

도표5. DDR4 8Gb 가격 추이 차트



자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

도표6. DDR5 16Gb 가격 추이 차트



자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

도표7. DRAM 스팟 프리미엄

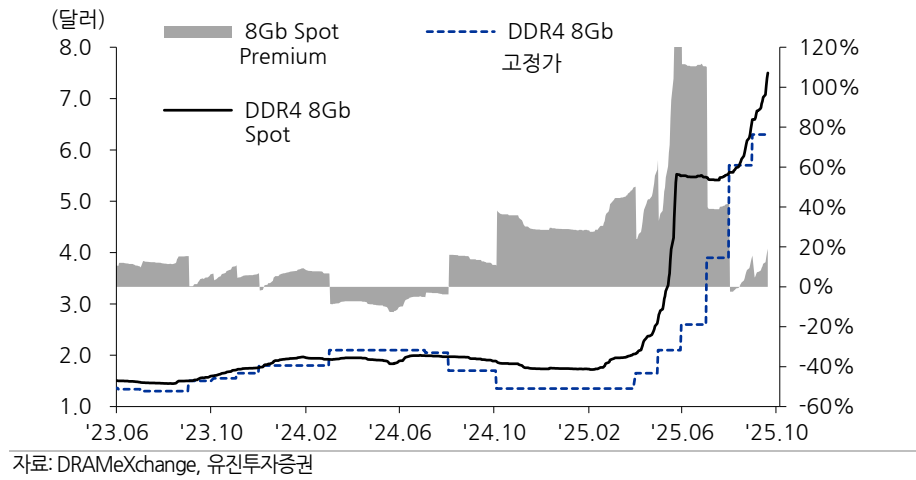
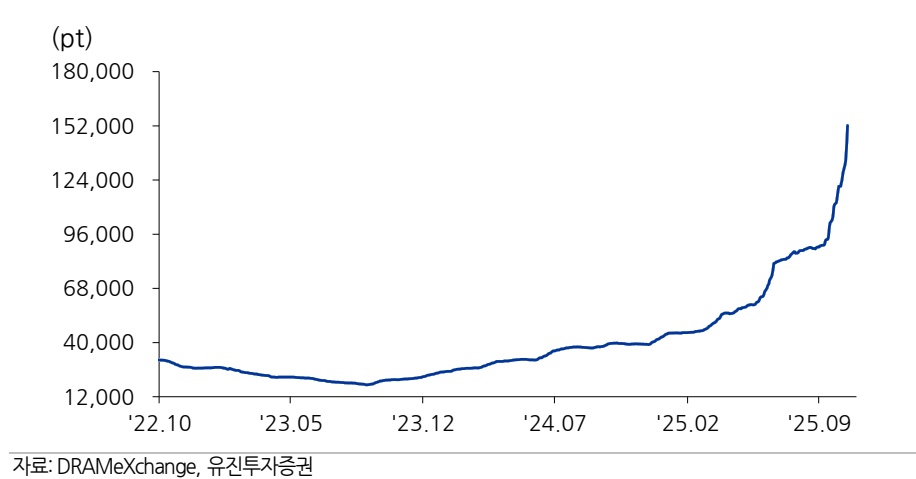


도표8. DXI 지수



당장은 위협이 아닌
것처럼 보이나
유의해서 봐야 할
CXMT

지난 상반기 DRAM 시장을 긴장하게 만든 CXMT의 공격적인 CAPEX 확장이나 신제품 개발은 그 기세가 꺾인 듯 보이나, 일부 국내 CXMT 거래처에 따르면, CXPT는 팹별로 법인을 세우고, 이들이 사이클에 따라 돌아가며 투자를 진행하기 때문에, 자회사들의 투자 사이클이 지나면 다시 대규모 오더가 발생할 전망이다. 특히 CXMT는 올해 IPO를 목표로 최근 대표 이사 선출과 국유 주주 식별 문제를 해결했고, 중신증권 등을 통해 상장 절차를 진행 중에 있다. 중국의 '반도체 소재부터 최종 제품까지 ALL MADE IN CHINA' 목표를 보면 현재 주력 중인 HBM3E와 DDR5 관련 투자로 공급이 일시적으로 타이트해질 수 있다.

또한 중국 정부의 반도체 제조사들에 대한 투자와 지원이 축소될 수도 있다는 전망이 있었지만, 이는 외산 장비와 소재 등에 대한 의존도를 낮추고자 하는 의도일 뿐, 절대적 금액은 거의 유지되면서 로컬 장비와 소재로 그 흐름이 바뀌는 것이다. 결론적으로 충분한 펀딩과 캐파 속에서 CXMT는 일시적 공급 축소 이후 DRAM 시장 내에서 점유율을 높이며 고부가가치 제품 시장 내 점유율 7~10%를 유지할 전망이다.

한편 지난 10월 17일 마이크론이 중국 내 데이터센터 서버 칩 공급 사업에서 철수할 계획을 밝혔다. 중국 정부의 제재로 인해 현지 사업에 어려움을 겪으며, 중국 지역 이외에 데이터센터를 보유한 Lenovo 등 고객사 2곳과 차량 및 모바일용 고객사를 대상으로만 판매할 것을 언급했다. 이날 마이크론의 주가는 한 때 3%가 넘게 하락했고, 삼성전자와 SK하이닉스로의 수혜가 기대되었지만, 장기적으로 중국의 목표는 데이터센터 서버에 들어가는 모든 칩을 로컬화하는 것임을 염두에 두어야 한다.

도표9. CXMT의 HBM 점유율 전망

	월별 웨이퍼 출하량		TSV 출하량	
	2025	2026	2025	2026
삼성전자	655	670	150	150
SK 하이닉스	545	600	150	200
마이크론	340	360	55	100
CXMT	280	300	10	20
난야 테크놀로지	57	65	0	1

자료: TrendForce, 유진투자증권

도표10. CXMT의 DRAM 시리즈

CXMT DRAM: G4



Items	CXMT G1	CXMT G3	CXMT G4
Die Size/Ex. Device	79.20 mm ² (7.12 mm × 10.99 mm) CXMT CXDQ3A8AM-CG 1 GB DDR4 Device (8 Gb Die)	44.66 mm ² (4.87 mm × 9.17 mm) CXMT CXDB6CCDM-MA 8 GB LPDDR4X Device (8 Gb Die)	66.99 mm ² (8.19 mm × 8.18 mm) Gloway 16GBx2 (32GB) DDR5-6000 2 GB DDR5 Device (16 Gb Die)
Bit Density	0.101 Gb/mm ²	0.179 Gb/mm ²	0.239 Gb/mm ²
Cell size	0.0044 μm ²	0.0025 μm ²	0.0020 μm ²
Feature Size	23.8 nm	18.0 nm	16.0 nm
Pitch (Act/WL/BL) Measured	45.0 nm/61.0 nm/72.0 nm	34.0 nm/46.6 nm/54.2 nm	29.8 nm/41.7 nm/47.9 nm
Relative Generation (Samsung/SK hynix/Micron)	D2y	D1x	D1z
Cell Gate Materials	W/(TiN)	W/(TiN)	Poly-Si/TiN
Cap. Dielectrics	ZrO/ZrAlO	ZrO/ZrAlO	ZrO/HfO/ZrO/HfO/ZrAlO

자료: TechInsights, 유진투자증권

알아야 할 것:
네오클라우드가
여는 새로운
GPUaaS 시장

앞서 우리가 이미 알고 있는 메모리 시장의 드라이브인 타이트한 공급과 강한 수요 이외에도 네오클라우드 사업자들의 신규 클러스터 증설을 주목할 필요가 있다. 네오클라우드란 AWS와 Azure, GCP(구글 클라우드 플랫폼) 등과 같은 범용 클라우드와 달리 AI 학습 및 추론 전용 GPU 클러스터를 임대하는 특화 시장이다. IaaS(Infrastructure as a Service)에 대항하는 GPUaaS(GPU as a Service) 시장으로도 볼 수 있다.

이 시장이 열리게 된 배경으로는 하이퍼스케일러의 AI CAPEX 급증과 GPU 공급 제약으로 발생하는 리드타임과 비용, 유연성에 대한 공백을 대응할 필요가 있었기 때문이다. 특히 향후 2029년까지 약 1조 달러가 넘는 누적 CAPEX 투자를 견뎌야 하는 빅테크 기업들 입장에서는 관련 리스크를 줄일 수 있는 전문화된 대안이 생겨난 셈이다.

도표 11. 빌려 쓰는 개념의 GPUaaS 시장

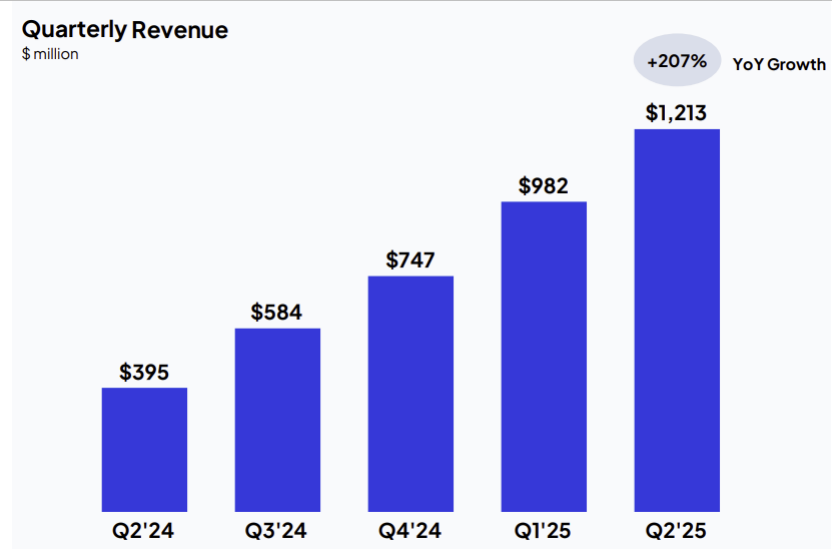


자료: 삼성 SDS, 유진투자증권

대표적인 업체들로는 CoreWeave 와 Lambda Labs, Crusoe, Nebius, Voltage Park 등을 들 수 있다. CoreWeave 의 경우 엔비디아 블랙웰을 포함한 25 만 개 이상의 GPU, 총 360 메가와트 규모의 33 개의 데이터센터를 유럽과 북미 지역에 보유하고 있고, 2.2GW의 전력 용량을 제공하고 있다. 고객사 비중을 보면 지난해 전체 매출의 62%가 MS 로부터 나왔고, 두번째 주요 고객사 비중이 15%를 기록하며 특정 고객사들로의 의존도로 우려를 산 바 있다. 하지만 지난 실적 발표를 통해 하이퍼스케일 업체들 이외에도 미디어, 엔터테인먼트, 헬스케어, 금융 등 다양한 분야의 고객군을 확보하여 안정적인 구조로 바뀌어 가고 있음을 시사했다.

지난 FY2Q25 실적은 매출 12.1 억 달러, OPM 16%로 매출이 전년대비 207% 증가하는 호조를 보였다. 매출 가이드선으로는 FY3Q25 12.8 억달러, 연간 52.5 억 달러로 긍정적인 전망을 제시했다. 지난 9월에는 오픈 AI와의 65억 달러 규모의 신규 계약 체결 소식을 전하며, 총 224 억 달러로 데이터센터 용량 구매 계약 규모가 확대됐다. 상반기 적자 11 조를 기록한 오픈 AI 가 계약을 무사히 성사시킬 수 있을지는 알 수 없으나, 확실한 것은 네오클라우드 업체들에 대한 수요가 빅테크뿐만 아니라 다양한 분야의 기업들로부터 강해지고 있다는 점이다.

도표 12. CoreWeave 의 분기별 매출 추이 및 가이드선



자료: CoreWeave, 유진투자증권

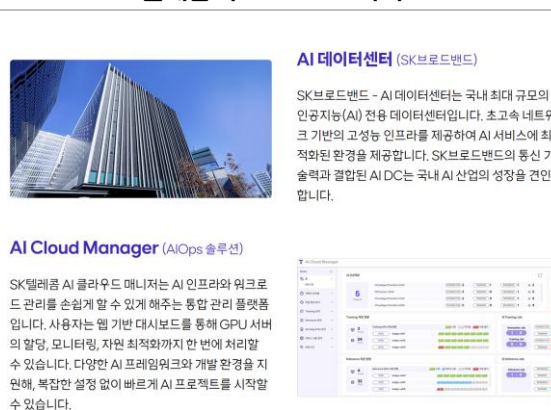
Lambda Labs 는 올해 초 4.8 억 달러 규모의 시리즈 D 라운드 펀딩을 완료했고, 해당 라운드에 아크인베스트가 참여하여 눈길을 끌었다. 메타와 인텔, MS 와 같은 글로벌 빅테크 기업뿐만 아니라 SK 텔레콤도 고객사로서 Lambda Labs GPU 를 기반으로 구독형 AI 클라우드 서비스인 SKT GPUaaS 를 출시했다. Lambda Labs 는 지난 9 월 엔비디아와 새로운 계약을 체결하여 15 억 달러 규모의 AI 가 속기 1.8 만 대를 임차했다.

도표 13. SK 텔레콤의 GPUaaS 서비스



자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

도표 14. SK 텔레콤의 GPUaaS 서비스



자료: SK 텔레콤, 유진투자증권

Voltage Park 의 경우 엔비디아의 H100 GPU 를 2.4 만대를 보유하고 있고, Nebius 와 Crusoe 도 B200 과 GB200 등을 보유하여 3.2Tb/s 급 대형 클러스터를 제공하는 비즈니스를 영위하고 있다.

이러한 네오클라우드 시장은 2024 년 65 억 달러 규모에서 올해 82 억 달러, 2030 년에는 270 억 달러까지 성장할 것으로 전망한다. 빅테크 업체들은 네오클라우드 업체들 대비 GPU 기반 서버에 대한 이해도나 이를 통합할 수 있는 역량이 부족하기 때문에 전문적으로 관리해주는 기업에 대한 니즈가 큰 것이 가장 큰 동력 중 하나이다. 또한 GPU 팹리스 업체의 경우 ASIC 시장의 확장이라는 리스크를 네오클라우드 업체들을 고객사로 확보함으로써 관리할 수 있다는 장점이 있다.

하지만 네오클라우드 시장도 최신 GPU 공급이나 전력 및 부지 병목에 대한 리스크가 존재하고, 대형 단일 고객 및 계약 집중에 따른 가동률 변동성을 지적 받고 있다. 또한 향후 시장이 커지며 벤더 간 단가 인하 경쟁이 심화되면서 수익성에 영향을 줄 가능성이 높다.

도표 15. 주요 네오클라우드 업체들의 증설 현황 및 계획

업체	사용 및 사용 예정 GPU	현재 규모	증설 계획 및 동향
CoreWeave	H100, H200, B200, GB200 GB300 (NVL72계열)	GPU 25만 개 이상, 전력 360MW 데이터센터 33곳	영국의 15억 파운드 추가 투자로 AI 데이터센터 확장 (스코틀랜드 파트너십 포함)
Lambda	H100, H200, B200	비공개	3.2Tb/s 네트워킹 단일 임대형 클러스터 확대 예정, 약 3억 달러 신용 한도 확보로 데이터센터 및 GPU증설 재원을 마련
Crusoe	H100, H200, B200, GB200 AMD의 MI300X (가상화 지원)	비공개	텍사스의 Lancium 캠퍼스 내 1.2GW로 확장 계획, 아이슬란드 데이터센터 증설
Nebius	H100, H200, B200 GB200, GB300 사전 예약	비공개	GB200과 GB300 사전 예약 기반으로 비즈니스 확장 중
Voltage Park	H100 (HGX)	H100 2.4만 개 보유 데이터센터 6곳	고속 Quantum-2IB 기반 대형 클러스터 제공 및 확장
Together AI	H100 블랙웰 계획	포트폴리오 전력 2GW+ 단기 600MW 가용(복미 중심)	유럽 확장을 노리며 최대 2GW 유지할 수 있는 10만 개의 GPU 확보가 목표 (프랑스, 영국, 이탈리아, 포르투갈 등이 우선)

자료: 각 사 유진투자증권

HBM 게 섰거라, HBF 나가신다~!

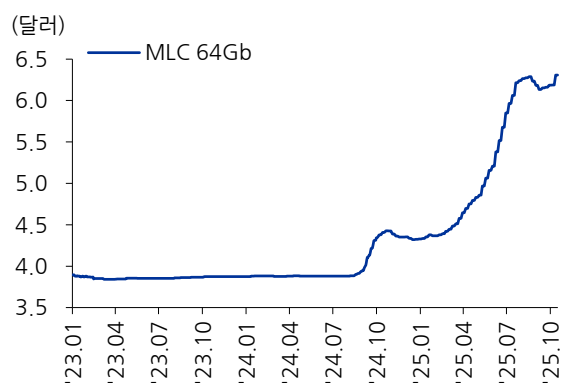
데이터센터 시장
확장에 DRAM 만
수혜 받을 것이라고
생각했다면 오산

앞서 강조했듯, 데이터센터의 AI 워크로드는 학습 중심에서 학습+추론 병행으로 확장되고 있다. 이 과정에서 서버 내 반도체 수요가 GPU 와 HBM 을 넘어 컨텐츠의 저장과 전처리, 로그와 매트릭스 등 대용량 I/O를 담당하는 eSSD로도 분화하고 있다. 특히 대규모 추론 및 에이전트형 서비스에서는 지연시간 관리가 중요하기 때문에, PCIe Gen5 또는 Gen6 기반의 NVMe, 3.2Tb/s 급의 패브릭과 결합한 고성능 및 저지연의 SSD 를 요구한다.

결과적으로 스토리지 아키텍처는 HDD 중심의 콜드 티어에서 QLC 와 TLC SSD 중심의 핫/웜 티어로 이동하고 있다. 또한 300 단 이상의 2Tb QLC 다이 채택이 확대되면서 컨트롤러와 펌웨어 등 내구성을 끌어올리는 방향으로 고도화가 진행 중이다. 쉽게 얘기해 GPU 와 CPU 가 처리할 데이터를 더 빠르고 가깝게 공급하는 능력이 SSD 의 핵심 가치로 부상한 것이다. 메모리 제조사 입장에서 eSSD 비중의 상승과 QLC 대용량 제품의 원가 우위, AI 추론 확대에 의한 NAND 믹스 개선이 마진 회복을 견인할 것으로 판단한다.

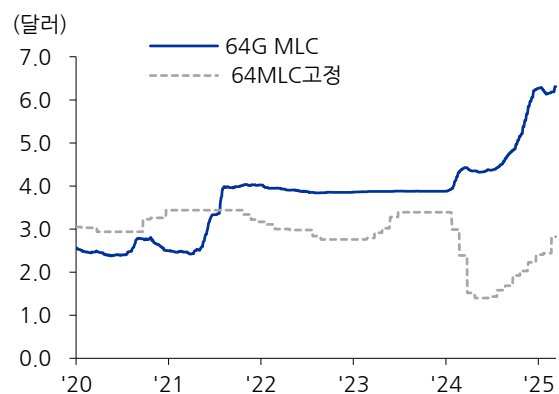
한편 최근 SSD 의 공급이 수요를 못 따라가고, 웨스턴디지털 등 제조사가 가격 인상을 확정하면서 사양 사업이 되어가던 HDD 로 수요가 일부 이동한 바 있다. 클라우드와 AI 의 저장 확대에 저장 장치에 대한 전방위적인 강한 수요가 확인되긴 했지만, 아직은 SSD 의 대안으로서 스페일오버 효과를 누릴 뿐 장기적인 수요 강세는 아닌 것으로 판단한다.

도표 16. MCL 64Gb 가격 추이 차트



자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

도표 17. 64G MLC 현물가격 vs. 고정가격

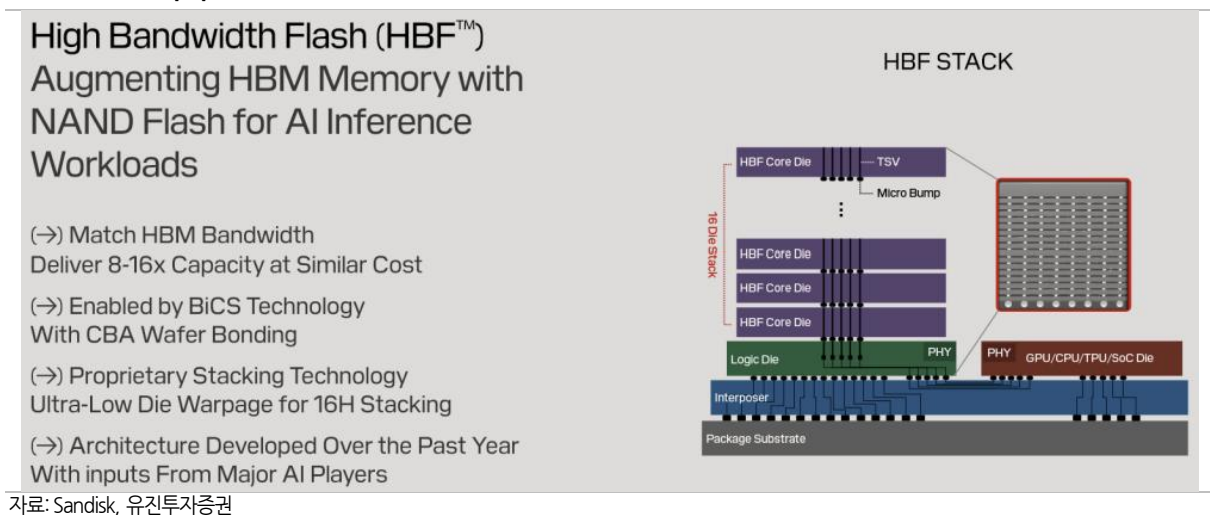


자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

데이터센터 시장
확장에 DRAM 만
수혜 받을 것이라고
생각했다면 오산

고성능의 DRAM 인 HBM 이 메모리 시장의 새로운 길을 열었듯, NAND 시장에서도 HBF 가 새롭게 떠오르고 있다. HBF(High Bandwidth Flash)는 기존 NAND 기반 플래시를 HBM 급, 또는 그에 준하는 대역폭으로 병렬화한 차세대 스토리지 계층이다. 고대역폭을 실현하기 위해 HBM 와 유사한 다이 스택 및 인터포저 등의 패키징을 적용시킨 것이 특징이다. 현재 Sandisk 가 HBF 시장을 주도하고 있고, 스펙 표준화를 위해 기술 자문위원회 및 SK 하이닉스와의 협력을 발표한 바 있다.

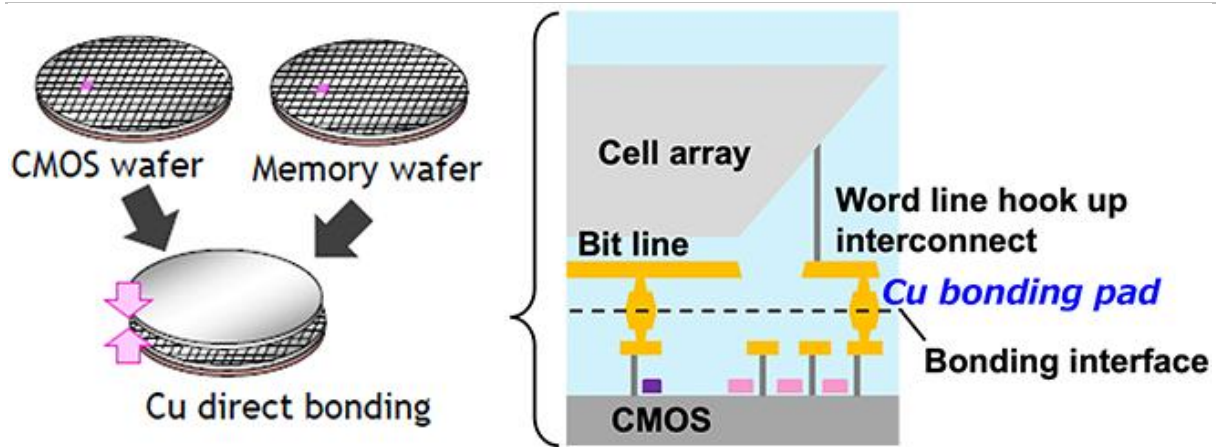
도표 18. HBF 의 구조



자료: Sandisk, 유진투자증권

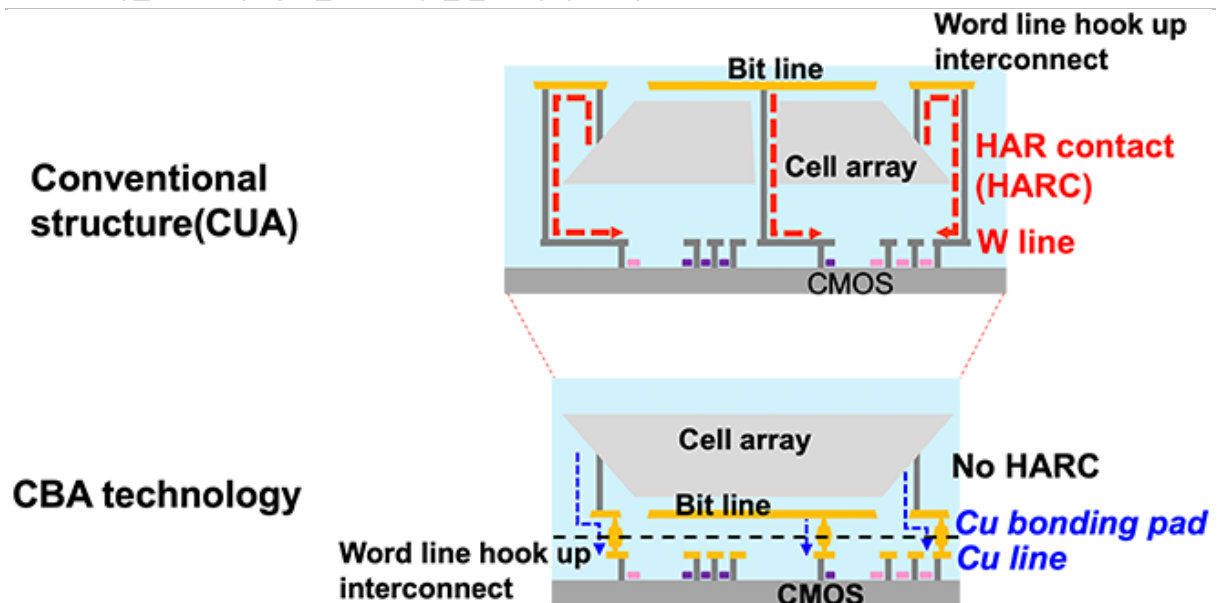
Sandisk HBF 의 특징으로 1)HBM 의 용량 제약과 높은 전력 소모, 비용 등의 한계를 상쇄할 수 있고, 2)AI 추론을 위해 설계된 솔루션으로 데이터센터 서버에 탑재하기 적합하다는 점을 들 수 있다. 높은 속도와 에너지 효율을 구현하기 위해 Sandisk 는 고유의 CBA(CMOS directly Bonded to Array) 기술을 적용했다. CBA 기술은 두 개의 실리콘 웨이퍼에 CMOS 주변 회로와 셀 어레이를 각각 형성하고, Cu direct bonding 으로 두 표면을 본딩하여 3D 플래시를 제조하는 공정이다.

도표 19. CBA 기술 개념



자료: IEEE, 유진투자증권

도표 20. 기존 CUA와 비교한 CBA의 단면 소자 구조 비교

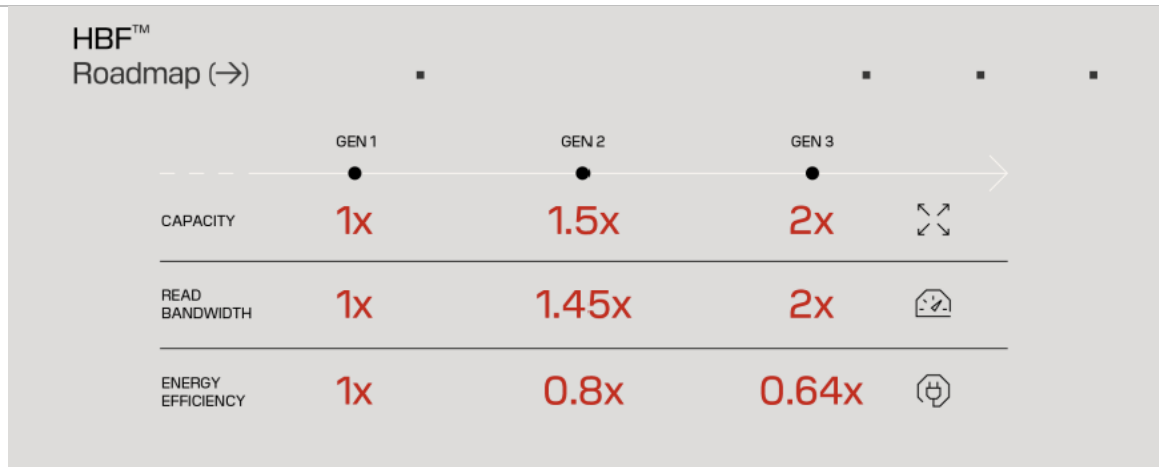


자료: IEEE, 유진투자증권

간혹 HBM 과 HBF 의 속도나 대역폭에 대한 비교 때문에 이 둘은 서로 대체되는 제품으로 오해를 하는 경우가 있다. HBM(High Bandwidth Memory)이 DRAM 과 NAND 를 아우르는 메모리에 대한 제품명이기 때문에 발생하는 오해로 판단 되는데, DRAM 과 NAND 는 각각 다른 제품이고 다른 역할을 한다는 점에서 명 칭이 혼동되더라도 서로를 보완하는 제품으로 이해해야 한다.

한편 Sandisk 는 HBF 에 대해 향후 2026 년 하반기에 첫 샘플을 출시하고, 2027 년 초부터 본격적인 HBF 기반 AI 추론 장치 샘플 공개를 목표하고 있다.

도표 21. HBF 로드맵



자료: Sandisk, 유진투자증권

II. 최종 APPLICATION

서버: 돈 되는 비즈니스는 언제 시작해요?

2 분기 서버
출하량 YoY 기준
+5% 증가

2 분기 글로벌 서버 출하량은 277 만 대로 전년대비 +2% 증가했고, 시장 규모로는 383 억 달러로 추정된다. 4 대 빅테크 기업으로 언급되는 구글과 MS, 아마존과 메타는 2 분기에도 대규모 CAPEX를 강행한 바 있다. 구글은 2분기 224억 달러를 집행하여 시장 예상치인 181 억 달러를 상회한 수준을 기록했고, 이는 전년대비 +70%를 넘어섰다. 아마존은 322 억 달러(시장 예상치 256 억 달러, +83%), 메타는 165억 달러(시장 예상치 165 억 달러, +83%) MS는 170 억 달러(시장 예상치 178 억 달러, +23%)를 각각 집행했다. 당연하게도 주된 지출처는 GPU 구매였으며, 1 분기 4대 빅테크 기업의 CAPEX는 엔비디아 매출 전체의 62%를 차지한 바 있다.

구글의 클라우드 사업인 GCP(Google Cloud Platform)는 Google Workspace 와 함께 엔터프라이즈 서비스를 포함하며 매출은 GCP 사용량 과금과 Workspace 구독료로 인식된다. FY2Q25 기준 구글 클라우드 매출은 136 억 달러로 전년대 비 32% 성장했으며, 특히 AI 인프라 및 생성형 AI 솔루션이 성장을 견인했다.

엔터프라이즈 계약은 약정 계약과 온디맨드의 하이브리드 구조로 장기 고객을 확보하기 수월하고, 변동 수요를 흡수하기 적절하다는 특징을 갖고 있다. 특히 BigQuery 와 Vertex 등이 제품 락인 효과가 크다는 점도 호실적을 견인했다고 볼 수 있다. 또한 TPU 와 ARM 기반의 Axion 등 자체 칩 설계와 Vertex 생태계 확장으로, AI 인프라와 플랫폼 매출 믹스도 함께 개선될 것으로 기대된다.

구글은 현재 서버 공급의 제약 때문에 내년까지 공급 제한이 지속될 것으로 전망하며, 2026 년 CAPEX 예산을 앞당겨 집행할 계획임을 밝힌 바 있다.

도표 22. 구글의 GCP 비즈니스



자료: Google, 유진투자증권

아마존의 경우 아마존닷컴의 물류 창고 관련 사업보다 AWS(Amazon Web Service)에 더욱 힘을 싣는 상황이다. 아마존 클라우드 수주잔고는 1,950억 달러를 기록하여 전년대비 +25% 증가하는 수준을 기록했으나 아직도 공급은 타이트하다. 지난 2024년 11월에 출시한 아마존 자체 AI 칩인 Trainium 2 세대 공급 확대와 함께 2배의 성능을 지닌 Trainium 3 세대를 TSMC 3nm로 생산할 계획을 언급했다. 기존에는 추론용 칩인 Inferentia 개발도 겸했으나, 엔비디아와의 비용 경쟁에서 우위를 점하고자 훈련용 AI 칩에 집중하는 상황이다.

도표 23. 아마존의 Trainium 기반 AI 서버



자료: Amazon, 유진투자증권

최근 1 년 간 가장 공격적으로 데이터센터를 증설하던 MS 는 수요 과잉에 대한 우려로 하반기에는 증설 속도를 늦출 전망이다. 이에 더해 리스크를 줄이기 위해 GPU 를 선제적으로 확보하는 리스 계약을 조기 집행하는 등의 방법이 동원되고 있다. 여타 기업들과 마찬가지로 MS 도 데이터센터 내에 자체 개발한 칩을 사용할 것을 밝혔으며, 이미 다양한 MS 의 실리콘을 사용하고 있음을 시사했다.

한편 메타는 클라우드 관련 비즈니스를 직접 영위하지는 않지만 AI 모델과 광고 엔진 개발을 지원하기 위해 GW 급 신규 데이터센터 프로젝트 2 건을 진행, 올해 투자 예산을 10 억 달러 늘렸다. 특히 AI 시장 내에서 주도권을 가져가기 위해 최근 초대형 데이터센터인 하이페리온 프로젝트에 약 300 억 달러의 대규모 자금을 유치했다. 해당 프로젝트는 민간 자본이 포함된 사상 최대 규모의 데이터 인프라 투자이며, 해당 프로젝트에는 엔비디아와 MS, xAI, 블랙록 등이 투자 컨소시엄을 함께 꾸린 바 있다.

도표 24. 맨해튼 지역 크기의 AI 데이터센터인 하이페리온



자료: Meta, 유진투자증권

데이터센터 시장의 핵심은 빅테크 기업들이 오랜 기간 대규모의 CAPEX 투자를 집행한 후 어떻게 수익화를 할 수 있는지, 그 시기는 언제일지 가늠하는 것이라고 할 수 있다. Monetizing 케이스는 아래의 도표를 통해 B2B와 B2C로 나누어 볼 수 있다.

도표 25. 빅테크 기업들의 데이터센터 투자 monetizing 구조

B2B 기업 고객의 월 또는 연 구독 및 사용량 매출로 환원	좌석 과금형 생산성/개발툴 API 및 에이전트 사용량 과금 AI 클라우드(모델/GPU) 임대
B2C 개인 고객의 월 또는 연 구독 및 플랫폼 제휴 매출로 환원	개인용 생성형 AI 구독(코딩, 콘텐츠 등) 통신 및 플랫폼과의 번들 제휴로 ARPU 상승

자료: 유진투자증권

스마트폰: 저희가 스마트폰을 왜 새로 사야 해요?

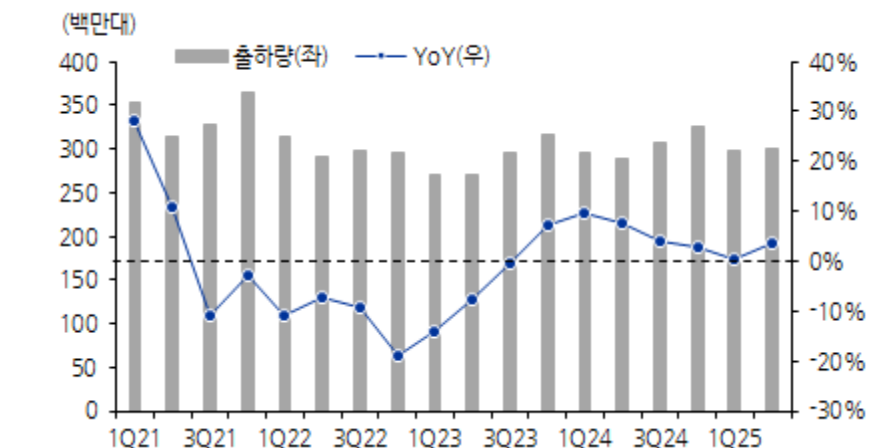
2 분기 스마트폰 출하량 YoY 기준 +5% 증가

2분기 글로벌 스마트폰 출하량은 2억 9,980억 대로, 전년대비 +5.04% 증가했다. 실제 판매량(Sell-through)은 2억 8,880억 대로 유통망에 재고가 쌓여 있는 상황이나, 시장은 긍정적인 흐름을 가져가고 있다. 하지만 관세로 인한 불확실성과 외환 불안정 등 매크로 환경의 어려움이 판매 수요를 위축시켰다. 그 예시로 저가 제품군 소비자들은 스마트폰 구매를 위한 지출을 후순위로 미르는 모습을 보였다.

이러한 현상은 특히 중국의 스마트폰 시장에서 두드러졌는데, 중국의 2분기 스마트폰 출하량은 6,900만 대로 전년대비 -4.0% 감소했다. 이는 6개 분기 연속 성장 이후 처음으로 나타난 위축으로, 정부 보조금 효과가 제한적이었던 데 기인한다. 618 온라인 쇼핑 페스티벌은 판매 성과 측면에서는 성공적이었지만, 제조사 및 유통사들은 출하 확대보다는 재고 소진에 집중한 것으로 분석된다.

국내의 경우 출하량 332만 대를 기록하며 전년대비 +10.9% 성장했다. 소비 심리가 회복되는 가운데 삼성전자의 갤럭시 S25 시리즈가 프리미엄 시장을 주도했다. 글로벌 점유율 3위이나 국내에서는 점유율이 0%에 가까운 샤오미는 서울 여의도점에 이어 구의점과 마곡점의 오프라인 매장을 개소하고, 라이카 카메라를 탑재한 15T 제품의 1차 출시국으로 한국을 처음으로 포함하는 등 국내 시장을 공격적으로 공략하고 있다. 애플도 마찬가지로 중국에서의 판매 부진을 겪으며 아이폰 17 시리즈 1차 출시국에 한국을 포함시키며 점유율 확대를 노리고 있다.

도표 26. 분기별 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: TechnInsights, 유진투자증권

브랜드별로 살펴보았을 때, 최근 몇 년간 시장 성장률을 상회하는 출하량 성장세를 보였던 샤오미, 화웨이, 아너, 레노버 등의 중화권 브랜드들이 소폭 주춤하는 모습을 보였고, 전통적 강자인 삼성전자와 애플의 출하량이 각각 지난해 대비 7.6%, 15.7% 증가하며 강세를 보였다.

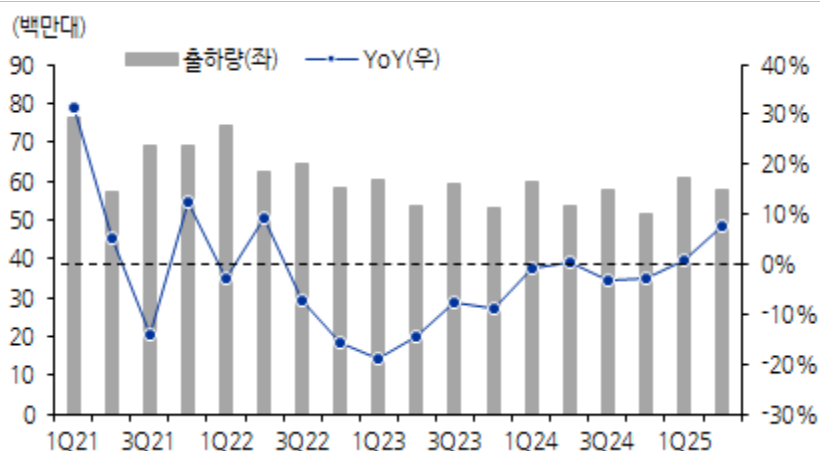
삼성전자의 경우 1 월 발표한 갤럭시 S25 시리즈 중 두께를 크게 낮춘 S25 엣지와 지난 7 월 발표한 갤럭시 폴드, 플립 7 시리즈의 호평이 이어지며 꾸준한 출하 성장세를 기록하는 중이다.

도표 27. 삼성 갤럭시 S25 시리즈



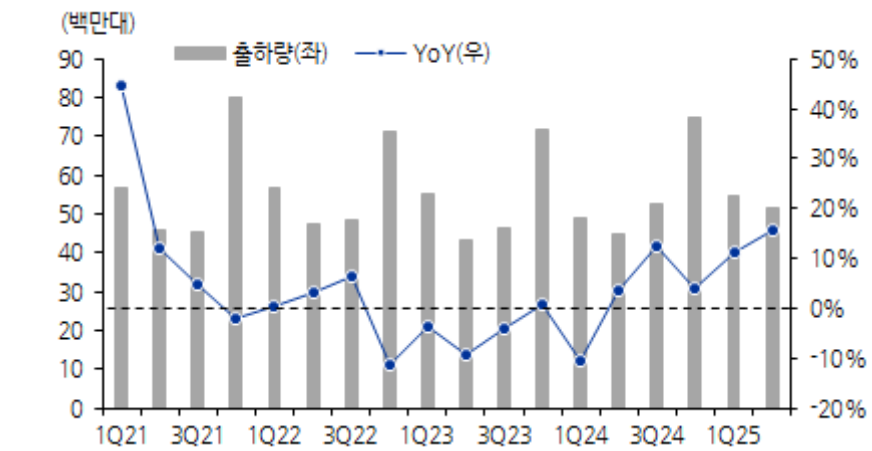
자료: 삼성전자, 유진투자증권

도표 28. 삼성전자 스마트폰 분기별 출하량 추이



자료: TechInsights, 유진투자증권

도표 29. 애플 스마트폰 분기별 출하량 추이



자료: TechInsights, 유진투자증권

애플은 지난 9 월 10 일 언팩 행사를 통해 아이폰 17 시리즈를 발표했다. 주요 변경점은 두께를 크게 낮춘 아이폰 에어 모델을 플러스 모델 대신 발표하였으며, 일반, 에어, 아이폰 프로 모델의 최저 저장용량이 128GB 에서 256GB 로 상향 조정되었다. 또한 아이폰 일반과 에어 모델의 경우 시리즈 최초로 120Hz 의 가변 주사율을 도입하여 프로 라인업과의 격차를 더욱 좁혔다.

도표 30. 애플 아이폰 17 시리즈

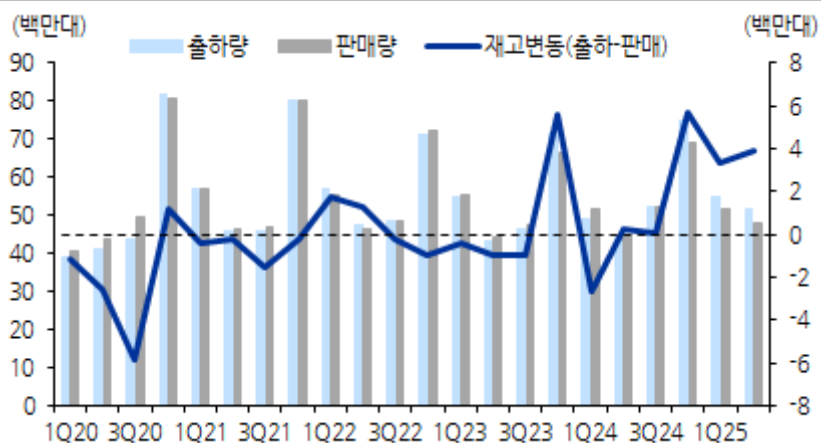


자료: Apple, 유진투자증권

아이폰 에어와 프로 모델은 저장용량의 최솟값이 상향 조정된 만큼 각각 전작 대비 100 달러씩 가격이 인상되었다. 반면 주사율과 저장용량 스펙 상향에도 전작과 동일한 799 달러의 가격으로 출시된 아이폰 기본 모델은 모든 라인업 중 가장 높은 수요를 보이고 있는 것으로 파악된다.

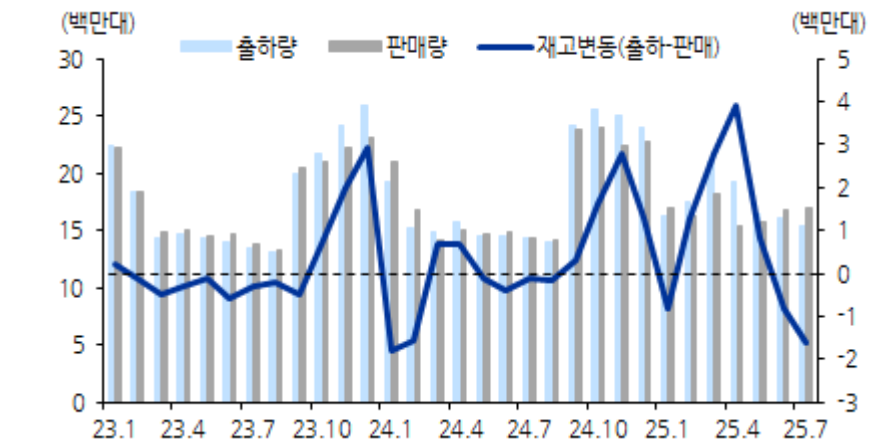
업계 소식에 따르면 아이폰 17 시리즈 출시 이후 사전 주문을 위해 애플 웹사이트를 방문한 방문자 수는 2022 년 이후 최고치를 기록했다. 단가 동결에도 많은 스펙 상향이 동반된 기본 모델의 판매 호조는 예상된 결과였으나, 아이폰 프로 및 프로 맥스 시리즈에 대한 수요까지 호조를 보이는 것은 지난 2020 년 팬데믹 시기 판매된 구형 스마트폰의 교체 주기가 도래했음을 반증한다고 볼 수 있다.

도표 31. 분기별 아이폰 출하 및 판매 추이



자료: TechInsights, 유진투자증권

도표 32. 월별 아이폰 출하 및 판매 추이



자료: TechInsights, 유진투자증권

관련 밸류체인 업체들의 동향에 따르면 갤럭시 폴더블과 아이폰 17 시리즈 모두 3 분기 출하 강세를 보일 것으로 예상된다. 아이폰 17 시리즈는 4 분기에도 높은 볼륨의 출하 및 판매가 예상된다.

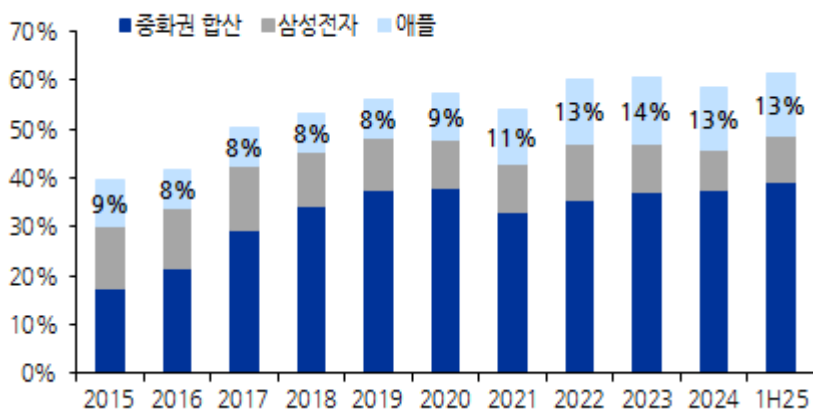
스마트폰 교체 수요가 4 년에서 5 년 주기로 발생하고 있음을 고려한다면 2026 년의 세트 출하량 전망은 그리 긍정적이지 않다. 다만 2026 년 애플의 폴더블 1 세대 제품의 출시와 2027 년 애플 아이폰 20 주년 기념 제품 업그레이드(UDC; 언더 디스플레이 카메라)등 산재한 모멘텀들이 향후 출하량을 지지해 줄 것으로 기대해볼 수 있다.

도표 33. 3 개월 누적 아이폰 재고 변동



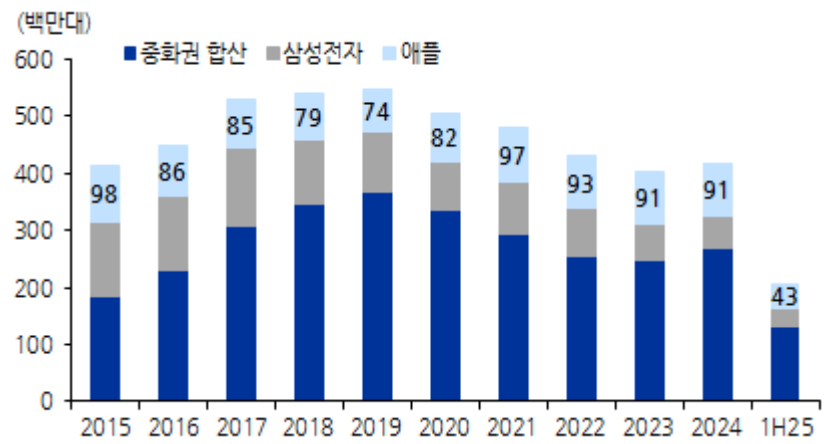
자료: TechnoInsights, 유진투자증권

도표 34. 연간 APAC 브랜드별 점유율(출하량 기준)



자료: TechnoInsights, 유진투자증권

도표 35. 연간 APAC 브랜드별 출하량

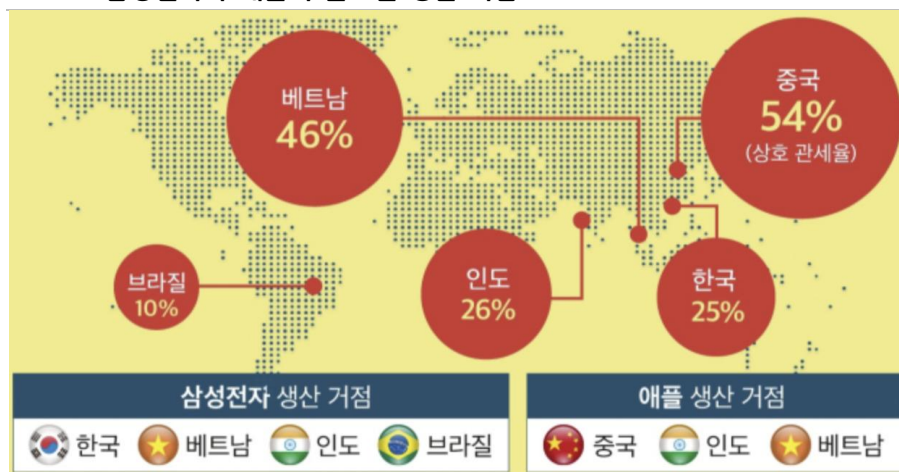


자료: TechInsights, 유진투자증권

한편 최근 많이 언급되고 있지는 않지만, 스마트폰 시장의 가장 큰 변수는 관세의 영향이다. 관련 기업들이 주목해야 할 요인은 두 가지로, 관세가 부과되는 부가가치 단계와 원산지의 정의이다. 스마트폰을 제조하는 과정에서, 관세가 부과되는 단계는 칩 제조 또는 완제품 조립 단계의 2 가지로 나누어 볼 수 있다.

대부분의 스마트폰용 반도체 칩은 대만 등 동아시아에서 제조되고, OSAT 펌에서 패키징 공정을 거친다. 패키징된 칩은 다시 중국에 주로 위치한 EMS 업체로 운송되어 PCB 에 실장된 후 최종적인 스마트폰으로 조립된다. 이후 이 스마트폰은 최종 포장되어 국가 별 지역별 허브인 RDC(Regional Distribution Center)로 운송되어 각 국가 현지 법인이나 총판에게 넘어간다.

도표 36. 삼성전자와 애플의 글로벌 생산 거점



자료: 삼성전자, Apple, 유진투자증권

현재 원칙적으로는 미국으로 수입될 때, 즉 중국에서 조립이 완료된 완제품이 항구나 통관 지점에 도착하면 세관 당국에 의해 관세가 부과된다. 올해 상반기에 미국의 트럼프 대통령은 중국산 제품에 145%의 추가 관세를 부과하겠다고 언급했으나 전자 제품 및 부품은 제외되었고, 부과 자체도 8월부터 90일 간 유예되었다. 그러나 향후 이러한 제외 조치가 철회된다면, 칩을 제조하는 대만이 관세 대상이 될지, 패키징과 테스트를 거쳐 칩을 완성시키는 말레이시아가 관세 대상이 될지, 혹은 최종 조립이 이루어지는 중국에 관세가 추가될지 여부가 핵심 쟁점이 될 것이다.

도표 37. 스마트폰 서플라이 체인별 흐름도



자료: McKinsey, 유진투자증권

2014 년 14.1 억 대로 역대 최대 기록을 세운 글로벌 스마트폰의 판매량은 이후 성숙기를 거치면서, 정말 소비자의 지갑을 열 수 있는 혁신적 변화를 필요로 하고 있다. 다른 말로 하면 충분한 교체 수요를 일으킬 수 있는 킬러 앱이 나와야 하는데, 현 시점 각 스마트폰 업체들이 소개한 신규 기능 또는 AI 기능은 소비자의 눈높이를 맞추지 못한다고 볼 수 있다.

장기적인 우려로는 메타의 레이밴 디스플레이나 알리바바의 쿼크 등 AI 기반 스마트 글래스에 빼앗길 AI 활용 기능들도 다수 있다는 점에서, 단순한 통역과 번역, 이미지 편집과 검색 그 이상의 기능이 필요하다.

각 기업들의 가장 최신 모델을 기준으로 살펴보면, 구글 픽셀 10 프로는 자체 AI 모델인 Gemini 를 이용한 영상과 이미지 생성 기능을 앞세우지만 픽셀 10 시리즈를 구매하면 '구글 AI 프로' 구독권을 1 년간 제공하는 것이기 때문에 1 년 후 유료 전환된다는 단점이 있다. 삼성 갤럭시의 경우 AI 생성 기능을 비롯한 통화와 메시지 실시간 번역, 캡처된 화면의 제품을 검색하는 '서클 투 서치' 등의 기능이 도입되었다. 하지만 구글과 마찬가지로 2026 년부터는 '갤럭시 AI 구독클럽'과 같은 유료화 전환이 진행될 예정이다. 애플의 아이폰은 스마트폰 업체들 중 AI 도입이 가장 늦은 모델로 꼽히며, Apple Intelligence 기능을 도입했지만 일부분만 적용되거나 핵심인 음성 비서 Siri 개편이 잘 이루어지지 않아 비판을 받고 있다.

도표 38. 메타의 레이밴 글래스



자료: Meta, 유진투자증권

PC: 기존 PC와 AI PC가 뭐가 그렇게 달라요?

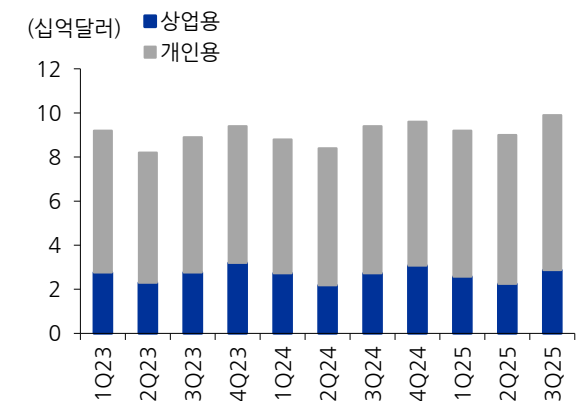
2분기 PC
출하량 YoY 기준
+7% 증가

2분기 글로벌 PC 출하량은 6,840만 대로, 전년대비 +6.5% 증가했다. 노후화된 설치 기반과 윈도우 11(10월 14일자로 윈도우 10 지원 종료)로의 전환에 힘입어 수요는 꾸준히 증가하는 모습이다. 이에 더해 개인 및 가정용 PC는 코로나 19 팬데믹 기간에 대거 보급된 후 평균적 교체 주기인 5~7년이 도래하면서 올해 말부터 교체 수요로 돌아올 가능성이 높다.

글로벌 테크 기업들의 지난 CY2Q25 실적 발표 내용을 자세히 살펴보면 시장에서 주목하고 있는 AI 서버 및 데이터센터 이외에 PC 관련 매출이 호조를 보인 케이스가 있다. 먼저 PC 시장에 대한 긍정적 코멘트를 오랜만에 제시한 대표적 기업은 HP이다. 전체 PC 매출이 99.3억 달러로 전년대비 6% 성장했다. 구체적으로 Commercial PC의 경우 출하량 전년대비 +3%, 매출은 +5% 증가했고 Consumer PC는 출하량과 매출 모두 +8% 증가했다. AI PC 출시에 따른 ASP 상승과 포트폴리오 다변화가 실적 개선의 요인으로 지목되었다.

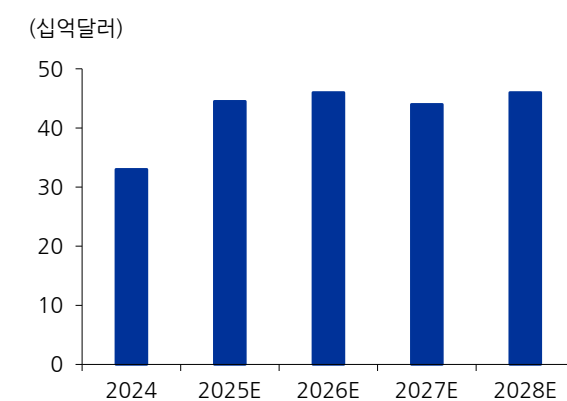
글로벌 PC 시장 점유율 1 위의 Lenovo 는 윈도우 10 지원 종료에 따른 교체 수요가 기업 부문에서 꾸준히 발생하고, 프리미엄 제품의 판매가 견조하다고 언급했다. Consumer PC 의 수요는 기업향 대비 탄력성이 낮은 편이나, 전년대비 성장세를 기록했으며 게이밍과 AI PC 를 성장의 핵심 요인으로 꼽았다. DELL 의 경우 데이터센터 시장과 밀접한 Infrastructure Solutions Group 사업부의 실적 개선폭이 가장 컸으나, Commercial/Consumer PC 관련 비즈니스를 영위하는 Client Solutions Group 사업부도 매출이 전년대비 증가했고, 특히 수익성이 개선되는 흐름을 보이고 있다.

도표 39. HP 의 Commercial/Consumer PC 판매



자료: HP, 유진투자증권

도표 40. Gaming PC 하드웨어 시장 성장 전망치



자료: JPR, 유진투자증권

한편 노트북 시장의 경우 대만의 ASUS 는 올해 1,850 만 대의 타겟 판매량을 달성할 것으로 전망한다. Commercial 노트북과 크롬북의 연간 출하량이 각각 +65% 와 +85% 증가했으며, 앞서 소개한 Lenovo 와 유사하게 게이밍 및 AI 관련 제품군의 그룹 전체 수익 기여도가 높았다.

미국의 PC 시장은 여전히 바닥을 딛고 올라오지 못하는 상황이다. 관세로 인한 리스크를 피하기 위해 2025 년 초부터 도매 채널에서 재고를 과하게 쌓아 두고 있기 때문이다. 최종 소비자의 수요가 약하기보다 물량이 시장에 너무 많이 풀려 있어 도매나 리테일 단에서의 오더가 줄어든 것이 크게 작용하고 있다고 판단한다. 또한 교육시장에서 코로나 19 팬데믹 때 대규모로 배포된 크롬북의 교체 사이클이 아직 도래하지 않은 것도 소비자 PC 의 수요를 강하게 끌어올리지 못하고 있다고 볼 수 있다.

우리는 아직 AI PC 로의 적극적인 교체를 확인하지 못하고 있다. 기업 입장에서 는 TCO 와 ROI 가 아직 명확히 검증되지 않았고, NPU 칩의 수준은 1 세대 실전 배포 단계로 아직 교체를 가속화할 수 있다고 볼 수 없다. 초기 시장 특성상 기업 입장에서 예산 편성을 위한 시간도 필요하고, 호환성 점검도 필수적이다. 하지만 검증과 표준화 단계를 지나면 2026 년 하반기부터는 교체 가속화를 기대해 볼 수 있다.

도표41. ASUS 의 터치 스크린 크롬북



자료: ASUS, 유진투자증권

IV. 해외 기업 모아보기

결론: 반도체는 깎기 위해 쌓는다 (식각>검사>증착)

글로벌 60 여 개의
빅테크 기업들의
실적 분석

글로벌 반도체 및 테크 관련 기업들 63 개사의 지난 실적 발표를 모아 정리해보면 대체로 영위하는 기술 난이도, 즉 AI 시장에 얼마나 밀접히 연관이 되어 있는지 정도에 따라 실적 분위기가 나뉘었다. 그리고 소부장 기업들의 경우 상대적으로 공정들 가운데 중요성이 덜 부각되었던 식각 공정의 전공정 내 기여도가 높아지며 높은 밸류를 받는 모습을 볼 수 있었다.

장비사

시장 예상치 대비 차분기에 대한 가이드언스가 상회/하회/부합했는지 여부를 기준으로 보면, 전공정 장비사들 간의 양극화가 대표적이다. Lam Research 와 KLA, ASML 등 선단 공정 투자의 수혜를 제한적으로 받을 수 있는 기업의 경우 가이드언스가 시장 컨센서스를 상회했다. 한편 Applied Materials 와 Tokyo Electron 과 같이 중국 시장에 대한 의존도가 높았거나 기술적으로 고객사의 쉼 통과에 실패한 케이스의 기업들은 대체로 가이드언스가 시장 예상치를 하회했다.

대표적인 글로벌 후공정 장비사인 ASMPT 와 Be Semiconductor 의 경우 가이드언스가 컨센서스를 소폭 하회했지만, 실적 발표에서의 코멘트는 긍정적이었다. ASMPT 의 경우 HBM 용 TC 본더와 하이브리드 본딩 장비를 중심으로 booking order 가 견조했음을 확인했고, Be Semiconductor 의 경우에도 FY3Q25 실적이 전분기대비 5~15% 감소할 것으로 제시했지만 마찬가지로 하이브리드 본딩과 2.5D 패키징 장비 수요는 증가할 것을 기대했다.

소재사

소프트 소재 업종에 속하는 글로벌 기업들의 가이던스도 희비가 갈렸다. SUMCO와 Shin-etsu 등 반도체 산업에 특화된 일본 소재사들은 모두 실적 개선 폭이 제한적이면서 가이던스도 대체로 시장 예상치를 하회했다. 오히려 반도체 이외 산업에도 특수 가스 등을 공급하는 Linde 의 경우 전자제품용 매출이 전년대비 감소했으나 우주·방산과 산업용 매출이 호조를 띄어 실적에 기여했다. Air Liquide 와 Air Products 도 최근 고객사 및 매출처 다변화에 힘을 주어 그 결과 차분기에도 더 높은 OPM 을 기록할 것을 전망했다.

파운드리

글로벌 파운드리 업체들은 TSMC 와 화흥반도체를 제외하고 강한 가이던스를 제시하지 못했다. TSMC 의 경우 전년대비 매출이 41% 증가하고, OPM 이 50%를 뛰어넘으면서 강한 AI 시장 수요의 수혜를 보여주었고, 화흥반도체의 경우 12 인치 웨이퍼 팹 증설 기대감에 따른 전체 웨이퍼 출하량 증가를 실적 강세의 배경으로 제시했다. GlobalFoundries 는 가이던스 자체는 시장 예상치를 하회했으나 고객사 재고 레벨이 감소 중이고, 데이터센터용 매출이 두 자릿수 성장하면서 빠른 회복세를 보여주었다.

소프트웨어

클라우드 및 보안 솔루션, 인프라 서비스 등을 제공하는 소프트웨어 업체들의 가이던스가 시장 예상치를 가장 많이 상회했다. 금번 분기에는 Zscaler, Oracle, Rubrik, Adobe, Wipro 등을 다루었는데, 인도 기업인 Wipro 를 제외하고 모두 강한 가이던스를 제시했고, 실적 또한 12%에서 50%까지 성장했다. 특히 비교적 작은 규모의 비즈니스를 영위하는 Rubrik 과 Zscaler 는 ARR(구독) 매출이 각각 10만 달러와 30억달러를 돌파하면서, 데이터센터의 혼풍이 물리적인 칩에서 이들 칩 간의 연결과 보안을 보조하는 소프트웨어 업체들에게까지 퍼지고 있는 것으로 분석된다.

칩 제조사

반도체를 제조하는 다양한 기업들 가운데 메모리 제조사들은 공급 쇼티지와 수요 과잉의 수혜로 실적과 가이드언스 모두 강한 편이었다. NAND에 주력하는 키옥시아를 제외하고 모두 가이드언스가 시장 예상치를 상회했으며, 특히 마이크론의 경우 HBM 관련 매출이 약 20억 달러를 기록하며 실적에 기여했다.

분위기가 제일 안 좋은 영역은 차량용 반도체이다. NXP와 르네사스, 인피니언 등 모두 시장 예상치를 하회하거나 겨우 부합하는 수준의 가이드언스를 제시했고, 전기차 제조사인 Rivian과 NIO도 관세나 배출권 수익 등에 대한 리스크로 부진한 실적을 기록했다.

한편 통신용 반도체 제조사인 Qorvo와 브로드컴은 시장 예상치를 상회하는 수준의 가이드언스를 제시했다. Qorvo의 경우 애플을 주요 고객사로 확보함으로써 해당 고객사향 콘텐츠량이 예상을 상회했고, 이외 고객사로의 판매량 증가로 호실적을 기록했다. 브로드컴도 마찬가지로 토마호크 스위치와 구글 TPU 등의 강한 수요가 호실적을 이끌었다.

퀄컴의 경우 금번 분기 핸드셋 매출의 전분기대비 하락폭이 예상보다 컸지만 주요 사업부인 QCT 부문은 견조했고, EPS 가이드언스가 시장 예상치를 하회했을 뿐 매출 가이드언스는 시장 눈높이를 상회한 수준으로 제시했다.

데이터센터

데이터센터 코로케이션 사업을 영위하는 Equinix와 Digital Realty 모두 AI 시장 확대와 이에 따른 데이터센터 수요 증가 수혜를 누리고 있다. Digital Realty는 미국의 하이퍼스케일 데이터센터 펀드와 대규모 부킹 오더에 힘입어 시장 예상치를 큰 폭 상회한 수준의 가이드언스를 제시했고, Equinix 또한 4,100개 이상의 딜성사로 강력한 하반기 시장을 전망했다.

EDA

EDA 업체인 Cadence 와 Synopsys 의 경우 Cadence 가 OPM 42.8%라는 압도적으로 높은 성적을 기록하며 가이던스도 시장 예상치를 상회했다. Synopsys 의 경우 5월 말부터 7월 초까지 이어졌던 중국 수출 규제와 주요 고객의 수요 부진으로 실적과 가이던스 모두 컨센서스를 하회한 바 있다. 두 기업 모두 중국에서 비즈니스를 영위한다는 공통점이 있으나, Cadence 의 중국향 매출 비중은 9%, Synopsys 는 16%라는 점에서 영향의 정도 차이가 있던 것으로 분석된다.

도표 42. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드스	시총 (십억달러)	코멘트
07/18	Electrolux	매출 32.6억 달러, YoY -7.5% 영익 820만 달러 OPM 2.5% 가이드스 시장 예상치 하회▼	1.8	- 스웨덴의 가전제품 제조업체로 글로벌 4위에 위치, 150개국에 판매 중 - FY2Q25 매출 32.6억 달러, 영업이익 820만 달러 OPM 2.5% - AI, IoT와 다소 먼 백색가전 위주의 라인업을 보유하고 있어 마진이 지속 하락하는 추세 - 연간 가이드스 또한 Neutral~Negative 유지하면서 실적 발표 후 주가 15% 하락
07/18	GE	매출 101.5억 달러, YoY +23% 영익 23.37억 달러 OPM 23% 가이드스 시장 예상치 상회▲	321.0	- 차량용 반도체 1위 기업이자 산업용, 통신용 MCU와 RF 칩 등을 생산 - FY2Q25 매출 101.5억 달러, 영업이익 23.37억 달러 OPM 23% - 연간 가이드스 영업이익 82~85억 달러로 상향조정, 컨센서스 상회하는 수준 제시 - 다만 2028년 영업이익을 115억 달러로 제시, 시장 예상을 하회하며 주가 하락
07/22	NXP	매출 29.3억 달러, YoY -6% 영익 9.4억 달러 OPM 32.0% 가이드스 시장 예상치 하회▼	57.7	- 차량용 반도체 1위 기업이자 산업용, 통신용 MCU와 RF 칩 등을 생산 - FY2Q25 매출 29.3억 달러, 영업이익 9.4억 달러 OPM 32% - 실적은 시장 예상치에 부합했으나 새로 제시한 가이드스가 30.5~32.5억 달러로 시장 예상치(33.0억 달러)를 하회하면서 주가 하락
07/23	ASMPT	매출 4.4억 달러, YoY +1.8% 영익 0.2억 달러 OPM 5.0% 가이드스 시장 예상치 하회▼	4.7	- 홍콩에 상장한 싱가포르 본사의 후공정 장비 업체로 HBM용 TC 본더 생산 - FY2Q25 매출 4.4억 달러, 영업이익 0.2억 달러 OPM 5.0% - FY3Q25 가이드스 매출 4.75억 달러로 제시하여 컨센서스 하회 - HBM용 TC 본더와 하이브리드 본딩 장비를 중심으로 부킹 오더 지속 확대 기대
07/24	Be Semi-conductor	매출 1.5억 유로, YoY +2.8% 영익 0.4억 유로, OPM 29.4% 가이드스 시장 예상치 하회▼	13.7	- 네덜란드의 후공정 장비 업체로 하이브리드 본딩 선두주자 - FY2Q25 매출 1.5억 유로, 영업이익 4,350만 유로 OPM 29.4% - FY3Q25 가이드스 매출 -5 ~ -15%로 제시하여 시장 기대치 하회 - 실적은 감소할 것으로 예상되나, 하이브리드 본딩과 2.5D 패키지 장비 수요 증가 기대
07/25	Shin-etsu	매출 6,285억 엔, YoY +5% 영익 1,668억 엔 OPM 26.5% 가이드스 시장 예상치 하회▼	583.5	- 일본의 케미컬 회사로 특수가스나 용액 등 반도체 소재 공급 기업 - FY1Q26 매출 6,285.5억 엔, 영업이익 1,668.0억 엔 OPM 26.5% - 전자산업용 매출 2,402억 엔으로 전년 대비 6% 증가, 실리콘 웨이퍼와 PR 등 수요 강세 - 가이드스 2.4조 엔으로 시장 예상치 하회하며 주가 10% 하락

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 43. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드نس	시총 (십억달러)	코멘트
07/25	ASE	매출 1,508억 대만달러, YoY +7% 영익 102억 대만달러 OPM 6.8% 가이드نس 시장 예상치 하회▼	22.3	- TSMC의 파트너 OSAT 업체로 글로벌 1위 기업 - FY2Q25 매출 1,507.5억 대만달러, 영업이익 101.9억 대만달러 OPM 6.8% - 어드밴스드 패키징 수요로 ATM 사업부의 상반기 매출이 전년 대비 +18% 증가 - FY3Q25 가이드نس 성장률 QoQ +13%로 제시하며 시장 예상치 하회
07/25	Digital Realty	매출 14.9억 달러, YoY +10% 영익 2.1억 달러 OPM 14.1% 가이드نس 시장 예상치 상회▲	59.8	- 글로벌 데이터센터의 네트워크 연결 및 서버 임대 서비스 제공 업체 - FY2Q25 매출 14.9억 달러, 영업이익 2.1억 달러 OPM 14.1% - 미국의 하이퍼스케일 데이터센터 펀드와 대규모 booking에 힘입은 호실적 발표 - FY3Q25 가이드نس EPS \$7.2로 시장 예상치 상회
07/28	Amkor	매출 15.1억 달러, YoY +3.4% 영익 0.9억 달러 OPM 6.1% 가이드نس 시장 예상치 부합■	8.0	- 미국의 OSAT 업체로 파운드리 기업들의 후공정 패키징과 테스트를 담당 - FY2Q25 매출 15.1억 달러, 영업이익 9,200만 달러 OPM 6.1% - FY3Q25 가이드نس 매출 19.25억 달러로 제시하여 시장 예상치 부합 - AI와 HPC 등의 강한 수요와 고객사의 신규 모바일 제품 출시 수혜 기대
07/28	Renesas	매출 3,255.3억 엔, YoY -9.3% 영익 919억 엔 OPM 28.3% 가이드نس 시장 예상치 하회▼	24.8	- 일본의 MCU, SoC, 차량용 전력 반도체 등을 설계하는 팹리스 업체 - FY2Q25 매출 3,255.3억 엔, 영업이익 919억 엔 OPM 28.3% - FY3Q25 가이드نس 매출 3,300억 엔으로 제시하며 시장 예상치 하회 - 자동차 부문의 더딘 회복에도 불구하고 산업용 IC 부문의 회복 기대감으로 실적발표 후 주가 상승
07/28	Fanuc	매출 1,963.6억 엔, YoY +0.6% 영익 424.3억 엔 OPM 21.61% 가이드نس 시장 예상치 하회▼	31.0	- 일본의 산업용 로봇 및 공작기계 제조 업체 - FY1Q26 매출 1,963.6억 엔, 영업이익 424.3억 엔 OPM 21.61% - 자동차 산업과 일반 산업의 침체로 인해 수요 부진이 나타남 - 연간 가이드نس 매출 8,070억 엔으로 컨센서스를 하회했으나, - 로봇 부문의 성장 기대감으로 주가 급등
07/29	Cadence	매출 12.8억 달러, YoY +20% 영익 5.46억 달러 OPM 42.8% 가이드نس 시장 예상치 상회▲	89.8	- 반도체 EDA 소프트웨어 분야의 선도 기업 - FY2Q25 매출 12.8억 달러, 영업이익 5.46억 달러 OPM 42.8% - FY3Q25 가이드نس 매출 13.1~13.4억 달러로 컨센서스 상회하는 수준 제시 - 연간 가이드نس 매출 52.1~52.7억 달러로 상향조정하며 컨센서스 상회, - 실적 발표 후 주가 상승

자료: 각 사, 유진투자증권

도표44. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드스	시총 (십억달러)	코멘트
07/29	Air Liquide	(1H) 매출 137.2억 유로, YoY +2.6% 영익 27.4억 유로 OPM 19.9% 가이드스 시장 예상치 상회▲	116.6	- 프랑스의 산업용 가스 회사로 독일의 린데와 미국의 에어 프로덕츠와 함께 3대 산업용 가스 업체 - FY1H26 매출 137.2억 유로, 영업이익 27.4억 유로 OPM 19.9% 2026년까지 OPM이 200bp 증가할 것이라고 언급, 실적발표 후 주가 상승
07/30	Keyence	매출 2,610.8억 엔, YoY +5.6% 영익 1,293억 엔 OPM 49.5% 가이드스 미제시	98.5	- 일본의 자동화제어기기, 계측기기, 정보기기 등의 개발 및 제조 선도 기업 - FY1Q26 매출 2,610.8억 엔, 영업이익 1,293억 엔 OPM 49.5% - 북미와 남미는 자본지출 견고하며, 유럽은 여전히 보수적, 아시아는 회복 조짐을 보이는 상황 - 환율과 관세 비용 영향으로 이익단이 예상을 하회하여 실적발표 후 주가 하락
07/30	Corning	매출 40.5억 달러, YoY +12% 영익 7.7억 달러 OPM 19% 가이드스 시장 예상치 상회▲	73.1	- 미국의 유리 제조 회사로 현재는 광통신 분야를 주력 사업으로 영위 - FY2Q25 매출 40.5억 달러, 영업이익 7.7억 달러 OPM 19% - Gen AI에 대한 강력한 수요로 광통신 사업부 매출 전년비 81% 성장 - FY3Q25 가이드스 매출 42억 달러로 컨센서스를 상회하며 실적발표 후 주가 13% 상승
07/30	Microsoft	매출 764.4억 달러, YoY +18% 영익 343.2억 달러 OPM 44.9% 가이드스 시장 예상치 상회▲	3,840	- 미국의 윈도우 및 기반 소프트웨어, 클라우드 서비스 제공 기업으로 4대 클라우드 빅테크사 중 하나 - FY4Q25 매출 764.4억 달러, 영업이익 343.2억 달러 OPM 44.9% - 강한 AI 수요로 인해 FY1Q26 CapEx는 전년비 두배 증가한 300억 달러 규모로 전망 - Azure 성장률 39%로 시장 예상치를 크게 상회하며 실적발표 후 주가 8% 이상 상승
07/30	Qorvo	매출 8.19억 달러, YoY -7.7% 영익 1.08억 달러 OPM 13.2% 가이드스 시장 예상치 상회▲	8.6	- 미국의 통신 반도체 업체로 스마트폰용 RF 칩 등을 주력 제품으로 영위, 애플을 주요 고객으로 확보함 - FY1Q26 매출 8.19억 달러, 영업이익 1.08억 달러 OPM 13.2% - 예상을 상회한 애플향 콘텐츠량 증가와 판매량 증가로 인해 호실적 기록 - FY2Q26 가이드스 매출 9.75~10.8억 달러로 컨센서스를 상회하며 실적 발표 후 주가 10% 상승
07/31	Qualcomm	매출 103.7억달러, YoY +10.3% 영익 35.8억달러 OPM 34.5% 가이드스 시장 예상치 하회▼	159.8	- 모바일 기기용 SoC와 5G 모뎀 등을 개발하는 무선 통신 칩 업체 - FY3Q25 매출 103.7억 달러, 영업이익 35.8억 달러 OPM 34.5% - 주요 사업부인 QCT 부문 매출은 전년대비 증가했으나 핸드셋 매출 전분 기대미 하락 - FY4Q25 매출 중간값 107억 달러로 컨센서스 상회했으나 EPS는 하회

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 45. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드언스	시총 (십억달러)	코멘트
07/31	웨스턴 디지털	매출 26.1억 달러, YoY +30% 영익 7.3억 달러 OPM 26.1% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	26.7	- HDD와 SSD 등 데이터 저장 장치 및 솔루션 판매 기업 - FY4Q25 매출 26.1억 달러, 영업이익 7.3억 달러 OPM 26.1% 26TB CMR과 32TB UltraSMR 등 클라우드형 매출 비중 90% 돌파 - FY1Q26 가이드언스 매출 27억 달러로 시장 예상치 상회하며 주가 5% 상승
07/31	AUO	매출 692.4억 대만달러, YoY +30% 영익 15.04억 대만달러 OPM 26.1% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	3.2	- 대만의 박막 트랜지스터 액정 디스플레이 패널을 제조 기업 - FY2Q25 매출 692.4억 대만달러, 영업이익 15.04억 대만달러 OPM 26.1% - 대만달러 강세와 LCD 부문의 하락, 전기차 수요 둔화로 인해 매출은 컨센서스를 하회 - FY3Q26 모빌리티와 디스플레이의 QoQ 감소를 전망, 실적발표 후 주가 하락
07/31	Tokyo Electron	매출 5,495억 엔, YoY -1% 영익 1,446억 엔 OPM 26.3% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	69.4	- 일본 반도체 장비사로 글로벌 3위, 일본 1위 시장 점유율 차지 - FY1Q26 매출 5,495억 엔, 영업이익 1,446억 엔 OPM 26.3% - 중국 칩 제조업체들의 레거시 투자 축소와 DDR5 전환 투자 지연 전망 - FY2H26 가이드언스 1.2조 엔으로 하향하면서 시장 예상치 하회하며 주가 5% 하락
07/31	Lam Research	매출 29.3억달러, YoY -6% 영익 9.4억달러 OPM 32.0% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	122.2	- 미국 전공정 장비사로 식각 및 세정 장비 등의 비즈니스에 주력 - FY4Q25 매출 51.7억 달러, 영업이익 17.8억달러 OPM 34.4% - TSMC와 SMIC의 투자 증가로 파운드리와 중국형 매출 비중 증가 - FY1Q26 가이드언스 매출 중간값 52억 달러로 제시, 시장 예상치 상회
07/31	미디어텍	매출 1,504억 대만달러, YoY +18% 영익 294억 대만달러 OPM 19.5% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	72.1	- 대만 펌프스 업체로 무선 통신기기, AP 등을 설계 및 판매 - FY2Q25 매출 1,503.7억 대만달러, 영업이익 293.8억 대만달러 OPM 19.5% - 부정적 환율 영향에도 불구하고 매출은 시장 컨센서스 상회, 하반기는 수요 부진 전망 - FY3Q25 가이드언스 매출 중간값 1,350.5억 대만달러로 제시, 시장 예상치 하회
07/31	Entegris	매출 7.9억 달러, YoY +1.4% 영익 1.1억 달러 OPM 13.4% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	11.5	- 미국 반도체 소재 업체로, 공정 가스, 약액 시스템, 가스 보관 솔루션 등을 제공 및 판매 - FY2Q25 매출 7.9억 달러, 영업이익 1.1억 달러 OPM 13.4% - MS 사업부는 CMP 슬러리와 패드, 에칭 가스 등으로 전년 대비 매출 +4% 증가 - FY3Q25 가이드언스 매출 8.0억 달러로 시장 예상치 하회하며 주가 3% 하락

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 46. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드언스	시총 (십억달러)	코멘트
07/31	Arm Holdings	매출 10.5억 달러, YoY+12% 영익 4.1억 달러 OPM 39.1% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	145.7	- 미국 상장 영국 반도체 회사로 프로세서 설계 및 라이선싱 업체 - FY1Q26 매출 10.5억 달러, 영업이익 4.1억 달러 OPM 39.1 - 데이터센터 매출 확대 기대감 유효하나 여전히 주요 END 제품인 스마트폰 시장 부진 - FY2Q26 가이드언스 매출 10.6억 달러로 시장 예상치 하회하며 주가 9% 하락
08/01	Air Products	매출 30.2억 달러, YoY+1.2% 영익 7.41억 달러 OPM 24.5% 가이드언스 시장 예상치 부합■	56.6	- 미국의 산업용 가스 공급 업체로 반도체 산업용 특수 가스 생산 사업을 영위 - FY3Q25 매출 30.2억 달러, 영업이익 7.41억 달러 OPM 24.5%로 컨센서스 상회 - 영업이익은 비헬륨 가격 상승과 비용 감소가 글로벌 헬륨 수요 감소, 프로젝트 종료로 상쇄된 양상 - FY2025 가이드언스 EPS 11.90~12.10 달러로 범위를 좁혀 수정 제시, 시장 예상치와 부합함
08/01	KLA	매출 31.7억 달러, YoY+24% 영익 13.5억 달러 OPM 42.6% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	151.8	- 미국 반도체 장비 제조기업으로 오버레이 계측, 검사 장비 등을 생산 - FY4Q25 매출 31.7억달러, 영업이익 13.5억달러 OPM 42.6% - 첨단 노드와 HBM 계측, 검사 장비 투자가 4분기 실적을 견인 - FY1Q26 가이드언스 매출 30~33억 달러, EPS 7.76~9.3 달러로 컨센은 상회했으나, 보수적으로 제시
08/01	Apple	매출 940.4억 달러, YoY+9.6% 영익 282억 달러 OPM 30% 가이드언스 시장 예상치 부합■	3,890	- 미국의 스마트폰, 노트북 등 소비자 가전 및 소프트웨어 기업 - FY3Q25 매출 940.4억 달러, 영업이익 282억 달러 OPM 30% - 주요 지표가 예상을 상회했으며, 관세 우려에도 중국 매출이 예상을 상회한 점은 긍정적 - 다만 AI 도입이 늦어지고 있으며, 관세로 인한 비용이 8억달러 발생한 점은 부정적 - FY4Q26 매출 하이 싱글 성장 전망 시장 예상치 부합
08/01	Amazon	매출 1,677억 달러, YoY+13% 영익 191.7억 달러 OPM 11.4% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	2,310	- 미국의 이커머스 및 미디어, 클라우드 서비스 제공 업체 - FY2Q25 매출 1,677억 달러, 영업이익 191.7억 달러 OPM 11.4% - FY3Q25 매출 1,740~1,795억 달러로 컨센 상회했으나 영업이익 155~205억 달러로 컨센 하회 - 또한 AWS 매출 성장률 17%로 같은 주 실적을 발표한 MS(+39%)대비 부진한 점이 우려로 작용
08/01	미쓰비시 전기	매출 1.31조 엔, YoY+2.1% 영익 1,120억 엔 OPM 8.53% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	55.0	- 일본의 미쓰비시 그룹의 계열사로 전력 반도체, 공장 자동화, 가전제품 등을 제조 - FY1Q26 매출 1.31조 엔, 영업이익 1,120억 엔 OPM 8.53% - 인프라와 산업 및 모빌리티 부문의 강세로 영업이익 전년비 91% 증가 - FY2Q26 가이드언스 매출 5.4조 엔, 순이익 3,400억 엔으로 컨센 하회

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 47. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드언스	시총 (십억달러)	코멘트
08/01	TDK	매출 5,357.5억 엔, YoY +3.3% 영익 564억 엔 OPM 10.53% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	31.8	- 일본의 HDD 헤드, MLCC, 스마트폰용 배터리 등을 제조하는 전자부품 기업 - FY1Q26 매출 5,357.5조 엔, 영업이익 564억 엔 OPM 10.53% - 센서 응용 제품과 에너지 응용제품 부문이 ICT 및 산업장비 시장의 - 부품 수요 회복으로 실적을 견인 - 연간 가이드언스 매출 2.12~2.20조 엔, 영업이익 1,800~2,250억 엔으로 컨센 하회
08/01	Linde	매출 85억 달러, YoY +3% 영익 24억 달러 OPM 27.6% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	216.2	- 글로벌 최대 케미컬 기업으로 산업용 가스 및 플랜트, 반도체 특수 가스 생산 - FY2Q25 매출 85.0억 달러, 영업이익 23.5억 달러 OPM 27.6% - 전자제품용 매출 전년대비 감소했으나 우주 방산과 산업용 매출 호조 - FY3Q25 가이드언스 EPS \$4.15로 제시하여 시장 컨센서스 상회
08/05	Infineon	매출 37억 유로, YoY +0% 영익 4.2억 유로 OPM 11.4% 가이드언스 시장 예상치 부합■	53.9	- 독일의 반도체 업체로, 차량용 및 전력 반도체, RF 등을 생산 - FY3Q25 매출 37.04억 유로, 영업이익 4.24억 유로 OPM 11.4% - FY4Q25 가이드언스 매출 39억 유로로 시장 컨센서스 부합한 수준 제시 - 차분기는 관세로 인한 타격이 적고, 수요 회복세 기대감에 개선된 마진 목표
08/06	원본드	매출 210.2억 대만달러, YoY -2.2% 영업손실 12.95억 대만달러 가이드언스 미제시	6.7	- 대만의 레거시 메모리 및 마이크로컨트롤러, 개인용 컴퓨터 IC 등을 제조하는 반도체 기업 - FY2Q25 매출 210.2억 대만달러, 영업손실 12.95억 대만달러 OPM -6.2% - 레거시 메모리 가격 상승 기대감에도 이익단이 컨센서스를 크게 하회, 실적발표 후 추가 하락
08/06	Global Foundries	매출 17억 달러, YoY +3% 영익 2억 달러 OPM 11.6% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	17.9	- 미국 파운드리 기업으로 12인치 웨이퍼 제품을 생산 - FY2Q25 16.9억 달러, 영업이익 2.0억 달러 OPM 11.6% - 고객사 재고 레벨 지속 감소 중이며 데이터센터용 매출 두 자릿수 성장 - FY3Q25 가이드언스 매출 17.9억 달러로 제시하여 시장 컨센서스 하회
08/06	Rivian	매출 13억 달러, YoY +13% 영업손실 11억 달러 가이드언스 시장 예상치 하회▼	14.3	- 미국 전기차 제조사로, 전기 픽업트럭과 SUV, 배터리 시스템 등을 개발 - FY2Q25 매출 13억 달러, EPS -0.80달러로 컨센서스 하회 - FY3Q25 가이드언스 자동차 판매량 4~4.6만대로 하향 - 완성차 업체 대상 배출권 수익이 연비 규제 완화로 감소하고, 관세 영향 증가 전망

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 48. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드نس	시총 (십억달러)	코멘트
08/07	Siemens	매출 193.8억 유로, YoY +3% 영익 28억 유로 OPM 14.9% 가이드نس 시장 예상치 부합■	2,153.0	- 독일의 산업 기술 업체로, 자동화 및 전력, 철도, 의료기기 등 종합 엔지니어링 사업 - FY3Q25 매출 193.8억 유로, 영업이익 28.0억 유로 OPM 14.9% - 산업 자동화 및 장비 사업 견조하나, 중국 내 EDA 수출 통제로 SW 실적 부진 - 하지만 수출 재개와 시장 회복으로 반도체 시장 전망 긍정적
08/07	SUMCO	매출 1,029억 엔, YoY -2% 영익 15억 엔 OPM 1.4% 가이드نس 시장 예상치 하회▼	2.9	- 일본의 반도체용 실리콘 웨이퍼 제조사로, 300mm 웨이퍼 글로벌 상위 업체 - FY2Q25 매출 1,029억 엔, 영업이익 15억 엔 OPM 1.4% - FY3Q25 가이드نس 영업적자 35억 엔 예상 - AI향 성장세 강하지만 이외 시장에서의 수요 약세 지속될 것으로 전망
08/07	Equinix	매출 23억 달러, YoY +4% 영익 5억 달러 OPM 22% 가이드نس 시장 예상치 부합■	75.9	- 미국 데이터센터 및 인터커넥션 서비스 운영사로, 글로벌 코로케이션 시장 1위 업체 - FY2Q25 매출 22.6억 달러, 영업이익 4.9억 달러 OPM 21.7% - FY2025 가이드نس 매출 중간값 92.8억 달러로 제시하여 시장 예상치 부합 - 전략적인 투자 확장과 4,100개 이상의 딜 성사로 강력한 하반기 전망
08/07	Honda Motor	매출 5.3조 엔, YoY -1.2% 영익 2,441억 엔 OPM 4.6% 가이드نس 시장 예상치 상회▲	43.4	- 일본의 자동차 및 파워 제품 제조사로, 전기차 등 친환경 모빌리티 또한 개발 - FY1Q26 매출 5.3조 엔, 영업이익 2,441억 엔, OPM 4.6% - 미국의 자동차 관세와 엔화 강세 영향으로 전년 대비 영업이익 50% 가까이 감소 - FY2026 가이드نس 매출 21.1조 엔으로 상향 조정, 관세 영향 약화 전망
08/07	Sony	매출 2.6조 엔, YoY +2.2% 영익 3,400억 엔 OPM 13.0% 가이드نس 시장 예상치 상회▲	163.9	- 일본의 종합 전자 및 엔터테인먼트 기업으로, 이미지센서, 게임, 영화 등 사업 다각화 중 - FY1Q25 매출 2.6조 엔, 영업이익 3,400억 엔 OPM 13.0% - I&SS(Imaging & Sensing Solutions) 사업부 매출 환율 영향에도 모바일향 호조 - FY2025 가이드نس 영업이익 200억 엔으로 제시하여 시장 예상치 상회
08/07	IONQ	매출 2,069만 달러, YoY +81% 영업손실 1.6억 달러 가이드نس 시장 예상치 상회▲	12.4	- 이온 트랩 기술을 기반으로 한 미국 양자 컴퓨팅 하드웨어 및 소프트웨어 개발사 - FY2Q25 매출 2,069만 달러, 영업손실 1.6억 달러 - 매출은 시장 예상치 상회했으나 순손실폭 커지며 실적발표 후 주가 5% 하락 - FY2025 가이드نس 매출 중간값 9,100만 달러로 제시

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 49. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드نس	시총 (십억달러)	코멘트
08/08	카옥시아	매출 3,428억 엔, YoY -23% 영업이익 452억 엔, OPM 13.2% 가이드نس 시장 예상치 하회▼	9.2	- 글로벌 NAND 2위의 일본 업체로, 웨스턴디지탈(WD)과 JV 관계 - FY1Q25 매출 3,428억 엔, 영업이익 452억 엔 OPM 13.2% - 스마트폰과 PC 수요 회복과 데이터센터 투자 확대로 NAND 성장 기대, 관세 영향 제한적 - FY2Q25 가이드نس 매출 4,450억 엔으로 제시하여 시장 예상치 하회
08/08	SMIC	매출 22억 달러, YoY +16% 영업이익 1.5억 달러 OPM 6.8% 가이드نس 시장 예상치 부합■	65.6	- 중국 최대 파운드리 업체로, 레거시 노드 중심의 반도체 제조 서비스 제공 - FY2Q25 매출 22억 달러, 영업이익 1.5억 달러 OPM 6.8% - 가동률 90% 상회하는 가운데 매출 성장했으나 이익 전년 대비 20% 감소 - FY3Q25 가이드نس 매출 23.3억 달러로 시장 예상치 부합하는 수준 제시
08/08	화홍 반도체	매출 5.7억 달러, YoY +18% 순이익 795만 달러, NPM 1.4% 가이드نس 시장 예상치 상회▲	11.1	- 중국 2위 파운드리 업체로, 전력 및 아날로그, 임베디드 메모리 등 제품 생산 - FY2Q25 매출 5.7억 달러, 순이익 795만 달러 NPM 1.4% - 웨이퍼 출하량 증가 가운데 12인치 웨이퍼 팹 증설 기대감 - FY3Q25 가이드نس 매출 6.3억 달러로 제시하여 시장 예상치 상회
08/12	퀀타 컴퓨터	매출 5,041.7억 대만달러, YoY +62.6% 영업이익 204억 대만달러, OPM 4.1% 가이드نس 미제시	37.5	- 대만의 노트북 및 서버 ODM 전문 제조사로 글로벌 IT 업체들에 공급하는 구조 - FY2Q25 매출 5,041.7억 대만달러, 영업이익 204억 대만달러 OPM 4.1% - 견조한 GB200 AI 서버 램프업으로 전년비 62.6% 성장한 매출 기록
08/14	Applied Materials	매출 73억 달러, YoY +7.7% 영업이익 22.5억 달러 OPM 30.7% 가이드نس 시장 예상치 하회▼	181.7	- 미국의 대표적인 반도체 전공정 장비업체로, 하이브리드 본딩 장비 개발로 후공정 또한 진출 - FY3Q25 매출 73억 달러, 영업이익 22.5억 달러 OPM 30.7% - FY4Q25 가이드نس 매출 67억 달러로 컨센서스 하회하는 수준 제시 - 중국 매출 감소와 선단 파운드리 매출 둔화가 주요 리스크로 꼽히며 실적 발표 후 주가 14% 하락
08/21	JCET	매출 92.7억 위안, YoY +7.2% 영업이익 3.1억 위안, OPM 3.3% 가이드نس 미제시	9.9	- 중국 최대 반도체 패키징 및 테스트 서비스 제공 기업 - FY2Q25 92.7억 위안, 영업이익 3.1억 위안 OPM 3.3% - 분기 기준 사상 최대 매출 기록했으며 컴퓨팅 부문 전년 대비 72% 성장 - 어드밴스드 패키징 투자와 R&D 투자로 단기 수익성은 부담

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 50. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이드스	시총 (십억달러)	코멘트
09/02	Zscaler	매출 7.2억 달러, YoY +21% 영업이익 1.6억 달러, OPM 22.1% 가이드스 시장 예상치 상회▲	42.6	■ 미국의 클라우드 기반 보안 솔루션 제공 업체로 네트워크 트래픽 관리가 주력 사업 ■ FY4Q25 매출 7.2억 달러, 영업이익 1.6억 달러, OPM 22.1% ■ ARR(구독 매출) 30억 달러 돌파 및 Red Canary 인수에 따른 시너지 효과 기대 ■ FY1Q26 가이드스 매출 7.3억달러로 제시하여 시장 예상치 상회
09/02	NIO	매출 190억 위안, YoY +8.9% 영업적자 49억 위안, 차량 판매량 7만 대 가이드스 시장 예상치 하회▼	12.4	■ 중국의 전기차 제조업체로, 고급 전기 SUV 및 세단을 설계, 생산하는 비즈니스 영위 ■ FY2Q25 매출 190억 위안, 영업적자 49억 위안, 전기차 판매량 7.2만 대 기록 ■ ASP 하락을 원가 절감으로 방어한 가운데 8월까지 누적 판매량 전년 대비 30% 증가 ■ FY3Q25 가이드스 매출 223억 위안, 판매량 8.9만 대로 시장 예상치 하회
09/04	Argan	매출 2.4억 달러, YoY +4.7% 영업이익 3천만 달러, OPM 12.6% 가이드스 미제시	2.9	■ 미국의 엔지니어링 및 건설 업체로 데이터센터 비즈니스 영위 ■ FY2Q26 매출 2.4억 달러, 영업이익 3,006만 달러, OPM 12.6% ■ EPS는 \$2.50으로 시장 컨센서스(\$1.64)를 크게 상회하며 실적 발표 후 주가 +5% 상승 ■ 자회사인 APC는 더블린과 아일랜드 등 유럽 지역에서의 데이터센터 EPC 사업 영위 중
09/04	Broadcom	매출 160억 달러, YoY +22.0% 영업이익 104.5억 달러 OPM 65.5% 가이드스 시장 예상치 상회▲	1,575.1	■ 미국의 반도체 및 인프라 소프트웨어 솔루션 제공 업체 ■ FY3Q25 매출 160억 달러, 영업이익 104억 달러, OPM 65.5% ■ 토마호크 스위치와 구글 TPU 등 강한 수요로 견조한 실적 발표 ■ FY4Q25 가이드스 매출 174억 달러로 제시, 시장 예상치 부합했으나 AI 매출 크게 상회
09/09	Oracle	매출 149억 달러, YoY +12.2% 영업이익 42.8억 달러, OPM 가이드스 시장 예상치 상회▲	830.3	■ 데이터베이스 소프트웨어와 클라우드 인프라 서비스 중심의 기업용 IT 솔루션 제공 업체 ■ FY1Q26 매출 149억 달러, 영업이익 42.8억 달러, RPO 4,550억 달러 (YoY +359%) ■ 2분기 매출은 시장 컨센서스 하회했으나 클라우드 시장 성장 및 RPO 추가 증가 기대감 확대 ■ 가이드스 OCI 매출 +77% 성장으로 상향으로 제시하며 시간외 주가 22% 상승
09/09	Synopsys	매출 17.4억 달러, YoY +14.0% 영업이익 1.7억 달러, OPM 9.8% 가이드스 시장 예상치 하회▼	79.0	■ 미국의 반도체 설계 프로그램인 EDA 제공 업체로 IP와 보안 관련 비즈니스 또한 영위 ■ FY3Q25 매출 17.4억 달러, 영업이익 1.7억 달러 OPM 9.8% ■ 중국 수출 규제(5월 말~7월 초) 및 주요 고객 수요 부진으로 실적 컨센서스 하회 ■ 실적 발표 후 시간외 주가 10% 하락

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 51. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

날짜	기업명	실적 및 가이던스	시총 (십억달러)	코멘트
09/09	Rubrik	매출 3.1억 달러, YoY +51% 영업적자 437만 달러, 구독 ARR 12.5억 달러 가이던스 시장 예상치 상회▲	14.7	- 미국의 클라우드 기반 데이터 관리 및 보안 솔루션 제공 업체 - FY2Q26 매출 3.1억 달러, 영업적자 437만 달러, 구독 ARR 12.5억 달러 (YoY +36%) - 구독 ARR 10만 달러 이상 고객 수 YoY +30% 증가 및 기여 마진 개선은 긍정적 - FY3Q26 가이던스 매출 3.2억 달러, FY2026 12.32억 달러로 제시하여 컨센서스 상회
09/10	Methode Electronics	매출 2.4억 달러, YoY -7.0% 영업이익 110만 달러, OPM 0.5% 가이던스 시장 예상치 상회▲	0.3	- 자동차 및 의료, 통신 장비를 위한 센서, 인터페이스, 전력 분배 등 전자 부품 제조 업체 - FY1Q26 매출 2.4억 달러, 영업이익 110만 달러, OPM 0.5% - 북미 차량용 제품 수요 약세로 매출 전년대비 감소했으나 데이터센터 시장에서의 수요 강한 흐름 - FY2026 가이던스 매출 9.5억 달러로 제시하여 컨센서스 상회
09/11	Adobe	매출 59.9억 달러, YoY +10.7% 영업이익 27.7억 달러, OPM 46.3% 가이던스 시장 예상치 상회▲	148.2	- 크리에이티브 소프트웨어와 디지털 경험 솔루션 제공하는 글로벌 소프트웨어 기업 - FY3Q25 매출 59.9억 달러, 영업이익 27.7억 달러, OPM 46.3% - FY4Q25 가이던스 매출 +9%, FY2025 매출 +10%로 상향 조정 - 실적 발표 후 시간외 주가 2% 상승
09/25	Micron	매출 113억 달러, YoY +46% 영업이익 40억 달러, OPM 35.4% 가이던스 시장 예상치 상회▲	181.0	- 미국 IT 기업으로 DRAM과 NAND 등 메모리 반도체 제조 사업을 영위 - FY4Q25 매출 113억 달러, 영업이익 40억 달러 OPM 35.4% - HBM 매출 약 20억 달러 기록했으며 DRAM의 ASP 및 B/G 상승이 호실적에 기여 - FY1Q26 가이던스 매출 125억 달러로 제시하여 시장 예상치 상회
10/09	Largan Precision	매출 177억 대만달러, YoY +51% 순이익 71억 대만달러, NPM 40% 가이던스 미제시	100.8	- 스마트폰 카메라용 고사양 렌즈(플라스틱 광학) 모듈의 글로벌 선두 업체 - FY3Q25 매출 176.8억 대만달러, 순이익 70.8억 대만달러, NPM 40% - FY4Q25 고객 포트폴리오 변화로 고가 제품 비중 증가에 따른 실적 성장 기대 - CAPEX 관련 2026년 가동 예정인 신규 제4공장 세팅 완료, 가동률 및 수출 개선 예상
10/13	Nanya Technology	매출 187억 대만달러, YoY +130% 영업이익 11.2억 대만달러 OPM 6.0% 전년대비 이익 확대, 가이던스 미제시	96.4	- 표준 및 특수 DRAM을 설계 및 제조하는 대만의 메모리 반도체 기업 - FY3Q25 매출 187.8억 대만달러, 영업이익 11.2억 대만달러, OPM 6.0% - 평균 ASP는 40% 증가했고, Bit 출하량은 전분기대비 20% 증반 수준 증 1B 공정 DDR5 출하량은 전체 대비 10%에 도달했으며, 1C와 1D 공정은 파일럿 테스트 중

자료: 각 사, 유진투자증권

도표 52. CY2Q25 글로벌 반도체 기업 실적 및 코멘트

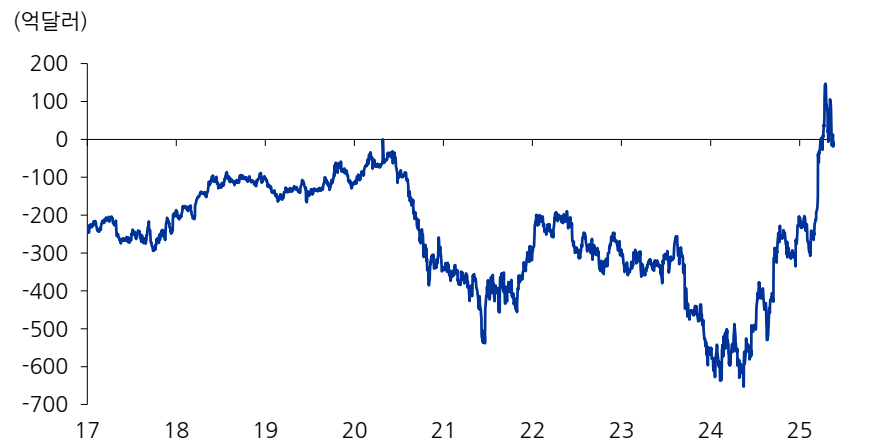
날짜	기업명	실적 및 가이드언스	시총 (십억달러)	코멘트
10/15	ASML	매출 75.2억 유로, YoY +0.7% 영익 24.7억 유로 OPM 32.8% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	396.6	- 네덜란드의 포토 리소그래피 장비 제조업체로 압도적인 글로벌 점유율 보유 - FY3Q25 매출 75.2억 유로, 영업이익 24.7억 유로 OPM 32.8% - FY4Q25 가이드언스 매출 92~98억 유로로 컨센서스를 큰 폭 상회했으며, 전분기 관세 우려 언급과 달리 메모리 업체들의 전공정 투자 기대감 유효
10/16	TSMC	매출 9,899.2억 대만달러, YoY +41% 영익 5,006.9억 대만달러 OPM 50.6% 가이드언스 시장 예상치 상회▲	1,265.4	- 대만의 글로벌 1위 파운드리 업체, 애플, 엔비디아 등 주요 빅테크들을 고객으로 확보 - FY3Q25 매출 9,899.2억 대만달러, 영업이익 5,006.9억 대만달러 OPM 50.6% - FY4Q25 가이드언스 매출 322~334억 달러로 컨센서스 상회하는 수준 제시 - AI 반도체의 수요 견조한 가운데 CAPEX 투자도 400~420억 달러로 상향
10/16	Wipro	매출 26.0억 달러, YoY -2.1% 영익 4.3억 달러 OPM 16.7% 가이드언스 시장 예상치 하회▼	31.4	- 인도의 IT 및 비즈니스 컨설팅 서비스 제공업체로, 잘 알려진 Tata의 경쟁사 - FY2Q26 매출 26.0억 달러, 영업이익 4.3억 달러 OPM 16.7% - FY3Q26 가이드언스 25.9~26.4억 달러로 컨센서스 하회하는 수준 제시 - 유럽 및 아태 지역 성장 회복세와 FY1H26 계약 금액 95억 달러 돌파하며 안정적 성장세 전망

자료: 각 사, 유진투자증권

소부장 결론

이번 해외 기업들의 실적 발표와 주가 추이를 보면 가장 특징적인 것은 Lam Research의 시가총액이 사상 처음으로 Applied Materials의 시가총액을 추월했다는 점이다. 두 기업의 시총은 지난 8월 26일 처음 동일해진 이후 변동성이 있지만 계속 Lam Research가 추월한 상태를 유지하는 중이다.

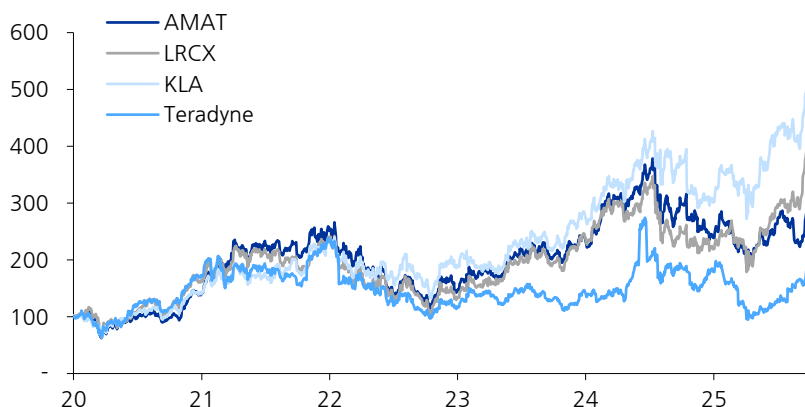
도표 53. AMAT과 LRCX 시가총액 차이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

이와 함께 주목해야 할 점은 미국의 주요 4개 장비사들의 시가총액 흐름이다. AI와 함께 데이터센터 붐이 일어난 2023년부터 전공정 장비와 후공정 장비에 대한 밸류에이션에 간극이 생겼다. 어떤 반도체 칩 제조 관련한 장비들이 그 칩의 수율이나 성능을 검사하는 장비들에 비해 먼저 공급되고 수혜를 받는 것이 당연하지만, AI 관련 칩의 경우는 요구되는 성능이 매우 높기 때문에 더욱 전공정 장비사들이 밸류에이션을 잘 받을 수밖에 없었다. 이후 어느 정도 안정적 수율을 유지한 후, 제조사들 간의 원가 경쟁으로 접어들면서 후공정 테스트를 통한 마진 확보할 필요가 커졌다. 이에 후공정, 특히 테스트 장비도 함께 주가가 상승하는 것을 볼 수 있다.

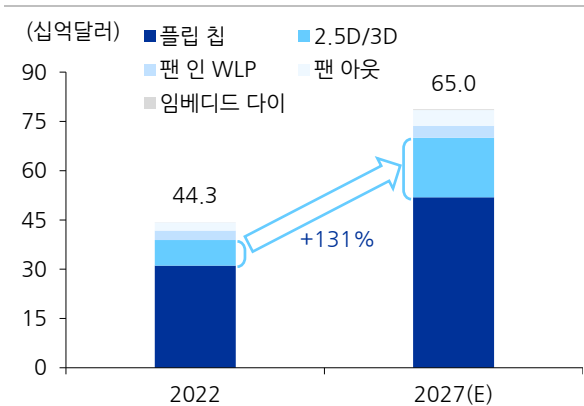
도표 54. 미국 주요 장비사 4개 시가총액 지수화



자료: Bloomberg, 유진투자증권
2019년 12월 30일 기준

그렇다면 전공정 장비들만 볼 때 왜 식각 공정의 중요성이 두드러지고, KLA의 주요 비즈니스인 계측과 검사도 자주 언급될까? 먼저 가장 큰 변화는 반도체의 전체 공정에 있어 후공정의 역할이 더 많아지고 있다는 점을 들 수 있다. 전공정에서의 미세화 한계를 후공정에서 극복하려 한다는 내용은 이미 오래 언급되어 왔지만, 공정별로 봤을 때 전공정 증착 공정이 후공정에서 많이 응용되고 또 전도되고 있다는 점을 알아야 한다.

도표 55. 어드밴스드 패키징 시장 성장 전망치



자료: Yole, 유진투자증권

도표 56. 눈에 띄는 3D 패키징 기술의 예상 성장세

(십억달러)	2022	2027(E)	CAGR
3D SoC	0.02	0.08	32%
3D NAND	0.23	0.81	29%
3D HBM	0.57	1.63	23%
2.5D EMIB	0.32	0.84	21%
3D Foveros	0.42	1.01	19%
3D Stacked Memory	0.59	1.30	17%
Si Interposer	0.19	0.29	9%
UHD FO	1.27	1.88	8%

자료: Yole, 유진투자증권

패키징과 본딩 공정도 전공정과 마찬가지로 완성된 웨이퍼 회로를 보호하고, 최대한 빠른 속도로 전자가 이동할 수 있게 길을 터주는 역할을 수행한다. Applied Materials가 Be Semiconductor와 가장 먼저 손을 맞잡고 하이브리드 본딩 장비 공동 개발에 뛰어든 것도, 증착에 특화된 기업 입장에서는 후공정에서의 기회를 엿보았기 때문이라고 볼 수 있다.

그렇다면 식각은 어떨까? 반도체는 기본적으로 원하는 통로와 역할을 수행하기 위한 자리를 만들기 위해, 일단 여러 레이어를 쌓고 깎는 작업을 반복하는 제품이다. 결국 전자가 원치 않는 위치로 흘러가거나 간섭이 생기는 일이 없도록 미세하게 깎아내는 것이 중요한 것이다. HBM 제품에서도 DRAM 다이를 잘 쌓고, MUF나 NCF로 사이사이 잘 채우는 것도 중요하지만, 미세하지만 수많은 TSV를 서로 간섭없이 뚫고, 절연층 간에 이동 통로를 만들기 위해 군데군데 깎아내는 역할도 중요하다. 바로 이러한 근본적인 기술의 방향 때문에 후공정의 중요도가 올라오면서 Lam Research가 수혜를 받는다고 볼 수 있다.

V. 정리

31 년 만에 3 년
연속 두 자리 성장
기대되는 반도체
울트라 슈퍼
사이클 가능성

AI 시장이 견인하는 반도체 시장 구조의 변화는 공정 미세화라는 기본적인 흐름부터 메모리 중심의 시장 전개까지 광범위하게 일어나고 있다. 특히 지속적으로 중요성이 강조되는 후공정에서의 부가가치 발생은 소부장 기업들에게 새로운, 그리고 선별적인 수혜를 안겨줄 전망이다. 그 중심에는 1)메모리 반도체도 로직 반도체처럼 맞춤형 시장이 형성되어 간다는 것, 2)이에 파운드리 후공정처럼 다양한 후공정에 대응할 수 있는 역량이 필요해졌다는 것, 3)데이터센터 시장의 확장은 칩의 고성능화뿐만 아니라 칩 간의, 랙 간의, 서버 간의, 데이터센터 간의, 그리고 캠퍼스 간의 연결 효율화를 요구한다는 점을 주목해볼 필요가 있다.

도표 57. 메모리 산업의 트렌드 변화

구분	과거 (2010~2020)	현재와 미래 (2024~2027)
메모리의 중심	모바일 및 범용 DRAM	HBM 등 AI용 DRAM
CAPEX 성장률	한 자릿수	연 100~200% 수준 급등
수요 견인 산업	스마트폰, PC	AI 서버, 가속기, 데이터센터
기술 초점	공정 미세화	적층, TSV, 하이브리드 본딩, 열 관리
산업 구조	범용 대량 생산	고부가 맞춤형 공급 체계

자료: 유진투자증권

도표 58. 중요도가 높아지는 인터커넥트의 레벨별 구분

구분	온칩 인터커넥트 (On-Chip)	패키지 레벨 인터커넥트 (2.5D/3D, 칩렛)	시스템 백엔드 네트워크 (Backend Network)
범위	한 개 칩 내부 (CPU, GPU, NPU 등)	하나의 패키지 안에 집적된 여러 다이/메모리	서버 ↔ 서버, GPU ↔ GPU, 랙 ↔ 랙
대표 기술	금속 배선 (BEOL), NoC(Network-on-Chip)	실리콘 인터포저(CoWoS, EMIB), TSV, RDL, 하이브리드 본딩	Ethernet, InfiniBand, NVLink/NVSwitch
거리 규모	수 μm ~ 수 mm	수 mm ~ 수 cm (패키지 크기)	수 m ~ 수십 m (랙·데이터센터 규모)
대역폭	수십 TB/s 이상 (예: HBM → GPU 내부 버스)	수 TB/s (HBM-GPU, CPU-GPU 간 연결)	400G → 800G → 1.6T/port (집적도 낮음)
지연(latency)	ps ~ ns	ns	μs 수준
병목 포인트	트랜지스터 scaling → 배선 지연 증가	인터포저/TSV 면적·수율 한계, 패키지 발열	구리 기반 I/O의 전력/신호 손실, 스위치 포트 집적 한계
솔루션	EUV 다층 배선, 새로운 NoC 아키텍처	2.5D/3D 적층, 칩렛 아키텍처, HBM 근접 적층	광학 인터커넥트 (CPO, Optical Chiplet, Optical I/O)

자료: 유진투자증권

기업분석

[삼성전자\(005930\)](#)

BUY(신규) / TP 140,000 원(신규)
반도체의 가장 중요한 것을 잡았다

[SK 하이닉스\(000660\)](#)

BUY(신규) / TP 560,000 원(신규)
새로운 세상을 향해 SAY HI~닉스

[원익 IPS\(240810\)](#)

BUY(유지) / TP 65,000 원(상향)
새는 두 개의 날개로 난다

[오로스테크놀로지\(322310\)](#)

BUY(유지) / TP 34,000 원(상향)
관심을 모아가야 할 때

[프로텍\(053610\)](#)

BUY(유지) / TP 39,000 원(상향)
더 나을 하반기

삼성전자

(005930)

반도체의 가장 중요한 것을 잡았다

투자의견

BUY(신규)

목표주가

140,000 원(신규)

현재주가

97,500 원(10/21)

시가총액

577,165(십억원)

반도체 임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

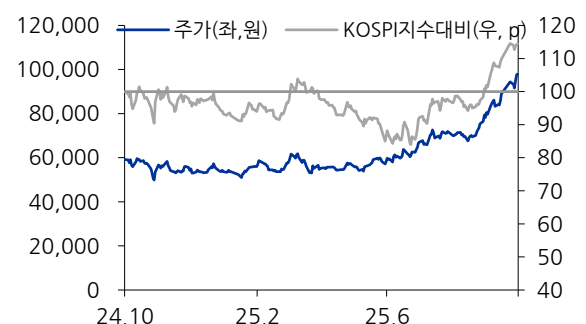
- 3분기 잠정 실적은 매출 86조 원(YoY +8.7%, QoQ +15.3%), 영업이익 12.1조원(YoY +31.8%, QoQ +158.6%)으로 시장 기대치를 각각 2%, 19% 상회.
- 메모리** (7.5조원): 강한 수요의 데이터센터용 DRAM과 eSSD 제품 판매 호조로 B/G와 ASP 모두 개선.
- S-LSI/파운드리** (-1.0조원): 두 분기 연속 매출 증가하면서 적자폭 줄여나가고 있으나 여전히 낮은 가동률 유지 중.
- SDC** (1.3조원): Z폴드7과 북미 고객사의 제품 실적 호조로 OPM 14.9%로 추정되며 큰 폭 성장.
- MX/NW** (3.7조원): GS25 시리즈와 함께 Z폴드7 판매 호조로 국내 스마트폰 점유율 80% 돌파, 호실적을 기록.
- VD/CE** (0.1조원), **하만** (0.4조원): TV 수요 감소와 가격 경쟁 심화로 매출 및 마진 모두 부진, 하만 실적은 소폭 개선.
- 고전 중인 것으로 알려졌던 수율 확보에서 경쟁사를 치고 나갈 수 있는 시기로 판단. 2026년 BPS에 Target P/B 2.0 배 적용한 140,000원으로 목표주가를 상향 및 투자의견 'BUY' 유지.

주가(원, 10/21)	97,500
시가총액(십억원)	577,165
발행주식수	5,919,638천주
52주 최고가	99,100원
최저가	49,900원
52주 일간 Beta	1.04
60일 일평균거래대금	14,916억원
외국인 지분율	52.1%
배당수익률(2025F)	0.3%
주주구성	
삼성생명보험 (외 16인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	15.4	25.9	20.3
절대기준	25.2	77.7	64.0
(원, 조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	140,000	84,000	▲
영업이익(25F)	36.7	30.6	▲
영업이익(26F)	63.4	39.8	▲

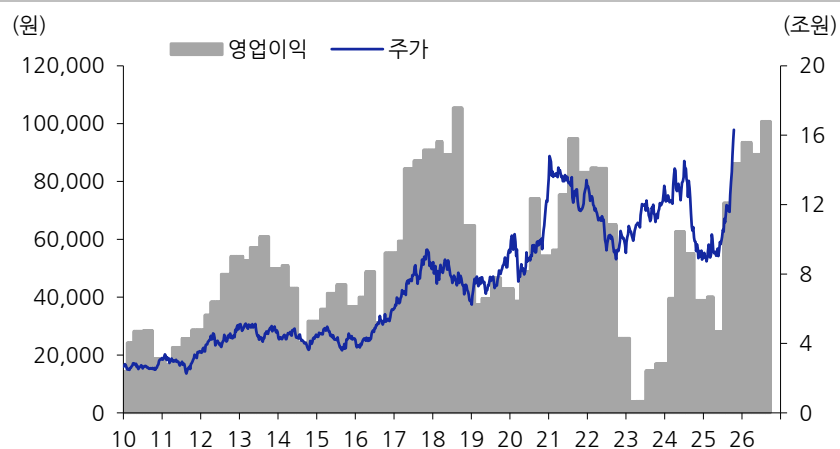
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	258,935	300,871	325,987	365,005
영업이익	6,567	32,726	38,351	65,512
세전손익	11,006	37,530	52,640	80,107
당기순이익	15,487	34,451	51,069	73,536
EPS(원)	2,424	5,632	8,535	12,367
증감률(%)	-73.6	132.3	51.5	44.9
PER(배)	32.4	9.4	11.5	7.9
ROE(%)	4.1	9.0	12.5	16.2
PBR(배)	1.5	0.9	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	9.7	3.5	2.6	1.6

자료: 유진투자증권



업황 회복과
실적 개선이 맞물려
주가 상승세
지속 가능성 확대

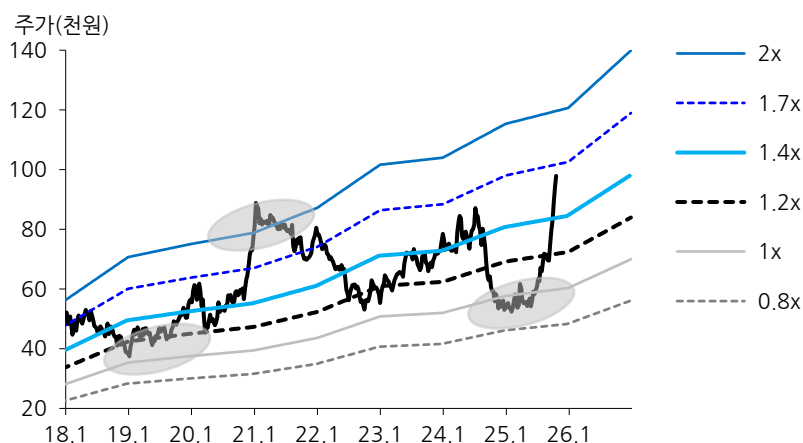
도표 59. 삼성전자 분기 영업이익 vs. 주가



자료: 삼성전자, 유진투자증권

최근 PBR 밴드
상단인 2.0 배 적용
가능한 흐름으로
판단

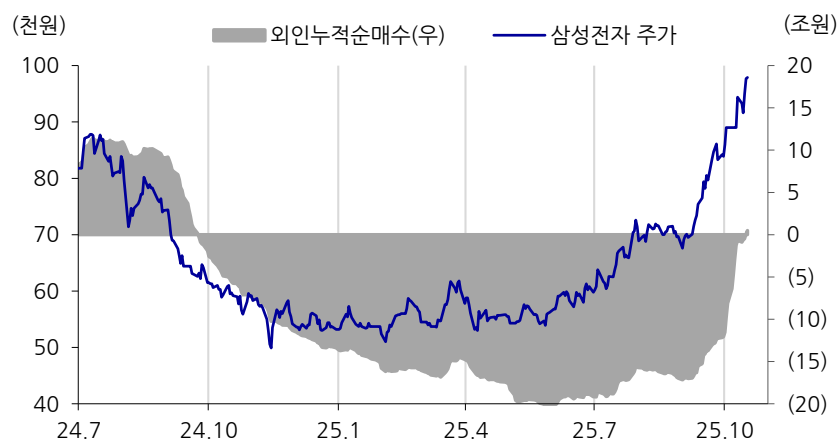
도표 60. 삼성전자 P/B 밴드



자료: 삼성전자, 유진투자증권

지난 10/16 부터
순매수세로 돌아선
외인 수급도 긍정적

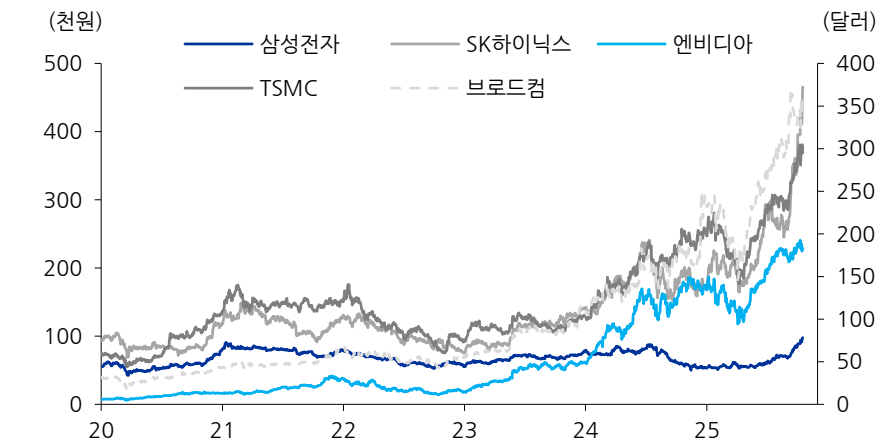
도표 61. 최근 1 년간 삼성전자 주가 및 외인 수급 현황



자료: 삼성전자, 유진투자증권

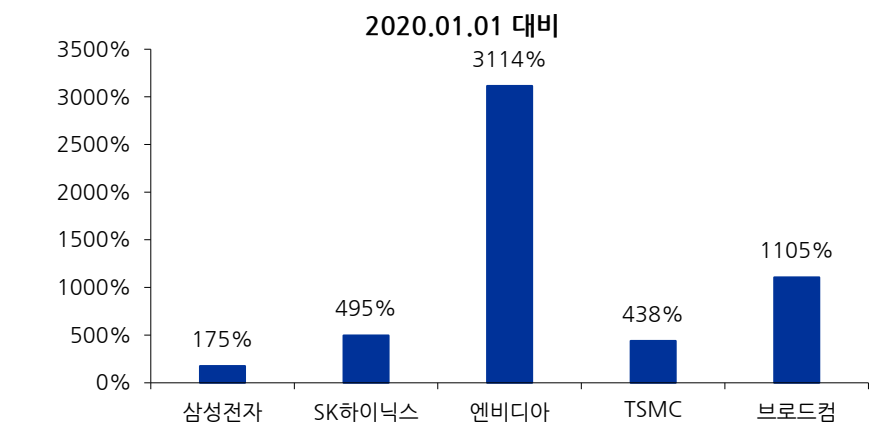
장기적인 주가 추이
고려 시 상승 여지
충분

도표 62. 반도체 주요 업체 주가 추이



주요 반도체 업체
중 상대적으로
가장 부진한
삼성전자의 주가

도표 63. 2020년 초 대비 반도체 주요 업체 주가 상승률



수율이 개선되고
HBM4 시장에서
점유율을 빠르게
올릴 수 있다는 점
고려 시 경쟁사
대비 주가 상승
여지 충분히 남음

도표 64. 반도체 주요 업체 주가 YTD

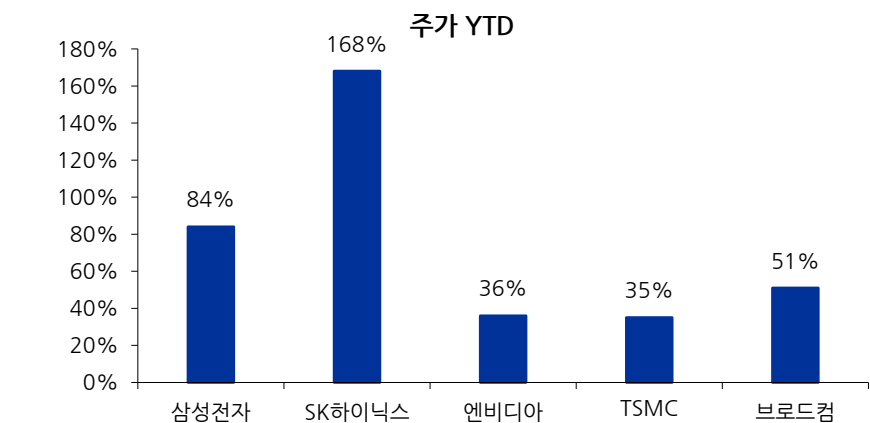


도표 65. 주요 가격

Key Data	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
원/달러 (평균)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,385	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,306	1,364	1,410	1,400
(기말)	1,347	1,377	1,308	1,473	1,473	1,350	1,403	1,400	1,400	1,400	1,400	1,400	1,306	1,364	1,410	1,400
DRAM (GB mil)	3,175	3,319	3,313	2,925	3,000	3,375	3,713	4,217	4,094	4,222	4,720	4,865	11,321	12,731	14,242	17,901
B/G	-15%	5%	0%	-12%	3%	13%	10%	14%	-3%	3%	12%	3%	11%	12%	12%	26%
HBM	47	72	120	224	80	104	150	250	287	339	371	363	149	463	584	1,360
B/G	-13%	53%	67%	87%	-64%	30%	44%	67%	15%	18%	9%	-2%	154%	211%	26%	133%
DDR	3,128	3,247	3,193	2,701	2,920	3,271	3,563	3,967	3,807	3,882	4,350	4,502	11,172	12,268	13,658	16,541
B/G	-15%	4%	-2%	-15%	8%	12%	9%	11%	-4%	2%	12%	4%	10%	10%	11%	21%
ASP (\$/GB)	\$2.4	\$2.8	\$3.0	\$3.5	\$3.0	\$3.1	\$3.5	\$3.8	\$3.9	\$4.0	\$3.9	\$3.7	\$1.9	\$2.9	\$3.4	\$3.9
Chg.	20%	17%	7%	16%	-15%	3%	13%	10%	3%	2%	-3%	-5%	-45%	59%	15%	15%
NAND (TB mil)	76.7	74.0	69.0	67.7	60.6	77.0	83.9	88.0	86.3	82.0	86.3	93.6	252	287	309	348
B/G	-2%	-4%	-7%	-2%	-10%	27%	9%	5%	-2%	-5%	5%	8%	19%	14%	8%	13%
ASP (\$/TB)	\$79	\$93	\$101	\$95	\$82	\$79	\$85	\$90	\$91	\$89	\$87	\$87	\$57	\$92	\$84	\$89
Chg.	31%	18%	8%	-6%	-14%	-4%	8%	6%	1%	-2%	-2%	0%	-47%	60%	-8%	5%
스마트폰 (백만대)	59.9	53.8	57.9	53.5	61.0	58.0	61.2	55.6	58.4	54.2	57.0	58.0	225	225	236	228
Q/Q, Y/Y	-15%	-10%	8%	-8%	14%	-5%	6%	-9%	5%	-7%	5%	2%	-12%	0%	5%	-3%
스마트폰 ASP(\$)	336	281	295	257	326	270	301	273	334	294	313	319	\$288	\$294	\$293	\$316
Q/Q, Y/Y	29%	-16%	5%	-13%	27%	-17%	12%	-9%	22%	-12%	6%	2%	7%	2%	0%	8%
MX ASP(\$)	\$323	\$273	\$287	\$253	\$316	\$266	\$294	\$269	\$325	\$289	\$306	\$312	\$279	\$285	\$287	\$308
Q/Q, Y/Y	27%	-16%	5%	-12%	25%	-16%	11%	-9%	21%	-11%	6%	2%	7%	2%	1%	7%
TV 세트(백만대)	8.5	8.2	8.5	9.7	8.6	7.9	8.2	8.9	8.0	7.2	8.2	8.6	35.0	35.2	32.5	33.0
Q/Q, Y/Y	-13%	-4%	4%	14%	-11%	-8%	4%	9%	-10%	-10%	14%	5%	-8%	1%	-8%	2%

자료: 유진투자증권

도표 66. 부문별 요약 실적

(조원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (십억달러)	54.1	54.0	58.2	54.3	54.5	53.1	62.1	61.6	63.7	61.2	67.5	68.4	198.3	220.6	231.1	260.7
YoY	8%	18%	13%	6%	1%	-2%	7%	14%	17%	15%	9%	11%	-16%	11%	5%	13%
QoQ	5%	0%	8%	-7%	0%	-3%	17%	-1%	3%	-4%	10%	1%				
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	74.6	86.0	86.3	89.2	85.6	94.5	95.7	258.9	300.9	325.987	365.0
YoY	13%	23%	17%	12%	10%	1%	9%	14%	13%	15%	10%	11%	-14%	16%	8%	12%
QoQ	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	0%	3%	-4%	10%	1%				
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	27.9	33.8	40.4	39.8	40.7	43.6	44.7	66.6	111.1	127.2	168.8
SDC	5.4	7.7	8.0	8.1	5.9	6.4	8.2	8.3	6.4	7.3	8.7	9.3	31.0	29.1	28.7	31.8
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	29.2	32.3	27.7	34.1	28.9	32.1	33.5	112.4	117.2	126.2	128.6
VD/DA	13.5	14.4	14.1	14.4	14.5	14.1	13.9	13.6	13.1	13.3	13.8	13.2	56.4	56.4	56.1	53.4
HAR	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	4.0	3.9	3.8	3.4	4.0	4.1	3.9	14.4	14.3	15.1	15.4
연결조정	-6.8	-7.6	-6.4	-6.5	-6.7	-7.0	-6.0	-7.6	-7.7	-8.6	-7.9	-8.9	-21.9	-27.3	-27.3	-32.9
영업이익 (조원)	6.6	10.4	9.2	6.5	6.7	4.7	12.1	14.9	16.1	15.4	17.4	16.5	6.6	32.7	38.3	65.5
YoY	932%	1462%	277%	130%	1%	-55%	32%	129%	141%	230%	44%	11%	-85%	398%	17%	71%
QoQ	134%	58%	-12%	-29%	3%	-30%	159%	23%	8%	-4%	13%	-5%				
DS	1.9	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	7.2	10.4	10.8	11.0	11.8	11.4	-14.9	15.1	19.1	45.1
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.5	1.2	1.0	0.6	0.7	1.3	1.1	5.6	3.8	3.2	3.7
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	3.1	3.7	2.7	4.2	3.0	3.6	3.3	13.0	10.7	13.9	14.2
VD/DA	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	1.3	1.8	0.7	1.0
HAR	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	1.2	1.3	1.6	1.6
기타	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.2	0.0	-0.5	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.1	-0.2	-0.1
영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	6.3%	14.1%	17.3%	18.1%	18.0%	18.4%	17.3%	2.5%	10.9%	11.7%	17.9%
DS	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	4.4%	1.5%	21.2%	25.7%	27.2%	27.1%	27.0%	25.6%	-22.3%	13.6%	15.0%	26.7%
SDC	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	8.5%	7.8%	14.9%	11.6%	8.9%	10.1%	14.9%	11.3%	18.0%	12.9%	11.1%	11.5%
MX/NW	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	11.6%	10.7%	11.4%	9.9%	12.4%	10.5%	11.2%	9.9%	11.6%	9.1%	11.0%	11.0%
VD/CE	3.9%	3.4%	3.7%	1.4%	2.1%	1.3%	0.9%	0.8%	2.0%	1.7%	1.8%	2.3%	2.2%	3.1%	1.3%	2.0%
HAR	7.5%	8.8%	10.2%	10.3%	9.4%	12.6%	10.3%	10.0%	9.5%	10.3%	11.7%	11.0%	8.1%	9.3%	10.6%	10.7%
순이익	6.8	9.8	10.1	7.8	8.2	5.1	12.1	14.3	15.6	15.0	16.7	15.8	15.5	34.5	39.8	63.1
지배주주이익	6.6	9.6	9.8	7.6	8.0	4.9	11.9	14.0	15.2	14.6	16.2	15.4	14.5	33.6	38.8	61.4

자료: 유진투자증권

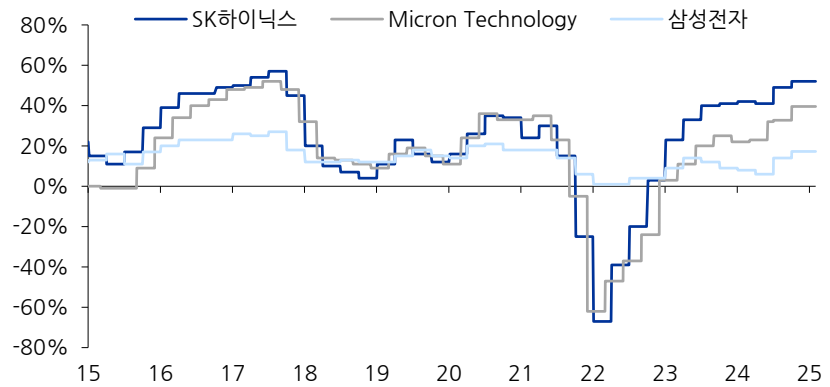
도표 67. 사업부별 요약 실적

실적요약	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F
매출액 (조원)	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	74.6	86.0	86.3	89.2	85.6	94.5	95.7	258.9	300.9	325.987	365.0
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	27.9	33.8	40.4	39.8	40.7	43.6	44.7	66.6	111.1	127.2	168.8
Memory	17.5	21.7	22.3	23.0	19.1	21.2	26.9	32.7	32.6	33.0	35.3	35.6	44.1	84.1	99.9	136.4
DRAM	9.8	12.5	13.4	14.1	12.8	14.4	17.6	22.2	22.2	23.3	25.2	24.7	26.3	49.9	67.0	95.4
NAND	7.7	9.2	8.8	8.9	6.3	6.8	9.3	10.5	10.4	9.7	10.0	10.9	17.8	34.2	34.7	41.0
Non Memory	5.7	6.8	7.0	7.1	6.0	6.7	6.9	7.7	7.2	7.8	8.3	9.1	22.5	26.6	27.3	32.4
SDC	5.4	7.7	8.0	8.1	5.9	6.4	8.2	8.3	6.4	7.3	8.7	9.3	31.0	29.1	28.7	31.8
Large	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9	0.9	1.1	2.5	2.8
Small	5.2	7.4	7.7	7.7	5.4	5.8	7.4	7.7	5.9	6.7	8.0	8.5	30.1	28.0	26.3	29.0
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	29.2	32.3	27.7	34.1	28.9	32.1	33.5	112.4	117.2	126.2	128.6
MX	32.8	26.6	30.0	25.0	36.2	28.5	31.6	27.0	33.4	28.3	31.4	32.6	108.6	114.4	123.3	125.7
NW	0.7	0.7	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	3.8	2.8	2.9	2.9
VD/DA	13.5	14.4	14.1	14.4	14.5	14.1	13.9	13.6	13.1	13.3	13.8	13.2	56.4	56.4	56.1	53.4
VD	7.2	7.5	7.6	8.6	7.8	7.0	7.3	8.0	6.9	6.5	7.4	7.8	30.4	31.0	30.2	28.6
DA	6.3	6.9	6.6	5.8	6.7	7.1	6.6	5.6	6.2	6.7	6.4	5.4	26.1	25.5	25.9	24.8
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	4.0	3.9	3.8	3.4	4.0	4.1	3.9	14.4	14.3	15.1	15.4
영업이익 (조원)	6.6	10.4	9.2	6.5	6.7	4.7	12.1	14.9	16.1	15.4	17.4	16.5	6.6	32.7	38.3	65.5
DS	1.9	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	7.2	10.4	10.8	11.0	11.8	11.4	-14.9	15.1	19.1	45.1
Memory	2.8	6.8	5.4	5.4	3.6	2.7	7.5	11.4	11.6	11.8	12.4	11.9	-12.3	20.3	25.2	47.8
DRAM	2.2	5.2	3.6	4.7	3.9	2.8	6.9	10.1	10.3	10.8	11.5	10.8	-0.9	15.8	23.7	43.5
NAND	0.5	1.6	1.8	0.6	-0.3	-0.1	0.6	1.3	1.3	1.0	0.9	1.1	-11.3	4.5	1.4	4.3
Non Memory	-0.9	-0.3	-1.5	-2.5	-2.5	-2.3	-0.4	-1.0	-0.8	-0.8	-0.6	-0.4	-2.6	-5.2	-6.1	-2.7
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.5	1.2	1.0	0.6	0.7	1.3	1.1	5.6	3.8	3.2	3.7
Large	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-0.6	-0.2	0.0
Small	0.5	1.1	1.7	1.0	0.6	0.6	1.3	1.0	0.6	0.8	1.3	1.0	6.5	4.3	3.4	3.6
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	3.1	3.7	2.7	4.2	3.0	3.6	3.3	13.0	10.7	13.9	14.2
MX	3.5	2.2	2.8	2.0	4.2	3.1	3.7	2.7	4.2	3.0	3.5	3.2	12.6	10.6	13.7	14.0
NW	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2
VD/DA	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	1.3	1.8	0.7	1.0
VD	0.4	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	1.4	1.2	0.5	0.6
DA	0.2	0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.5	0.2	0.4
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	1.2	1.3	1.6	1.6
영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	6.3%	14.1%	17.3%	18.1%	18.0%	18.4%	17.3%	2.5%	10.9%	11.7%	17.9%
DS	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	4.4%	1.5%	21.2%	25.7%	27.2%	27.1%	27.0%	25.6%	-22.3%	13.6%	15.0%	26.7%
Memory	15.8%	31.1%	24.3%	23.3%	18.7%	12.7%	28.0%	34.7%	35.7%	35.8%	35.2%	33.4%	-27.8%	24.1%	25.2%	35.0%
DRAM	22.8%	41.4%	26.7%	33.6%	30.5%	19.6%	39.4%	45.5%	46.5%	46.6%	45.6%	43.7%	-3.5%	31.6%	35.5%	45.6%
NAND	7.0%	17.1%	20.5%	7.0%	-5.0%	-1.6%	6.3%	11.9%	12.8%	10.0%	9.0%	10.0%	-63.6%	13.3%	4.1%	10.5%
Non Memory	-15.2%	-4.6%	-22.0%	-34.6%	-41.2%	-34.0%	-5.1%	-12.5%	-11.5%	-10.3%	-7.6%	-4.9%	-11.6%	-19.5%	-22.3%	-8.3%
SDC	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	8.5%	7.8%	14.9%	11.6%	8.9%	10.1%	14.9%	11.3%	18.0%	12.9%	11.1%	11.5%
Large	-74.1%	-43.2%	-59.8%	-34.0%	-16.4%	-9.4%	-5.1%	-4.5%	-3.0%	-1.5%	3.0%	5.0%	-99.9%	-50.0%	-8.1%	1.4%
Small	9.0%	15.3%	22.3%	13.2%	10.8%	9.4%	17.0%	13.0%	10.0%	11.3%	16.0%	12.0%	21.5%	15.5%	12.9%	12.5%
MX/NW	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	11.6%	10.7%	11.4%	9.9%	12.4%	10.5%	11.2%	9.9%	11.6%	9.1%	11.0%	11.0%
MX	10.6%	8.3%	9.4%	8.1%	11.7%	10.8%	11.5%	10.1%	12.6%	10.6%	11.3%	9.9%	11.6%	9.2%	11.1%	11.1%
NW	3.0%	2.0%	-2.0%	9.0%	7.0%	6.5%	5.5%	4.0%	6.0%	6.0%	7.0%	8.0%	9.5%	3.5%	5.8%	6.8%
VD/DA	3.9%	3.4%	3.7%	1.4%	2.1%	1.3%	0.9%	0.8%	2.0%	1.7%	1.8%	2.3%	2.2%	3.1%	1.3%	2.0%
VD	4.9%	3.9%	5.3%	2.1%	3.0%	0.9%	1.2%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.0%	4.6%	4.0%	1.5%	2.3%
DA	2.8%	2.9%	2.0%	0.3%	1.0%	1.6%	0.5%	0.6%	2.0%	1.5%	1.6%	1.2%	-0.5%	2.1%	1.0%	1.6%
Harman	7.5%	8.8%	10.2%	10.3%	9.4%	12.6%	10.3%	10.0%	9.5%	10.3%	11.7%	11.0%	8.1%	9.3%	10.6%	10.7%

자료: 유진투자증권

메모리 수출 상승에
따라 OPM 개선을
기대해볼 수 있는
삼성전자

도표 68. 메모리 3사 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 69. 삼성전자 목표주가 산정

(원)		비고
BPS	72,693	2026년 BPS
Target P/B(배)	2.0	과거 P/B 밴드 상단
목표주가	140,000	
현재 주가	97,500	
상승 여력(%)	43.6	

자료: 유진투자증권

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
자산총계	455,906	514,532	548,732	632,007	706,902
유동자산	195,937	227,062	329,646	474,206	567,398
현금성자산	91,772	112,615	236,918	372,255	428,426
매출채권	43,281	53,246	56,718	62,941	88,118
재고자산	51,626	51,755	26,468	29,373	41,122
비유동자산	259,969	287,470	219,086	157,801	139,504
투자자산	49,971	57,786	61,128	62,940	64,471
유형자산	187,256	205,945	131,933	68,009	47,767
기타	22,742	23,739	26,025	26,852	27,267
부채총계	92,228	112,340	121,928	131,510	160,944
유동부채	75,719	93,326	97,980	107,298	137,193
매입채무	53,550	61,523	69,987	77,666	108,732
유동성이자부채	8,423	15,380	11,405	12,878	11,539
기타	13,746	16,424	16,588	16,754	16,922
비유동부채	16,509	19,014	23,948	24,212	23,751
비유동이자부채	4,262	3,950	5,397	4,962	4,850
기타	12,246	15,063	18,551	19,250	18,901
자본총계	363,678	402,192	426,804	500,497	545,959
지배지분	353,234	391,688	415,936	489,629	535,091
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	413,166	484,352	529,802
기타	1,280	15,873	(2,532)	(25)	(13)
비지배지분	10,444	10,504	10,868	10,868	10,868
자본총계	363,678	402,192	426,804	500,497	545,959
총차입금	12,686	19,330	16,801	17,840	16,389
순차입금	(79,086)	(93,285)	(220,117)	(354,415)	(412,037)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
영업현금	44,137	72,983	193,355	189,442	115,533
당기순이익	15,487	34,451	51,069	73,536	48,361
자산상각비	38,667	42,631	122,790	117,550	74,162
기타비현금성손익	(2,147)	316	(6,674)	(1,541)	(2,475)
운전자본증감	(5,459)	(1,568)	26,017	(1,378)	(5,788)
매출채권감소(증가)	236	(3,139)	(6,427)	(6,223)	(25,177)
재고자산감소(증가)	(3,207)	2,541	21,523	(2,904)	(11,749)
매입채무증가(감소)	1,104	(1,539)	14,119	7,679	31,066
기타	(3,592)	568	(3,198)	70	71
투자현금	(16,923)	(85,382)	(51,219)	(57,849)	(57,539)
단기투자자산감소	45,559	(31,923)	2,460	(2,219)	(2,309)
장기투자증권감소	4,520	4,121	1,974	339	682
설비투자	57,611	51,406	50,560	51,552	51,434
유형자산처분	98	156	214	225	226
무형자산처분	(2,911)	(2,319)	(3,591)	(3,127)	(3,127)
재무현금	(8,593)	(7,797)	(11,977)	1,524	(4,133)
차입금증가	1,281	4,912	(2,717)	1,039	(1,451)
자본증가	(9,864)	(12,701)	(14,088)	486	(2,682)
배당금지급	9,864	10,889	9,811	2,021	2,694
현금 증감	19,400	(15,375)	128,555	133,118	53,861
기초현금	49,681	69,081	53,706	182,261	315,379
기말현금	69,081	53,706	182,261	315,379	369,239
Gross Cash flow	52,007	77,398	168,483	190,820	121,321
Gross Investment	67,941	55,026	27,662	57,007	61,018
Free Cash Flow	(15,934)	22,372	140,821	133,813	60,304

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
매출액	258,935	300,871	325,987	365,005	442,825
증가율(%)	(14.3)	16.2	8.3	12.0	21.3
매출원가	180,389	186,562	198,811	202,811	285,422
매출총이익	78,547	114,309	127,176	162,194	157,402
판매 및 일반관리비	71,980	81,583	88,825	96,682	119,563
기타영업손익	5	13	9	9	24
영업이익	6,567	32,726	38,351	65,512	37,840
증가율(%)	(84.9)	398.3	17.2	70.8	(42.2)
EBITDA	45,234	75,357	161,141	183,062	112,002
증가율(%)	(45.2)	66.6	113.8	13.6	(38.8)
영업외손익	4,439	4,804	14,289	14,595	14,842
이자수익	4,522	4,954	4,814	5,068	5,157
이자비용	930	904	681	740	673
지분법손익	888	751	596	636	636
기타영업외손익	(40)	3	9,559	9,631	9,721
세전순이익	11,006	37,530	52,640	80,107	52,682
증가율(%)	(76.3)	241.0	40.3	52.2	(34.2)
법인세비용	(4,481)	3,078	1,571	6,571	4,321
당기순이익	15,487	34,451	51,069	73,536	48,361
증가율(%)	(72.2)	122.5	48.2	44.0	(34.2)
지배주주지분	14,473	33,621	50,523	73,207	48,144
증가율(%)	(73.6)	132.3	50.3	44.9	(34.2)
비지배지분	1,014	830	546	329	216
EPS(원)	2,424	5,632	8,535	12,367	8,133
증가율(%)	(73.6)	132.3	51.5	44.9	(34.2)
수정EPS(원)	2,424	5,632	8,494	12,312	8,064
증가율(%)	(73.6)	132.3	50.8	45.0	(34.5)

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026A	2027A
주당지표(원)					
EPS	2,424	5,632	8,535	12,367	8,133
BPS	52,002	57,663	61,752	72,693	79,442
DPS	1,444	1,446	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	32.4	9.4	11.5	7.9	12.1
PBR	1.5	0.9	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA	9.7	3.5	2.6	1.6	2.1
배당수익율	1.8	2.7	0.3	0.4	0.5
PCR	10.3	4.7	3.9	3.5	5.4
수익성(%)					
영업이익율	2.5	10.9	11.8	17.9	8.5
EBITDA이익율	17.5	25.0	49.4	50.2	25.3
순이익율	6.0	11.5	15.7	20.1	10.9
ROE	4.1	9.0	12.5	16.2	9.4
ROIC	1.9	11.0	15.9	39.5	30.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(21.7)	(23.2)	(51.6)	(70.8)	(75.5)
유동비율	258.8	243.3	336.4	442.0	413.6
이자보상배율	7.1	36.2	56.4	88.6	56.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
매출채권회전율	6.1	6.2	5.9	6.1	5.9
재고자산회전율	5.0	5.8	8.3	13.1	12.6
매입채무회전율	4.6	5.2	5.0	4.9	4.8

편집상의 공백페이지입니다

SK 하이닉스

(000660)

새로운 세상을 향해 SAY HI~닉스

투자의견

BUY(신규)

목표주가

560,000 원(신규)

현재주가

479,000 원(10/21)

시가총액

348,713(십억원)

반도체 임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

- 3분기 매출은 ##조원, 영업이익은 ##조원으로 시장 예상치 부합할 전망. 고성능 DRAM과 NAND의 판매 호조로 Bit Growth와 ASP 모두 견조한 흐름을 예상. (Bit Growth: HBM +14%, DRAM +6%, NAND +4%, ASP: DRAM +6%, NAND +11%)
- 다이 사이즈가 크고 수율은 낮아지는 specialty 성격의 HBM은 이전 commodity형 DRAM과 달리, 과거 규모의 경제에 기반한 비용 절감 경쟁에서 R&D에 기반한 ASP 경쟁으로 변화하는 제품. 다세대에 걸친 시장 선점 효과와 가장 중요한 고객사로의 오랜 납품 이력, 제한적이기는 하나 지속되는 CAPEX 투자로 당사의 HBM 시장 내 점유율은 2026년까지도 견조할 전망.
- 특히 반도체 사이클이 내년에도 3년 연속 두 자릿수 성장할 것으로 기대되는 가운데, 타이트한 공급 현황과 선단 공정 중심의 제품 고수익화의 가장 큰 수혜 기업으로 자리매김할 수 있을 것. 장기적으로는 VFO 기술을 도입하여 적응한 메모리 제품의 복미 고객사 채택 기대
- 2026년 BPS에 Target P/B 2.5배 적용한 560,000원으로 목표주가를 상향 및 투자의견 'BUY' 유지.

주가(원,10/21)	479,000
시가총액(십억원)	348,713

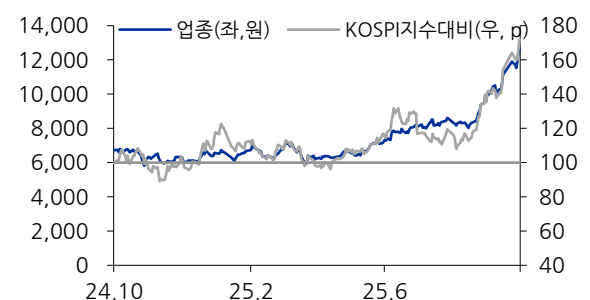
발행주식수	728,002천주
52주 최고가	485,500원
최저가	157,600원
52주 일간 Beta	2.16
60일 일평균거래대금	10,631억원
외국인 지분율	55.3%
배당수익률(2025F)	0.1%

주주구성	
에스케이스퀘어	20.1%
국민연금공단	7.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	26.8	123.8	112.1
절대기준	37.5	177.4	159.2
(원, 조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	560,000	330,000	▲
영업이익(25)	43.0	36.6	▲
영업이익(26)	60.5	40.0	▲

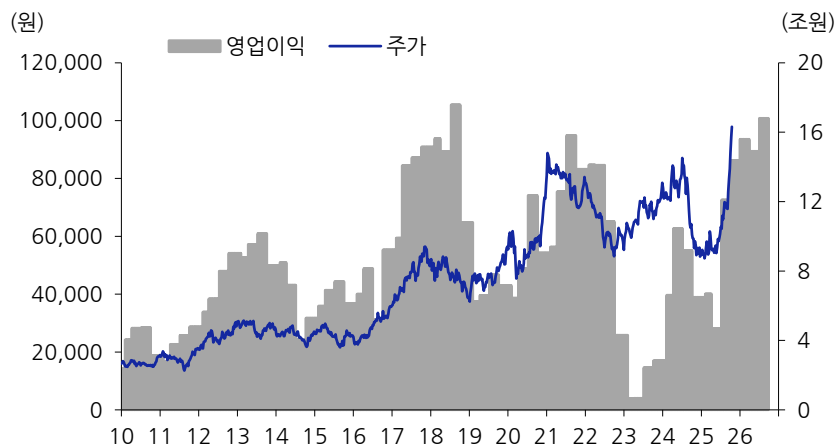
12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	92,743	121,100
영업이익	-7,730	23,467	43,038	60,504
세전순이익	-11,658	23,885	46,594	62,182
당기순이익	-9,138	19,797	38,248	50,368
EPS(원)	-12,517	27,182	52,396	68,877
증감률(%)	적전	흑전	92.8	31.5
PER(배)	-	6.4	9.3	7.0
ROE(%)	-15.6	31.1	41.8	37.2
PBR(배)	1.9	1.7	3.3	2.2
EV/EBITDA(배)	21.7	3.9	3.9	2.5

자료: 유진투자증권



고사양 제품의
매출 비중 증가로
지속 성장할 OP

도표70. SK 하이닉스 분기 영업이익 vs. 주가



Target P/B 2.5 배
적용하여 TP 산정

도표71. SK 하이닉스 P/B 밴드

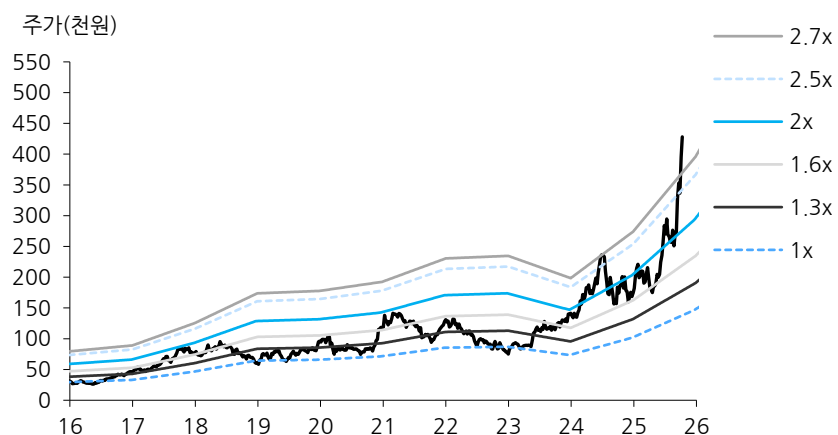


도표72. 최근 1년간 SK 하이닉스 주가 및 외인 수급 현황

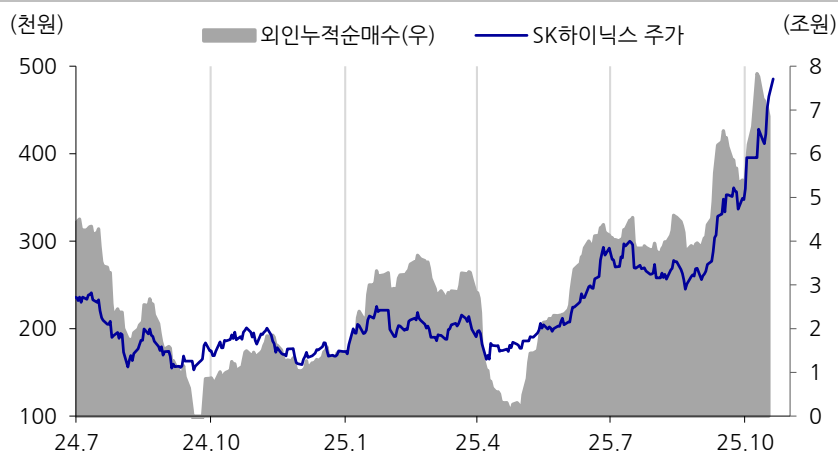
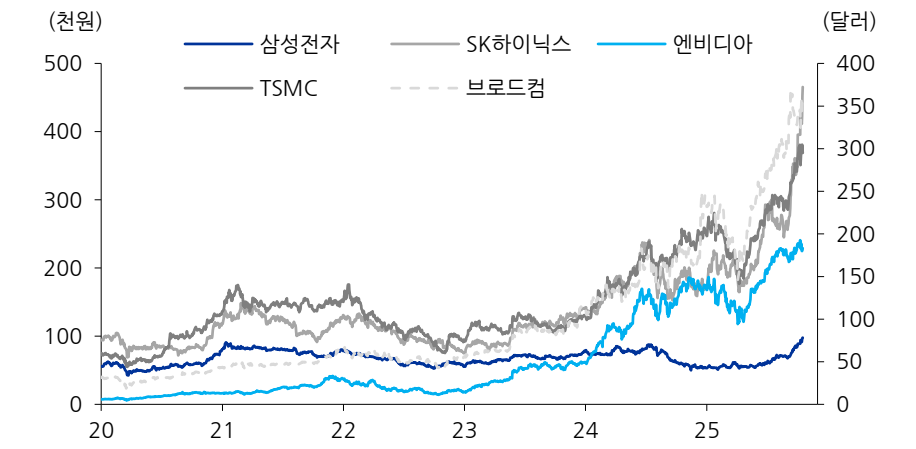
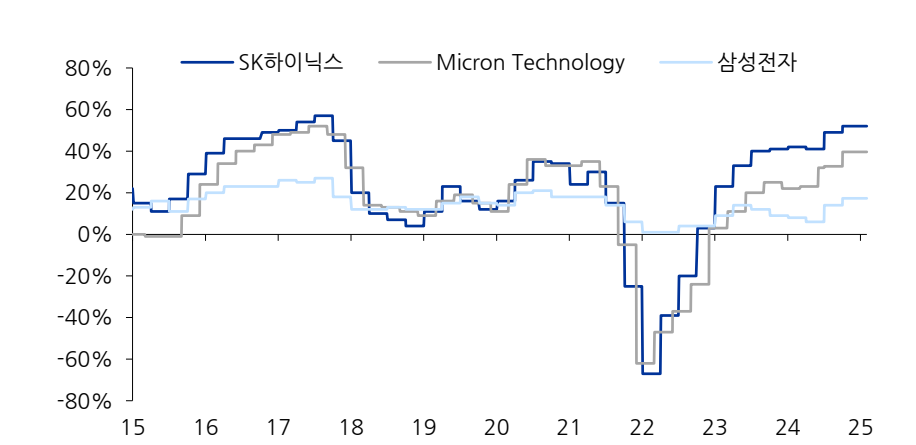


도표 73. 반도체 주요 업체 주가 추이



자료: 유진투자증권

도표 74. 메모리 3대 업체 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

도표 75. 주요 가정

주요 가정	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
FX (AOQ)	1,328	1,371	1,359	1,397	1,453	1,404	1,385	1,400	1,306	1,364	1,410	1,400
FX (EOQ)	1,347	1,377	1,308	1,473	1,473	1,350	1,403	1,400	1,314	1,376	1,406	1,400
DRAM												
Wafers Out (K/M)	350	375	410	430	450	470	520	530	348	391	493	583
Bits (GB m)	2,025	2,456	2,438	2,538	2,338	2,933	3,146	3,291	8,038	9,456	11,707	13,885
%B/G	-15%	21%	-1%	4%	-8%	25%	7%	5%	13%	18%	24%	19%
ASP (\$/GB)	2.8	3.2	3.6	4.0	4.1	4.2	4.4	4.8	2.0	3.4	4.4	4.5
%QoQ	20%	12%	14%	11%	2%	1%	6%	9%				
매출 (십억원)	7,493	10,700	12,048	14,489	14,037	17,124	19,070	21,695	20,769	44,732	71,925	95,154
%YoY	157%	142%	98%	97%	87%	60%	58%	50%	-26%	115%	61%	32%
%QoQ	2%	43%	13%	20%	-3%	22%	11%	14%				
HBM	1,187	2,140	3,650	6,453	6,798	8,156	9,193	10,331	2,918	13,430	34,478	49,013
Non HBM	6,306	8,560	8,398	8,036	7,238	8,968	9,877	11,364	17,851	31,301	37,448	46,141
HBM												
Bits (GB m)	80	140	230	330	300	370	420	470	185	780	1,560	2,356
%B/G	14%	75%	64%	43%	-9%	23%	14%	12%	161%	322%	100%	51%
% of DRAM	4%	6%	9%	13%	13%	13%	13%	14%	2%	8%	13%	17%
ASP (\$/GB)	11.2	11.2	11.7	14.0	15.6	15.7	15.8	15.7	12.0	12.0	15.7	14.9
%QoQ	-3%	0%	5%	20%	11%	1%	1%	-1%				
매출 (십억원)	1,187	2,140	3,650	6,453	6,798	8,156	9,193	10,331	2,918	13,430	34,478	49,013
%YoY	197%	252%	329%	509%	473%	281%	152%	60%	295%	360%	157%	42%
%QoQ	12%	80%	71%	77%	5%	20%	13%	12%				
% of DRAM	16%	20%	30%	45%	48%	48%	48%	48%	14%	30%	48%	52%
NAND												
Wafers Out (K/M)	191	197	203	209	210	210	210	220	236	200	213	240
Bits (TB m)	39.1	39.6	32.7	32.9	27.3	46.9	48.7	48.5	147	144	171	207
%B/G	-3%	1%	-17%	1%	-17%	71%	4%	0%	22%	-2%	19%	21%
ASP (\$/GB)	84	98	112	105	84	76	85	91	52	100	84	88
%QoQ	30%	17%	14%	-6%	-20%	-9%	11%	7%				
매출 (십억원)	4,407	5,185	4,981	4,702	3,229	4,728	5,432	5,857	9,653	19,274	19,245	24,327
%YoY	161%	131%	105%	43%	-27%	-9%	9%	25%	-32%	100%	0%	26%

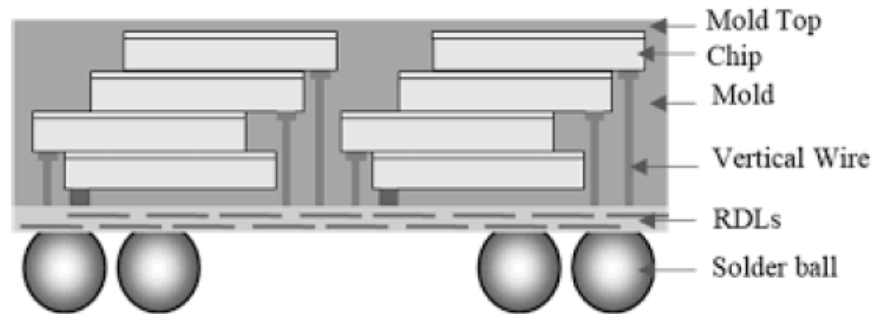
자료: 유진투자증권

도표 76. 부문별 요약 실적

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,901	27,970	32,766	66,193	92,743	121,100
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	12,064	14,320	-7,730	23,467	43,038	60,504
세전이익	2,373	5,052	6,879	9,581	9,299	8,723	11,734	14,025	-11,658	23,885	43,782	59,834
지배이익	1,919	4,120	5,749	8,000	8,107	6,997	9,617	11,496	-9,112	19,789	36,217	48,602
EPS	2,636	5,660	7,897	10,990	11,136	9,612	13,210	15,791	-12,517	27,182	49,749	66,760
수익성												
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	48.4%	51.2%	-23.6%	35.5%	46.4%	50.0%
세전이익률	19.1%	30.8%	39.1%	48.5%	52.7%	39.2%	47.1%	50.1%	-35.6%	36.1%	47.2%	49.4%
지배주주순이익률	15.4%	25.1%	32.7%	40.5%	46.0%	31.5%	38.6%	41.1%	-27.8%	29.9%	39.1%	40.1%
영업외손익	-513	-416	-151	1,499	1,859	-490	-330	-295	-3,928	418	743	-670
YoY												
매출액	144.3%	124.8%	93.8%	74.8%	41.9%	35.4%	41.7%	41.5%	-27%	102%	40%	31%
영업이익	-184.8%	-289.7%	-492.3%	2235.9%	157.8%	68.5%	71.6%	77.2%	-214%	-404%	83%	41%
세전이익	-167.3%	-233.4%	-378.5%	-611.1%	291.9%	72.6%	70.6%	46.4%	-391%	-305%	83%	37%
지배주주순이익	-174.4%	-237.7%	-363.3%	-689.5%	322.4%	69.8%	67.3%	43.7%	-509%	-317%	83%	34%
(십억원)												
매출액	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,901	27,970	32,766	66,193	92,743	121,100
%YoY	144%	125%	94%	75%	42%	35%	42%	42%	-27%	102%	40%	31%
%QoQ	10%	32%	7%	12%	-11%	26%	12%	12%				
DRAM	7,493	10,700	12,048	14,489	14,037	17,124	19,070	21,695	20,769	44,732	71,925	95,154
NAND	4,407	5,185	4,981	4,702	3,229	4,728	5,432	5,857	9,653	19,274	19,245	24,327
비메모리	529	538	544	576	373	380	400	419	2,344	2,187	1,572	1,620
매출 비중												
DRAM	60%	65%	69%	73%	80%	77%	77%	78%	63%	68%	78%	79%
NAND	35%	32%	28%	24%	18%	21%	22%	21%	29%	29%	21%	20%
비메모리	4%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	7%	3%	2%	1%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	12,064	14,320	-7,730	23,467	43,038	60,504
%YoY	-185%	-290%	-492%	2236%	158%	68%	72%	77%	-214%	-404%	83%	41%
%QoQ	734%	89%	29%	15%	-8%	24%	31%	19%				
DRAM	2,464	4,692	6,038	7,504	7,526	9,038	11,077	12,808	1,020	20,698	40,448	54,679
NAND	528	775	987	575	-90	170	982	1,508	-8,747	2,865	2,570	5,800
비메모리	2	2	5	4	5	5	6	4	-3	-96	20	24
영업이익률												
DRAM	33%	44%	50%	52%	54%	53%	58%	59%	5%	46%	56%	57%
NAND	12%	15%	20%	12%	-3%	4%	18%	26%	-91%	15%	13%	24%
비메모리	0%	0%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	0%	-4%	1%	2%
영업외손익	-513	-416	-151	1,499	1,859	-490	-330	-295	-3,928	418	743	-670
세전이익	2,373	5,052	6,879	9,581	9,299	8,723	11,734	14,025	-11,658	23,885	43,782	59,834
%YoY	-167%	-233%	-379%	-611%	292%	73%	71%	46%	-391%	-305%	83%	37%
%QoQ	-227%	113%	36%	39%	-3%	-6%	35%	20%				
순이익	1,917	4,120	5,753	8,006	8,108	6,996	9,622	11,501	-9,138	19,797	36,228	48,632
%NPM	15%	25%	33%	41%	46%	31%	39%	41%	-28%	30%	39%	40%
%YoY	-174%	-238%	-363%	-680%	323%	70%	67%	44%	-508%	-317%	83%	34%
%QoQ	-239%	115%	40%	39%	1%	-14%	38%	20%				

자료: 유진투자증권

도표 77. 모바일 제품 적용 가능한 VFO(Vertical Fan Out) 구조의 DRAM



자료: IEEE, 유진투자증권

고사양 DRAM 과
NAND 시장에서
지속적으로 높은
점유율을 유지할 수
있을 것으로 판단

도표 78. SK 하이닉스 목표주가 산정

(원)	비고	
BPS	220,714	2026 년 BPS
Target P/B(배)	2.5	
목표주가	560,000	
현재 주가	479,000	
상승 여력(%)	16.9	

자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	100,330	119,855	154,275	201,526	255,997
유동자산	30,468	42,279	92,918	157,501	216,995
현금성자산	8,160	13,646	63,903	125,300	172,717
매출채권	6,942	13,299	18,391	20,550	28,770
재고자산	13,481	13,314	8,583	9,590	13,426
비유동자산	69,862	77,576	61,356	44,025	39,002
투자자산	13,254	13,053	14,348	15,012	15,337
유형자산	52,705	60,157	42,776	24,095	18,184
기타	3,903	4,366	4,232	4,918	5,481
부채총계	46,826	45,940	45,582	40,831	42,907
유동부채	21,008	24,965	26,990	28,474	34,011
매입채무	7,026	13,386	12,297	13,740	19,236
유동성이자부채	11,968	7,582	10,656	10,656	10,656
기타	2,015	3,997	4,037	4,078	4,119
비유동부채	25,819	20,974	18,592	12,357	8,896
비유동이자부채	22,013	19,617	17,012	10,711	7,283
기타	3,806	1,357	1,580	1,646	1,613
자본총계	53,504	73,916	108,692	160,695	213,090
지배지분	53,504	73,903	108,677	160,680	213,074
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
이익잉여금	46,729	65,418	102,398	152,322	204,704
기타	(1,255)	341	(2,104)	(25)	(13)
비지배지분	(1)	12	15	15	15
자본총계	53,504	73,916	108,692	160,695	213,090
총차입금	33,981	27,200	27,668	21,367	17,939
순차입금	25,821	13,554	(36,236)	(103,933)	(154,778)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	4,278	29,796	74,364	88,377	73,179
당기순이익	(9,138)	19,797	38,248	50,368	52,910
자산상각비	13,674	12,582	38,635	39,941	27,147
기타비현금성손익	1,359	4,472	(2,917)	(367)	(477)
운전자본증감	794	(5,600)	1,176	(1,702)	(6,540)
매출채권감소(증가)	(1,406)	(5,098)	(6,167)	(2,158)	(8,220)
재고자산감소(증가)	2,288	167	4,514	(1,007)	(3,836)
매입채무증가(감소)	83	(1,103)	1,933	1,443	5,496
기타	(171)	435	896	20	20
투자현금	(7,335)	(18,005)	(28,194)	(22,804)	(22,329)
단기투자자산감소	140	(1,415)	(4,998)	(263)	(274)
장기투자증권감소	(14)	(3)	1,188	(275)	77
설비투자	8,325	15,946	20,525	20,918	20,771
유형자산처분	1,540	47	139	132	131
무형자산처분	(454)	(697)	(1,038)	(1,160)	(1,160)
재무현금	5,697	(8,704)	423	(4,440)	(3,707)
차입금증가	6,507	(7,977)	1,554	(6,301)	(3,428)
자본증가	(801)	(732)	(1,492)	1,861	(279)
배당금지급	826	826	1,520	218	291
현금 증감	2,610	3,618	46,215	61,134	47,143
기초현금	4,977	7,587	11,205	57,420	118,553
기말현금	7,587	11,205	57,420	118,553	165,697
Gross Cash flow	5,895	36,851	76,726	90,080	79,718
Gross Investment	6,681	22,190	22,019	24,243	28,594
Free Cash Flow	(786)	14,661	54,706	65,837	51,124

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	92,743	121,100	146,595
증가율(%)	(26.6)	102.0	40.1	30.6	21.1
매출원가	33,299	34,365	38,192	42,785	62,640
매출총이익	(533)	31,828	54,551	78,315	83,956
판매 및 일반관리비	7,197	8,361	11,513	17,811	20,523
기타영업손익	(18)	16	38	55	15
영업이익	(7,730)	23,467	43,038	60,504	63,432
증가율(%)	적전	흑전	83.4	40.6	4.8
EBITDA	5,943	36,049	81,673	100,445	90,579
증가율(%)	(71.6)	506.5	126.6	23.0	(9.8)
영업외손익	(3,928)	418	3,556	1,679	1,889
이자수익	230	374	394	437	477
이자비용	1,468	1,345	935	766	616
지분법손익	15	(2)	11	69	69
기타영업손익	(2,704)	1,392	4,086	1,939	1,959
세전순이익	(11,658)	23,885	46,594	62,182	65,321
증가율(%)	적전	흑전	95.1	33.5	5.0
법인세비용	(2,520)	4,088	8,346	11,815	12,411
당기순이익	(9,138)	19,797	38,248	50,368	52,910
증가율(%)	적전	흑전	93.2	31.7	5.0
지배주주지분	(9,112)	19,789	38,144	50,142	52,673
증가율(%)	적전	흑전	92.8	31.5	5.0
비지배지분	(25)	8	104	225	237
EPS(원)	(12,517)	27,182	52,396	68,877	72,353
증가율(%)	적전	흑전	92.8	31.5	5.0
수정EPS(원)	(12,517)	27,182	52,396	68,877	72,353
증가율(%)	적전	흑전	92.8	31.5	5.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(12,517)	27,182	52,396	68,877	72,353
BPS	73,495	101,515	149,281	220,714	292,684
DPS	1,200	2,204	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	6.4	9.3	7.0	6.7
PBR	1.9	1.7	3.3	2.2	1.7
EV/EBITDA	21.7	3.9	3.9	2.5	2.2
배당수익율	0.8	1.3	0.1	0.1	0.1
PCR	17.5	3.4	4.6	3.9	4.4
수익성(%)					
영업이익율	(23.6)	35.5	46.4	50.0	43.3
EBITDA이익율	18.1	54.5	88.1	82.9	61.8
순이익율	(27.9)	29.9	41.2	41.6	36.1
ROE	(15.6)	31.1	41.8	37.2	28.2
ROIC	(7.5)	25.1	48.0	84.5	101.3
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	48.3	18.3	(33.3)	(64.7)	(72.6)
유동비율	145.0	169.3	344.3	553.1	638.0
이자보상배율	(5.3)	17.4	46.0	78.9	103.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6
매출채권회전율	5.3	6.5	5.9	6.2	5.9
재고자산회전율	2.2	4.9	8.5	13.3	12.7
매입채무회전율	3.7	6.5	7.2	9.3	8.9

원익 IPS (240810)

새는 두 개의 날개로 난다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

65,000 원(상향)

현재주가

55,700 원(10/21)

시가총액

2,734(십억원)

반도체 임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

- 3분기 실적은 매출 2,518억원(YoY +36%, QoQ +4%), 영업이익 252억원(YoY +74%, QoQ -31%)을 기록할 전망. 최대 고객사의 기술력이 개선되고 이에 따라 적극적인 증설의 수혜를 기대해볼 수 있는 시기. 또한 북미 파운드리 팹 투자에 대해서는 국내 경쟁사들 가운데 유일하게 진출할 수 있는 기업으로서 경쟁력을 갖췄다고 판단.
- 2025년 연간 매출은 9,380원, 영업이익은 831억원으로 전망(OPM 8.9%). 하반기 일부 디스플레이 투자에 따른 수주로 이익률 제한적일 수 있으나 파운드리 전공정 및 메모리 TSV 공정 장비 등이 방어할 것.
- 주요 고객사가 HBM 시장 내에서 경쟁력을 갖추어나갈 수 있을 것으로 판단하기 때문에, 자연스럽게 가장 의존도가 높은 당사의 성장성을 기대. 북미 팹의 경우 관세 등 리스크 잔존하지만 메인 벤더로 납품될 가능성은 여전히 높음. 투자의견 'BUY' 유지 및 목표주가 65,000원으로 상향(2026년 EPS, Global Peer P/E에 10% 할증 적용)

주가(원,10/21)	55,700
시가총액(십억원)	2,734

발행주식수	49,084천주
52주 최고가	60,600원
최저가	20,800원
52주 일간 Beta	1.67
60일 일평균거래대금	320억원
외국인 지분율	27.5%
배당수익률(2025E)	0.3%

주주구성	
원익홀딩스 (외 7인)	33.0%
삼성전자 (외 2인)	7.5%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	21.5	146.2	89.1
상대기준	20.0	124.2	72.8

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	65,000	38,000	▲
영업이익(25)	83	93	▼
영업이익(26)	115	104	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	690	748	938	1,056
영업이익	-18	11	83	115
세전손익	-21	17	89	130
당기순이익	-14	21	71	102
EPS(원)	-275	423	1,437	2,087
증감률(%)	적전	흑전	240.0	45.2
PER(배)	-	52.9	38.5	26.5
ROE(%)	-1.6	2.4	7.7	10.3
PBR(배)	1.9	1.2	2.9	2.6
EV/EBITDA(배)	58.6	18.5	21.4	15.6

자료: 유진투자증권

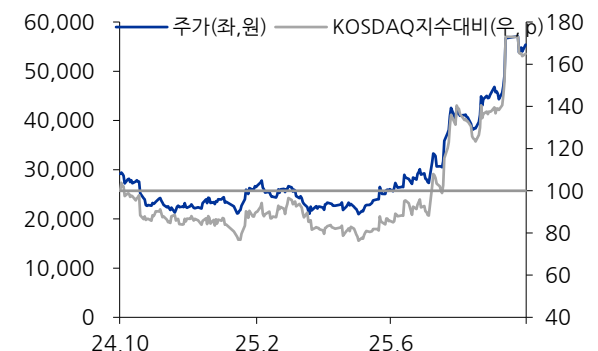


도표 79. 원익 IPS 세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	114	155	185	295	124	242	252	320	690	748	938	1,056
YoY	-24%	15%	3%	31%	9%	56%	36%	8%	-31%	10%	10%	15%
QoQ	-50%	36%	19%	60%	-58%	95%	4%	27%				
반도체	111	148	107	211	94	218	189	230	599	577	731	813
디스플레이	3	7	77	84	30	25	63	90	92	171	207	242
매출비중												
반도체	98%	95%	58%	72%	76%	90%	75%	72%	87%	77%	78%	77%
디스플레이	2%	5%	42%	29%	24%	10%	25%	28%	13%	23%	22%	23%
영업이익	-27	-3	14	26	-7	36	25	29	-18	11	83	115
OPM	적자	적자	8%	9%	적자	15%	10%	9%	적자	1%	9%	11%
YoY	적지	적지	흑전	116%	적지	흑전	74%	11%	적전	흑전	680%	39%
QoQ	적전	적지	흑전	80%	적전	흑전	-31%	14%				
영업외손익	4	10	-6	2	3	-9	-9	3	5	10	-12	-13
순이익	-22	7	8	28	-5	28	16	32	-14	21	71	102
NPM	적자	5%	5%	9%	-4%	11%	6%	10%	적자	3%	8%	10%
YoY	적지	흑전	109%	흑전	적지	292%	88%	15%	적전	흑전	240%	45%
QoQ	적지	흑전	20%	228%	적전	흑전	-43%	101%				
EPS(원)									-275	423	1,437	2,087
YoY									적전	흑전	240%	45%

자료: 원익 IPS, 유진투자증권

도표 80. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	690	748	938	1,056
영업이익	-18	11	83	115
세전이익	-21	17	89	130
당기순이익	-14	21	71	102
EPS(원)	-275	423	1,437	2,087
PER(배)	-	52.9	38.5	26.5
OPM(%)	-3%	1%	9%	11%
NPM(%)	-2%	3%	8%	10%

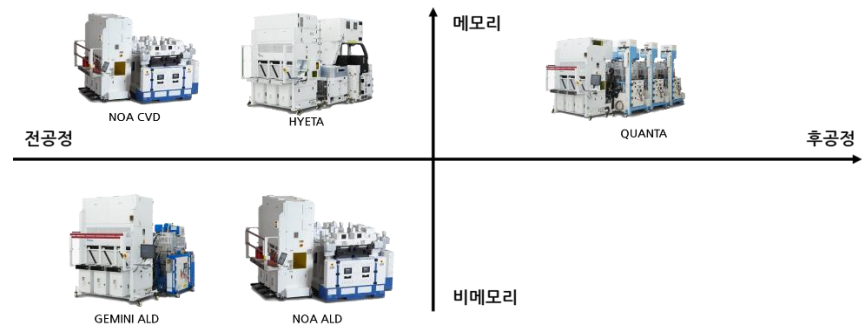
자료: 원익 IPS, 유진투자증권

도표 81. 원익 IPS 목표주가 산정

(원)	비고
주당 순이익	2,087
Target P/E(배)	31.2
목표주가	65,000
현재 주가	55,700
상승 여력(%)	16.7

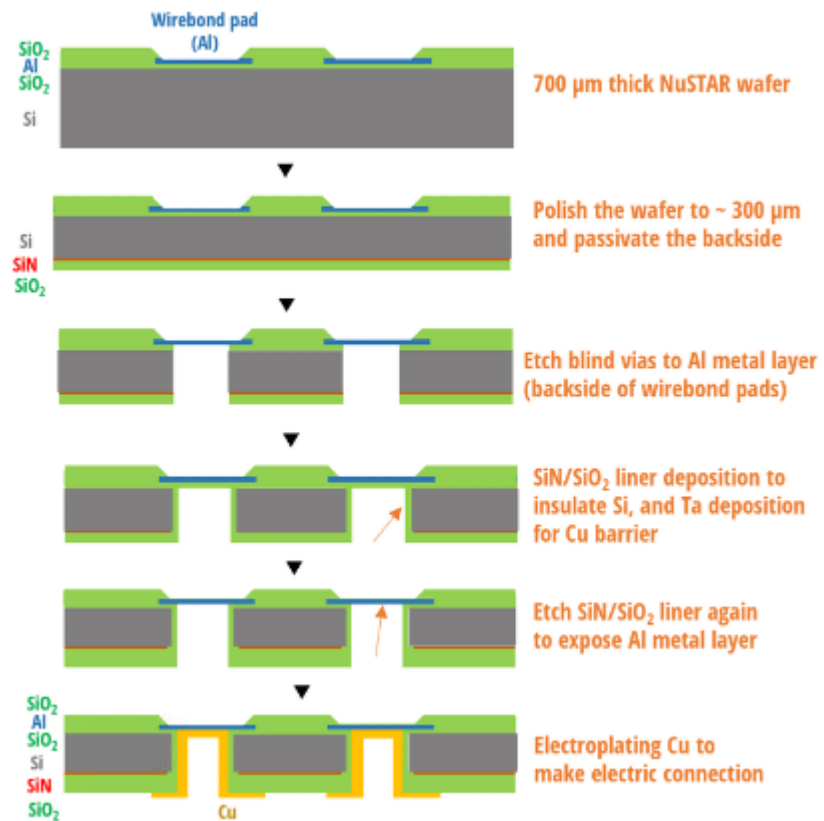
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 82. 원익 IPS 장비 도입 영역



자료: 원익 IPS, 유진투자증권

도표 83. TSV 형성 후 Passivation 레이어 형성 과정



자료: Harvard University, 유진투자증권

원익IPS(240810.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,085	1,124	1,266	1,394	1,574
유동자산	588	645	826	951	1,120
현금성자산	91	140	154	325	364
매출채권	74	100	205	258	309
재고자산	341	338	398	300	377
비유동자산	497	479	441	442	454
투자자산	121	118	115	120	125
유형자산	354	334	297	294	299
기타	22	27	28	29	30
부채총계	218	237	320	358	394
유동부채	210	229	313	350	388
매입채무	58	60	141	177	213
유동성이자부채	3	3	4	3	4
기타	149	166	168	169	171
비유동부채	9	8	8	8	6
비유동이자부채	7	5	4	4	2
기타	2	2	4	4	4
자본총계	867	887	946	1,036	1,179
지배지분	867	887	946	1,036	1,179
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	357	357	357	357	357
이익잉여금	494	515	573	664	807
기타	(9)	(9)	(10)	(10)	(10)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	867	887	946	1,036	1,179
총차입금	9	8	8	7	6
순차입금	(82)	(131)	(147)	(318)	(358)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	(12)	78	70	224	92
당기순이익	(14)	21	71	102	148
자산상각비	45	42	37	38	35
기타비현금성손익	26	24	36	(8)	(4)
운전자본증감	(58)	(10)	(85)	83	(92)
매출채권감소(증가)	17	14	(139)	(53)	(52)
재고자산감소(증가)	(29)	(11)	(63)	98	(77)
매입채무증가(감소)	(2)	1	86	36	35
기타	(43)	(14)	31	1	1
투자현금	(46)	5	(52)	(41)	(48)
단기투자자산감소	10	26	(6)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	1	(1)	(2)	(2)
설비투자	60	21	42	34	38
유형자산처분	0	1	0	2	0
무형자산처분	(5)	(6)	(4)	(4)	(4)
재무현금	14	(3)	(7)	(13)	(6)
차입금증가	(2)	(3)	(1)	(1)	(1)
자본증가	16	0	(9)	(12)	(5)
배당금지급	10	0	9	12	5
현금 증감	(44)	81	11	170	39
기초현금	98	54	135	146	316
기말현금	54	135	146	316	355
Gross Cash flow	58	87	153	142	184
Gross Investment	114	31	132	(42)	140
Free Cash Flow	(56)	56	22	183	45

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	690	748	938	1,056	1,214
증가율(%)	(31.8)	8.4	25.4	12.5	15.0
매출원가	414	456	503	581	711
매출총이익	276	292	435	475	503
판매 및 일반관리비	294	282	352	359	331
기타영업손익	(7)	(4)	25	2	(8)
영업이익	(18)	11	83	115	172
증가율(%)	적전	흑전	680.4	39.0	48.8
EBITDA	27	52	120	153	207
증가율(%)	(80.4)	93.0	130.1	27.9	34.8
영업외손익	(3)	7	6	15	16
이자수익	4	4	5	7	8
이자비용	0	0	1	1	1
지분법손익	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
기타영업외손익	(6)	5	3	10	10
세전순이익	(21)	17	89	130	188
증가율(%)	적전	흑전	409.1	46.5	44.3
법인세비용	(7)	(3)	18	28	39
당기순이익	(14)	21	71	102	148
증가율(%)	적전	흑전	240.0	45.2	44.7
지배주주지분	(14)	21	71	102	148
증가율(%)	적전	흑전	240.0	45.2	44.7
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(275)	423	1,437	2,087	3,019
증가율(%)	적전	흑전	240.0	45.2	44.7
수정EPS(원)	(275)	423	1,437	2,087	3,019
증가율(%)	적전	흑전	240.0	45.2	44.7

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	(275)	423	1,437	2,087	3,019
BPS	17,658	18,080	19,266	21,103	24,023
DPS	0	50	180	200	300
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	52.9	38.5	26.5	18.3
PBR	1.9	1.2	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	58.6	18.5	21.4	15.6	11.4
배당수익율	0.0	0.2	0.3	0.4	0.5
PCR	28.8	12.7	17.7	19.2	14.7
수익성(%)					
영업이익율	(2.6)	1.4	8.9	10.9	14.1
EBITDA이익율	3.9	7.0	12.8	14.5	17.0
순이익율	(2.0)	2.8	7.5	9.7	12.2
ROE	(1.6)	2.4	7.7	10.3	13.4
ROIC	(1.8)	1.0	8.8	12.5	18.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(9.4)	(14.8)	(15.5)	(30.7)	(30.4)
유동비율	280.4	281.8	264.1	271.7	288.5
이자보상배율	(37.4)	27.6	83.0	115.4	214.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	9.7	8.6	6.1	4.6	4.3
재고자산회전율	2.1	2.2	2.5	3.0	3.6
매입채무회전율	10.5	12.7	9.3	6.6	6.2

오로스테크놀로지 (322310)

관심을 모아가야 할 때

투자의견

BUY(유지)

목표주가

34,000 원(상향)

현재주가

28,050 원(10/21)

시가총액

263(십억원)

반도체 임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

- 2분기 실적은 매출 159억원(YoY -5%, QoQ +14%), 영업이익 3억원(YoY +20%, QoQ 흑전)을 기록할 것으로 전망. 일회성 비용과 해외 법인 적자 영향으로 전분기 이익단 하락폭이 컸으나 신규 장비 출하로 금번 분기에는 흑자 전환 예상.
- 2025년 연간 실적은 매출 671억원(YoY +9%), 영업이익 69억원(YoY +15%)으로 추정치 소폭 상향 조정. 신규 고객사이자 후공정 장비의 주력 고객사인 메모리 제조사의 수율 개선에 따른 적극적 투자가 기대되면서 납품 규모 확대 전망. 공정 특성 상 고부가가치 제품 시장의 확대는 더 타이트해진 수율과 성능 관리를 요구하기 때문에 계측과 검사 공정이 자연스럽게 스텝 사이사이 추가되는 흐름 보일 것. 투자의견 'BUY' 유지 및 목표주가 34,000원으로 상향(2026년 EPS에 Global Peer P/E 적용)

주가(원,10/21)	28,050
시가총액(십억원)	263

발행주식수	9,367천주
52주 최고가	32,550원
최저가	13,180원
52주 일간 Beta	1.54
60일 일평균거래대금	31억원
외국인 지분율	2.0%
배당수익률(2025F)	0.0%

주주구성	
에프에스티 (외 6인)	53.0%
오로스테크놀로지우리사주 (외 1인)	2.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	6.0	47.2	71.6
상대기준	4.6	25.2	55.3

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	34,000	31,000	▲
영업이익(25)	7	7	-
영업이익(26)	12	12	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	46	61	67	81
영업이익	2	6	7	12
세전손익	3	7	7	13
당기순이익	3	6	7	10
EPS(원)	361	631	707	1,109
증감률(%)	흑전	74.8	12.1	56.9
PER(배)	81.1	25.5	41.0	26.1
ROE(%)	5.5	9.0	9.3	13.1
PBR(배)	4.4	2.2	3.6	3.2
EV/EBITDA(배)	45.7	14.6	24.8	16.2

자료: 유진투자증권

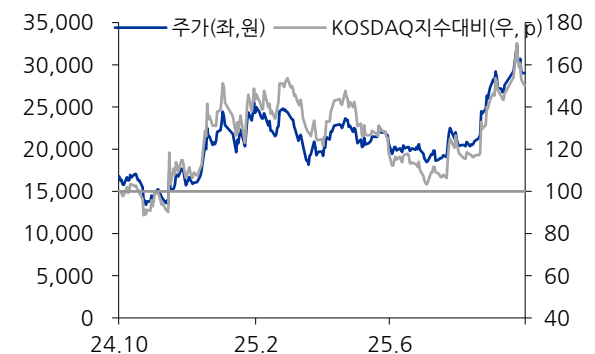


도표 84. 오로스테크놀로지 세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F
매출액	4	12	17	29	17	14	16	20	46	61	67	81
YoY	-45%	70%	31%	54%	343%	15%	-5%	-30%	29%	35%	9%	21%
QoQ	-80%	215%	38%	74%	-42%	-18%	14%	29%				
영업이익	-6	-1	2	10	0	-1	3	5	2	6	7	12
OPM	적자	적자	15%	35%	-2%	-5%	19%	25%	5%	10%	10%	15%
YoY	적지	적지	-11%	123%	적지	적지	20%	-51%	-98%	흑전	15%	76%
QoQ	적전	적지	흑전	74%	적전	적지	흑전	29%				
영업외손익	1	0	0	-1	0	0	1	-1	1	0	0	-2
순이익	-5	0	3	9	0	-1	3	4	3	6	7	10
NPM	적자	-3%	17%	30%	-2%	-7%	22%	22%	7%	10%	10%	13%
YoY	적지	적지	-15%	112%	-93%	적전	23%	-49%	적전	흑전	12%	57%
QoQ	적전	적지	흑전	209%	적전	적지	-450%	28%				
EPS(원)									361	631	707	1,109
YoY									적전	흑전	12%	57%

자료: 오로스테크놀로지, 유진투자증권

도표 85. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	46	61	67	81
영업이익	2	6	7	12
세전이익	3	7	7	13
자배순이익	3	6	7	10
EPS(원)	361	631	707	1,109
PER(배)	81.1	25.5	41.0	26.1
OPM	5%	10%	10%	15%
NPM	7%	10%	10%	13%

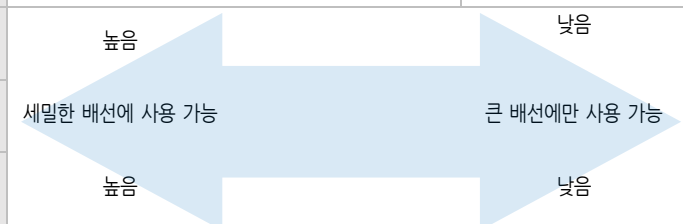
자료: 오로스테크놀로지, 유진투자증권

도표 86. 오로스테크놀로지 목표주가 산정

(원)	비고
주당 순이익	1,109 2026년 EPS
Target P/E(배)	30.7 글로벌 예측/감사 장비사 평균 12M Fwd. P/E
목표주가	34,000
현재 주가	28,050
상승 여력(%)	21.2

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 87. TSV 선평별 기술

선평	0.1 ~ 2.0 μ m	2.0 ~ 10 μ m	10 ~ 100 μ m		
적용처	3D 적층 IC (SiC)		3D 웨이퍼 레벨 패키징		
	Intermediate 인터커넥트	글로벌 인터커넥트	I/O 단자		
	파운드리		포스트 파운드리		
제조 난이도					
배선 적용 여부				높음	낮음
계측 난이도				세밀한 배선에 사용 가능	큰 배선에만 사용 가능

자료: Hiroshige Goto, 유진투자증권

도표 88. 하이브리드 본딩에 적용하는 IR Overlay 장비



자료: 오로스테크놀로지, 유진투자증권

오로스테크놀로지(322310.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	74	94	96	108	121
유동자산	38	53	52	59	64
현금성자산	15	14	31	37	39
매출채권	2	10	5	6	6
재고자산	21	28	16	15	19
비유동자산	36	42	44	49	57
투자자산	17	17	17	18	19
유형자산	17	23	25	29	37
기타	1	2	2	2	1
부채총계	12	26	21	23	23
유동부채	7	20	19	20	21
스매입채무	5	6	5	6	6
유동성이자부채	0	11	11	11	11
기타	2	3	3	3	3
비유동부채	5	6	3	3	3
비유동이자부채	1	1	1	1	1
기타	4	4	1	2	2
자본총계	62	68	74	84	98
지배지분	62	68	74	84	98
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	40	40	40	40	40
이익잉여금	17	23	29	40	51
기타	1	1	1	0	2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	62	68	74	84	98
총차입금	2	13	13	12	12
순차입금	(13)	(2)	(18)	(25)	(27)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	7	(5)	22	15	11
당기순이익	3	6	7	10	12
자산상각비	3	4	3	3	4
기타비현금성손익	1	3	(3)	0	0
운전자본증감	(1)	(18)	15	2	(4)
매출채권감소(증가)	3	(8)	5	(1)	(0)
재고자산감소(증가)	(5)	(11)	12	1	(4)
매입채무증가(감소)	1	2	(2)	2	0
기타	0	(1)	0	0	0
투자현금	(10)	(4)	(5)	(10)	(10)
단기투자자산감소	2	1	(0)	(2)	1
장기투자증권감소	1	0	0	0	0
설비투자	5	5	3	7	10
유형자산처분	1	0	(1)	0	0
무형자산처분	(1)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(2)	8	0	(1)	2
차입금증가	(0)	9	0	(0)	(0)
자본증가	(2)	(1)	0	(0)	2
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(4)	(1)	17	5	3
기초현금	19	15	14	31	35
기말현금	15	14	31	35	38
Gross Cash flow	8	13	7	13	15
Gross Investment	12	23	(10)	6	15
Free Cash Flow	(5)	(10)	17	7	0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	46	61	67	81	86
증가율(%)	28.6	34.9	9.1	20.8	6.2
매출원가	15	25	27	31	33
매출총이익	30	36	40	50	53
판매 및 일반관리비	28	30	33	37	40
기타영업손익	9	8	8	14	6
영업이익	2	6	7	12	14
증가율(%)	흑전	156.7	15.2	76.1	11.4
EBITDA	6	10	10	15	17
증가율(%)	흑전	78.5	0.3	49.3	13.6
영업외손익	1	1	0	1	1
이자수익	1	0	0	0	0
이자비용	0	0	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	1	1	1
세전순이익	3	7	7	13	14
증가율(%)	흑전	121.0	(0.9)	80.6	11.0
법인세비용	(0)	1	1	3	3
당기순이익	3	6	7	10	12
증가율(%)	흑전	74.8	12.1	56.9	11.0
지배주주지분	3	6	7	10	12
증가율(%)	흑전	74.8	12.1	56.9	11.0
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	361	631	707	1,109	1,231
증가율(%)	흑전	74.8	12.1	56.9	11.0
수정EPS(원)	361	631	707	1,109	1,231
증가율(%)	흑전	74.8	12.1	56.9	11.0

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	361	631	707	1,109	1,231
BPS	6,658	7,279	7,951	9,017	10,450
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	81.1	25.5	41.0	26.1	23.6
PBR	4.4	2.2	3.6	3.2	2.8
EV/ EBITDA	45.7	14.6	24.8	16.2	14.1
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	35.7	11.3	41.3	20.2	17.8
수익성(%)					
영업이익율	5.2	9.9	10.5	15.3	16.0
EBITDA이익율	12.5	16.6	15.2	18.8	20.1
순이익율	7.4	9.6	9.9	12.8	13.4
ROE	5.5	9.0	9.3	13.1	12.6
ROIC	3.8	8.6	10.5	17.1	16.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(21.3)	(2.3)	(24.5)	(29.6)	(27.5)
유동비율	558.0	257.0	279.6	288.2	314.5
이자보상배율	24.3	23.4	9.9	103.1	116.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	11.3	9.7	8.6	14.4	14.4
재고자산회전율	2.5	2.5	3.1	5.3	5.1
매입채무회전율	10.8	11.0	12.2	15.0	13.7

프로텍 (053610)

더 나을 하반기

투자의견

BUY(유지)

목표주가

39,000 원(상향)

현재주가

32,700 원(10/21)

시가총액

360(십억원)

반도체 임소정_02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

- 3분기 실적은 매출 463억원(YoY +7.5%, QoQ -28.1%), 영업이익 60억원(YoY +49.7, QoQ -38.7%)을 기록할 전망. 전분기 기저효과로 실적이 부진한 흐름으로 보일 수 있으나 전년대비 개선되는 모습. 레이저 본딩 장비 매출은 아직 기여도가 낮지만 레이저 리플로우와 이외 선단 공정에 쓰이는 디스펜서 등 견조한 후공정 투자 수혜 기대.
- 2025년 연간 실적은 매출 2,039억원(YoY +19.7%), 영업이익 289억원(YoY +115%)으로 이전 추정치 대비 상향. 주력 고객사의 선단 메모리 제품 개선 속도에 비해 파운드리 영역은 속도가 더디나 적자폭을 축소시키며 사업부에 청신호가 켜질 전망. ASE와 Amkor 등 글로벌 OSAT 업체들도 본격적인 CAPEX 투자 드라이브를 걸며 고객사 다변화에 따른 수혜 기대감 유효. 투자의견 'BUY' 유지 및 목표주가 39,000원으로 상향 (12M Fwd EPS에 Global Peer P/E 적용)

주가(원,10/21)	32,700
시가총액(십억원)	360

발행주식수	11,000천주
52주 최고가	34,500원
최저가	19,920원
52주 일간 Beta	1.40
60일 일평균거래대금	11억원
외국인 지분율	2.6%
배당수익률(2025F)	0.9%

주주구성	
최승환 (외 2인)	30.5%
자사주 (외 1인)	18.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	6.5	52.6	4.2
상대기준	5.1	30.6	-12.1

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	39,000	32,000	▲
영업이익(25)	29	23	▲
영업이익(26)	44	38	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	156	170	204	227
영업이익	17	13	29	44
세전손익	22	20	29	49
당기순이익	17	13	21	29
EPS(원)	1,874	1,971	2,475	2,891
증감률(%)	-51.1	5.2	25.6	16.8
PER(배)	24.4	11.1	13.5	11.6
ROE(%)	7.4	7.4	8.6	9.2
PBR(배)	1.8	0.8	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	17.6	10.7	8.5	5.8

자료: 유진투자증권

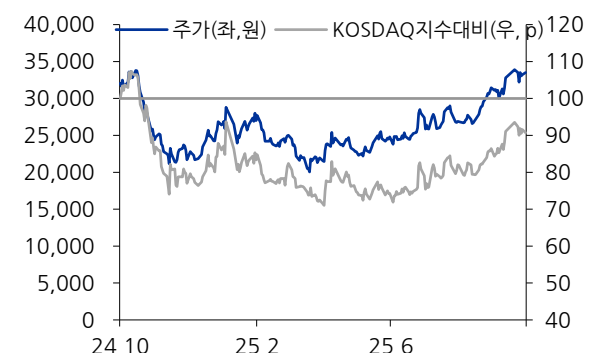


도표 89. 프로텍 세부 실적 추정

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	25	53	43	49	30	64	46	63	156	170	204	227
YoY	2%	39%	21%	-15%	20%	23%	7%	27%	-21%	9%	20%	11%
QoQ	-56%	108%	-18%	14%	-38%	112%	-28%	35%				
디스펜서, 다이본더 등	15	43	31	42	20	54	31	38	98	82	131	144
볼 플레이서	1	3	3	2	3	3	4	4	25	9	9	14
공압실린더외	5	11	8	11	10	12	15	20	12	21	35	57
프로브카드	7	5	8	4	6	6	8	13	64	33	24	32
영업이익	-5	12	4	2	3	10	6	10	17	13	29	44
OPM	-19%	22%	9%	5%	10%	15%	13%	16%	11%	8%	14%	20%
YoY	적전	94%	49%	-69%	흑전	-16%	50%	314%	-71%	-23%	115%	54%
QoQ	적전	흑전	-66%	-39%	19%	237%	-39%	68%				
영업외손익	3	-1	-3	0	-1	-4	1	-4	0	-1	-8	-15
순이익	-1	11	1	3	2	6	7	6	17	13	21	29
NPM	-5%	20%	2%	6%	6%	10%	14%	9%	11%	7%	10%	13%
YoY	적전	96%	-81%	-52%	흑전	-41%	857%	99%	-60%	-25%	64%	39%
QoQ	적전	흑전	-94%	326%	-34%	157%	5%	-11%				
EPS(원)									1,874	1,971	2,475	2,891
YoY									-8%	5%	26%	17%

자료: 프로텍, 유진투자증권

도표 90. 연간 실적 추정 및 밸류에이션

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
매출액	156	170	204	227
영업이익	17	13	29	44
세전이익	22	20	29	49
자배순이익	17	13	21	29
EPS(원)	1,874	1,971	2,475	2,891
PER(배)	24.4	11.1	13.5	11.6
OPM(%)	11%	8%	14%	20%
NPM(%)	11%	7%	10%	13%

자료: 프로텍, 유진투자증권

도표 91. 프로텍 목표주가 산정

(원)	비고
주당 순이익	2,822 12M Fwd. EPS
Target P/E(배)	13.8 글로벌 비메모리 후공정 장비사 평균 12M Fwd. P/E
목표주가	39,000
현재 주가	32,700
상승 여력(%)	19.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 92. 프로텍 주요 제품 및 종속회사 영위 사업

구분	회사명	주요 사업	특이사항
지배회사	프로텍	디스펜서, 레이저 리플로우 장비,	
	미나미	스크린 프린터, 볼 플레이서	2011년 일본 기업 인수
종속회사	피앤엠	자동화공압 부품	2019년 프로텍의 뉴메텍 사업 영업양도
	프로텍 L&H	산업용 전자기기 개발 및 제조	2017년 위티에서 상호 변경
	프로텍인베스트먼트	신기술사업금융업	2022년 자본금 출자
	피엠티 (구 마이크로프랜드)	검사장치 제조업	프로브 카드 제조 및 판매

자료: 프로텍, 유진투자증권

도표 93. 주력 장비-디스펜서



자료: 프로텍, 유진투자증권

도표 94. 신규 장비-레이저 리플로우



자료: 프로텍, 유진투자증권

프로텍(053610.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	362	377	401	445	499
유동자산	228	245	267	309	360
현금성자산	82	28	87	108	159
매출채권	36	38	41	49	53
재고자산	57	62	21	33	28
비유동자산	134	132	134	136	138
투자자산	7	9	10	11	11
유형자산	120	116	117	119	122
기타	7	7	7	6	6
부채총계	48	54	59	66	71
유동부채	41	46	48	50	50
매입채무	17	17	19	22	24
유동성이자부채	16	20	21	19	17
기타	7	8	8	8	9
비유동부채	7	8	11	16	21
비유동이자부채	5	5	6	11	17
기타	2	3	5	5	5
자본총계	314	323	342	379	427
지배지분	286	304	329	365	414
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	16	17	17	17	17
이익잉여금	299	316	339	368	405
기타	(35)	(34)	(33)	(25)	(13)
비지배지분	29	19	13	13	13
자본총계	314	323	342	379	427
총차입금	21	25	27	30	33
순차입금	(61)	(3)	(60)	(78)	(125)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	26	19	(34)	20	50
당기순이익	17	13	21	29	38
자산상각비	8	9	7	6	6
기타비현금성손익	8	8	8	2	3
운전자본증감	2	(9)	(70)	(18)	2
매출채권감소(증가)	18	(0)	(3)	(8)	(4)
재고자산감소(증가)	(6)	(2)	40	(12)	5
매입채무증가(감소)	(1)	2	1	4	2
기타	(9)	(9)	(108)	(1)	(1)
투자현금	(12)	(73)	11	(11)	(13)
단기투자자산감소	(1)	(11)	(2)	(3)	(4)
장기투자증권감소	0	0	2	(1)	(0)
설비투자	0	0	0	0	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(1)	(0)	(1)
재무현금	7	0	(3)	8	11
차입금증가	11	4	1	3	3
자본증가	(4)	(4)	(4)	5	8
배당금지급	4	4	4	3	4
현금 증감	21	(53)	(26)	17	48
기초현금	61	82	28	2	20
기말현금	82	28	2	20	67
Gross Cash flow	33	30	39	38	48
Gross Investment	9	71	56	26	7
Free Cash Flow	24	(41)	(17)	13	40

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	156	170	204	227	252
증가율(%)	(21.5)	9.1	19.7	11.2	11.1
매출원가	111	131	149	159	171
매출총이익	45	39	55	68	81
판매 및 일반관리비	27	26	26	32	34
기타영업손익	49	(5)	1	22	6
영업이익	17	13	29	44	57
증가율(%)	(71.0)	(22.9)	115.0	53.7	28.1
EBITDA	25	22	36	50	63
증가율(%)	(59.9)	(11.8)	64.6	38.7	25.7
영업외손익	5	7	0	4	6
이자수익	3	4	4	5	5
이자비용	1	1	1	1	1
지분법손익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
기타영업외손익	2	4	(3)	0	2
세전순이익	22	20	29	49	63
증가율(%)	(60.7)	(9.1)	46.4	65.5	29.4
법인세비용	5	7	8	19	25
당기순이익	17	13	21	29	38
증가율(%)	(59.6)	(25.4)	64.4	38.9	29.4
지배주주지분	21	22	27	32	41
증가율(%)	(51.1)	5.2	25.6	16.8	29.4
비지배지분	(4)	(9)	(6)	(3)	(3)
EPS(원)	1,874	1,971	2,475	2,891	3,741
증가율(%)	(51.1)	5.2	25.6	16.8	29.4
수정EPS(원)	1,874	1,971	2,475	2,891	3,741
증가율(%)	(51.1)	5.2	25.6	16.8	29.4

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,874	1,971	2,475	2,891	3,741
BPS	25,963	27,656	29,902	33,206	37,638
DPS	400	400	300	400	500
밸류에이션(배, %)					
PER	24.4	11.1	13.5	11.6	9.0
PBR	1.8	0.8	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	17.6	10.7	8.5	5.8	3.8
배당수익율	0.9	1.8	0.9	1.2	1.5
PCR	15.2	8.1	9.4	9.6	7.8
수익성(%)					
영업이익율	11.2	7.9	14.2	19.6	22.6
EBITDA이익율	16.0	13.0	17.8	22.2	25.1
순이익율	11.0	7.5	10.3	12.8	14.9
ROE	7.4	7.4	8.6	9.2	10.6
ROIC	5.4	3.0	7.0	9.3	11.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(19.4)	(1.0)	(17.6)	(20.5)	(29.4)
유동비율	555.5	534.0	556.5	621.4	724.5
이자보상배율	34.3	16.1	33.7	83.0	60.3
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	3.5	4.6	5.1	5.0	4.9
재고자산회전율	2.9	2.9	4.9	8.5	8.3
매입채무회전율	8.9	9.8	11.3	11.1	10.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

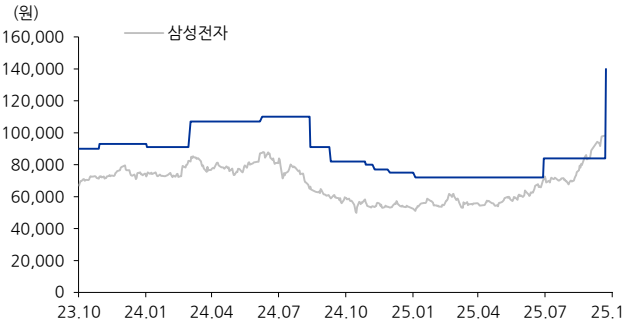
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 임소정	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-11-01	Buy	90,000	1년	-20.7	-19.1		
2023-11-28	Buy	93,000	1년	-20.3	-14.4		
2024-01-04	Buy	93,000	1년	-20.5	-17.6		
2024-01-09	Buy	93,000	1년	-20.9	-19.1		
2024-02-01	Buy	91,000	1년	-17.8	-9.5		
2024-02-07	Buy	91,000	1년	-17.8	-9.5		
2024-03-14	Buy	91,000	1년	-14.7	-9.5		
2024-04-01	Buy	107,000	1년	-25.8	-18.6		
2024-04-08	Buy	107,000	1년	-26.2	-18.6		
2024-04-11	Buy	107,000	1년	-26.4	-18.6		
2024-05-02	Buy	107,000	1년	-26.3	-18.6		
2024-05-14	Buy	107,000	1년	-26.4	-18.6		
2024-06-27	Buy	107,000	1년	-22.3	-18.6		
2024-07-08	Buy	110,000	1년	-28.9	-20.2		
2024-07-08	Buy	110,000	1년	-28.9	-20.2		
2024-08-01	Buy	110,000	1년	-32.6	-27.1		
2024-09-12	Buy	91,000	1년	-31.4	-28.9		
2024-10-10	Buy	82,000	1년	-30.2	-25.6		
2024-11-01	Buy	82,000	1년	-32.1	-28.4		
2024-11-27	Buy	80,000	1년	-32.5	-30.6		
2024-12-09	Buy	77,000	1년	-29.5	-27.1		
2024-12-30	Buy	75,000	1년	-27.5	-23.6		
2025-01-08	Buy	75,000	1년	-28	-25.2		
2025-02-03	Buy	72,000	1년	-19.5	-2.2		
2025-05-02	Buy	72,000	1년	-16.9	-2.2		
2025-07-09	Buy	72,000	1년	-9.1	-2.2		
2025-07-29	Buy	84,000	1년	-8.1	16.8		
2025-08-01	Buy	84,000	1년	-7.7	16.8		
담당자 변경							
2025-10-22	Buy	140,000	1년				

