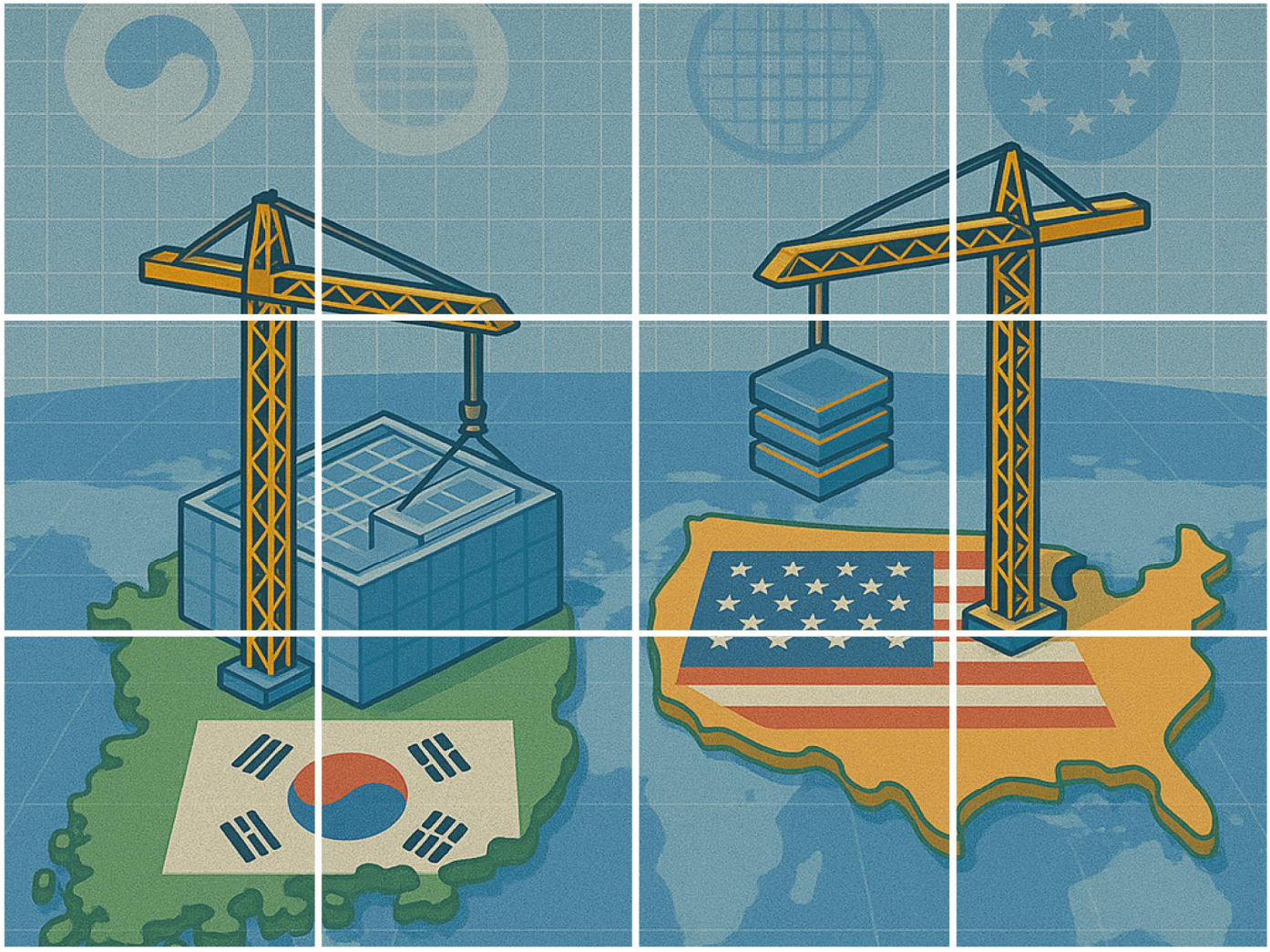


『위 이미지는 AI가 생성한 이미지입니다.』

반도체산업
엇갈린 업황 속 AI는 순항

류영호 (반도체)
02)768-7199, youngryu@nhqv.com

글로벌 반도체산업의 현재 상황을 짚어보고자 보고서를 작성하였습니다. 최근 반도체 시장은 분야별로 뚜렷한 온도차를 보이고 있습니다. 아날로그와 자동차 반도체는 거시경제 불확실성으로 인해 회복 속도가 더딘 반면, AI를 중심으로 산업 영역은 긍정적인 흐름을 이어가고 있습니다. 미국과 중국의 이슈는 산업 곳곳에 부정적인 이슈와 기회를 보여주고 있는 상황입니다.

HBM 시장에 대해서는 경쟁 심화 노이즈가 지속되나 계약이 확정되면 시장의 우려도 완화될 것으로 기대합니다. 메모리 시장은 하반기부터 관세 영향으로 급격한 수요 감소를 예상하였으나 예상보다 견조한 수요와 제한적인 공급으로 우호적인 상황이 지속되고 있습니다. 내년 공급 증가가 제한적인 만큼 우호적인 상황은 2026년까지 이어질 가능성이 높아지고 있습니다. 삼성전자/SK하이닉스 모두 관심이 필요한 시기입니다. 현재 전력부족 현상은 반도체 산업에도 영향을 미치고 있습니다. 중장기적으로는 전력 반도체에 대한 관심이 필수적이라 판단됩니다.

NH투자증권

C/O/N/T/E/N/T/S

I. Summary 3

II. Analog/Auto 5

III. 반도체 장비 11

IV. Smartphone/PC 17

V. 견조한 AI, 강력한 일반 서버 수요 20

VI. 메모리 24

VII. 투자전략 33

[기업분석]

삼성전자 (Buy, TP 94,000원) 39

SK하이닉스 (Buy, TP 395,000원) 47

원익IPS (Buy, TP 53,000원) 53

파크시스템스 (Buy, TP 340,000원) 59

테스 (Not Rated) 65

솔브레인 (Buy, TP 315,000원) 70

이엔에프테크놀로지 (Buy, TP 61,000원) 76

I. Summary

여전히 모든 길은 AI를 통한다

아날로그/자동차 저점에 근접하였으나 기업마다 차별적인 상황

최근 아날로그 및 자동차 반도체 기업들이 실적 회복세를 보이고 있다. 하지만 매크로 불확실성과 지역별 매출 편차로 회복 속도는 예상만큼 빠르지 않다. 아날로그 시장에 대해서는 보수적인 관점으로, 매출 비중이 가장 높은 Industrial 분야가 회복 속도가 더디기 때문이다. 자동차 반도체 시장은 재고 상황의 개선에도 부진한 수요로 시장 기대에 미치지 못하는 회복 속도를 보이고 있다. 전력 및 자동화 기기에 강점을 가진 Analog Devices와 전력 반도체 관련 공급망에 대해서는 관심이 필요하다 판단된다.

글로벌 장비 시장은 중국의 불확실성 증가

글로벌 반도체 장비 시장은 AI 분야를 중심으로 긍정적인 실적을 기록하고 있다. 다만 중국의 선제 구매 효과와 규제 불확실성 증가로 하반기에 대한 우려가 확대되고 있다. 전방 산업의 성장과 무관하게 공정 난이도와 단계 증가로 공정 제어 및 검사 장비 수요는 꾸준히 늘어날 것이다. 특히 HBM 시장은 경쟁 심화와 가격 인하로 수율의 중요성이 커지고 있어, 테스트 장비 수요가 증가할 전망이다. 대표 업체인 KLA의 수혜가 예상되며 HBM4 관련 신규 장비를 테스트 중인 Teradyne에 대한 관심이 필요하다 판단된다.

국내 전공정 장비는 신규 라인 투자 수혜

국내 장비사들은 삼성전자와 SK하이닉스의 전환 투자에 힘입어 긍정적인 실적을 이어가고 있으며, 2026년 신규 라인 투자 모멘텀 또한 여전히 유효하다. 국내 전공정 장비 업체들의 수혜가 예상된다. 커버리지 중에서는 원익IPS가 메모리/파운드리 모두 수혜를 받을 수 있어 선호한다.

2026년 신규라인 증설과 범용 메모리까지 확산된 우호적인 업황으로 소재 업체들의 실적 개선도 지속될 전망이다. 커버리지 종목 중에는 실적 성장 추세가 명확하고, Peer 그룹 대비 밸류에이션 매력도가 높은 이엔에프테크놀로지를 선호한다.

제한된 공급, 높은 수요 예상보다 견조한 메모리 시장

메모리 시장은 상반기 중국 이구환신 정책과 선제 재고 확보 영향으로 예상보다 빠르게 다운사이클에서 벗어났다. 상반기 재고 축적의 영향으로 하반기 수요는 통상적인 계절성보다 낮은 수준을 예상했다. 하지만 DDR4 EOL(생산종료)에 따른 재고 확보, PC 교체 수요, 일반 서버 수요에 힘입어 긍정적인 상황을 확인하고 있다. 4분기도 제한된 공급과 재고로 가격 강세가 이어질 것으로 예상된다.

2026년 메모리 시장은 1)제한적인 공급 증가 2)다양한 메모리 증가 3) 대당 탑재량 증가 등으로 우호적인 환경이 지속될 것으로 예상된다. 전반적인 환경 개선에 따라 삼성전자와 SK하이닉스 모두 수혜를 입을 것으로 판단된다. 삼성전자는 벨류에이션 정상화가 기대되며 순수 메모리 비중이 높은 SK하이닉스는 최대 실적 기록을 이어갈 것으로 예상된다. HBM 공급 협상에 대한 불확실성은 남아있지만, 기술 리더십은 단기적으로 변하기 어려운 만큼 2026년 메모리 시장에서도 SK하이닉스의 경쟁 우위가 지속될 것이다.

표1. 반도체업종 투자의견/투자지표 (단위: 원, 배, %)

종목명	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE	
					2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
삼성전자	005930.KS	Buy(유지)	94,000원(상향)	76,500원	14.2	10.4	1.2	1.1	8.0	10.1
SK하이닉스	000660.KS	Buy(유지)	395,000원(상향)	331,000원	8.1	6.3	2.3	1.7	33.7	31.6
원익IPS	240810.KQ	Buy(유지)	53,000원(상향)	45,000원	35.8	22.7	2.3	2.1	6.8	9.9
파크시스템스	140860.KQ	Buy(유지)	340,000원(유지)	260,000원	34.9	27.1	7.7	6.1	24.6	25.0
테스	095610.KQ	Not Rated	-	41,450원	-	-	-	-	-	-
솔브레인	357780.KQ	Buy(유지)	315,000원(상향)	260,500원	18.1	14.0	1.9	1.7	10.7	12.6
이엔에프테크놀로지	102710.KQ	Buy(유지)	61,000원(상향)	49,000원	11.0	8.9	1.5	1.3	14.9	16.1

주: 9월 15일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

II. Analog/Auto

저점을 지나고 있지만 과거와 같은 강한 반등은 아직

주요 아날로그 및 자동차 반도체 기업들의 실적은 전반적으로 회복세가 지속되고 있다. 다만 매크로 불확실성과 매출 지역 편차로 기존 예상보다는 더딘 수준이다. 3분기 전망에 대해서는 기업간 의견이 엇갈리는 부분이 존재하는데 이는 기존 Pull-in 수요 여부에 대한 판단과 지정학적 이슈 등의 차이에 기인한다. **아날로그 섹터의 경우 하반기 금리 인하 이후 Industrial 부분의 회복 여부에 주목해야한다 판단**된다.

아날로그 업체들의 가장 큰 전방 산업인 Industrial의 경우, 재고 상황 등을 고려한다면 저점을 지나고 있다고 판단된다. 기업마다 일부 차이는 존재하지만 가장 최근 실적을 발표한 Analog Devices도 Industrial 부분의 회복을 전망하고 있다. 다만 과거와 같은 강한 반등 보다는 점진적인 회복세를 보이고 있다. 기업들이 금리 부담과 관세 영향으로 일부 투자를 지연하고 있기 때문인 것으로 파악된다.

자동차 부문은 기업별, 주요 매출 지역에 따른 차이가 존재하나, 공통적으로 하반기 자동차 부문의 성장률이 다른 산업 성장률 평균보다는 낮을 것으로 예상하고 있다. 대표적으로 Microchip과 Infineon 등이 이와 같은 전망을 공유했다. 일부 기업들이 선제적으로 가동률을 낮추고 공급을 줄여 재고가 정상 수준에 근접하고 있다는 내용은 긍정적이다. 전반적으로 유통 재고는 9-11주 사이에 위치해 있으며, Tier-1 고객사들의 재고는 대부분 정상 수준에 도달했다. 하지만 불확실한 매크로 상황을 고려해 적극적인 재고 축적은 이루어지지 않고 있는 것으로 파악된다.

향후 자동차 부문의 회복 속도에 대해서는 대부분 보수적인 관점이다. 하지만 전기차와 ADAS의 보급 확대됨에 따라 차량당 탑재되는 반도체가 증가되는 만큼, 과거와 같은 급격한 매출 하락의 가능성은 제한적일 것으로 판단된다.

표2. 글로벌 전력반도체 주요 기업 CY2Q25 매출액 및 CY3Q25 매출액 가이던스 (단위: 백만달러, 백만유로, %)

	CY2Q25			CY3Q25F			CY2Q25 주요 Comments
	매출액	YoY	QoQ	매출액	YoY	QoQ	
Texas Instrument	4,448	16.4	9.3	4,625	11.4	4.0	- 2분기 일부 선구매 활동 감지, 3분기 유연하게 대비 - 관세 및 지정학적 요인이 글로벌 공급망을 교란
Analog Devices	2,880	24.6	9.1	3,000	22.8	4.2	- 산업 부문의 긍정적인 실적과 수주잔고로 긍정적 실적 - 자동화기기, 항공우주/방위 산업 분야의 성장도 긍정적 영향
Microchip	1,076	-13.4	10.8	1,130	-2.9	5.1	- 일부 선구매 활동이 포착되었으나 규모는 미미 - 공급망 중 리드프레임, 기판 CAPA 이슈로 리드타임 증가
Infineon	3,704	0.1	3.1	3,900	-0.5	5.3	- AI데이터센터 관련 매출 내년 10억유로로 증가 기대 - AI 데이터센터용 800V HVDC 전력 반도체를 Nvidia와 협력하여 개발
STMicroelectronics	2,766	-14.4	9.9	3,170	-2.5	14.6	- 1분기 자동차 부분 매출 최저점 기록이후 회복 중 - 2분기 부진한 수주잔고는 점유율 하락보다는 고객사 이슈
NXP	2,926	-6.4	3.2	3,150	-3.1	7.7	- 2분기 가동률 75% 상승, 3분기도 유사한 수준 유지 - 자동차 부분의 경쟁 심화, 산업/IoT 회복세
On Semiconductor	1,469	-15.4	1.6	1,515	-14.0	3.2	- 자동차 부분 2분기 저점, 단기적으로 재고소진 집중하며 시장회복시 가동률 상향 조정 예정 - 유통 채널 재고는 10.8주. 목표 범위 9~11주 - AI/데이터 센터 부문 y-y 매출 두 배 증가

주: Infineon 매출액 단위는 백만유로. 이외 백만달러; 매출액 가이던스는 중간값 기준
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

중장기적으로 주목해야할 전력반도체

AI/데이터센터의 경우 아날로그 업체들에게는 새로운 성장 동력으로 자리잡고 있다. 하이퍼스케일러의 CapEx 증가와 더불어 네트워크를 포함한 전력 인프라 투자가 확대되며 관련 부문의 실적에 눈에 띄게 증가하고 있다. 기대보다 회복이 늦어지고 있는 On Semiconductor의 경우에도 데이터센터 매출은 전년 대비 약 두 배에 가까운 성장을 이어가고 있는 상황이다.

최근 시장에서 주목하고 있는 것은 고전압직류(HVDC) 전력공급이다. 엔비디아는 800V HVDC 아키텍처가 차세대 AI 데이터센터의 중심이 될 것이라 언급하며 관련 공급망을 구축하고 있다. 엔비디아는 2027년 800V HVDC 시스템을 공식적으로 도입할 예정이다. 엔비디아가 HVDC를 도입하는 이유는 기존 시스템으로는 전력 수요를 감당하기 어렵기 때문이다. 데이터센터 자체에 대한 전력 부족도 있지만 향후 출시될 제품들은 더 많은 전력을 소비할 것이기 때문이다. 엔비디아가 주장하는 800V HVDC 도입의 장점은 1) 전압을 높이면 전반적인 전력 손실이 감소, 2) 케이블에 흐르는 전류의 감소로 구리 사용량도 감소, 3) 고밀도 전력을 안정적으로 공급 가능, 4) 전력공급장치를 서버랙 외부로 옮겨 유지보수가 용이하고 서버 공간 최적화가 가능하다는 점이다.

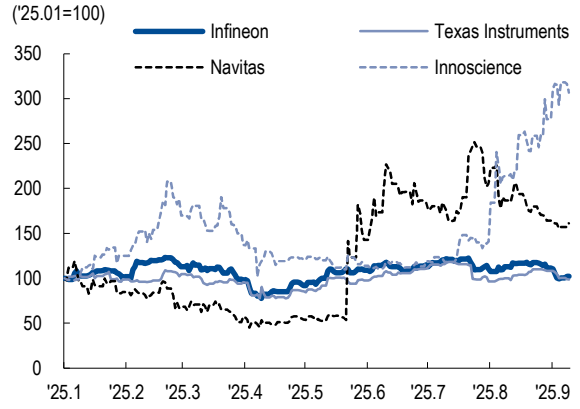
엔비디아는 지난 5월 Infineon, Texas Instruments, Navitas 등을 전력반도체 파트너로 지정하고 SiC/GaN 등과 같은 화합물 반도체 기술을 바탕으로 솔루션을 공동으로 개발 중이다. 이외에도 기존 전력/시스템 공급사인 Vertiv, Delta 등 다수의 기업도 파트너쉽에 동참하고 있다. 중국 반도체 기업 중에서는 유일하게 GaN에 경쟁력을 갖춘 Innoscience가 참여하고 있다. 공식적인 도입까지는 시간이 남은 만큼 **단기적인 관점보다는 중장기 관점에서 접근이 필요**하지만, **잠재력이 높은 시장**이라 판단된다.

표3. Nvidia의 HVDC 글로벌 공급망

	기업
반도체	- Texas Instruments, Infineon, Navitas, On Semi, Innoscience
전력 부품	- Delta, Lite-On, Flex Power, Lead Wealth, Megmeet 등
수동부품	- Murata
시스템	- Eaton, Schneider Electric, Vertiv 등

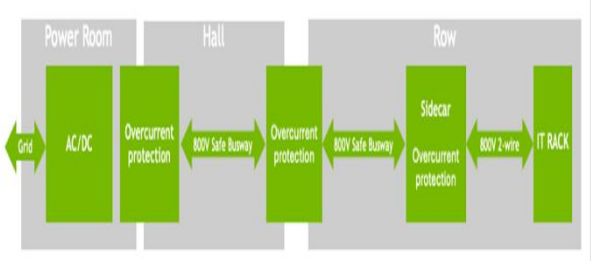
자료: Nvidia, 언론종합, NH투자증권 리서치본부

그림1. 주요 전력 반도체 파트너사 YTD 주가 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림2. NVIDIA 800 VDC 구조



자료: Nvidia, NH투자증권 리서치본부

글로벌 아날로그 칩 시장의 지각 변동

아날로그 반도체 시장도 지정학적 이슈가 부각되고 있다. 미국 정부의 중국 규제가 확대되는 가운데 유럽 기업들은 미국 기업들과 상반된 중국의 투자를 확대하고 있다. 미국의 규제와는 별개로 중국의 내수 시장을 무시할 수 없기 때문이다. 특히 중국은 전세계에서 가장 크고 빠르게 성장하는 전기차 시장을 확보하고 있으며 산업용 반도체 수요도 쉽게 무시하기 어려운 시장이기 때문이다.

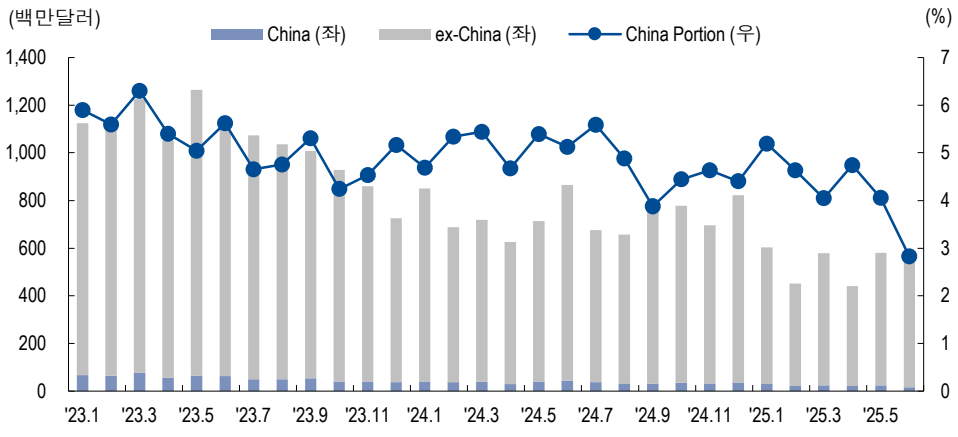
중국 반도체 자립 노력 확대 예상

미국 기업들도 중국 시장을 무시할 수 없고 주요 시장으로 여기고 있다. 작년의 경우 Texas Instruments는 공격적인 가격 인하로 점유율을 확대하려 노력하였다. 하지만 최근에는 거의 모든 제품에 대한 가격을 큰 폭으로 인상하였다. 중국이 웨이퍼 생산지 기준으로 수입관세를 적용하며 비용이 증가되었기 때문이다. 중국 시장이 중요하나 이제는 수익성 위주의 전략을 펼치려 하고 일부 제품들은 자신들의 제품 대체가 어렵다고 판단했기 때문이다.

최근 미국 내 생산 기지 및 수요처 증가도 과감하게 제품 가격을 인상할 수 있었던 요인 중 하나라 판단된다. 애플은 8월 미국 내 투자를 6,000억 달러로 확대한다고 밝혔으며, 투자금 일부는 Texas Instruments의 새로운 공장에서 자사 제품의 사용되는 기본 반도체 생산에 투입된다 밝혔다. 추가적으로 미국이 중국산 범용반도체에 고율 관세를 부과할 수도 있다는 가능성도 미국 업체들에게는 긍정적이다. 미국과 중국의 지정학적 이슈는 중국 기업들의 자국화 노력으로 이어질 수 있다. **중국의 자립 노력이 강해질수록 생산을 위탁 받는 DB하이텍과 같은 레거시 파운드리들에게 긍정적인 기회로 판단된다.**

대부분 아날로그 반도체들의 2분기 실적과 3분기 가이던스는 시장의 예상에 미치지 못하는 수준이었다. 향후 아날로그 시장에서 주목해야할 부분은 1) 본격적인 금리 인하 이후 산업 투자 증가 사이클, 2) 중국 시장의 가격인상에 따른 수익성 개선 여부이다. 중장기적으로는 전력 반도체의 성장성에 대한 관심이 필요하다.

그림3. 미국의 아날로그 반도체 수입액 및 중국 비중 추이



주: HS Code 8542.39 (전자집적회로-기타) 기준; 자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

그림4. 애플, American Manufacturing Program 통해 미국 내 투자 6,000억 달러로 확대

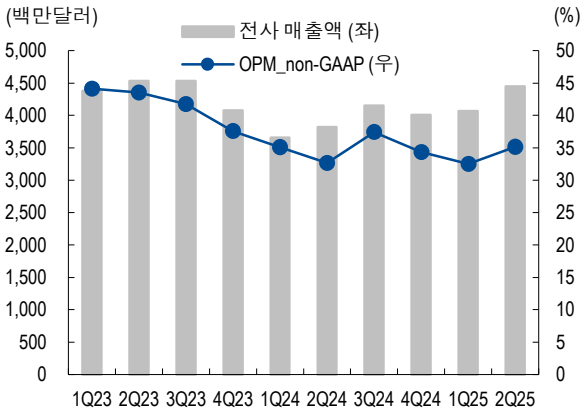
자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림5. 애플은 Texas Instruments와의 파트너십을 확장, Utah와 Texas Fab에 반도체 설비 지원

Fabs take bare wafers and turn them into chips. Apple and Texas Instruments are expanding their partnership to increase future product collaboration and critical U.S. capacity for this work. Apple is making a new commitment with TI, which will support additional tool installations at its facility in Lehi, Utah, and a new facility in Sherman, Texas. These facilities are home to TI's most advanced process technologies and use American-made chip manufacturing equipment from Applied Materials' factory in Austin, as well as advanced silicon wafers from GlobalWafers America. These facilities will manufacture critical foundational semiconductors used for Apple products, including iPhone devices shipped in the U.S. and around the world.

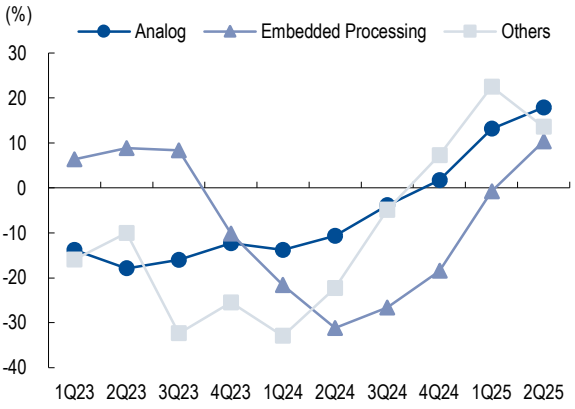
자료: Apple, NH투자증권 리서치본부

그림6. Texas Instruments 분기 실적 추이



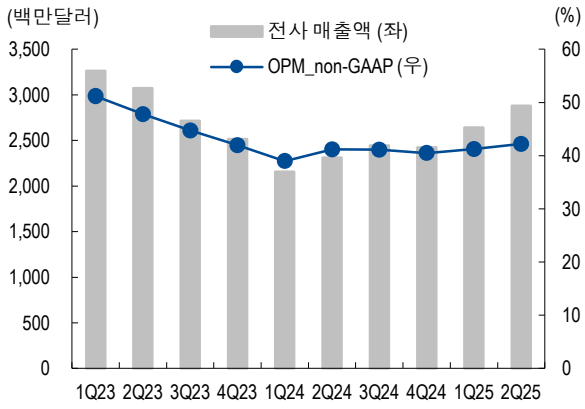
자료: Texas Instruments, NH투자증권 리서치본부

그림7. Texas Instruments 사업부별 매출액 y-y 성장률 추이



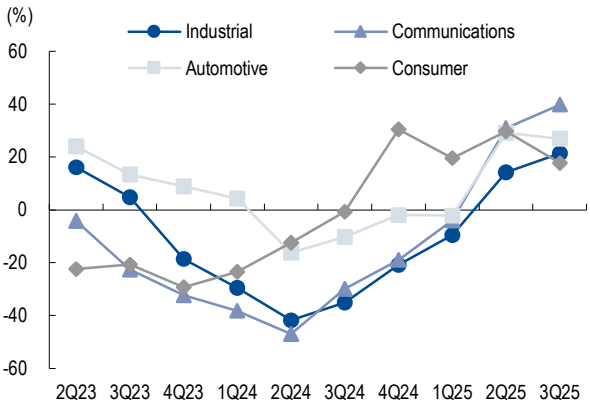
자료: Texas Instruments, NH투자증권 리서치본부

그림8. Analog Devices 분기 실적 추이



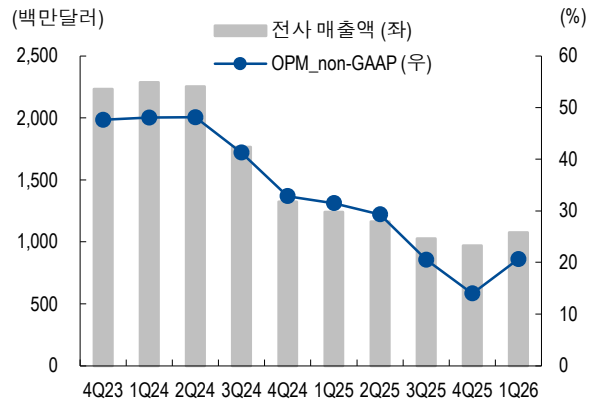
자료: Analog Devices, NH투자증권 리서치본부

그림9. Analog Devices 사업부별 매출액 y-y 성장률 추이



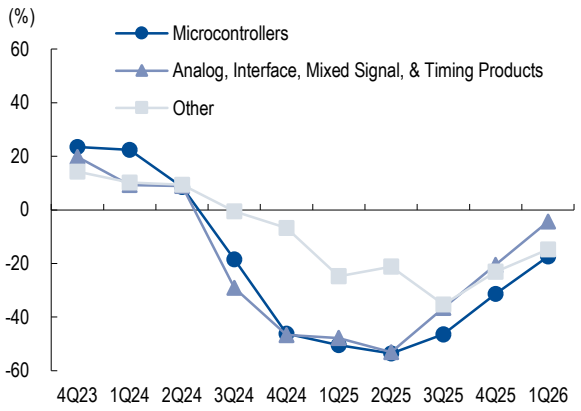
자료: Analog Devices, NH투자증권 리서치본부

그림10. Microchip 분기 실적 추이



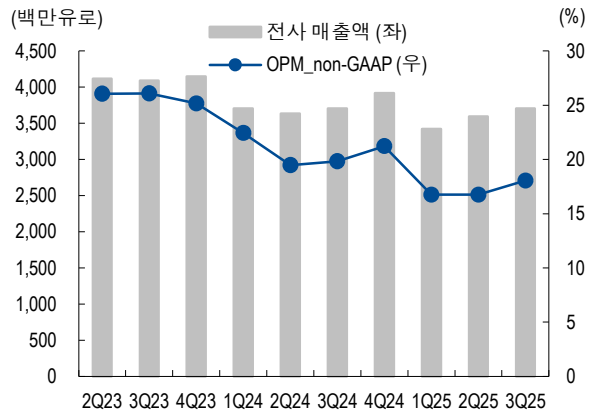
자료: Microchip, NH투자증권 리서치본부

그림11. Microchip 사업부별 매출액 y-y 성장률 추이



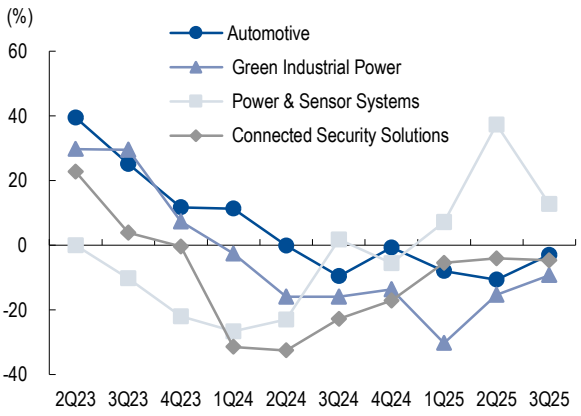
자료: Microchip, NH투자증권 리서치본부

그림12. Infineon 분기 실적 추이



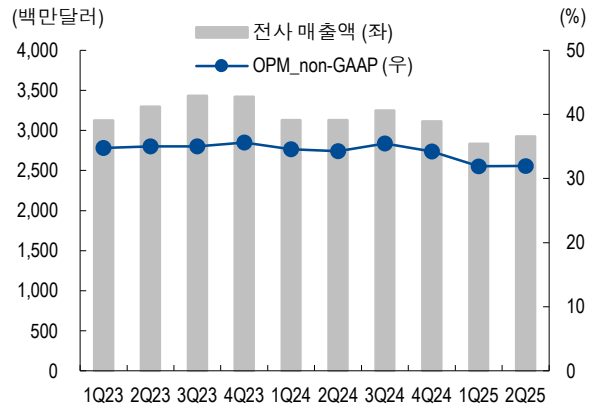
자료: Infineon, NH투자증권 리서치본부

그림13. Infineon 사업부별 매출액 y-y 성장률 추이



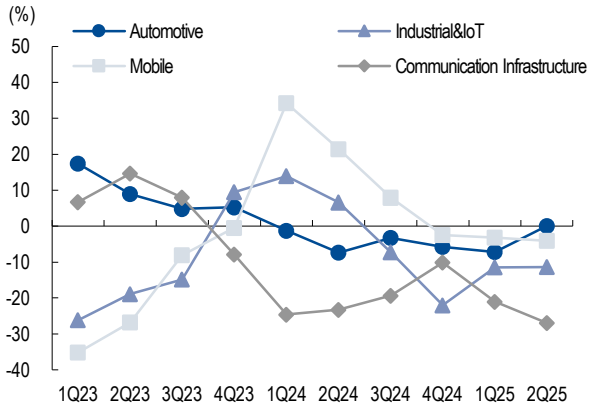
자료: Infineon, NH투자증권 리서치본부

그림14. NXP 분기 실적 추이



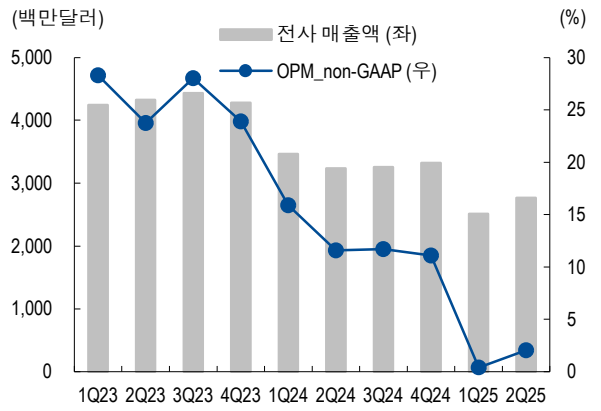
자료: NXP, NH투자증권 리서치본부

그림15. NXP 사업부별 매출액 y-y 성장률 추이



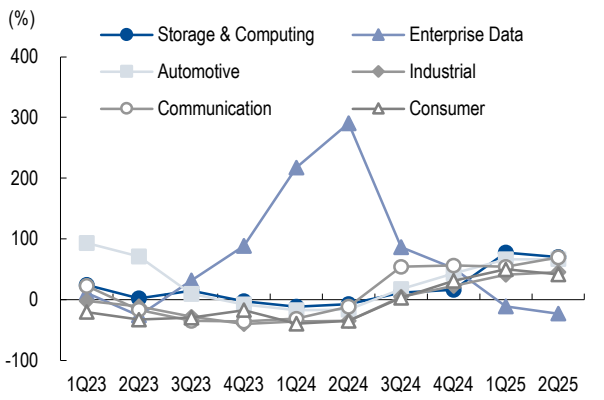
자료: NXP, NH투자증권 리서치본부

그림16. STMicro 분기 실적 추이



자료: STMicroelectronics, NH투자증권 리서치본부

그림17. Monolithic 사업부별 매출액 y-y 성장률 추이



자료: Monolithic, NH투자증권 리서치본부

III. 반도체 장비

성장동력이었던 중국, 이제는 불확실성으로

글로벌 반도체 장비 시장도 AI 시장의 발전과 함께 GAA와 같은 첨단 공정과 HBM 관련 투자 강세로 긍정적인 실적을 기록하고 있다. 반면, 전통적인 시장의 수요는 여전히 부진하여 보수적인 투자기조가 유지되고 있다. 최근 몇 년 동안 시장 성장 동력으로 자리 잡았던 중국 시장은 선제 구매 효과와 규제에 대한 불확실성이 증가하며 하반기 시장 불확실성을 확대시키고 있다.

국내의 경우 삼성전자의 전환 투자 증가로 삼성전자 공급망은 대체로 양호한 실적을 기록할 것으로 예상되며 SK하이닉스는 M16 투자 마무리 이후 내년 상반기부터 M15X 관련 매출 반영이 시작될 것으로 예상된다. 최근 중국 시장의 수주가 다시 재개되고 있으나 규모나 지속여부는 아직 지켜봐야할 것으로 판단된다.

SEMI는 올해 글로벌 장비 시장규모를 전년대비 7.4% 성장한 1,255억 달러로 예상하며, 2026년은 1,381억 달러로 추가적인 성장을 전망하고 있다. 그 중 전공정의 2025년 시장 규모는 전년대비 6.2% 성장한 1,108억달러, 2026년은 1,221억원으로 전망하고 있다. 하지만 최근 실적을 발표한 Applied Materials, Tokyo Electron 등은 긍정적인 실적에도 향후 전망에 대해서는 다소 보수적인 입장이다. 단기적으로 가장 큰 이슈는 중국 시장의 영향이지만 고객사들의 투자 전략의 변화도 있다. 비용 증가와 기술 난이도 증가로 과거와 같은 공격적인 투자 보다는 수요/공급을 예측한 투자와 생산 최적화에 집중하고 있다.

검사장비에 대한 지속적인 관심 필요

연초부터 긍정적인 주가 흐름과 실적을 기록한 KLA는 시장에 대해서 보다 낙관적이다. 선단 공정 확대에 따른 공정제어 중요성 증가와 스텝 수 증가로 전체 시장보다 높은 성장률을 기록할 것으로 예상된다. **HBM의 경우에도 난이도 증가와 경쟁에 따른 수익성 감소로 향후 검사 장비에 대한 수요가 증가할 것으로 예상**된다.

표4. 글로벌 반도체 장비 CY2Q25 매출액 및 CY3Q25 매출액 가이던스 (단위: 백만달러, 백만유로, 십억엔, %)

	CY2Q25			CY3Q25F			CY2Q25 주요 Comments
	매출액	YoY	QoQ	매출액	YoY	QoQ	
ASM International	835.6	18.3	-0.4	814.7	4.6	-2.5	- 2nm에서 1.4nm로의 전환은 두 자릿수의 SAM 증가 예상 - 26년 GAA/HBM은 건전한 성장, 전력/아날로그 회복 기대
Applied Materials	7,302	7.7	2.8	6,700	-4.9	-8.2	- '26년은 로직/HBM 성장세가 중국의 약세 상쇄 여부 핵심 - 중국은 재고 소진 진행, 라이선스 대기중인 수출 물량 증가
Tokyo Electron	549.6	-1.0	-16.1	600.4	6.0	9.2	- FY25 WFE시장은 상향조정했으나 FY26은 5% 감소 - 고객들이 생산성, 수율, 수익성 집중 위해 안정적인 투자 집중
Lam Research	5,171	33.6	9.6	5,200	24.8	0.6	- GAA, 첨단 패키징, HBM, NAND 전환의 수요 강세 수혜 중국 내 글로벌 기업들의 투자가 q-q 기준 90% 이상 증가
ASML	7,692	23.2	-0.6	7,650	2.4	-0.5	- '26년 성장에 대해 보수적인 입장 - HBM 수요가 증가하면서 EUV 및 DUV 장비 판매가 견고
KLA	3,175	23.6	3.6	3,150	10.9	-0.8	- '26년 WFE시장과 무관하게 성장 지속 기대. 첨단 공정으로 전환될수록 공정 제어의 중요성 지속 증가
Teradyne	651.8	-10.7	-4.9	740.0	0.4	13.5	- 로봇 사업은 대형 고객사로 PoR 확보, 2026년 성장 기대 - HBM4 Singulated die 테스트 관련 수주 확보. HBM 기업들은 수율 확보를 위해 새로운 테스트 단계 확대

주: 매출액 단위는 ASM International, ASML(백만유로), Tokyo Electron(십억엔), 이외 백만달러; 매출액 가이던스는 중간값 기준
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

중국 시장 내 점유율 감소

글로벌 장비업체들의 2분기 중국 매출은 긍정적이었으나 향후 전망에 대해서는 대부분 보수적인 입장이다. Applied Materials는 중국 고객들이 재고 소진 단계에 돌입한 점과 허가를 기다리고 있는 다량의 수출 신청서들을 고려해 보수적인 가이던스를 제시하였다. Tokyo Electron의 경우 중국 매출 감소는 규제 이슈 보다는 중국 로컬 업체와의 경쟁 심화 때문인 것으로 파악된다. 물론 여전히 중국 시장에 대해 상대적으로 낙관적으로 전망하고 있는 기업들도 존재하지만 작년대비 매출 비중은 점진적으로 줄어들고 있다. 최근 다국기업의 중국 투자가 증가되고 있음에도 중국 매출이 감소한다는 것은 순수 중국 기업에 납품하는 비중은 확실히 감소하고 있는 것으로 판단된다.

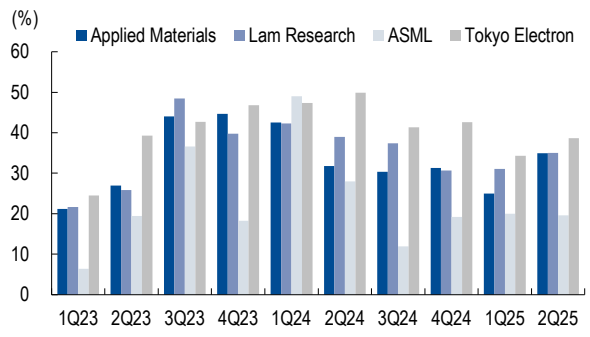
2026년 장비 시장의 변수는 인텔

2026년 장비 시장의 불확실성의 또 다른 이유는 인텔이다. 물론 삼성전자의 테일러 투자에 대한 기대감도 존재하지만 인텔은 TSMC에 이어 로직 부분의 핵심 투자자이다. 인텔은 최근 대규모 인력 조정과 함께 예정되었던 프로젝트와 투자들을 취소하거나 연기하고 있다. 2분기 10-Q를 통해서 의미 있는 고객사 확보 또는 수율 달성을 못할 시에 14A 공정 개발을 중단하겠다고 기재하였다. 올해 예정되었던 일부 투자들이 지연된 만큼 2026년 장비 발주도 감소할 수 있다는 점도 언급하였다. 이는 일부 장비 반입/발주가 지연될 수 있음을 시사한다.

최근 미국 정부는 인텔에 대한 89억 달러 규모의 투자를 발표하며, 기존의 보조금 지원 방식에서 정부가 인텔의 지분 약 10%를 인수하는 모델을 제시했다. 이는 단순한 재정 지원이 아닌 미국 반도체 산업의 회복을 위한 트럼프 정부의 노력이다. 물론 당장은 하반기부터 18A 공정을 성공적으로 양산할 수 있을지 여부가 중요하다. 8월 24일부터 26일까지 개최된 Hot Chips 행사에서 자사의 18A 공정으로 제조된 Xeon 7세대 Clearwater Forest를 소개하였다. 2026년 대량 생산 예정이며 18A 공정에는 그동안 강조하였던 Power Via(BSPDN: BackSide Power Delivery Technology)도 도입 예정이다. 하지만 시장은 여전히 인텔의 18A 공정에 대해 많은 의구심을 가지고 있다.

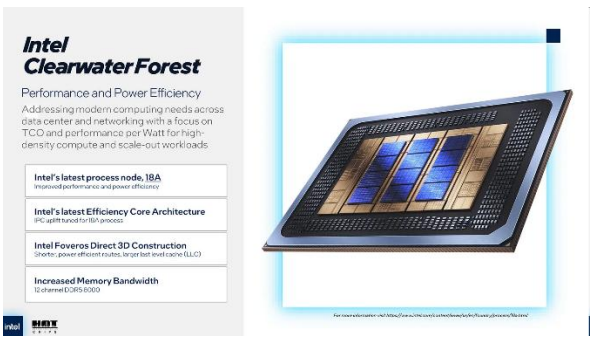
정부의 인텔 지분 참여 이후의 행보는 시간을 두고 지켜봐야 한다. 만약 실제 미국 정부에서 인텔을 지원한다면 고객사 확보에 긍정적인 역할을 할 것으로 파악된다. 향후 인텔의 회복은 장비 업체들에게는 긍정적이다. 미국 내 생산 시설을 확충하여 고객 수요에 대응해야 하기 때문이다. TSMC의 애리조나 공장도 2분기 연속으로 흑자를 기록하며 향후 미국 내 투자에 청신호를 밝혔다. **단기적으로는 중국 이슈로 대부분의 반도체 장비 기업들 투자 심리가 위축되어 있으나 메모리 업황 개선, 인텔의 회복과 기업들의 미국 투자 확대와 함께 회복될 것으로 판단**된다.

그림18. 주요 장비업체 중국 매출 비중 추이



자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

그림19. Intel Clearwater Forest



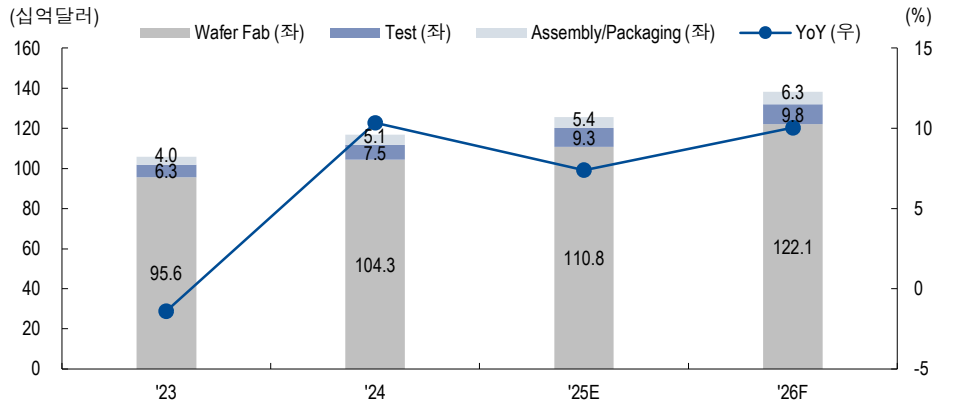
자료: Intel, Hot Chips, NH투자증권 리서치본부

오랜만에 시작되는 신규라인 투자

국내 장비사들의 경우 삼성전자와 SK하이닉스 전환 투자가 지속되며 긍정적인 실적 흐름을 이어가고 있다. 다만 SK하이닉스 공급망의 경우 M15X의 장비 반입이 10월 정도부터 시작되며 대부분 장비 업체들의 매출 인식 시점은 내년 상반기가 될 것으로 예상된다. 삼성전자 공급망의 2분기부터 라인 전환이 가속화되며 긍정적인 실적 흐름이 이어지고 있다. 기존 1a/b로 전환이 예정되었던 일부 라인들을 1c로 변경하며 단위 면적당 매출 증가도 발생되고 있다. 하반기에는 P4라인의 1c 신규 라인 투자도 시작되는 만큼 2분기와 유사한 흐름을 이어갈 것으로 판단된다.

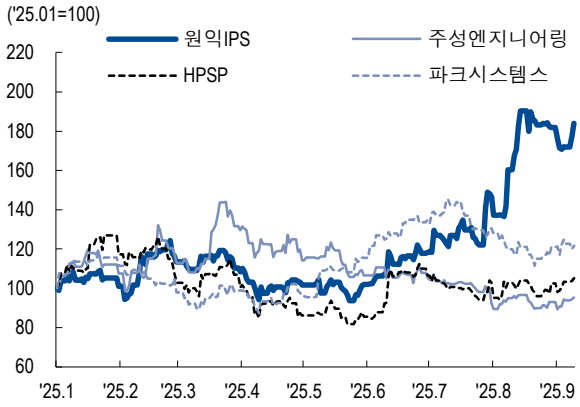
2026년의 경우 삼성전자의 1c 투자를 중심으로 SK하이닉스의 M15X 투자가 이어질 것으로 판단된다. **신규 투자확대와 함께 전공정 장비업체들의 수혜가 기대**된다. 대부분의 신규라인은 HBM용으로 HBM 수요와 수율에 따라서 투자시기 조절도 가능할 것으로 판단된다. 최근 시장에서 기대가 높은 삼성전자 테일러 Fab의 경우 초기 15-17K 투자부터 집행될 것으로 예상된다. 내년 상반기 장비 입고를 시작하여 매출인식 시점은 하반기가 될 것으로 예상된다. 진행 상황에 따라 추가 업사이드도 존재한다. 현재 테일러 투자의 최대 수혜는 원익IPS로 내년 테일러를 통한 외형 성장은 최소 1,000억원 이상이 될 것으로 기대된다. 최근 주요 장비 업체들의 주가는 저점에서 빠른 속도로 상승한 만큼 단기 피로가 누적되어 있는 것이 사실이다. 다만 2026년과 이후 대한 기대감은 여전히 유효하다 판단된다

그림20. 글로벌 반도체 장비 시장규모 전망



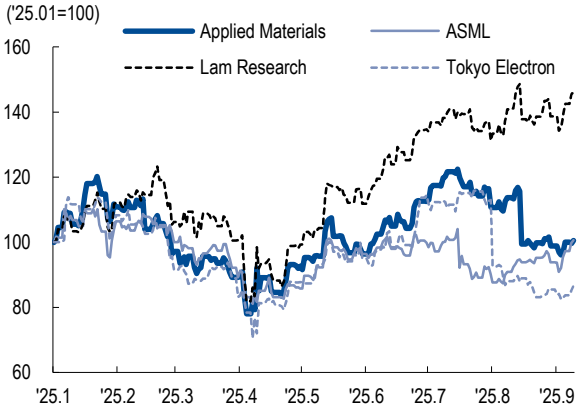
주: 웨이퍼 제조 장비(Wafer Manufacturing Equipment)는 미포함
자료: SEMI, NH투자증권 리서치본부

그림21. 국내 주요 장비업체 주가 추이



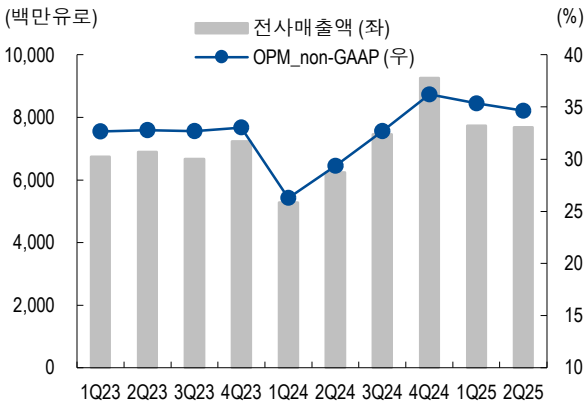
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림22. 해외 주요 장비업체 주가 추이



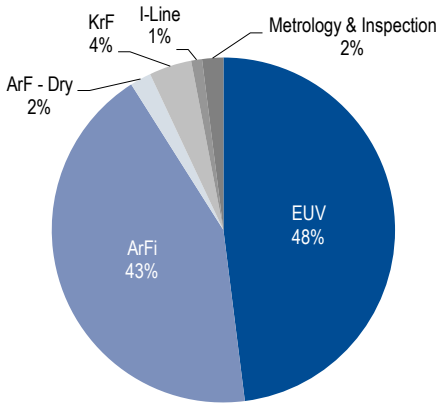
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림23. ASML 분기 실적 추이



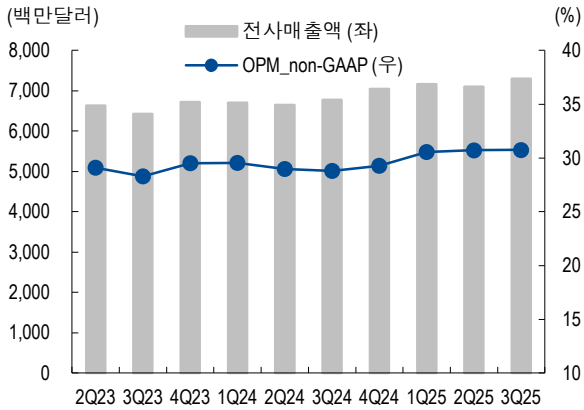
자료: ASML, NH투자증권 리서치본부

그림24. ASML 품목별 매출 비중



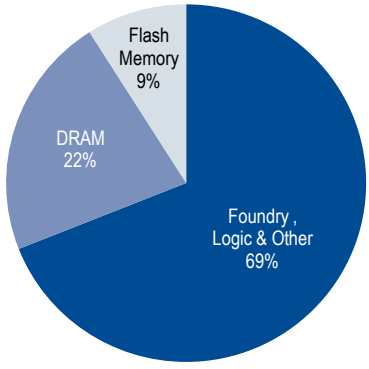
주: FY2Q25 기준. Net Systems 내 매출 비중
자료: ASML, NH투자증권 리서치본부

그림25. Applied Materials 분기 실적 추이



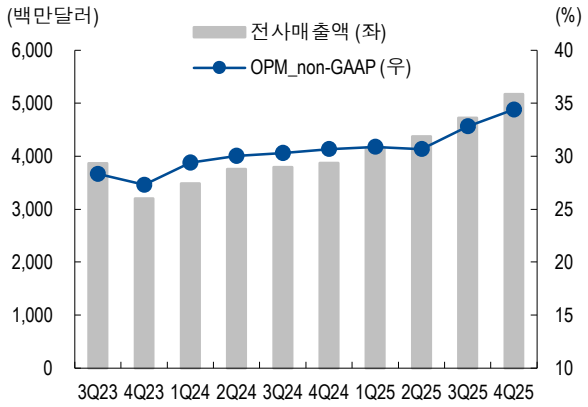
자료: Applied Materials, NH투자증권 리서치본부

그림26. Applied Materials 전방 산업별 매출 비중



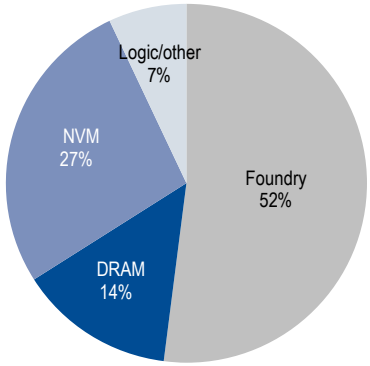
주: FY3Q25 기준. Semiconductor System 내 매출 비중
자료: Applied Materials, NH투자증권 리서치본부

그림27. Lam Research 분기 실적 추이



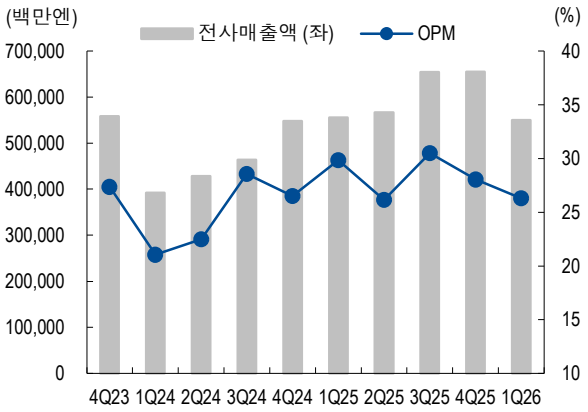
자료: Lam Research, NH투자증권 리서치본부

그림28. Lam Research 전방 산업별 매출 비중



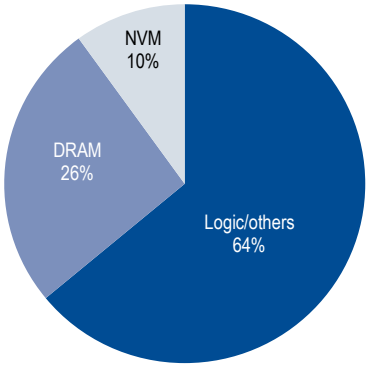
주: FY4Q25 기준. System 내 매출 비중
자료: Lam Research, NH투자증권 리서치본부

그림29. Tokyo Electron 분기 실적 추이



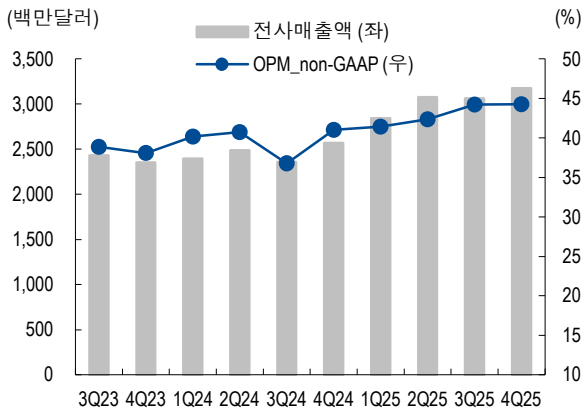
자료: Tokyo Electron, NH투자증권 리서치본부

그림30. Tokyo Electron 전방 산업별 매출 비중



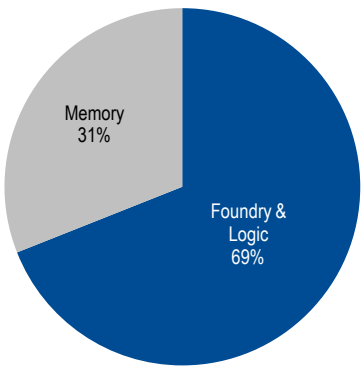
주: FY1Q26 기준. New Equipment 내 매출 비중
자료: Tokyo Electron, NH투자증권 리서치본부

그림31. KLA 분기 실적 추이



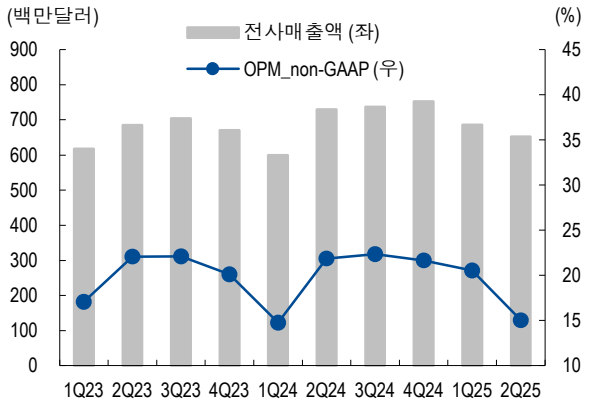
자료: KLA, NH투자증권 리서치본부

그림32. KLA 전방 산업별 매출 비중



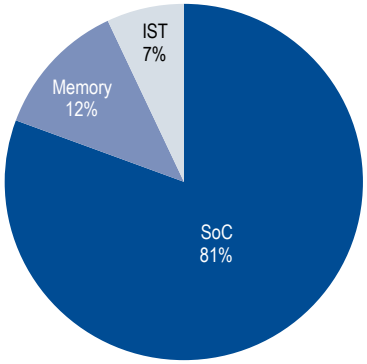
주: FY4Q25 기준. Semiconductor Process Control 내 매출 비중
자료: KLA, NH투자증권 리서치본부

그림33. Teradyne 분기 실적 추이



자료: Teradyne, NH투자증권 리서치본부

그림34. Teradyne 전방 산업별 매출 비중



주: FY2Q25 기준. Semiconductor Test 내 매출 비중
자료: Teradyne, NH투자증권 리서치본부

IV. Smartphone/PC

마무리된 Pull-in 수요

최근 각국의 관세 협상이 마무리되는 가운데 일부 기업들은 증가한 비용을 소비자에게 전가하려는 움직임도 보이고 있다. 기업들은 2024년만해도 미국 스마트폰 수입 물량 중 81%를 중국을 통해 들여왔다. 하지만 트럼프 당선 이후 중국에 대한 위험을 피하기 위해 인도로부터의 수입을 빠르게 늘렸다. 그 결과 현재 인도는 미국 스마트폰 최대 수입국으로 부상하였다. 중국에 대한 리스크를 최소화하기 위한 기업들의 빠른 대처였다. 예상과 달리 인도 관세율이 높은 수준으로 책정되며 시장의 우려는 증가되었다. 하지만 애플은 미국 내 대규모 투자를 약속하며 자사 제품 관세를 면제받는 등 기업들이 관세 정책에 발 빠르게 대응하고 있다.

1분기에 이어 2분기 실적에서도 PC와 스마트폰 모두 가격에 민감한 중저가 제품을 중심으로 선제적인 재고 확보 움직임이 포착되었다. 중저가 제품의 경우 판매자의 수익성이 고가의 제품보다 낮기 때문에 비용 증가에 대한 부담이 크다. 소비자 입장에서도 가격에 민감한 구매층이기 때문에 가격인상은 구매 하락으로 이어질 가능성이 상대적으로 높다.

중저가 라인에 대표적인 미디어텍의 경우 Dimensity 9000 시리즈로 하이엔드 시장을 공략하고 있다. 실제 하이엔드 스마트폰 매출은 전년대비 40% 이상 성장할 것으로 예상하고 있다. 하지만 여전히 매출의 중심인 중저가 제품의 경우 지난 4분기부터 2분기까지 고객사들의 선제적인 재고 확보 노력이 지속되고 있다. 선제적인 재고 확보는 결국 하반기 수요 감소로 이어질 가능성이 높다. 하이엔드에 대표적인 Qualcomm은 지난 분기에 이어 관세 영향에 따른 고객사의 선제적인 재고 축척 활동은 없다 언급하였다. 추가적으로 애플 등이 3분기 플래그십 라인업을 출시하는 만큼 안정적인 실적이 예상된다.

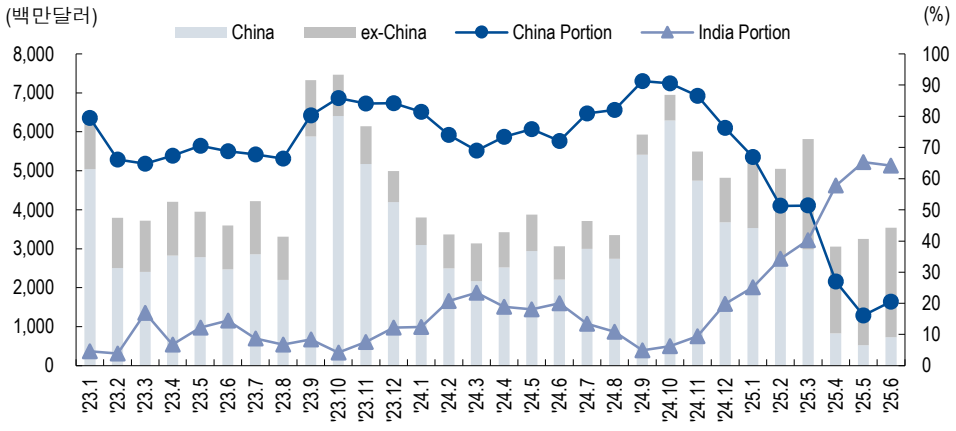
관세 영향에 따른 재고 확보는 하반기 수요에 대한 불확실성을 야기한다. 다만 모든 품목에 대한 선제적인 재고 확보가 이루어지지 않고 있는 만큼 하반기 선제 구매에 따른 영향은 시장 우려보다는 양호할 것으로 예상된다. 스마트폰의 경우 하반기 출시 예정인 iPhone의 디자인 변화는 교체 수요 자극에 일부 긍정적인 효과를 줄 것으로 판단된다.

표5. 글로벌 스마트폰/PC 밸류체인 CY2Q25 매출액 및 CY3Q25 매출액 가이던스 (단위: 백만달러, 십억대만달러, %)

	CY2Q25			CY3Q25F			CY2Q25 주요 Comments
	매출액	YoY	QoQ	매출액	YoY	QoQ	
AMD	7,685	31.7	3.3	8,700	27.6	13.2	- 하이엔드 판매 강세와 점유율 확대에 따라 긍정적인 실적 - 하반기 점유율 확대와 Ryzen 판매 강세로 긍정적 전망
Intel	12,859	0.2	1.5	13,100	-1.4	1.9	- 윈도우10 서비스 종료 교체 수요로 견조한 수요 지속 - 하반기 PC 시장은 통상적인 계절성보다 부진 가능성. 지난 3분기 연속으로 고객사들의 선재고 확보 노력 때문
Qualcomm	10,365	10.3	-5.6	10,700	4.5	3.2	- Pull-in 수요 제한적, 삼성은 점유율 75% 기본 계약 - 데이터센터 사업 매출은 FY2028년부터 반영
MediaTek	150.4	18.1	-1.9	135.1	2.5	-10.2	- 2026년 하반기부터 ASIC사업 매출증가 전망 유지 - Pull-in 수요 일부 확인, 3분기 수요에 부정적 영향
Apple	94,036	9.6	-1.4	101,575	7.0	8.0	- 중국 보조금 정책에 따라 중국 매출 증가에 긍정적 - 일부 관세효과 있었으나 영향은 미미

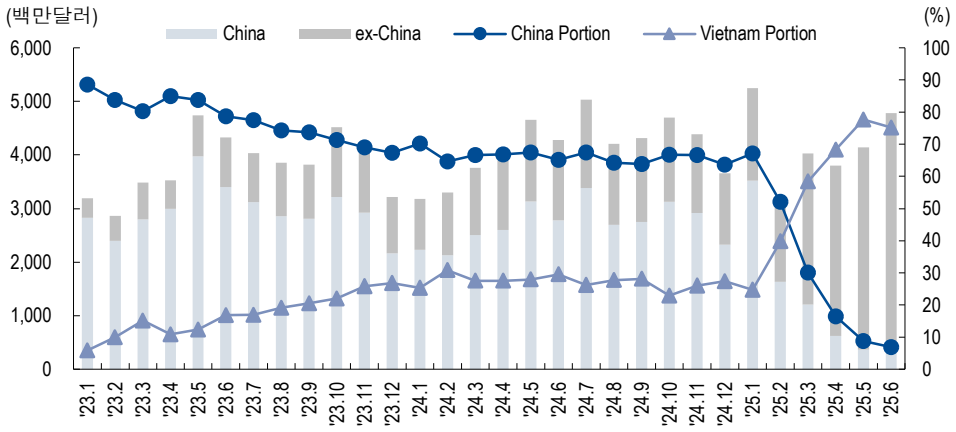
주: MediaTek은 십억대만달러, 이외 백만달러; 매출액 가이던스는 중간값 기준
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

그림35. 미국 월별 스마트폰 수입액 및 국가별 비중



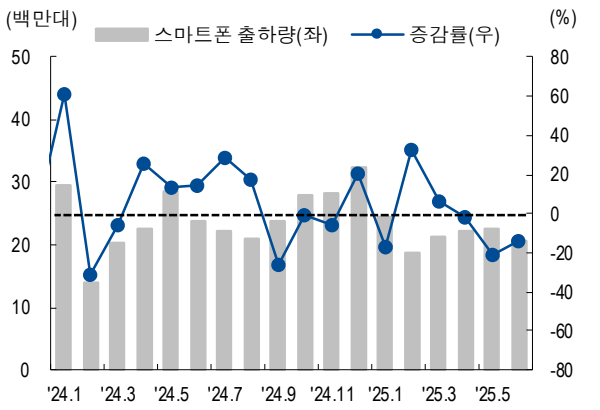
자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

그림36. 미국 월별 노트북/태블릿 수입액 및 국가별 비중



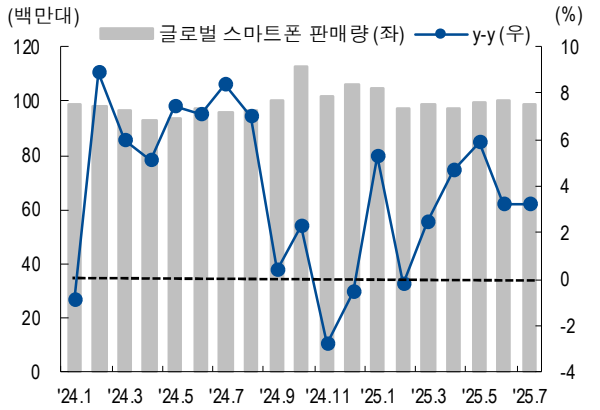
자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

그림37. 중국 스마트폰 월별 출하량



자료: CAICT, NH투자증권 리서치본부

그림38. 글로벌 스마트폰 월별 판매량



자료: Counterpoint, NH투자증권 리서치본부

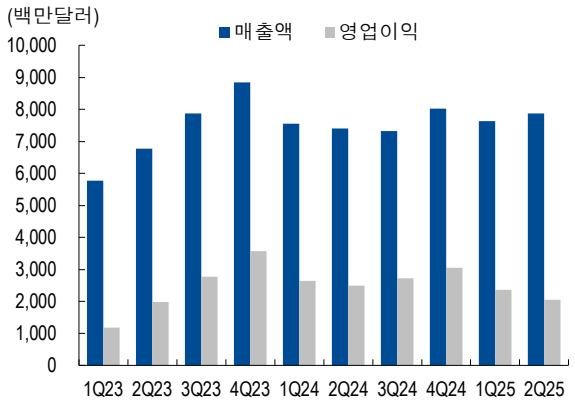
PC, Pull-in 있었으나 Windows10 종료로 인한 교체수요로 영향 상쇄할 것

PC의 경우에도 관세 영향을 피할 수 없다고 판단되나 이번 사이클은 Windows 10 서비스 종료 및 교체주기와 맞물려 있어 B2B PC 교체 수요가 선구매 영향을 소폭 상쇄할 것으로 기대된다. 다만 상반기 예상보다 높은 출하량을 기록한 만큼 하반기 성수기 효과는 과거대비 약세가 예상된다.

인텔은 지난 4분기부터 2분기까지 플래그십 Lunar Lake가 아닌 Raptor Lake 판매가 강세를 보였다. 고객사들이 중저가 제품 위주의 재고를 확보하였기 때문이다. 인텔은 3분기부터는 다시 Lunar Lake의 비중이 확대될 것으로 기대되며 하반기 시장은 통상적인 계절성 보다는 낮을 것으로 전망하고 있다. 중국 내 PC 생산도 6월까지 y-y 성장이후 7월부터는 감소세에 접어 들었다.

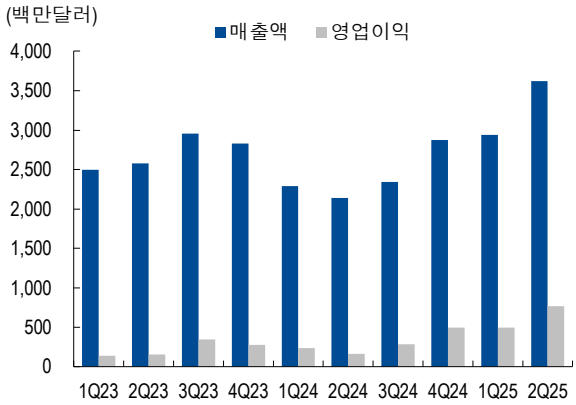
다만 긍정적이었던 상반기 PC 시장이 선제적인 재고 확보 때문만이라 보기는 어렵다. HP의 FY3Q26(CY2Q25) 실적을 살펴보면 PC사업부 매출은 99억달러로 전년대비 6% 증가했는데 소비자용 PC와 기업용 PC 매출이 각각 8%, 5% 증가했다. 예상보다 높은 AI PC 판매와 윈도우 11 교체 수요 강세 때문이다. Dell 또한 하반기 윈도우 교체수요가 지속될 것으로 전망하였다. 하반기 수요에 대한 불확실 성은 존재하나 윈도우 11 교체 수요가 지속되는 만큼 급격한 수요 감소 가능성은 낮다고 판단된다.

그림39. Intel Client 부문 실적 추이



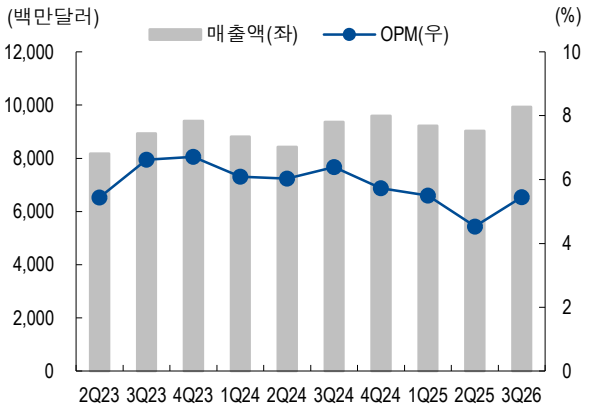
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림40. AMD Client&Gaming 부문 실적 추이



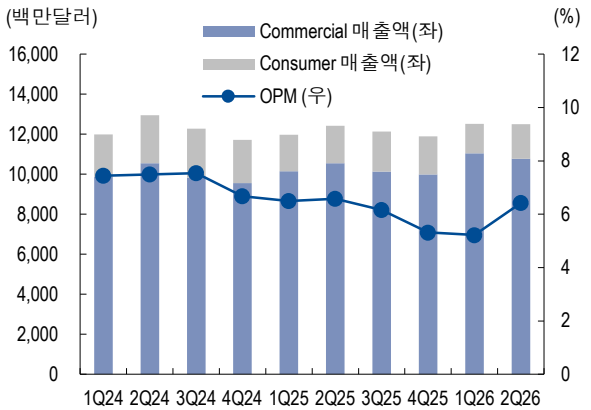
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림41. HPQ PC부문 실적 추이



주: Personal Systems 부문; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림42. Dell PC부문 실적 추이



주: Client Solutions Group 부문; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

V. 견조한 AI, 강력한 일반 서버 수요

수요: 하이퍼스케일러 CapEx 상향
공급: Blackwell 출하 가속, Rubin 순항

2025년 2분기에도 주요 클라우드 서비스 업체들은 여전히 수요 대비 공급이 부족하다 언급하고 있으며 AI 서비스 관련 수요 증가로 견조한 성장세를 이어가고 있다. 빅테크 업체들은 여전히 높은 CapEx를 유지하고 있으면 단기간 내 투자를 줄일 움직임은 없어 보인다. Alphabet은 연간 CapEx를 기존 750억달러에서 850억달러로 상향 조정했으며 Amazon 또한 2분기 CapEx와 하반기 가이던스를 고려한다면 기존 제시한 연간 CapEx보다는 높은 수준의 투자를 집행할 것으로 예상된다. 최근 트럼프와 주요 테크 CEO들의 만찬에서도 각 기업들의 투자를 약속하기도 하였다.

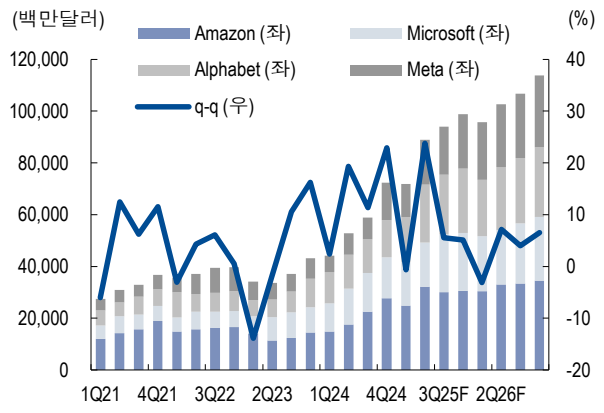
Nvidia의 Blackwell의 경우 주요 OEM 업체들이 공급 증가와 함께 하반기에도 강력한 성장을 예상하고 있다. 최근 실적발표에서 GB300도 문제없이 하반기 본격적인 대량 출하가 시작되었음을 언급하였다. GB300를 기반으로 하기에도 강력한 성장이 이어질 것으로 예상된다. Nvidia는 이번 실적 발표에서 차기 아키텍쳐인 Rubin도 차질없이 진행되고 있음을 확인하였다. 아직 중국에 대한 우려가 해소되지 않았으나 Nvidia의 데이터센터 구축 프로젝트와 각국의 정부 주도형 AI 투자와 중동향 규제 완화와 더불어 Sovereign AI 투자 성장이 이를 상쇄할 것으로 기대된다.

표6. Hyperscalers CY2Q25 CapEx Comments

	주요 Comments
Alphabet	- 2025 연간 가이던스 상향 향상: 750억 달러 → 850억 달러 & 2026년은 추가 확대 전망 - 2Q25 CapEx 지출은 224억 달러로 약 2/3를 서버, 이외는 데이터센터/네트워크에 집행
Amazon	- 연초 가이던스로 1,000억 달러 제시 - 2Q25 CapEx 지출은 314억 달러로 하반기에도 유사한 분기 CapEx 지출 예상
Meta	- 2025 연간 가이던스 하단 향상. 중간값 기준 680억 달러 → 690억 달러
Microsoft	- FY4Q25 CapEx 지출은 242억 달러. FY1Q26은 300억 달러를 상회할 전망 - FY2026 CapEx 증가율은 전년대비 완화될 전망. 상반기가 하반기 대비 더 높은 증가세 보일 것으로 예상

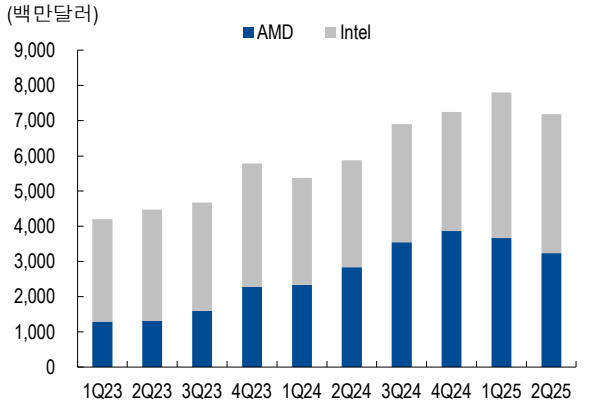
자료: 각 사, NH투자증권 리서치본부

그림43. 주요 클라우드 업체 분기별 CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림44. AMD/Intel 데이터센터 매출 추이



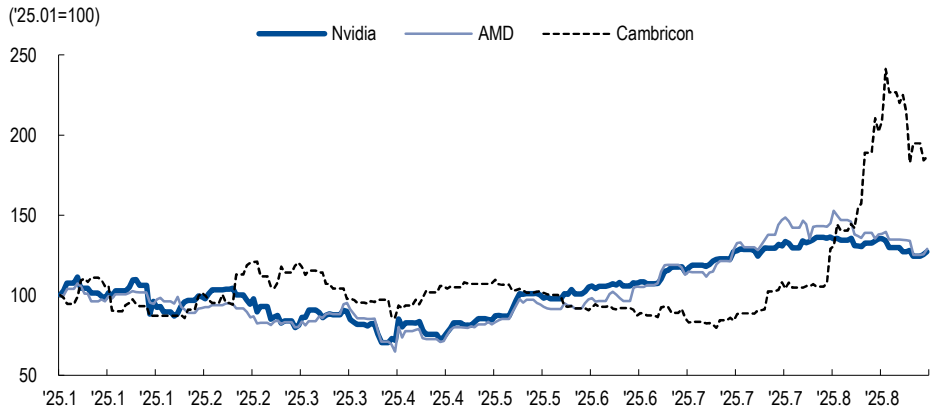
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

AI는 국가 경쟁력

향후 AI투자는 하이퍼스케일러 업체들을 넘어 국가/정부 주도로 확대될 전망이다. AI는 단순한 기술이 아닌 국가 경쟁력과 직결되기에 향후 제재의 불확실성도 높다. AI는 단기 성장에 그치는 산업이 아니며 발전의 초입단계에 있어 중장기 성장성은 무궁무진하다. 다만 단기적으로는 수출 관련 규제를 지켜볼 필요가 있다고 판단한다. 향후 AI투자의 규모는 하이퍼스케일러 뿐 아니라 국가/정부의 투자가 얼마나 빠르게 확대될지에 달려있다. 더불어 **중장기적으로 엔비디아의 자체적인 데이터센터 투자에 주목**해야한다. 자체 데이터센터 투자는 **고객사인 하이퍼스케일러와 경쟁구도를 야기**할 수 있다 판단된다.

현재 미국은 중국을 중심으로 반도체 관련 제재를 확대해 나가고 있다. 수출 금지 이외에도 타 국가에 중국 반도체 사용을 금지하도록 촉구하고 있다. 중국은 이러한 리스크에서 벗어나기 위해 자국의 반도체 활용을 적극 권장하고 중국의 AI 모델들 또한 자국 반도체를 활용할 수 있도록 지원하고 있다. 최근 딥시크가 최신 AI 모델 V3.1을 발표하면서 차세대 국산 칩에 맞춰 최적화하기도 했다. 중국의 이런 노력의 결과로 중국의 대표 AI 반도체 업체인 Cambricon의 상반기 실적은 상장 이후 첫 흑자를 기록하였다. Alibaba 또한 자체 반도체를 중국 내에서 생산할 계획을 가지고 있다. **미국 제재 속에 급격한 격차를 좁히기는 어렵지만 중장기 시장에 대한 우려는 확대**될 것으로 예상된다.

그림45. 주요 AI 반도체 기업 주가 추이 (미국/중국)



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림46. 2025년 Sovereign AI/Nvidia 데이터센터 투자 계획

국가	기업	데이터센터 규모	비고
한국	SK그룹, AWS	100MW	- 울산 미포 국가산업단지에 2027년 11월까지 40MW 규모로 1단계 가동 시작. 2029년 2월까지 103MW 완공할 예정. 약 6만장의 GPU
미국	OpenAI, Oracle, Softbank	1.4GW	- 텍사스에 200MW 규모로 Ph.1(2개 동) 건설 중이며 1H25 가동 예정. 이후 2026년 중순 가동을 목표로 1.2GW 규모의 Ph.2(6개 동) 건설 예정. 도합 8개 동으로 각 동은 GB200 5만개 사용 예정
사우디아라비아	Humain (사우디 국영 투자사)	500MW~6.6GW	- 2026년 Nvidia GPU 18,000개 기반 50MW 규모 건설 계획. 이후 500MW, 1.9GW(2030), 6.6GW(2034)으로 확장할 예정
UAE	G42(UAE 국영 투자사)	200MW~1GW	- 2026년말 200MW 규모로 Ph.1 완공 예정. 이후 1GW로 확장할 계획. Stargate UAE로 OpenAI, Oracle, Softbank 참여
프랑스	MGX(UAE), Bpifrance SACA (프랑스)	1.4GW	- Ph.1은 2028년 가동 예정. MGX는 프랑스 데이터센터에 564억 달러 규모 투자를 계획 중이고 Ph.1은 약 20% 수준에 해당
호주	AWS	-	- 2024년 7월 호주 정부향 데이터센터 건설 협약. 이후 2029년까지 130억 달러 규모로 데이터센터 확장 투자 계획 발표
모코로	Nvidia, Naver	500 MW	- 4분기 1단계 GB200 40MW급 AI 슈퍼컴퓨팅 시작 목표, 인프라를 연내 구축 이후 500MW까지 확대 (재생에너지 기반)
독일	Nvidia, 도이치텔레콤	-	- 초기 단계에 1만 개의 고성능 하드웨어로 구성하고 장기적으로 10만개 규모의 AI 팩토리로 확장 예정. 2027년 가동 목표 - 독일 역사상 최대 규모의 단일 AI 인프라

자료: 언론종합, NH투자증권 리서치본부

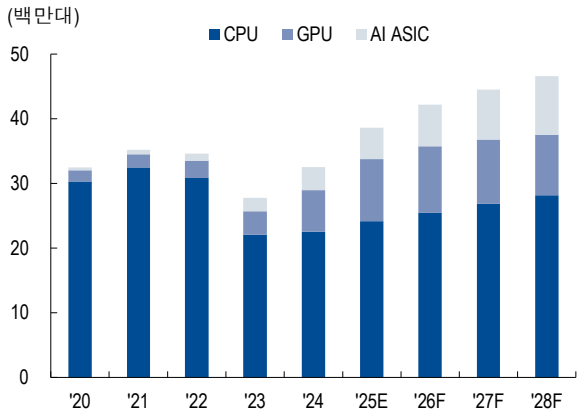
ASIC 시장에서 Google의 약진

하이퍼스케일러 업체들도 ASIC 개발에 집중하고 있다. 오랜 시간 자체 ASIC 개발한 구글의 TPU가 최근 시장에서 주목을 받고 있다. 외부 공급 확대를 노력해 왔던 구글은 최근 소규모 클라우드 업체들과 TPU 사용을 논의하고 있다. TPU가 다른 ASIC과 다른 점은 이미 주요 AI모델에 사용되고 있다는 점과 생태계를 갖추었다는 점이다. 구글은 최근 Gemini를 통해 AI에서 영역을 빠르게 확대하고 있다. 구글은 Gemini와 내부 프로젝트 등에 TPU를 지속적으로 확대해왔기 때문에 타 기업들의 Gemini 사용은 자사의 칩 확대로 연결될 수 있다. 향후 AMD보다 TPU가 Nvidia의 경쟁상대로 부각될 가능성이 높다 판단된다.

견조한 일반 서버 수요

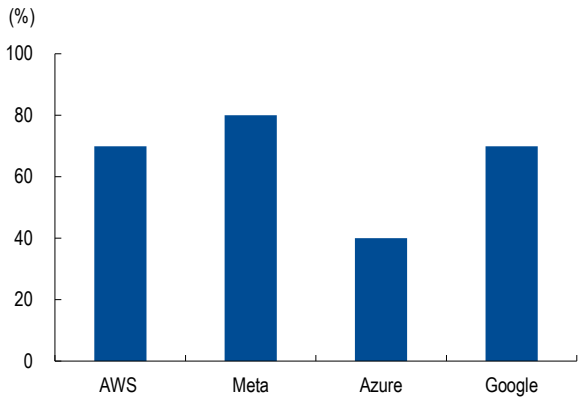
AI서버 이외에도 일반 서버의 수요도 강세를 보이고 있다. 일반수요 강세는 주요 x86업체들의 신제품 효과도 있지만 1) 그동안 연장하였던 내용연수가 한계점에 도달했다는 점, 2) 추론 연산이 확대되며 CPU의 중요도 상승, 3) TCO 개선을 위한 업그레이드 수요 때문이다. 특히 작년부터 투자를 재개한 중국을 중심으로 보수적인 투자를 집행했던 AWS와 Meta가 투자를 확대하며 하반기에도 견조한 수요가 예상된다. 2026년에도 Google의 투자 확대가 예상되며 신규 데이터센터 구축 등의 상황을 미루어 볼 때 일반 서버 시장은 올해와 같은 성장률은 아니지만 성장 추세는 이어갈 것으로 예상된다.

그림47. 데이터센터 프로세서 출하량 추이 및 전망



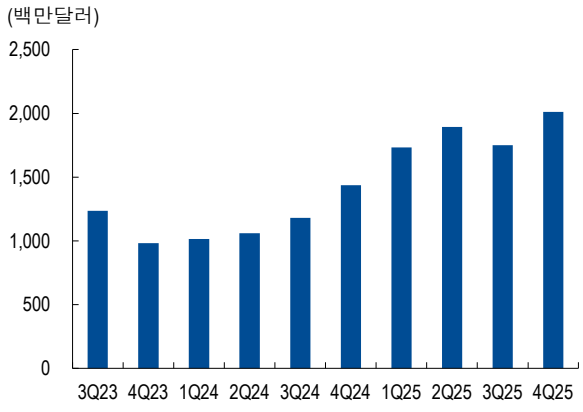
자료: Yole, NH투자증권 리서치본부 전망

그림48. 하이퍼스케일러 DDR5 도입 비중



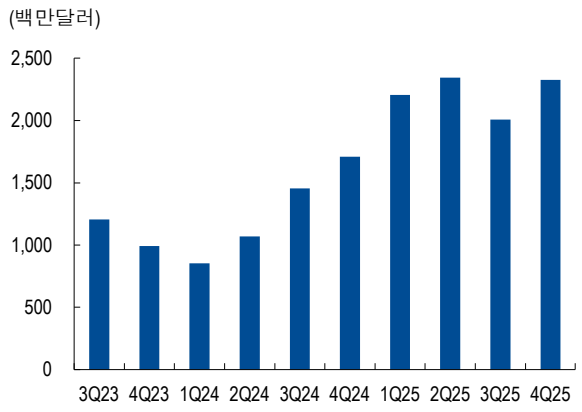
자료: 산업 자료, NH투자증권 리서치본부 추정

그림49. Seagate Mass Capacity 부문 분기 실적 추이



자료: Seagate, NH투자증권 리서치본부

그림50. Western Digital Cloud 부문 분기 실적 추이



자료: Western Digital, NH투자증권 리서치본부

VI. 메모리

제한된 공급 속 가격 상승 지속 전망

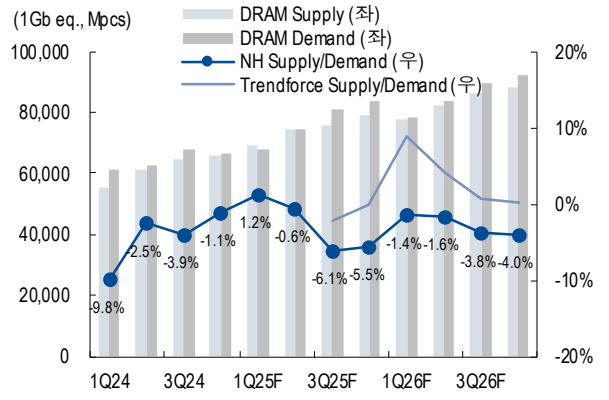
메모리 시장은 관세에 대비한 기업들의 재고 확보 노력과 AI 중심의 수요 강세로 예상보다 빠른 회복을 기록하였다. 메모리 가격은 2분기를 거치며 예상보다 높은 가격 상승세를 보이고 있다. 특히 DRAM의 경우 주요 3사가 DDR4 EOL(생산 종료)을 발표하며 고객사들의 선제적인 재고 확보 노력이 지속되고 있다. 주요 DDR4 공급사였던 CXMT도 공격적으로 DDR5로 생산 라인을 전환하며 공급 부족 현상이 심화되었다. 8월 공급 계약 가격에서는 DDR4가 DDR5를 역전하는 현상도 발생되었다. PC의 경우 윈도우11교체 수요로 강한 수요가 이어지고 있다. 서버의 경우에도 Microsoft가 구형 서버칩 구매를 지속적으로 확대하며 DDR4 가격 상승에 일조하고 있다.

상반기는 중국의 이구환신 효과와 관세 정책에 대비해 기업들이 선제적인 재고를 확보하며 수요 강세가 이어지며 예상보다 빠르게 다운사이클을 벗어났다면 하반기는 선제적인 재고 축척 영향으로 통상적인 계절성보다 낮은 수요가 예상되었다. 하지만 일반 서버 수요 강세와 DDR4 EOL은 강한 가격 상승을 이끌어 내고 있다. 공급사들의 DDR5 재고는 일반 재고수준 보다 낮은 상황이고 일부 DDR5 제품 이슈로 제한적인 공급은 추가적인 가격 상승 모멘텀을 만들어내고 있다. 4분기에도 데이터센터 수요 강세로 시장의 예상과 달리 가격 강세가 이어질 가능성이 높다.

2026년 DRAM 시장은 공급 증가가 제한적이고 다양한 메모리에 대한 요구 증가로 과거와 같은 하락 사이클이 발생하기는 어렵다 판단된다. 오히려 우호적인 환경이 지속될 것으로 예상된다. 관심이 필요한 부분은 DDR4와 CXMT이다. DDR4는 일부 생산연장 이야기가 있으나 과거 DDR3의 상황을 겪어본 만큼 단기적인 EOL 철회 또는 일부 라인 생산 연장을 결정할 것으로 예상된다.

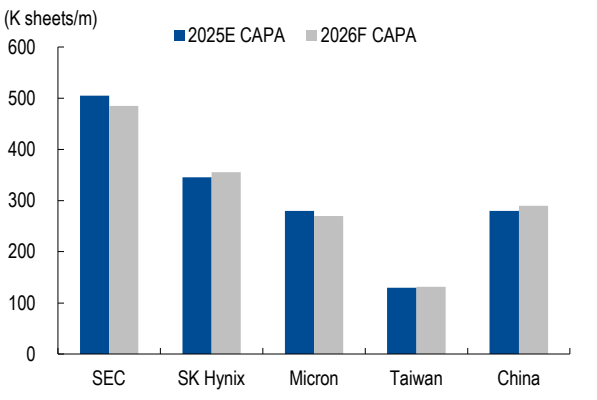
CXMT는 장비 수급 등의 문제로 예상보다 CAPA 증설은 소폭 감소하겠지만 DDR5로의 전환에 힘을 쏟고 있다. 연말까지 절반 정도의 생산능력을 DDR5로 전환할 예정이며 내년 중순이후부터는 DDR4 생산을 중단할 예정이다. 아직 수율과 제품 품질 등에 대해서는 논란이 존재하나 계획대로 전환이 진행된다면 리스크 요인이 될 것으로 판단된다. 최근 중국 AI칩 독립을 위해 CXMT도 HBM 개발에도 박차를 가하고 있다. **아직까지 DDR5, HBM 모두 의미 있는 수율에 도달하지 못한 것으로 파악**된다. 이는 CXMT로 인한 공급 증가 가능성을 낮추는 요소라고 판단된다.

그림51. DRAM 수요공급 전망



주: CXMT 수율 50% 가정
자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부 전망

그림52. HBM 제외 실제 DRAM CAPA 증감률은 없음



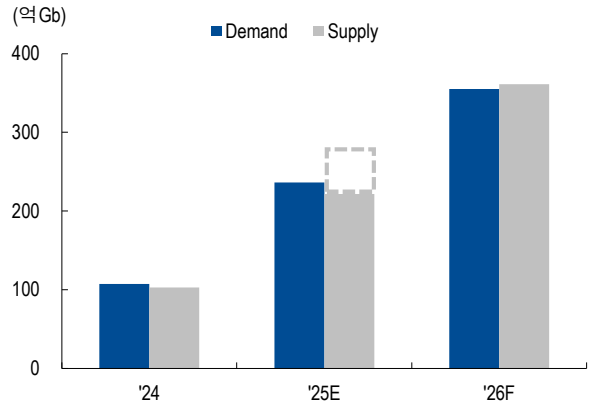
자료: TrendForce, NH투자증권 리서치본부 전망

삼성전자에 달린 HBM 수요/공급

현재 DRAM 시장은 HBM 시장의 개화와 함께 과거와는 다른 사이클을 보여주고 있다. 올해 HBM 시장은 수요 236.1억Gb와 공급 221.6억Gb가 예상된다. 각 사별로 SK하이닉스 131억Gb, Micron 40억Gb, 삼성전자 50억Gb 공급을 전망한다. 올해 삼성전자의 진입이 가시화되었다면 공급이 예상을 뛰어넘을 것이었으나 현재 시점을 고려한다면 올해 의미 있는 공급을 기대하기는 어렵다 판단된다. 삼성전자는 현재 주요 공급사로부터 HBM3E의 인증 절차가 진행중이다. 인증 결과는 빠르면 3분기 말에서 4분기 초 확인될 것으로 예상된다.

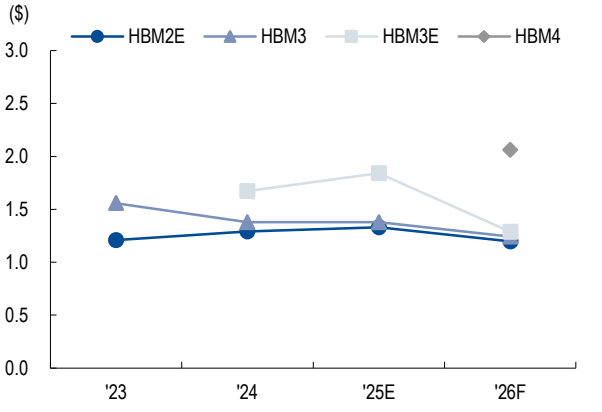
HBM4의 경우 SK하이닉스, Micron, 삼성전자 순서대로 인증 절차가 시작되었기 때문에 여전히 SK하이닉스가 우위를 차지할 것으로 판단된다. 2026년 HBM 시장 점유율은 용량 기준 SK하이닉스 52%, 삼성전자 29%, Micron 19%를 기록할 것으로 예상된다. 삼성전자는 y-y 매출액/출하량 모두 3사 중 가장 높은 성장률을 기록하며 약진이 예상된다. 최근 Nvidia의 전송속도와 같은 추가 요청으로 인증 시기가 지연되고 있으나 Rubin의 출시 시기를 고려한다면 4분기 내 공급계약은 어느 정도 확정될 것으로 예상된다.

그림53. HBM 수요 공급



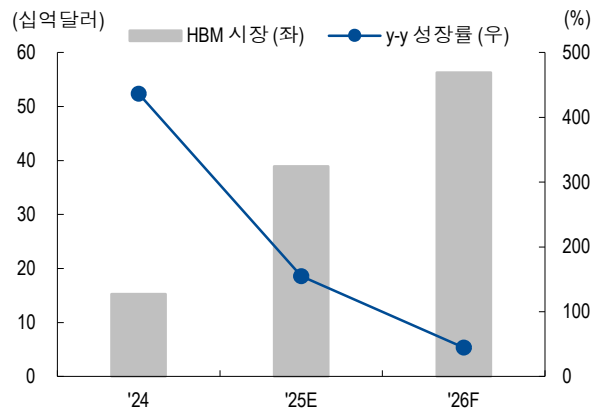
주: '25E 점선은 삼성전자의 주요 고객사향 HBM3E 진입을 가정했을 경우 공급량
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림54. HBM 가격 추이 및 전망



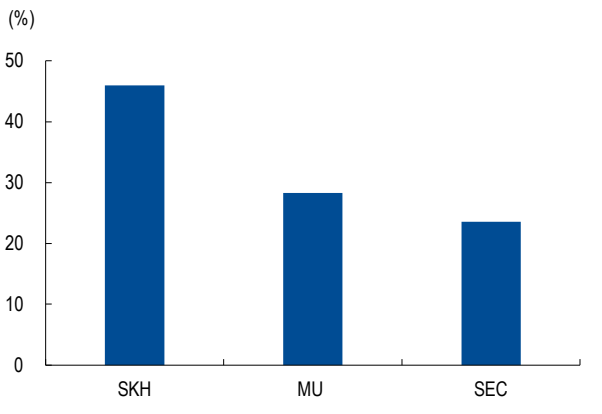
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림55. HBM 시장 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림56. 2026년 HBM 출하 중 HBM4 비중



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

2026년 HBM 공급부족 완화 예상

2026년 HBM시장은 1)삼성전자의 공격적인 노력에 따른 Nvidia 진입 가능성, 2) Nvidia 신규 칩의 HBM 탑재 용량 유지를 고려한다면 공급부족 현상은 완화될 것으로 예상된다. Nvidia를 제외한 업체들의 수요도 의미 있게 성장하나 삼성전자의 진입을 가정한다면 수요 대비 공급 증가율이 더 높을 것으로 예상된다.

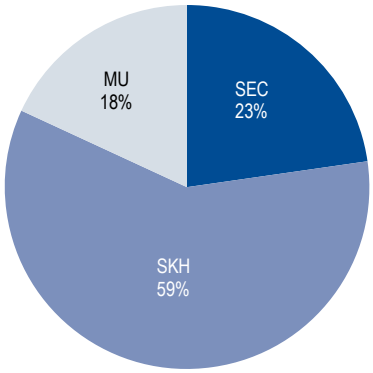
전제조건은 삼성전자 마이크론의 수율 개선

2026년 HBM 시장은 수요 354.7억Gb와 공급 361.1억Gb로 공급과잉률은 +3.3%가 예상된다. 각 사별로는 SK하이닉스 187억Gb, Micron 70억Gb, 삼성전자 104억Gb를 공급할 것으로 전망된다. 다만 현재 가정은 삼성전자와 Micron 수율이 개선된다는 전제로 추정하였다. **최근 요구 전송속도나 공정 난이도의 증가로 시장이 예상하지 못하는 공급 제약이 발생할 수도 있다. 특히 신규 CAPA 증가가 없는 Micron의 계획 변경 가능성이 증가하고 있다.** 삼성전자의 경우도 실제 샘플 출하는 최근 이루어진 만큼 상황을 지켜볼 필요가 있다 판단된다.

2026년 HBM 시장도 HBM3E가 여전히 중심이 될 것으로 예상된다. HBM 가격은 시장에서 예상하고 있는 부정적인 시나리오인 HBM3E 전년대비 30% 하락, HBM4는 60%의 프리미엄을 가정했다. 이를 선두 업체인 SK하이닉스에 적용한다면 60% 이상의 수익성을 기록한 HBM은 2026년 약 50% 수준으로 하락할 것으로 예상된다. HBM3E 가격 하락과 비용 상승으로 수익성 감소는 피할 수 없으나 절대적인 이익 규모는 유지 가능하다 판단된다.

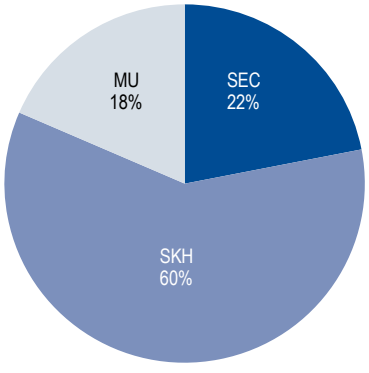
2026년 HBM 시장은 공급자보다 수요자가 우위에 있는 시장이 형성되고 있다. 다만 HBM 탑재량이 2배로 증가하는 Nvidia의 R300이 2027년 하반기 출시 예정이고 ASIC 시장도 빠르게 증가하고 있다. **2027년은 다시 공급자 우위의 시장으로 기울어질 가능성**이 높은 만큼 공급 과잉 이슈는 내년 상반기를 지나며 점차 감소할 것으로 예상된다.

그림57. 용량 기준 HBM 점유율 (2025E)



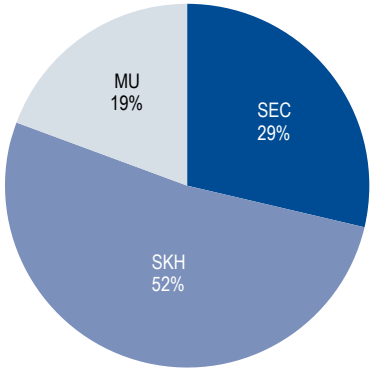
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림58. 매출액 기준 HBM 점유율 (2025E)



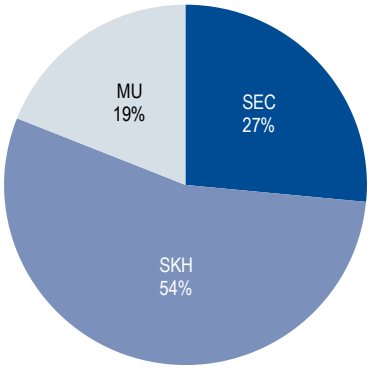
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림59. 용량 기준 HBM 점유율 (2026F)



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림60. 매출액 기준 HBM 점유율 (2026F)



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

AI와 HBM은 영원할까?

최근 데이터 증가와 AI의 연산의 증가로 메모리 중심의 컴퓨팅에 대한 관심이 높아지고 있다. 과거에 CPU는 대부분 단일 기기 내부의 데이터를 처리했고 다른 기기/서버의 데이터에 접근하는 경우는 제한적이었다. 하지만 AI연산은 방대한 양의 데이터를 수많은 프로세서가 동시에 처리하는 병렬 연산이 기본이다. 서로 다른 기기들의 연결성과 데이터 공유는 필수가 되어가고 있다. 하지만 이로 인해 전체 시스템의 병목현상이 심해져 성능이 저하될 수 있다. 그래서 부각된 것이 HBM이다. HBM은 이제 Nvidia와 함께 AI 시대에서 빠질 수 없는 요소이다.

일론 머스크, HBM이 무조건 최고의 선택은 아니다

9월 15일 일론 머스크는 X를 통해 삼성이 텍사스 Fab에서 AI6를 생산한다고 밝히며 HBM을 사용할지 여부에 대해 정해지지 않았다 밝혔다.

이어 *"전체 매개변수대비 자주 사용되는 매개변수의 비율이 증가할수록 유효 컴퓨팅 단위당 비용과 와트당 컴퓨팅 효율 측면에서 기존 DRAM이 HBM보다 유리할 수 있다. HBM 대신 일반 메모리를 사용하면 보드에 더 많은 메모리를 장착할 수 있고 가격도 저렴하다. HBM이 여전히 올바른 선택일 수 있는 있지만 HBM이 무조건 최고의 옵션은 아닐 수 있다"*고 언급하였다.

중장기적으로 HBM + 메모리 풀링 시스템의 시대 개화

이는 기존 AI는 HBM이라는 공식에 대한 의구심을 가지게 할 수 있다. 기본적으로 HBM은 제조가 어려우며 가격도 큰 프리미엄을 받는다. 낮은 수율로 인해 공급도 불안정하다. 높아지는 HBM용량은 기업들에게 부담이 될 수밖에 없다. 하지만 **일론 머스크의 발언은 HBM의 중요성에 대한 희석이 아닌 향후 다양한 방향에서의 메모리 시장의 발전 방향성을 의미**한다 판단된다.

그동안 프로세서의 병목은 메모리였지만 이제 인터커넥트 기술의 발전으로 새로운 방향성을 제시할 수 있다 판단된다. 중장기적으로 **메모리 시장은 HBM과 연결의 핵심인 CXL과 같은 메모리 풀링 시스템이 병합되는 시스템으로 발전**되어 나갈 것으로 예상된다. 결론적으로 **메모리 업체들의 중요성은 더욱 증가될 것이고 인터커넥트 IP/기술을 갖춘 업체들에 대한 관심도 증가될 것으로 예상**된다.

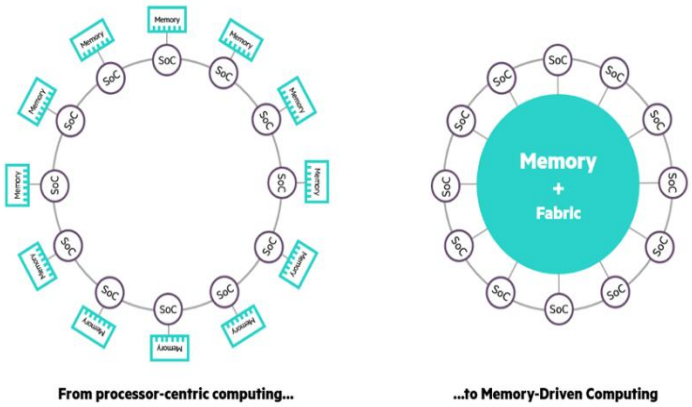
메모리가 컴퓨팅의 중심이 되고 있다

2017년 HPE는 빅데이터 시대를 맞아 The Machine Research Project를 통해 메모리 중심의 컴퓨팅을 제안하였다. 메모리 중심 컴퓨팅은 서버 전체의 메모리를 통합하는 '공유 메모리 풀' 이라는 것을 만든다. 그리고 각 서버의 CPU가 서버 내부의 메모리가 아닌 메모리 풀의 데이터에 접속하는 방식으로 설계를 바꾸고, CPU 서버와 메모리 풀은 이더넷보다 빠른 전용 인터페이스를 새로 개발해 연결한다. 이 경우, CPU의 메모리 풀 데이터에 접근하는 속도가 기존의 내부 메모리 버스를 통할 때보다는 느리지만, 이더넷을 통할 때보다는 훨씬 빨라진다. 즉 병렬처리가 많이 필요한 연산에서는 기존 데이터센터의 설계 구조보다 유리해진다. 최근 발전되고 있는 인터커넥트 기술은 메모리 중심의 컴퓨팅 구조에 한발짝 더 다가갈 수 있게 해주고 있다.

메모리 중심 컴퓨팅에서 DRAM의 수요는 더욱 늘어난다. 이유는 서버 1대에 탑재할 수 있는 DRAM의 상한 폭이 크게 올라가기 때문이다. 기존 DDR4, DDR5 등 메모리 모듈은 CPU 1개에 최대 16~24개 모듈만 사용할 수 있다. 단일 프로세서에 대량으로 메모리가 탑재되기 어려운 이유는 각각의 CPU가 컨트롤할 수 있는 DRAM의 양이 제한적이기 때문이다. 메모리를 많이 탑재해봐야 프로세서의 능력 한계로 효용성이 떨어진다. 처리해야 될 데이터의 양이 많아서 메모리를 더 늘리려면 서버 여러 대로 나눠서 탑재하는 방법을 쓴다. 이 경우 CPU와 메모리가 서로 떨어지기 때문에 병목현상이 증가하게 된다. 즉 CPU와 메모리의 근본적인 설계 문제로 메모리를 늘려도 전체 데이터센터 성능이 크게 늘어날 수 없는 구조다.

메모리 중심 컴퓨팅에서는 서버 1대에 장착할 수 있는 메모리의 양이 크게 늘어난다. 메모리의 양이 크게 늘어도 복수의 프로세서들이 메모리 풀에 접속해 데이터를 처리하기 때문에 효율성이 좋다. 즉 메모리를 늘리면 늘릴수록 처리 성능이 올라가게 된다. 메모리 중심 컴퓨팅이 구현되면 지금까지 우리가 경험한 DRAM 수요는 빙산의 일각이 될 것이다.

그림61. 메모리 중심 컴퓨팅의 개념도



자료: HPE, NH투자증권 리서치본부

인텔 주도 하 출범한 인터페이스의 통합 컨소시엄 CXL

대표적인 메모리 중심의 컴퓨팅은 CXL이다. 메모리 중심의 컴퓨팅을 구현하기 위해서는 소프트웨어적인 부분도 중요하지만 메모리와 프로세서들을 연결하는 인터페이스의 개발과 통합이 중요하다. 실리콘 포토닉스를 이용해 새로운 인터페이스를 개발했던 Gen-Z 컨소시엄과 IBM의 Open CAPI 등이 인터페이스 표준을 정립하기 위해 노력하였다. 결국 2019년 인텔 주도 하에 알리바바, 삼성, 구글, HPE, 마이크로소프트 등이 협력하여 개방형 인터커넥터 기술 개발을 위한 CXL 컨소시엄을 출범하게 되었다.

CXL은 고성능 컴퓨팅 시스템에서 메모리 통합과 CPU와 함께 사용되는 이기종 플랫폼을 효율적으로 이용하기 위해 제안된 인터페이스이다. 과거 대부분의 연산은 단일 프로세서를 사용하였다. 하지만 최근 프로세서 발전의 한계와 데이터 증가에 따른 AI 가속기의 필요성 등이 더해지면서 1개 이상의 프로세서를 사용하는 이기종 플랫폼이 대중화되기 시작하였다.

CXL은 고성능 컴퓨팅 시스템에서 CPU와 함께 사용되는 가속기, 메모리, 저장장치 등을 보다 효율적으로 활용하기 위한 인터페이스이다. 최근 AI로 인해 사용량이 증가한 GPU를 포함한 FPGA, SoC 등이 CXL을 통해 CPU와 직접 통신하고 메모리를 공유할 수 있다. 쉽게 말해 CXL을 활용하면 단일 프로세서의 할당된 메모리만 쓸 수 있었던 과거와 달리 서로의 메모리를 공유할 수 있는 것이다. CXL의 장점으로 1) 접근성 확장과 함께 데이터 이동의 효율성 증가, 2) 효과적인 자원 공유, 3) 저지연, 4) 메모리의 확장성 등을 꼽을 수 있다.

표7. CXL 규격

	CXL 1.0	CXL 2.0	CXL 3.0
Physical Layer	PCIe 4.0	PCIe 5.0	PCIe 6.0
Transfer Rate	16GT/s	32 GT/s	64GT/s
Flow Control unit length	64	64	64/256
Persistent Memory support	No	Yes	Yes
Memory pooling	No	Yes	Yes
Memory Sharing	No	No	Yes
Switching Levels	0	1	Fabric
Type 1 & 2 devices per root port	1	1	16
Type 3 devices (memory entities)	1	16	4095
Authentication	No	Yes	Yes
Encryption	No	Yes	Yes
Connectivity Level	Node	Rack	Rack

자료: CXL, NH투자증권 리서치본부

메모리 중심의 연산은 메모리 업체와 고객사 모두 비용절감에 유리하다. 메모리 반도체의 경우 공정이 10nm대에 접어들면서 미세화 공정 난도 및 생산 비용 증가에 대한 부담이 늘고 있다. 최근 High-NA EUV까지 도입 하려하고 있어 설비투자 부담도 늘어나고 있는 상황에서 빅데이터 연산이 늘어나며 고용량, 고성능의 메모리 수요도 빠르게 확대되고 있다. 현재 HBM이 중심이 되고 있으나 수율과 CAPA 손실에 대한 리스크가 존재한다. 가격/공급 측면을 고려한다면 CXL은 미세공정 없이 기존 메모리를 활용하여 용량과 속도를 획기적으로 늘릴 수 있는 효율적인 전략이라 판단된다.

CXL 적용시 메모리 규격, 용량, 성능의 제한에서 상대적으로 자유로움

기업 입장에서는 CXL을 적용한다면 기존의 한정되어 있던 메모리 규격에서 벗어나 종류나 용량, 성능 관계없이 어떤 메모리도 탑재할 수 있게 된다. CPU에서 CXL을 지원한다면 다양한 종류의 메모리도 CXL 메모리에 탑재해 활용이 가능한 것이다. 데이터센터 입장에서도 CXL 도입을 긍정적으로 고려해볼 필요가 있다. 과거에는 CPU에 맞는 DRAM만을 사용하여야 하였기 때문에 성능 개선을 위해서는 서버 자체의 교체를 검토해야 했다. 하지만 CXL 도입으로 서버 교체 없이도 메모리 용량을 쉽게 업그레이드할 수 있다. 이는 TCO 감소와 성능 개선을 동시에 누릴 수 있는 것이다. 메모리 용량을 현재 대비 최대 8~10배까지 늘리는 것도 가능하다

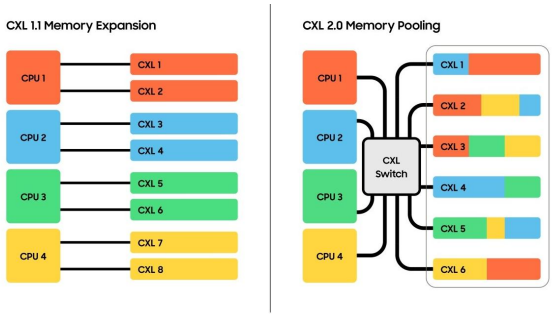
아직 시간이 필요하나 다양한 메모리에 관한 시각도 필요

CXL의 도입은 단순한 메모리 용량의 확대 뿐 아니라 메모리 설계 구조, 메모리 종류, 컨트롤러 사양 적용에 대한 완전한 자유도를 줄 수 있다. 메모리와 컨트롤러에 차별화된 기능을 추가해 경쟁력을 확보할 수도 있다. 예를 들어 PIM 기능을 탑재하여 메모리의 연산력을 높이거나 Smart NIC과 DPU 기능을 추가하여 데이터 핸들링 기능을 강화하는 등 다양한 방법으로 사업의 확장이 가능하다.

메모리, 인터커넥트 기술/IP 업체들에 대한 관심 필요

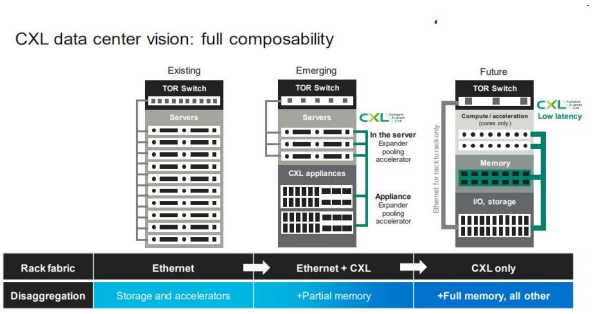
하지만 시장의 기대보다 아직 CXL 같은 메모리 풀링 시스템의 발전 속도는 더딘 상태이다. 단순한 하드웨어뿐 아니라 소프트웨어부터 서버 구조까지 다양한 부분을 고려해야 하기 때문이다. **결국 HBM의 중요성은 단기간 내 무너지지 않을 것**이다. 다만 지속적으로 늘어나는 AI 투자 금액과 추론/엣지 시장의 폭발적인 성장과 같은 상황을 고려한다면 기업들은 새로운 옵션을 고민할 수밖에 없다 판단된다. 메모리 업체들뿐 아니라 **인터커넥트 기술/IP를 갖춘 업체들에 대한 중요도 또한 높아질 것이다.**

그림62. CXL 2.0부터 적용가능한 메모리풀링



자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

그림63. CXL 적용 데이터센터 변화



자료: The Next Platform, NH투자증권 리서치본부

고용량 스토리지 수요 강세

NAND는 대부분의 기업들이 공정전환에 집중하고 있는 만큼 자연적인 공급 감소와 선구매 효과에 힘입어 DRAM과 같이 2분기를 바닥으로 반등을 시작했다. 선출하 효과 및 가격 인상에 따른 소비자들의 구매 감소 영향으로 하반기 단품들은 계절성보다 부진할 것으로 예상된다. 하지만 **데이터센터를 중심으로 성장세를 유지**할 것으로 예상된다. 현재 NAND 시장을 이끌고 있는 것은 AI와 일반 데이터센터이다. **DRAM에서 HBM이 있다면 NAND는 고용량 스토리지에 대한 수요 강세를 확인**할 수 있다.

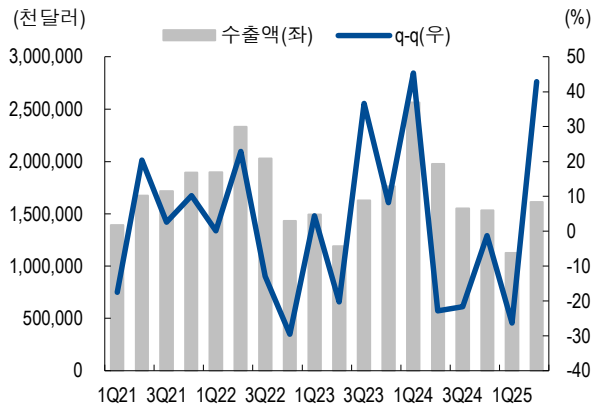
DRAM 대비 아직 초기 단계이지만 AI에서도 데이터 저장의 중요성이 확대되고 있다. 최근 실적을 발표한 HDD 업체들은 비디오 기반 애플리케이션의 증가와 Agentic AI가 새로운 데이터 성장 시대를 열고 있다 언급하였다. **Western Digital의 경우 향후 1년 동안 5개 주요 하이퍼스케일러 고객사들과 확정구매 또는 장기 계약을 체결했다고 밝히며 수요 가시성을 확인**시켜 주었다. HDD업체들의 경우 일부 CAPA를 신제품 개발/생산에 할당하고 있는 만큼 당분간 공급 부족 현상이 지속될 것으로 예상되며 Western Digital과 Seagate 모두 수혜가 가능하다 판단된다. 다만 밸류에이션상 Western Digital의 매력도가 더 높다 판단된다.

NAND 시장도 우호적인 상황

Kioxia는 2025년부터 2029년까지 NAND 시장이 연평균 20%의 성장률을 기록하며 중요한 동력은 AI 분야가 될 것이라고 강조했다. 그리고 2029년까지 NAND 수요의 약 절반이 AI 관련 수요가 될 것으로 전망하였다. 최근 추론시장의 발전과 함께 니어라인 SSD의 수요 증가는 Kioxia의 주장을 뒷받침하고 있다 판단된다.

최근 수요강세를 반영하여 Sandisk/Western Digital 모두 모든 제품에 대해서 가격인상을 고객사들에게 통보하였다. AI수요 이외에도 데이터센터의 제한적인 공간과 수냉식 서버렉의 도입 등을 고려 SSD 구조의 서버랙 수요도 빠르게 증가하고 있다. 결론적으로 DRAM과 같이 **NAND 시장 역시 제한적인 공급 속에서 데이터센터 수요 강세로 견조한 성장이 예상**된다.

그림64. NAND 분기별 수출액 추이



자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

그림65. Sandisk 가격인상 공문

Sandisk Corporation
951 Sandisk Drive
Milpitas, California 95035-7933

SANDISK

September 4, 2025

Dear Valued Partner,

We are seeing strong demand for our flash products, driven by AI applications as well as increasing storage needs across data center, client, and mobile segments. To ensure our ability to deliver high-performance flash solutions and support continued investment in innovation, we are implementing a price adjustment across our flash portfolio.

Effective immediately, prices will increase in excess of 10% on all products for channel and consumer customers. These adjustments apply only to new quotes and orders, and not to existing commitments. We will continue to conduct regular pricing reviews, and additional adjustments may follow in the coming quarters.

As a reminder, our ability to respond to unplanned demand and orders is limited. Please ensure any changes to your orders are communicated as early as possible. Anticipate extended lead times for any unplanned demand.

Sandisk remains dedicated to providing one of the broadest selections of flash storage products. If you have questions about these changes, please contact your Sandisk representative.

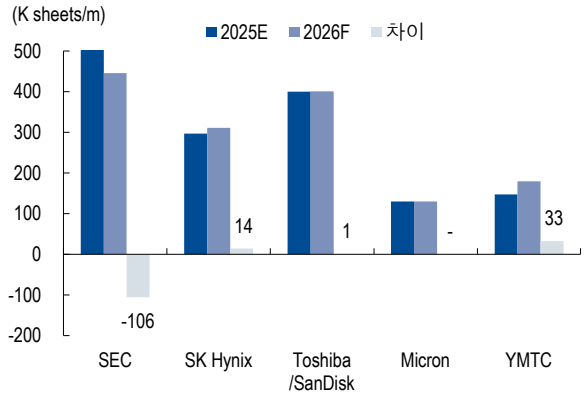
Thank you for your business and your continued partnership.

Sincerely,

Jim Elliott
EVP & Chief Revenue Officer

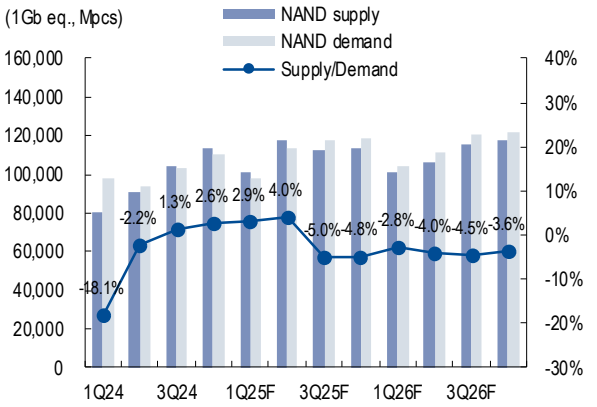
자료: Sandisk, NH투자증권 리서치본부

그림66. NAND CAPA 전망



자료: Trendforce, NH투자증권 리서치본부 전망

그림67. NAND 수요공급



자료: Trendforce, NH투자증권 리서치본부 전망

VII. 투자전략

아날로그/자동차: 개선속도 제한적 전력반도체관련 공급망 관심 필요

주요 아날로그 및 자동차 반도체 기업들의 실적은 전반적으로 회복세가 지속되고 있다. 다만 매크로 불확실성과 지역 간 편차로 기존 예상보다는 더딘 수준이다. 아날로그 시장의 회복속도는 Industrial이 핵심이다. 기업들은 금리 부담과 관세 영향으로 일부 투자를 미루고 있으며 최근 노동시장의 악화 또한 산업 전반에 대한 투자 축소로 연결될 수 있는 만큼 아직 보수적인 관점이다. 자동차의 경우 유통재고 및 Tier 1 고객사들의 재고가 정상화되었으나 여전히 수요에 대한 불확실성이 상존하기 때문에 회복 속도는 시장 기대에 미치지 못할 것으로 판단된다. **다만 전력/자동화기기에 강점을 갖춘 Analog Devices와 전력반도체 관련 서플라이 체인들에 대한 관심은 필요**하다.

글로벌 장비: 중국 불확실성 증가/ 테스트 장비 필요성 확대

글로벌 반도체 장비 시장은 AI 시장의 발전과 함께 GAA와 같은 첨단 공정과 HBM 관련 투자 강세로 긍정적인 실적을 기록하고 있는 반면, 전통적인 시장의 수요는 여전히 부진한 만큼 보수적인 투자기조가 유지되고 있다. 최근 시장 성장 동력으로 자리 잡았던 중국 시장은 선제 구매 효과와 규제에 대한 불확실성이 증가하며 하반기 시장의 우려가 증가하고 있다. 2026년 시장 전망에 대한 의견도 엇갈리고 있으나 **1)인텔의 회복과 함께 미국 투자 증가 2)메모리 시장 성장 지속이 확인된다면 시장 전망이 상향 조정**될 수 있다 판단된다.

전방산업의 성장 여부와 관계없이 공정 난이도/스텝 증가에 따라 공정제어/검사장비에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 판단된다. **HBM의 경우 경쟁심화와 가격인하로 수율의 중요성이 강조되며 테스트 장비 수요 증가**가 예상된다. **대표 업체인 KLA 수혜가 예상되며 HBM4 관련 신규 장비 테스트 중인 Teradyne에 대한 관심이 필요하다.**

국내 장비: 신규라인 투자 확대 2026년 전공정 장비 실적 개선 기대

국내 장비사들의 경우 삼성전자와 SK하이닉스 전환 투자가 지속되며 긍정적인 실적 흐름을 이어가고 있으며 2026년 신규라인 투자에 대한 모멘텀은 여전히 유효하다 판단된다. 전공정 업체들이 수혜가 예상되며 **커버리지 종목 중에서는 원익IPS를 선호**한다. 최근 동사의 주가는 저점에서 빠른 속도로 상승한 만큼 단기 피로가 누적되어 있는 것이 사실이다. 다만 2026년 이후의 성장도 기대할 수 있는 만큼 조정은 매수 기회라 판단된다.

메모리: 예상보다 강한 수요와 제한적인 공급. 2026년도 견조한 성장세 기대

메모리 시장은 상반기 중국의 이구환신 효과와 관세 정책에 대비해 기업들이 선제적인 재고를 확보하며 수요 강세가 이어지며 예상보다 빠르게 다운사이클을 벗어났다면 하반기는 선제적인 재고 축척 영향으로 통상적인 계절성보다 조금 낮은 수요가 예상된다. 다만 최근 1)DDR4 EOL 영향에 따른 재고 확보, 2)견조한 PC 교체 수요, 3)일반 서버 수요로 기대보다는 긍정적인 상황을 확인하고 있다. 공급 측면에서는 낮은 DDR5 재고와 일부 DDR5 제품 이슈로 제한적인 공급이 이루어지고 있다. 결론적으로 3분기 높은 가격 상승이 예상되며 최근 공급 사황을 고려하면 4분기에도 가격강세가 이어질 것으로 판단된다.

2026년 메모리 시장 자체는 제한적인 공급 증가 속에서 견조한 성장이 유지될 것으로 예상된다. **메모리 업종에 대한 비중확대 의견을 유지**한다. **전반적인 메모리 산업의 환경 개선으로 삼성전자와 SK하이닉스 모두 수혜를 받을 수 있다 판단된다. 다만 선호도는 순수 메모리 비중이 높은 SK하이닉스를 더 선호**한다. HBM 공급 협상에 대한 불확실성이 남아있으나 기술 리더십은 단기적으로 변하기 어려운 만큼 당분간 SK하이닉스의 경쟁우위가 지속될 것으로 예상된다.

표8. 글로벌 반도체 주가 업데이트 (아시아 250915, 미주 250912 종가 기준) (단위: 백만달러, 달러, 배)

Sector		Mkt Cap (mn USD)	Price							P/E		P/B		ROE	
			YTD	1D	5D	1M	3M	6M	12M	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Consumer	Apple	3,473,690	-6.5	1.8	-2.3	1.1	19.1	9.6	5.2	31.2	28.5	52.4	42.2	170.2	150.5
	Sony	178,808	27.2	0.7	4.7	-0.1	14.8	21.8	63.5	23.1	23.7	3.0	2.8	13.2	13.2
	Xiaomi	188,091	62.9	1.9	2.6	6.3	8.2	4.4	192.4	31.4	24.1	5.6	4.4	19.1	19.2
	Skyworth	1,134	47.0	7.4	2.0	40.4	42.1	73.9	77.9	-	-	-	-	-	-
	TCL	3,222	61.6	-1.2	-4.6	5.1	7.4	36.8	108.2	10.9	9.0	1.3	1.2	12.4	13.6
	Hisense	3,884	6.3	-2.0	-2.5	0.4	-5.3	-6.6	36.0	10.8	9.6	1.3	1.2	12.4	12.8
	Nintendo	125,455	53.7	0.6	7.3	-1.1	20.5	38.7	87.8	47.1	37.5	5.9	5.4	12.3	14.9
	LG전자	9,048	-7.7	0.1	2.5	-0.1	6.8	-4.2	-26.1	8.9	7.6	0.6	0.6	6.5	7.9
	Whirlpool	5,148	-19.5	-3.0	-2.5	4.5	2.1	1.2	-6.6	14.3	11.2	1.7	1.2	11.5	7.7
PC	HP	26,144	-14.3	-1.3	-4.7	4.6	17.3	-1.5	-16.1	8.9	8.3	-	-	-291.2	-251.7
	Lenovo	18,456	14.8	-2.2	8.4	6.9	26.4	-0.3	25.4	13.5	5.1	2.7	2.3	23.7	23.2
	DELL	84,531	8.5	-0.3	0.2	-9.6	14.1	30.7	9.4	13.3	11.5	-	76.1	-488.2	251.0
	Asus	16,992	12.3	-2.1	7.3	9.5	1.2	13.8	27.4	13.2	13.1	1.9	1.8	13.7	13.9
	ACER	3,118	-22.2	-1.1	-3.0	5.5	-15.0	-18.4	-26.0	17.9	15.2	1.2	1.2	6.9	8.4
Memory	삼성전자	326,284	43.8	1.5	9.1	6.8	31.2	39.9	18.8	16.9	12.9	1.3	1.2	7.3	9.1
	SK하이닉스	173,614	90.3	0.8	19.5	19.7	40.6	61.9	103.3	7.5	6.6	2.3	1.7	35.4	29.3
	Micron	175,960	86.8	4.4	19.7	30.1	36.0	56.0	72.4	16.0	11.1	3.1	2.4	19.0	21.6
	Nanya	6,464	115.7	9.9	17.9	31.5	17.9	46.7	36.3	-	26.7	1.2	1.2	-1.9	4.2
	Western Digital	33,880	116.7	1.6	6.1	30.1	75.3	119.3	98.8	15.7	14.4	5.2	4.1	30.9	34.4
	Seagate	41,740	127.1	-0.4	4.2	26.9	54.0	123.0	91.9	20.8	17.2	-	42.4	308.5	476.5
	Adata	1,384	66.3	6.6	15.8	29.3	34.3	37.0	48.0	11.7	11.2	2.0	1.8	19.3	18.4
	Supreme Elec	751	-27.1	4.0	2.0	2.4	-14.5	-28.7	-34.0	-	-	-	-	-	-
Logic/Fabless	Intel	112,010	20.1	-2.2	-1.7	-2.0	19.6	0.1	22.5	161.6	34.7	1.0	1.0	0.3	2.5
	Nvidia	4,321,026	32.4	0.4	6.5	-1.5	25.3	46.1	49.3	39.7	28.5	30.7	17.7	88.3	75.9
	AMD	257,334	31.3	1.9	4.9	-10.7	36.5	57.0	4.1	40.2	26.3	4.2	3.8	8.7	11.2
	Qualcomm	174,615	5.3	0.2	1.2	2.5	4.6	3.4	-3.5	13.8	13.4	6.0	5.4	45.9	41.1
	Mediatek	78,629	4.9	0.0	3.8	8.4	18.8	6.1	32.0	22.1	19.1	6.0	5.6	27.1	29.4
	Broadcom	1,699,438	55.2	0.1	7.5	17.5	44.7	84.0	114.6	51.6	36.9	20.7	15.2	41.1	41.9
	Marvell	58,062	-39.0	1.1	6.3	-11.6	0.2	-2.0	-9.6	24.6	20.4	4.0	3.6	12.1	12.2
	Cambricon	84,572	118.8	-3.2	18.7	55.9	138.1	90.0	553.1	295.3	144.5	80.2	50.4	28.5	34.0
	Realtek	8,918	-7.4	0.0	-3.5	-2.6	-4.4	-2.2	4.0	17.2	14.7	5.1	4.8	29.9	32.6
	Novatek	8,479	-16.0	1.1	-3.5	-2.0	-17.4	-21.8	-21.1	15.3	13.2	3.8	3.6	25.1	27.9
	Will Semi	23,459	32.7	1.9	1.9	11.9	11.3	-0.8	64.2	37.2	28.7	5.9	5.0	16.6	17.8
	Lattice Semi	8,817	13.7	-2.4	-2.6	1.4	34.6	6.0	43.8	61.2	43.6	12.6	10.7	20.2	26.4
	LX세미콘	625	-6.3	-0.7	2.9	-5.8	-11.2	-7.5	-13.8	5.8	5.5	0.7	0.6	14.0	14.0
	Himax	1,447	2.9	-0.7	-1.4	11.5	-6.9	-7.1	49.8	29.5	18.0	1.7	1.7	5.8	9.5
	파두	641	20.0	5.0	6.1	47.1	68.7	29.1	9.3	-	23.3	9.8	6.9	-393.7	-
	Phison	4,536	24.3	6.4	23.2	35.0	26.2	9.8	33.6	24.1	17.8	2.7	2.5	11.3	14.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표9. 글로벌 반도체 주가 업데이트 (계속)

(단위: 백만달러, 달러, 배)

Sector		Mkt Cap (mn USD)	Price							P/E		P/B		ROE	
			YTD	1D	5D	1M	3M	6M	12M	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Analog/Auto	Texas Instruments	166,008	-2.6	-0.9	-2.8	-6.2	-6.4	3.5	-8.7	31.4	26.3	10.0	9.4	30.7	33.5
	Analog Device	120,632	15.4	-1.2	-0.8	5.9	9.0	17.5	8.8	30.3	25.5	3.5	3.4	11.1	12.5
	Microchip	34,917	12.8	-0.5	-1.9	-1.5	-1.6	20.9	-16.6	58.2	27.9	5.6	5.5	9.0	19.0
	STMicro	23,611	3.8	-0.9	-3.5	1.0	-11.2	4.2	-9.4	42.7	17.7	1.3	1.2	3.2	6.9
	Infineon	49,478	2.8	1.5	0.8	-11.9	-8.2	-7.5	8.6	21.1	16.0	2.3	2.1	11.0	13.4
	NXP	55,168	5.3	-2.0	-3.5	-4.4	3.8	6.1	-4.8	18.5	15.5	5.7	5.0	29.0	34.0
	Renesas	21,934	-15.5	-0.0	4.0	-5.0	-9.5	-23.5	-17.9	10.4	8.6	1.3	1.2	-1.1	8.4
	Mobileye	11,178	-31.7	-3.5	-7.4	-2.9	-10.7	-9.1	24.7	43.8	36.7	0.9	0.9	2.4	2.7
	Ambarella	3,431	10.5	-3.3	-3.0	20.0	58.4	46.7	50.4	159.1	163.7	5.9	5.7	1.6	-9.0
	On Semiconductor	19,737	-23.5	-1.6	-1.7	-5.5	-5.4	11.7	-32.7	21.0	16.4	2.5	2.4	11.3	14.8
	Navitas	1,315	72.8	1.5	10.2	-10.8	-15.7	146.8	141.0	-	-	3.4	4.4	-12.1	-13.2
EDA/IP/Design	Cadence	93,595	14.3	-3.2	-2.1	-1.8	14.5	38.8	27.8	49.6	43.3	16.9	14.2	36.7	34.0
	Synopsys	79,027	-12.3	-2.9	-28.9	-31.1	-11.2	-4.7	-13.2	32.5	29.2	2.4	2.4	11.0	9.4
	ARM	159,568	22.1	-2.6	9.0	8.4	11.1	27.7	2.2	95.4	68.6	20.1	16.0	17.1	20.0
	Alpha Wave	1,973	119.0	0.1	0.2	4.9	3.2	73.2	40.5	47.3	27.0	3.7	3.3	2.7	6.9
	Rambus	9,256	62.8	-2.9	15.0	15.9	48.1	58.1	110.5	34.8	29.7	7.1	6.1	-	-
	퀄리타스	145	51.8	2.2	8.7	3.9	-1.0	-13.6	38.5	-	-	-	-	-	-
	오픈엣지 테크놀로지	196	-11.2	0.6	4.7	-2.4	-6.4	-12.2	-3.7	-	-	-	-	-	-
	칩스앤미디어	257	6.9	0.7	6.7	3.7	-0.7	-6.1	25.0	38.7	30.4	4.4	3.9	12.1	14.0
	가온칩스	418	27.9	2.4	5.6	12.4	16.8	1.3	19.0	-	-	-	-	-	-
	에이직랜드	247	-8.4	3.6	5.2	3.3	1.9	-5.8	13.3	97.8	53.4	3.9	3.6	4.1	7.0
	에이디테크놀로지	241	55.8	8.8	10.9	4.9	43.3	38.1	22.4	-	-	-	-	-	-
	GUC	5,892	-2.2	-3.3	-1.1	10.4	21.5	10.4	27.9	47.2	35.5	13.8	11.6	31.2	34.0
	Alchip	9,972	13.6	-1.7	-6.3	-13.5	41.4	33.3	57.2	53.3	27.9	7.3	6.0	13.1	22.2
Foundry/OSAT	TSMC	1,075,922	16.7	-0.4	6.4	6.4	21.8	30.9	32.5	21.1	18.6	6.2	5.1	31.5	29.2
	SMIC	78,938	98.1	0.4	8.3	19.4	57.5	24.8	303.8	90.0	63.8	3.0	2.8	3.3	4.0
	UMC	17,061	-4.5	-0.1	-1.2	-0.2	-13.4	-8.5	-24.7	13.9	11.8	1.4	1.3	9.6	11.8
	Global Foundries	17,574	-26.2	-1.6	-4.9	-4.2	-13.8	-16.1	-20.3	19.8	15.8	1.5	1.4	7.9	9.2
	Tower Semiconductor	7,386	28.2	0.0	4.5	40.9	73.4	69.5	54.1	30.5	23.8	-	-	-	-
	DB하이텍	1,670	57.5	1.4	15.7	12.0	18.5	16.8	38.8	8.7	8.2	1.1	1.0	11.8	11.3
	Vanguard	5,525	-10.4	-1.3	-2.6	-3.9	-3.9	-6.8	-13.7	20.6	20.3	2.4	2.5	11.9	12.6
	ASE Technology	24,341	2.8	-0.3	-2.9	12.5	16.0	7.4	13.3	20.9	14.2	2.2	2.1	10.5	16.2
	Amkor Technology	6,292	-0.9	0.3	3.3	7.2	28.0	29.8	-15.7	22.5	16.8	1.4	1.3	6.4	8.0
	Powertech	3,790	23.8	6.3	19.4	23.8	16.6	23.3	8.2	21.0	16.0	1.9	1.8	9.5	11.3
	JCET	9,501	-7.4	-0.2	0.5	5.5	18.6	1.1	30.6	34.5	25.9	2.3	2.2	6.4	7.8
	Chipbond	1,305	-17.7	-1.1	-3.1	-1.3	-14.2	-19.3	-18.7	12.3	12.3	0.8	0.9	7.4	7.3
	Chipmos	664	-10.7	2.6	1.6	15.5	-1.4	-9.2	-23.8	-	25.1	0.8	0.7	-0.8	2.4
	하나마이크론	885	100.5	4.5	32.2	49.8	60.6	60.2	63.0	51.1	18.7	3.1	2.6	6.0	15.7
	네페스아크	153	66.8	2.8	12.3	14.0	50.1	43.2	29.9	-	-	-	-	-	-
	두산테스나	551	58.2	2.2	12.5	8.7	41.0	30.5	37.3	113.0	14.1	1.7	1.5	1.5	11.1
	네페스	236	116.9	5.3	8.8	19.9	44.0	96.0	68.0	-	-	-	-	0.4	1.8
	LB세미콘	182	22.3	0.8	2.7	6.7	21.6	16.3	6.5	-	-	1.1	1.0	-0.6	8.3
	SFA반도체	426	16.5	1.1	5.9	8.6	18.5	14.7	-0.8	-	26.2	1.2	1.2	-1.8	4.5

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표10. 글로벌 반도체 주가 업데이트 (계속)

(단위: 백만달러, 달러, 배)

Sector		Mkt Cap (mn USD)	Price							P/E		P/B		ROE	
			YTD	1D	5D	1M	3M	6M	12M	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Equipment	Applied Materials	133,677	3.2	-1.4	3.1	3.7	-1.6	7.8	-11.0	18.1	17.1	6.9	6.2	38.2	35.6
	ASML	322,744	2.9	1.2	3.2	9.6	5.1	6.5	-4.9	29.3	27.6	14.3	12.2	49.7	46.9
	Lam Research	147,490	61.9	1.2	13.6	17.5	30.7	48.6	52.0	25.4	24.9	13.6	11.1	55.4	50.0
	Tokyo Electron	72,260	-6.6	5.5	11.6	5.0	-5.1	5.1	-4.6	20.1	18.2	5.2	4.7	25.7	25.3
	Kokusai Electric	5,516	59.2	10.5	28.6	11.4	10.1	12.2	5.9	24.9	18.7	3.7	3.3	18.0	20.3
	ASM International	24,854	-23.7	0.8	1.7	3.2	-17.6	-4.0	-24.0	29.5	25.3	5.3	4.6	18.8	19.7
	MKS Instruments	7,730	10.3	-0.8	10.2	14.8	28.8	33.3	2.9	16.3	13.9	2.9	2.5	18.2	16.1
	Axcelis Tech	2,688	22.4	-0.9	6.1	6.3	31.5	46.3	-17.2	19.4	20.4	-	-	12.8	10.7
	Laser Tech	10,672	9.9	0.5	6.6	-4.1	14.3	15.0	-27.0	19.0	21.4	6.7	5.7	38.6	29.2
	Hoya	49,335	7.0	1.6	3.3	9.4	27.2	21.9	11.1	33.6	26.9	7.2	6.7	21.7	23.5
	NAURA	38,495	31.2	0.8	2.6	11.1	25.0	16.8	75.1	36.2	28.1	7.2	5.6	20.3	21.4
	ACM Research	1,916	97.7	-0.8	8.9	19.3	22.5	2.3	77.7	14.6	12.8	1.7	1.5	12.8	13.2
	주성엔지니어링	1,013	1.0	3.8	7.0	4.6	-4.2	-12.1	19.7	20.3	12.8	2.2	1.9	11.0	16.1
	원익IPS	1,591	101.3	1.5	13.4	5.8	79.3	73.1	54.9	29.3	21.2	2.3	2.1	8.5	10.4
	유진테크	954	84.7	5.7	24.3	13.8	61.7	34.9	52.7	20.7	16.4	2.8	2.4	14.1	16.0
	테스	590	167.4	10.1	44.4	50.5	69.9	74.2	148.9	13.2	12.0	2.1	1.8	16.6	15.9
	HPSP	1,832	16.9	5.9	12.8	12.4	10.1	8.9	12.2	-	-	-	-	-	-
	케이씨텍	571	47.0	8.2	14.3	9.6	46.2	2.1	18.4	20.5	17.5	1.5	1.4	7.7	8.5
	피에스케이	612	77.6	8.3	22.3	37.2	51.8	52.5	35.0	11.6	10.5	1.6	1.4	14.6	14.1
	제우스	306	15.2	3.2	7.9	11.5	1.7	-14.5	3.4	-	-	1.2	1.1	5.5	10.5
	에이피티씨	256	115.1	0.3	7.2	28.6	19.9	52.7	52.2	-	-	-	-	10.7	17.2
	파크시스템스	1,310	22.9	1.6	2.4	1.6	-3.9	29.7	46.6	35.3	26.9	7.7	6.0	23.6	24.4
	유니셈	212	63.2	9.8	17.2	14.3	55.0	39.7	50.2	15.5	9.1	1.2	1.1	8.1	12.5
	넥스틴	363	-5.9	1.6	6.4	1.5	-9.9	-15.9	8.1	21.4	10.0	3.1	2.5	10.5	24.0
	에스티아이	229	15.2	3.3	9.1	6.9	0.0	-3.8	-2.0	5.1	3.7	1.1	0.9	13.3	19.3
	ASMPT	3,762	-5.8	-1.0	2.9	-2.1	29.3	23.5	-10.1	41.6	20.4	1.8	1.7	4.5	8.8
	BESI	10,836	-14.0	1.7	2.6	-4.0	-9.7	7.2	0.5	62.6	33.6	21.2	17.8	29.3	58.2
	TOWA	990	25.6	-0.7	9.8	11.3	22.6	22.2	-3.2	22.3	18.4	2.2	2.0	11.1	12.4
	SCREEN	7,865	28.1	-2.3	12.5	5.2	19.4	11.4	23.2	12.1	11.5	2.5	2.2	21.4	19.6
	Disco	30,222	-3.9	-1.1	7.4	-3.0	24.0	15.1	16.4	35.2	31.5	8.2	7.1	25.3	24.0
	Advantest	72,503	51.7	1.8	21.9	23.5	64.0	69.2	118.8	42.1	34.9	16.8	13.3	38.6	35.8
	한미반도체	6,256	10.4	0.2	10.0	-2.0	5.0	3.8	-8.4	26.4	19.1	10.8	7.5	47.6	46.7
	이오테크닉스	1,944	57.3	0.9	5.0	-6.8	50.6	61.7	45.3	42.0	29.7	4.1	3.7	9.7	12.5
	오로스테크놀로지	167	53.8	2.1	16.7	10.0	12.5	1.0	52.2	37.0	22.3	3.1	2.8	8.6	12.9
	피에스케이 홀딩스	623	5.4	3.9	8.4	19.3	13.8	-0.2	1.1	12.1	10.6	1.8	1.6	16.8	16.6
	테크윙	1,378	33.2	21.8	27.5	75.3	56.8	43.8	44.0	33.6	14.9	-	-	29.9	45.5
	네오셈	297	7.7	2.4	11.8	7.9	-0.4	-14.7	6.9	-	-	-	-	-	-
	기가비스	285	27.1	-1.6	15.1	23.3	12.6	5.8	-16.8	-	-	-	-	-	-
	디아이	307	4.0	3.2	10.9	7.8	-7.0	15.2	6.4	15.0	11.0	2.4	2.0	17.2	19.9
	인텍플러스	150	61.5	6.1	15.9	67.2	83.9	40.3	21.3	558.6	25.4	4.7	3.9	0.8	16.5
	프로텍	239	38.2	2.2	8.4	7.3	23.0	24.5	20.8	17.8	12.4	1.0	0.9	6.1	8.0
	AEHR	793	59.2	-0.4	3.6	44.6	133.8	183.4	104.6	305.4	136.7	-	-	-0.4	3.0
	KLA Tencor	127,213	53.0	0.5	6.5	10.2	11.1	35.2	28.3	27.6	26.2	23.4	18.0	91.6	78.8
	Onto	5,438	-33.4	2.5	6.6	3.8	17.2	-20.0	-43.9	22.5	19.7	2.6	2.2	12.0	11.6
	Camtek	3,977	7.7	3.5	10.5	3.7	23.7	32.1	7.3	27.4	25.0	5.5	4.6	25.1	21.7
	NVMI	8,582	48.8	1.7	14.6	15.2	31.9	33.8	41.8	34.1	31.8	7.7	6.3	25.1	20.3
	Teradyne	17,854	-10.9	-2.9	-6.6	2.6	35.1	29.4	-14.5	35.8	24.7	6.0	5.3	17.0	21.9
	Keysight Technology	29,308	6.2	-1.1	1.6	4.4	7.8	12.2	13.7	24.0	21.3	5.0	4.4	21.8	19.5
	VEECO	1,525	-5.4	-1.1	3.4	6.4	24.0	18.0	-18.9	19.4	18.1	1.7	1.6	7.1	5.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표11. 글로벌 반도체 주가 업데이트 (계속) (단위: 백만달러, 달러, 배)

Sector		Mkt Cap (mn USD)	Price							P/E		P/B		ROE	
			YTD	1D	5D	1M	3M	6M	12M	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Materials	Shin-Estu	59,465	-16.6	0.1	0.3	-4.6	-0.4	-0.1	-22.6	17.7	16.1	1.8	1.8	11.3	12.0
	SUMCO	3,148	12.0	3.2	4.3	10.3	31.3	11.3	-8.9	-	122.5	0.8	0.8	-1.2	0.3
	Global Wafers	6,465	7.2	5.3	8.6	12.4	36.8	5.1	-11.1	23.0	16.4	2.0	1.9	8.5	12.1
	Wolf Speed	365	-65.0	23.9	86.4	72.6	80.6	-60.2	-73.3	-	-	-	-	135.1	-
	Innoscience	11,220	212.2	-2.1	-1.3	20.4	163.6	104.5	-	-	-	33.8	34.1	-27.4	-5.0
	Entegris	13,227	-11.9	4.5	6.4	13.1	15.8	-11.3	-21.2	31.0	24.5	3.3	3.0	10.9	12.9
	Tokyo Ohka Kogyo	4,264	39.2	0.9	5.8	7.0	30.1	45.0	49.0	21.5	19.8	2.7	2.5	13.1	12.9
	Linde	226,033	15.1	-0.3	2.7	0.4	3.4	5.8	2.8	29.3	26.9	5.8	5.5	20.2	21.6
	한솔케미칼	1,567	97.8	3.0	13.5	11.8	29.0	39.6	56.7	14.5	12.4	1.9	1.7	14.2	14.4
	솔브레인	1,460	57.5	7.6	25.5	7.2	56.0	24.0	22.6	15.6	12.0	1.8	1.6	12.4	13.9
	동진세미켐	1,378	78.0	2.8	27.2	14.6	24.8	21.2	32.6	-	-	-	-	-	-
	원익머터리얼즈	243	55.2	-2.0	9.6	7.4	21.6	26.2	4.3	8.9	7.2	0.7	0.6	8.3	9.0
	레이크머티리얼즈	590	13.6	1.1	4.7	-6.1	1.8	-20.7	-20.5	-	-	-	-	-	-
	디에엔프	126	70.7	0.9	15.8	6.6	17.7	47.2	29.6	-	-	-	-	-	-
	후성	520	35.3	20.2	22.8	15.2	27.7	47.3	4.2	-	38.9	2.4	2.2	-4.1	5.9
	코미코	726	163.1	-0.1	17.4	23.9	45.2	73.5	69.5	15.8	12.9	3.0	2.4	20.8	21.5
	퓨릿	91	39.9	0.3	14.7	13.7	25.4	16.5	5.0	-	-	-	-	-	-
	와이씨켐	161	69.2	-0.2	10.2	8.3	-14.5	-12.6	31.2	-	-	-	-	-	-
	이엔에프테크놀로지	504	191.3	4.8	25.6	19.5	58.3	95.2	112.1	11.4	9.5	1.5	1.3	14.9	15.8
	SK	12,172	77.2	4.7	9.9	25.1	22.2	69.9	57.5	6.7	11.3	0.6	0.6	10.1	4.6
	덕산테코피아	268	-38.8	-1.2	-0.2	-5.5	7.7	-28.1	-55.4	-	-	-	-	-	-
	Formfactor	2,324	-31.5	-1.4	2.7	5.0	-10.4	-5.8	-31.6	29.0	22.6	-	-	6.0	8.0
Parts	ISC	1,078	-2.1	2.9	4.7	9.6	33.2	14.4	39.3	28.2	22.4	2.7	2.4	9.7	11.2
	리노공업	2,751	30.7	2.1	2.3	6.9	4.7	15.4	39.9	-	-	-	-	-	-
	티에스이	367	11.6	3.4	21.2	12.3	15.4	-8.6	7.7	12.0	9.3	1.4	1.2	9.7	11.5
	마이크로컨텍솔	118	283.8	4.7	18.8	-16.0	30.0	96.1	266.6	-	-	-	-	-	-
	원익QnC	417	23.5	3.0	25.6	19.7	26.4	8.4	-9.1	20.0	11.2	1.2	1.0	5.6	9.7
	피엠티	22	-1.6	7.7	18.7	11.4	9.0	2.6	-14.3	-	-	-	-	-	-
	뉴파워플라즈마	170	21.9	1.7	4.1	-1.8	2.3	9.6	3.9	8.8	7.6	0.8	0.7	9.4	9.9
	에스엔에스텍	835	110.9	7.6	9.2	-1.1	35.5	60.7	114.3	24.7	21.2	4.0	3.4	16.6	17.1
	하나머티리얼즈	525	60.6	-0.7	27.5	41.2	47.7	4.8	23.5	-	-	-	-	8.8	-
	비씨엔씨	112	51.0	0.2	2.0	15.4	34.0	15.8	-18.9	-	-	-	-	5.2	12.4
	덕산하이메탈	160	27.1	1.7	4.9	4.3	18.4	17.1	-3.6	-	-	-	-	-	-
	아이엠티	64	44.5	-0.2	11.2	7.9	16.6	10.0	25.8	-	-	3.5	-	-11.4	-
	에스앤에스텍	835	110.9	7.6	9.2	-1.1	35.5	60.7	114.3	24.7	21.2	4.0	3.4	16.6	17.1
	미코	411	113.0	-0.5	11.2	12.6	20.8	72.7	74.1	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표12. 글로벌 반도체 주가 업데이트 (계속)

(단위: 백만달러, 달러, 배)

Sector		Mkt Cap (mn USD)	Price							P/E		P/B		ROE	
			YTD	1D	5D	1M	3M	6M	12M	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
EMS/ODM/Server	Hon Hai	99,197	17.4	-0.7	6.1	4.3	38.0	27.1	22.7	15.5	13.3	1.7	1.6	11.2	12.2
	Luxshare	53,694	29.4	0.1	6.0	36.7	68.8	28.6	42.0	22.6	18.5	4.6	3.7	19.7	20.4
	Pegatron	6,154	-23.9	-0.6	-1.3	-1.4	-15.8	-23.2	-30.8	13.2	11.0	0.9	0.9	6.6	8.4
	ASPEED	6,061	45.9	-1.9	-0.2	-7.3	6.0	36.8	2.3	56.1	41.4	29.2	22.5	52.9	54.8
	Nuvoton	890	-28.0	3.6	3.1	5.3	-12.2	-29.8	-20.7	146.3	16.0	1.6	1.5	0.1	7.9
	ASRock	1,175	24.2	-5.9	9.3	2.1	28.9	38.6	42.3	18.3	13.6	3.4	3.2	17.9	23.6
	Supermicro	26,742	47.6	2.4	11.4	-0.8	8.3	6.7	-1.6	25.2	14.5	3.9	3.1	20.5	23.5
	Gitabyte	6,028	-0.4	-0.9	-1.1	-2.7	-5.4	4.4	8.0	13.3	11.3	3.0	2.7	23.4	24.5
	Quanta	35,244	-3.8	0.7	6.2	2.0	-4.0	7.6	8.4	15.2	12.9	4.9	4.3	30.0	32.5
	Wiwynn	19,783	22.9	-0.6	3.0	-3.7	25.5	67.7	80.9	13.9	12.9	5.3	4.7	42.9	36.9
	Inventec	5,171	-13.0	0.5	4.2	6.0	-0.5	-6.2	1.3	18.9	15.2	2.2	2.1	12.5	14.2
	Auras	2,515	23.4	6.1	16.8	18.8	17.6	33.9	34.8	30.3	19.9	7.5	6.1	24.2	31.0
	AVC	13,410	68.2	-0.5	8.4	-2.1	37.3	81.9	89.1	24.2	19.0	10.2	7.8	45.7	44.7
	LITE-ON	12,331	61.8	-1.2	20.1	20.1	48.4	52.6	58.6	25.3	21.0	4.0	3.8	15.7	18.5
	Vertiv	51,491	18.7	-0.6	8.7	1.3	21.5	54.2	57.2	35.3	28.9	14.8	11.4	47.0	41.8
	Delta	71,789	94.2	-0.1	15.2	21.9	110.1	120.9	117.1	40.3	31.6	8.4	7.3	21.6	24.1
	ABB	131,294	11.4	-0.4	0.7	3.8	19.0	18.2	17.2	27.3	25.1	8.1	7.0	30.0	28.6
	Eaton	142,445	10.3	1.6	4.8	4.2	13.1	24.6	19.7	30.3	26.6	7.3	6.6	24.1	25.3
	Schneider	157,651	-2.8	0.3	2.9	5.5	5.6	2.7	3.1	26.2	23.3	4.3	3.9	16.1	17.3
Network	ZTE	27,702	41.7	-0.8	5.0	28.4	48.1	24.3	130.0	18.4	17.2	2.0	1.9	10.6	10.5
	Cisco	263,006	12.4	-1.7	-0.6	0.5	3.8	10.0	33.6	17.0	16.0	5.5	5.0	26.6	32.8
	Arista Networks	175,194	26.1	-8.9	-2.4	1.5	50.9	66.9	55.0	49.6	42.7	13.7	10.8	31.4	26.8
	Amphenol	144,899	70.9	-0.7	7.5	8.7	28.3	88.4	86.7	39.1	34.1	11.4	9.1	33.9	30.3
	Credo	28,024	141.0	1.7	15.0	38.8	120.4	229.6	468.2	90.8	67.8	32.8	24.6	27.5	33.9
	Celestica	27,822	161.9	-1.6	-0.4	23.7	92.9	164.0	427.1	43.5	35.7	13.7	10.7	32.1	29.8
	Jabil	22,973	48.8	-0.1	1.9	-0.6	21.7	57.5	102.1	21.6	19.0	15.4	11.6	68.2	81.2
	Corning	65,994	62.1	2.1	8.2	17.7	55.3	64.8	81.3	31.1	26.8	5.7	5.4	18.8	19.3
	Coherent	16,046	8.7	-0.5	5.3	10.3	33.1	60.2	32.1	25.3	20.0	2.5	2.1	3.8	10.2
	Lumentum	11,395	94.2	-1.1	9.1	40.7	97.7	156.3	192.3	44.8	28.2	8.7	6.4	15.7	30.3
	IPG Photonics	3,375	9.9	-3.2	-5.1	1.6	21.3	28.4	18.1	79.2	49.3	1.7	1.7	1.7	4.0
	Ciena	18,518	54.8	-0.9	12.5	44.5	81.9	105.6	133.7	49.8	28.3	6.6	5.6	14.1	20.8
	Fabrinet	12,791	62.8	-1.1	-3.3	8.6	46.1	62.7	55.6	32.8	27.1	6.0	5.1	19.0	20.1
	Fujikura	28,300	115.3	0.8	5.7	14.9	108.0	127.0	241.4	30.7	26.7	8.4	7.1	27.5	29.6
	Furukawa	4,366	36.2	-1.6	3.3	4.1	35.7	55.8	187.5	15.8	12.6	1.8	1.6	10.6	11.2
	대한광통신	144	90.6	-1.5	27.5	64.9	126.1	162.6	88.0	-	-	3.7	3.9	-39.1	-7.6
	오이솔루션	84	5.4	-0.9	6.2	12.9	10.6	8.2	1.7	-	50.6	1.9	1.7	-20.4	3.4
	옵티코어	66	47.6	1.5	10.2	18.7	3.5	51.1	83.8	-	-	-	-	-	-

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

삼성전자 (005930.KS)

밸류에이션 정상화 구간

최근 파운드리 고객사 확보와 함께 동사에 대한 기대감 상승. HBM 승인까지 확보한다면 추가 모멘텀 확보 가능. 예상보다 우호적인 메모리 업황은 실적에 긍정적인 요인

Analyst 류영호
02)768-7199, youngryu@nhqv.com
RA 윤진호
02)768-7734, jinho.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 41페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**94,000원 (상향)**
현재가 (25/09/15)	**76,500원**
업종	반도체
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	452,852.3십억원
발행주식수(보통주)	5,919.6백만주
52주 최고가('25/09/15)	76,500원
최저가('24/11/14)	49,900원
평균거래대금(60일)	1,195,353백만원
배당수익률(2025E)	1.91%
외국인지분율	50.7%
주요주주	
삼성생명보험 외 15 인	20.2%
국민연금공단	7.8%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	31.2	39.9	18.8
상대수익률 (%p)	11.5	5.3	-10.2

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	300,871	318,881	338,439	335,055
증감률	*16.2*	*6.0*	*6.1*	*-1.0*
영업이익	32,726	29,936	52,035	43,233
증감률	*398.3*	*-8.5*	*73.8*	*-16.9*
영업이익률	*10.9*	*9.4*	*15.4*	*12.9*
(지배지분)순이익	33,621	32,526	43,885	37,331
EPS	5,433	5,293	7,218	6,110
증감률	*144.2*	*-2.6*	*36.4*	*-15.3*
PER	9.8	14.2	10.4	12.3
PBR	0.9	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	3.5	5.3	3.8	4.0
ROE	9.0	8.0	10.1	8.0
부채비율	27.9	26.8	22.0	20.7
순차입금	-97,214	-129,481	-138,325	-148,749

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

밸류에이션의 정상화 과정

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 94,000원으로 기존 대비 11.9% 상향. 2026년 BPS에 최근 밴드 상단 PBR 1.4배 적용. 최근 파운드리 부문의 테슬라와 애플 등 의미 있는 고객사 확보, 1c 수율 개선과 함께 하반기 Nvidia HBM 공급 가능성에 대한 기대감에 힘입어 주가가 긍정적인 흐름을 보이고 있음. 파운드리 수주는 단기적으로 실적에 미치는 영향은 크지 않다고 판단. 하지만 중장기 경쟁력 회복을 위한 기반이 될 것. 여러 기대감이 모여 밸류에이션이 정상화되는 국면

관세 영향으로 하반기 수요 불확실성이 이어질 것으로 예상되었으나 공급사들의 낮은 재고, 일반 서버 수요 강세 등으로 긍정적인 흐름이 이어지고 있는 상황. CXMT의 공격적인 DDR5 시장 진입도 아직까지 뚜렷한 증거를 확보하지 못한 만큼 양호한 메모리 업황이 지속될 가능성 증가

3Q25 Preview: DS부문의 회복과 함께 긍정적인 실적

3분기 매출액 84.2조원(+6.4% y-y, +12.9% q-q), 영업이익 9.0조원(-1.9% y-y, +91.9% q-q) 전망. MX부문은 플래그십 제품의 긍정적인 판매흐름에 힘입어 견조한 수익성 유지할 전망. SDC 역시 성수기에 진입하며 실적 개선 예상됨. 3분기 실적 개선의 중심은 DS부문. 파운드리/LSI는 가동률 상승에 힘입어 적자 폭 감소될 전망. DRAM과 NAND의 B/G는 전분기대비 +10.5%/+1.2%, ASP는 +12.0%/+4.0% 예상. 3분기 주요 고객사 신제품 출시와 함께 HBM 비중 증가로 경쟁사대비 높은 ASP 성장 기대

삼성전자 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	79,099	75,788	79,141	74,600	84,333	6.4	12.9	82,654	82,347	80,847
영업이익	9,183	6,493	6,685	4,700	9,007	-1.8	91.9	8,495	8,775	9,696
영업이익률	*11.6*	*8.6*	*8.4*	*6.3*	*10.7*			*10.3*	*10.7*	*12.0*
세전이익	10,320	7,907	9,152	5,754	10,678	3.6	85.8	10,162	10,009	11,344
(지배)순이익	9,782	7,576	8,028	4,896	9,579	-2.0	95.8	9,096	8,206	10,023

자료: 삼성전자, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

삼성그룹의 반도체 및 전자제품 생산 기업. 2024년 매출액은 300.9조원(+16.2% y-y)으로, 사업부문별 매출비중은 DS(반도체) 34%, DX(스마트폰, 가전) 53%, SDC 9%, Harman 4%. [DS] 동사의 주요 사업부로 메모리와 System LSI/Foundry 부문으로 구성. 동 기간 사업부 내 메모리 매출 비중은 76%. 메모리부문은 DRAM과 NAND를 생산, System LSI는 플래그십 SoC를 설계, Foundry는 내/외부 고객사가 설계한 반도체를 선단 노드 공정 통해 위탁 생산. [DX] 스마트폰 매출비중이 약 65%로, '24년 기준 글로벌 스마트폰 출하량 점유율 18%로 1위 (글로벌 출하량 12.2억대 中 Top3 벤더 = 삼성전자 18.4%, Apple 18.2%, Xiaomi 13.9%) [SDC] 디스플레이 패널 제조 부문으로, '22년 LCD 사업 철수 이후 OLED에 집중. IT OLED 도입기에서 8세대 양산 준비에 가장 앞선 상황 [Harman] 컨슈머 오디오 사업과 전장부품(디지털 콕핏, 카오디오 등) 사업 영위

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 주요 AI가속기향 HBM 최신세대 공급을 통해 고마진 제품 위주로 믹스 개선 및 멀티플 확장
- HBM 외 메모리 반도체 가격 안정화. 미국 관세 정책에 대비한 Pull-in 수요에 더해 서버 및 전방 세트 수요 개선 확인 시 이익 추정치 상향 가능

Downside Risk

- US CSP의 Capex 둔화. 이는 AI 산업에 하드웨어 업체들이 진입할 수 있는 TAM 축소를 의미
- AI가속기가 고성능화 혹은 맞춤형으로 발전함에 따라 메모리도 지속적인 성능 개선이 필요. 기술 경쟁력 확보를 하지 못할 경우 이익 전망치의 상향이 이루어질 수 없음

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
SK 하이닉스	7.5	6.6	2.3	1.7	35.0	29.6
Micron	19.5	12.1	3.3	2.7	16.9	22.9
Nanya	-	26.7	1.2	1.2	-2.2	4.2
TSMC	21.1	18.6	6.2	5.1	31.3	29.1
Intel	161.6	34.7	1.0	1.0	-1.1	1.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	35.3	9.8	14.2	10.4	12.3
PBR	1.5	0.9	1.2	1.1	1.1
PSR	1.8	1.1	1.4	1.3	1.3
ROE	4.1	9.0	8.0	10.1	8.0
ROIC	-0.2	11.1	10.6	16.5	12.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

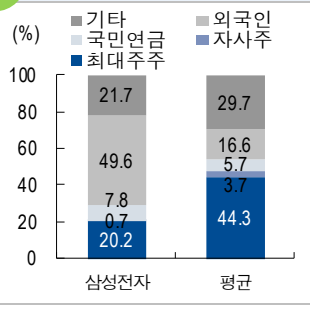
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**201,867**	**239,575**	**243,771**	**230,401**	**236,807**	**279,605**	**302,231**	**258,935**	**300,871**
영업이익	29,241	53,645	58,887	27,769	35,994	51,634	43,377	6,567	32,726
영업이익률(%)	*14.5*	*22.4*	*24.2*	*12.1*	*15.2*	*18.5*	*14.4*	*2.5*	*10.9*
세전이익	30,714	56,196	61,160	30,432	36,345	53,352	46,440	11,006	37,530
순이익	**22,726**	**42,187**	**44,345**	**21,739**	**26,408**	**39,907**	**55,654**	**15,487**	**34,451**
지배지분순이익	**22,416**	**41,345**	**43,891**	**21,505**	**26,091**	**39,244**	**54,730**	**14,473**	**33,621**
EBITDA	49,954	75,762	85,369	57,366	66,329	85,881	82,484	45,234	75,357
CAPEX	24143	42792	29556	25368	37592	47122	49430	57611	51406
Free Cash Flow	23,243	19,370	37,475	20,015	27,695	17,983	12,751	-13,474	21,576
EPS(원)	3,069	6,092	6,689	3,407	3,958	6,375	8,969	2,225	5,433
BPS(원)	23,131	28,126	35,342	37,528	39,406	43,611	50,817	52,002	57,663
DPS(원)	570	850	1,416	1,416	2,994	1,444	1,444	1,444	1,446
순차입금	-72,965	-64,428	-81,617	-86,923	-103,607	-105,213	-107,977	-82,811	-97,214
ROE(%)	24.0	21.0	19.6	8.7	10.0	13.9	17.1	4.1	9.0
ROIC(%)	46.7	37.6	30.6	14.2	17.9	24.8	16.7	-0.2	11.1
배당성향(%)	15.6	12.4	19.3	39.3	68.5	22.0	15.8	59.6	25.6
배당수익률(%)	1.6	1.7	3.7	2.5	3.7	1.8	2.6	1.8	2.7
순차입금 비율(%)	-37.8	-30.0	-32.9	-33.1	-37.5	-34.5	-30.4	-22.8	-24.2

자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

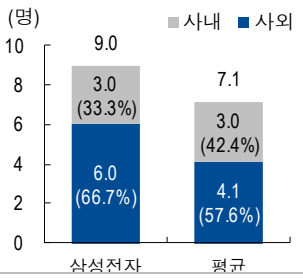
ESG Index & Event

G

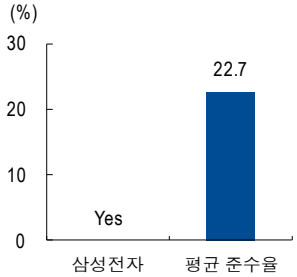
주주 구성



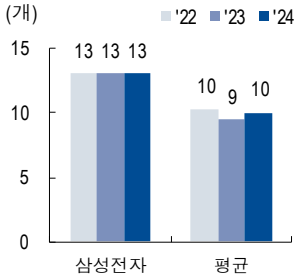
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



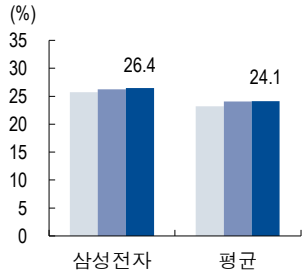
기업지배구조 핵심지표 준수



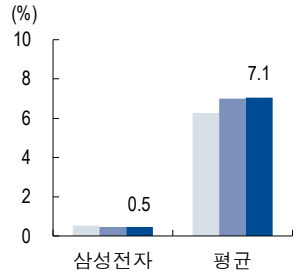
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 삼성전자, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

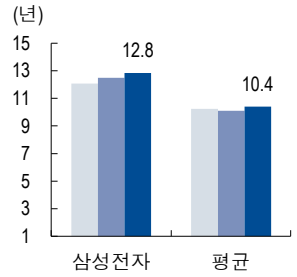
여성 임직원 비율



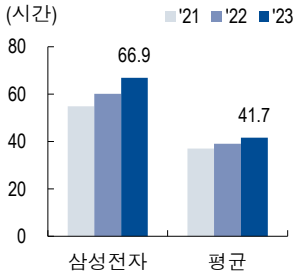
계약직 비율



근속연수



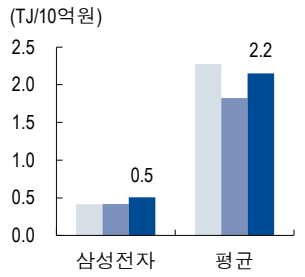
인당 교육시간



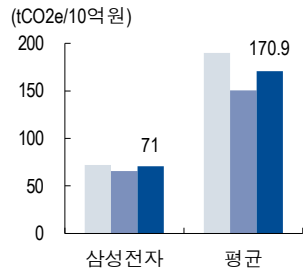
주석: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

E

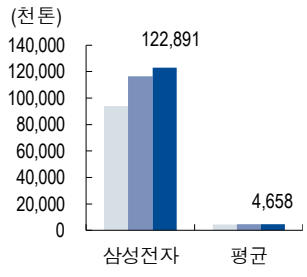
에너지 사용량



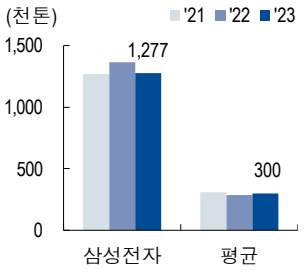
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주석: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.02	- 갤럭시 S23 시리즈 모델에 폐어망, 폐생수통 등 재활용 소재 사용 확대
	2021.12	- 환경부 주관 '사업장 폐기물 감량 시범사업'에 참여해 기흥사업장이 최우수 사업장으로 선정
S	2025.04	- DS부문 우수협력사 인센티브 기금 출연. 사업장내 안전사고 예방, 협력회사와의 상생협력 활동 확산에 기여
	2018.11	- 삼성전자와 반도체 노동자의 건강과 인권 지킴이 '반올림' 양측 중재 수용 합의, 합의이행 협약 체결
G	2024.11	- 주주가치 제고 목적 총 10조원 규모 자기주식 취득 계획 발표. 기간은 향후 1년내 분할매입

자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부

표1. 삼성전자 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	300,871	318,881	338,439	335,055
	- 수정 전	-	317,172	332,563	319,260
	- 변동률	-	0.5	1.8	4.9
영업이익	- 수정 후	32,726	29,936	52,035	43,233
	- 수정 전	-	29,225	40,905	38,312
	- 변동률	-	2.4	27.2	12.8
영업이익률(수정 후)		*10.9*	*9.4*	*15.4*	*12.9*
EBITDA		75,357	71,213	96,608	91,313
(지배지분)순이익		33,621	32,526	43,885	37,331
EPS	- 수정 후	5,433	5,293	7,218	6,110
	- 수정 전	-	5,184	5,778	5,422
	- 변동률	-	2.1	24.9	12.7
PER		9.8	14.2	10.4	12.3
PBR		0.9	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA		3.5	5.3	3.8	4.0
ROE		9.0	8.0	10.1	8.0

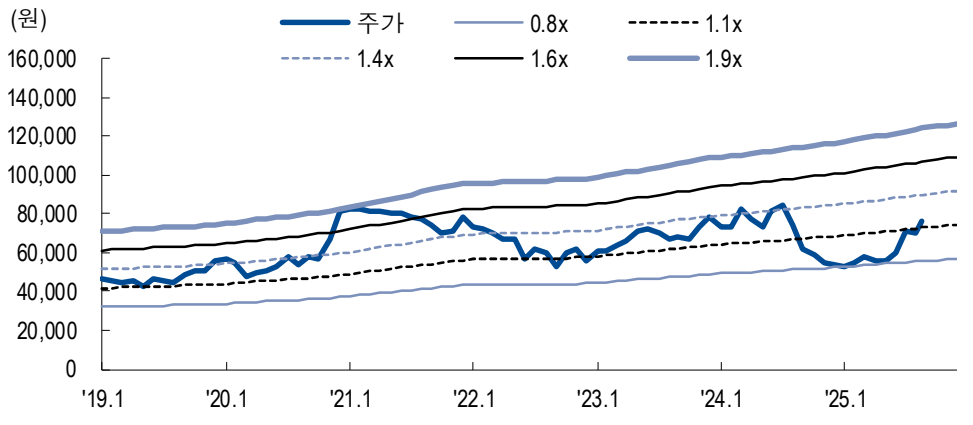
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 삼성전자 PBR 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항목	비고	
Target PBR	최근 밴드 상단 PBR	1.4
BPS	Expectation 2026	67,308
Fair Value Per Share	Target PBR * BPS	94,000

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 삼성전자 12M Forward P/B 밴드차트



자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 삼성전자 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E	2026F
매출액	**71,916**	**74,068**	**79,099**	**75,788**	**79,100**	**74,600**	**84,333**	**80,847**	**300,871**	**318,881**	**338,439**
증감률(q-q, %)	6.1	3.0	6.8	-4.2	4.4	-5.7	13.0	-4.1			
증감률(y-y, %)	12.8	23.4	17.3	11.8	10.0	0.7	6.6	6.7	16.2	6.0	6.1
반도체	22,764	28,560	29,271	29,950	25,112	27,902	32,630	33,017	110,545	118,662	142,056
Memory	17,747	22,468	23,699	23,020	19,178	21,297	24,991	25,455	85,882	90,922	111,835
SDC	5,390	7,650	8,000	8,123	5,900	6,400	8,241	8,364	29,162	28,905	31,825
MX/네트워크	33,530	27,383	30,520	25,807	37,010	29,209	32,970	28,692	117,241	127,881	124,693
Handset	26,645	20,607	23,073	17,904	28,767	21,785	25,042	20,657	88,229	96,250	93,567
VD/가전	13,480	14,420	14,140	14,404	14,500	14,100	14,206	14,074	56,444	57,086	55,502
TV	5,075	5,140	5,169	5,722	5,417	5,036	4,987	4,783	21,105	20,222	17,835
Harman	3,200	3,620	3,530	3,903	3,400	3,800	3,724	3,928	14,253	14,851	14,592
영업이익	**6,606**	**10,444**	**9,183**	**6,493**	**6,662**	**4,700**	**9,007**	**9,696**	**32,726**	**29,936**	**52,035**
증감률(q-q, %)	133.9	58.1	-12.1	-29.3	2.6	-28.1	91.7	7.6			
증감률(y-y, %)	931.9	1,462.2	277.4	129.9	0.8	-55.0	-1.9	49.3	398.3	-8.5	73.8
반도체	1,910	6,452	3,860	2,796	1,104	400	3,887	5,554	15,018	10,945	32,108
Memory	2,519	6,844	5,125	5,301	3,380	2,885	5,534	6,477	19,224	18,275	33,419
SDC	340	1,010	1,510	909	529	500	1,125	964	3,770	3,117	3,838
MX/네트워크	3,510	2,230	2,820	2,103	4,351	3,108	3,310	2,569	10,663	13,339	13,250
Handset	3,647	2,307	2,347	1,528	3,784	3,320	3,298	2,603	9,828	13,005	12,686
VD/가전	530	490	530	203	327	202	239	237	1,754	876	1,101
Harman	240	320	360	401	319	500	395	336	1,321	1,551	1,545
영업이익률	**9.2**	**14.1**	**11.6**	**8.6**	**8.4**	**6.3**	**10.7**	**12.0**	**10.9**	**9.4**	**15.4**
반도체	8.4	22.6	13.2	9.3	4.4	1.4	11.9	16.8	13.6	9.2	22.6
SDC	6.3	13.2	18.9	11.2	9.0	7.8	13.6	11.5	12.9	10.8	12.1
MX/네트워크	10.5	8.1	9.2	8.1	11.8	10.6	10.0	9.0	9.1	10.4	10.6
VD/가전	3.9	3.4	3.8	1.4	2.3	1.4	1.7	1.7	3.1	1.5	2.0
Harman	7.5	8.8	10.2	10.3	9.4	13.2	10.6	8.6	9.3	10.4	10.6
세전이익	**7,707**	**11,595**	**10,320**	**7,907**	**9,152**	**5,750**	**10,678**	**11,344**	**37,530**	**36,928**	**58,537**
증감률(q-q, %)	118.7	50.5	-11.0	-23.4	15.7	-37.2	85.6	6.2			
증감률(y-y, %)	322.0	576.9	161.8	124.4	18.7	-50.4	3.5	43.5	241.0	-1.6	58.5
지배주주 순이익	**6,621**	**9,643**	**9,782**	**7,576**	**8,113**	**4,905**	**9,579**	**10,023**	**33,621**	**32,526**	**43,885**
증감률(q-q, %)	9.9	45.6	1.4	-22.5	7.1	-39.5	95.6	4.6			
증감률(y-y, %)	329.0	471.0	72.8	22.2	21.7	-48.1	-1.2	36.4	122.5	-1.7	32.2
순이익률	9.2	13.0	12.4	10.0	10.3	6.6	11.4	12.4	11.2	10.2	13.0

자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 삼성전자 사업부별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E	2026F
반도체											
매출액	22,764	28,560	29,271	29,950	25,112	27,902	32,630	33,017	110,545	118,662	142,056
증감률(q-q, %)	4.9	25.5	2.5	2.3	-16.2	11.1	16.9	1.2			
증감률(y-y, %)	65.8	93.9	78.0	38.1	10.3	-2.3	11.5	10.2	66.0	7.3	19.7
DRAM	10,425	13,626	14,661	14,890	12,878	13,917	17,229	18,379	52,855	62,404	81,906
NAND	7,254	8,755	8,948	8,033	6,224	7,305	7,686	7,001	32,685	28,215	29,635
System LSI	5,017	6,092	5,572	6,930	5,934	6,604	7,639	7,562	24,663	27,740	30,221
영업이익	1,910	6,452	3,860	2,796	1,104	400	3,887	5,554	15,018	10,945	32,108
증감률(q-q, %)	흑전	237.8	-40.2	-27.6	-60.5	-63.8	872.7	42.9			
증감률(y-y, %)	흑전	흑전	흑전	흑전	-42.2	-93.8	0.7	98.7	흑전	-27.1	193.4
DRAM	2,128	4,875	3,955	4,953	3,734	3,250	5,453	6,277	15,369	18,714	28,456
NAND	388	1,956	1,146	311	-381	-392	54	174	3,778	-545	4,861
System LSI	-610	-392	-1,265	-2,506	-2,276	-2,485	-1,647	-923	-4,207	-7,331	-1,311
영업이익률	8.4	22.6	13.2	9.3	4.4	1.4	11.9	16.8	13.6	9.2	22.6
DRAM	20.4	35.8	27.0	33.3	29.0	23.4	31.7	34.2	29.1	30.0	34.7
NAND	5.3	22.3	12.8	3.9	-6.1	-5.4	0.7	2.5	11.6	-1.9	16.4
System LSI	-12.1	-6.4	-22.7	-36.2	-38.3	-37.6	-21.6	-12.2	-17.1	-26.4	-4.3
DRAM											
Shipment(1Gb Eq. M)	29,230	30,787	30,818	25,924	26,495	29,369	32,462	33,889	115,581	122,214	140,460
증감률(q-q/y-y, %)	-15.2	5.3	0.1	-14.5	1.8	10.8	10.5	4.4	12.7	5.6	14.9
ASP(US$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.34	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
증감률(q-q/y-y, %)	20.0	19.2	9.0	18.5	-19.0	1.0	12.0	6.0	63.0	9.3	19.9
NAND											
Shipment(16Gb Eq. M)	42,764	40,769	39,128	36,617	31,943	40,887	41,363	37,580	157,082	151,773	151,936
증감률(q-q/y-y, %)	-2.1	-4.7	-4.0	-3.2	-12.8	28.0	1.2	-9.1	13.4	-3.4	0.1
ASP(US$)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
증감률(q-q/y-y, %)	31.0	21.6	8.0	-7.4	-16.0	-5.0	4.0	4.0	63.7	-13.1	10.4
System LSI											
Shipment ('000 W, 12" Eq.)	1,348	1,338	1,408	1,395	1,395	1,408	1,408	1,408	5,490	5,620	5,633
증감률(q-q/y-y, %)	0.0	-0.7	5.2	-0.9	0.0	1.0	0.0	0.0	3.5	2.4	0.2
ASP(US$)	2,830	3,325	2,931	3,574	2,954	3,374	3,902	4,007	13,017	14,209	16,267
증감률(q-q/y-y, %)	-15.1	17.5	-11.9	0.0	-16.5	1.0	3.0	2.7	0.4	9.5	14.5
MX/네트워크											
매출액	33,530	27,383	30,520	25,807	37,010	29,209	32,970	28,692	117,241	127,881	124,693
증감률(q-q, %)	33.9	-18.3	11.5	-15.4	43.4	-21.1	12.9	-13.0			
증감률(y-y, %)	5.4	7.2	1.7	3.1	10.4	6.7	8.0	11.2	4.3	9.1	-2.5
Handset	26,645	20,607	23,073	17,904	28,767	21,785	25,042	20,657	88,229	96,250	93,567
영업이익	3,510	2,230	2,820	2,103	4,351	3,108	3,310	2,569	10,663	13,339	13,250
증감률(q-q, %)	28.6	-36.5	26.5	-25.4	106.9	-28.6	6.5	-22.4			
증감률(y-y, %)	-10.9	-26.6	-14.5	-23.0	24.0	39.4	17.4	22.2	-18.0	25.1	-0.7
Handset	3,647	2,307	2,347	1,528	3,784	3,320	3,298	2,603	9,828	13,005	12,686
영업이익률	10.5	8.1	9.2	8.1	11.8	10.6	10.0	9.0	9.1	10.4	10.6
Handset	13.7	11.2	10.2	8.5	13.2	15.2	13.2	12.6	11.1	13.5	13.6
Shipment(M Units)	63	57	58	52	64	58	55	51	230	228	223
증감률(q-q/y-y, %)	12.9	-10.4	2.7	-10.4	22.4	-8.7	-5.0	-8.2	-0.6	-0.8	-2.2
Smartphone	60	54	55	49	61	56	53	48	219	218	214
증감률(q-q/y-y, %)	13.9	-10.7	2.8	-10.8	23.8	-8.9	-5.2	-8.4	-0.1	-0.4	-1.8
Portion (%)	95.4	95.2	95.3	94.9	95.9	95.6	95.4	95.2	95.2	95.6	95.9
ASP(US$)	321	266	295	248	314	270	326	297	284	302	307
증감률(q-q/y-y, %)	30.9	-17.1	10.6	-15.9	26.7	-14.1	21.0	-8.8	2.3	6.2	1.8
Smartphone	336	279	308	260	326	281	341	312	298	315	320
증감률(q-q/y-y, %)	30.0	-16.9	10.5	-15.6	25.5	-13.9	21.3	-8.6	1.8	5.8	1.4

자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부 전망

표5. 삼성전자 사업부별 실적 추이 및 전망 (계속) (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E	2026F
SDC											
매출액	**5,390**	**7,650**	**8,000**	**8,123**	**5,900**	**6,400**	**8,241**	**8,364**	**29,162**	**28,905**	**31,825**
증감률(q-q, %)	-44.2	41.9	4.6	1.5	-27.4	8.5	28.8	1.5			
증감률(y-y, %)	-18.5	18.1	-2.7	-15.9	9.5	-16.3	3.0	3.0	-5.8	-0.9	10.1
영업이익	**340**	**1,010**	**1,510**	**909**	**529**	**500**	**1,125**	**964**	**3,770**	**3,117**	**3,838**
증감률(q-q, %)	-83.1	197.0	49.4	-39.8	-41.8	-5.5	125.0	-14.3			
증감률(y-y, %)	-56.4	20.4	-22.2	-54.8	55.4	-50.5	-25.5	6.0	-32.3	-17.3	23.1
영업이익률	**6.3**	**13.2**	**18.9**	**11.2**	**9.0**	**7.8**	**13.6**	**11.5**	**12.9**	**10.8**	**12.1**
OLED											
Shipment(㎢)	1,491	2,086	2,577	3,003	2,267	2,536	3,024	3,177	7,741	11,005	11,600
증감률(q-q/y-y, %)	-38.5	39.9	23.5	16.6	-24.5	11.9	19.2	5.1	-3.2	42.2	5.4
ASP(US$)	2,749	2,679	2,300	1,946	1,808	1,815	1,961	1,921	2,772	1,884	2,008
증감률(q-q/y-y, %)	-10.3	-2.5	-14.2	-15.4	-7.1	0.4	8.0	-2.0	-8.3	-32.0	6.6
VD/가전											
매출액	**13,480**	**14,420**	**14,140**	**14,404**	**14,500**	**14,100**	**14,206**	**14,074**	**56,444**	**57,086**	**55,502**
증감률(q-q, %)	-5.5	7.0	-1.9	1.9	0.7	-4.1	0.7	-0.9			
증감률(y-y, %)	-4.3	0.2	3.1	1.0	7.6	-2.2	0.5	-2.3	0.0	1.1	-2.8
TV	5,075	5,140	5,169	5,722	5,417	5,036	4,987	4,783	21,105	20,222	17,835
영업이익	**530**	**490**	**530**	**203**	**327**	**202**	**239**	**237**	**1,754**	**876**	**1,101**
증감률(q-q, %)	흑전	-7.6	8.2	-61.7	60.8	1.8	18.3	-0.5			
증감률(y-y, %)	179.0	-33.6	39.7	흑전	-38.4	-58.8	-55.0	16.9	39.4	-50.1	25.7
영업이익률	**3.9**	**3.4**	**3.8**	**1.4**	**2.3**	**1.4**	**1.7**	**1.7**	**3.1**	**1.5**	**2.0**
TV											
Shipment(M Units)	9	9	9	9	9	8	8	9	37	34	31
증감률(q-q/y-y, %)	-11.3	0.8	-3.1	3.1	-5.2	-3.6	-2.3	6.1	-1.6	-6.6	-10.7
ASP(US$)	550	553	573	616	615	593	601	543	573	588	581
증감률(q-q/y-y, %)	-1.6	0.5	3.8	7.4	-0.1	-3.6	1.3	-9.6	22.2	2.6	-1.2

자료: 삼성전자, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**300,871**	**318,881**	**338,439**	**335,055**
증감률 (%)	16.2	6.0	6.1	-1.0
매출원가	**186,562**	**203,197**	**201,928**	**203,868**
매출총이익	**114,309**	**115,684**	**136,511**	**131,186**
Gross 마진 (%)	38.0	36.3	40.3	39.2
판매비와 일반관리비	81,583	85,748	84,476	87,953
영업이익	**32,726**	**29,936**	**52,035**	**43,233**
증감률 (%)	398.3	-8.5	73.8	-16.9
OP 마진 (%)	10.9	9.4	15.4	12.9
EBITDA	**75,357**	**71,213**	**96,608**	**91,313**
영업외손익	**4,804**	**6,992**	**6,503**	**6,561**
금융수익(비용)	3,718	4,597	5,359	5,339
기타영업외손익	335.1	1,600	344	422
종속, 관계기업관련손익	751.0	795	800	800
세전계속사업이익	**37,530**	**36,928**	**58,537**	**49,794**
법인세비용	**3,078**	**3,047**	**13,756**	**11,702**
계속사업이익	34,451	33,881	44,781	38,093
당기순이익	**34,451**	**33,881**	**44,781**	**38,093**
증감률 (%)	122.5	-1.7	32.2	-14.9
Net 마진 (%)	11.5	10.6	13.2	11.4
지배주주지분 순이익	33,621	32,526	43,885	37,331
비지배주주지분 순이익	830.0	1,355	896	762
기타포괄이익	16,845	2,178	2,243	2,373
총포괄이익	51,296	36,059	47,024	40,466

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	9.8	14.2	10.4	12.3
PBR(X)	0.9	1.2	1.1	1.1
PCR(X)	4.1	6.1	4.6	4.9
PSR(X)	1.1	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(X)	3.5	5.3	3.8	4.0
EV/EBIT(X)	8.2	12.6	7.1	8.3
EPS(W)	5,433	5,293	7,218	6,110
BPS(W)	57,663	61,882	67,308	71,781
SPS(W)	50,399	53,806	57,172	56,601
자기자본이익률(ROE, %)	9.0	8.0	10.1	8.0
총자산이익률(ROA, %)	7.1	6.4	8.1	6.5
투하자본이익률 (ROIC, %)	11.1	10.6	16.5	12.5
배당수익률(%)	2.7	1.9	1.9	1.9
배당성향(%)	25.6	25.9	19.2	22.6
총현금배당금(십억원)	9,811	9,578	9,578	9,578
보통주 주당배당금(W)	1,446	1,443	1,443	1,443
순부채(현금)/자기자본(%)	-24.2	-30.2	-29.7	-29.9
총부채/자기자본(%)	27.9	26.8	22.0	20.7
이자발생부채	15,401	19,418	20,089	19,525
유동비율(%)	243.3	261.9	302.7	312.0
총발행주식수(mn)	6,793	6,736	6,736	6,736
액면가(W)	100	100	100	100
주가(W)	53,200	75,400	75,400	75,400
시가총액(십억원)	353,964	496,034	496,034	496,034

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	53,706	92,127	99,522	108,831
매출채권	43,623	43,536	42,665	43,518
유동자산	**227,062**	**258,832**	**266,327**	**278,226**
유형자산	205,945	200,599	214,051	230,290
투자자산	24,349	25,205	26,778	27,455
비유동자산	**287,470**	**284,882**	**302,325**	**321,855**
자산총계	**514,532**	**543,714**	**568,651**	**600,081**
단기성부채	15,380	15,643	16,315	15,751
매입채무	12,370	13,336	14,476	15,660
유동부채	**93,326**	**98,818**	**87,994**	**89,186**
장기성부채	3,950	3,774	3,774	3,774
장기충당부채	521.4	3,735	3,673	3,575
비유동부채	**19,014**	**16,224**	**14,539**	**13,890**
부채총계	**112,340**	**115,041**	**102,533**	**103,075**
자본금	897.5	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	393,461	427,768	455,520
비지배주주지분	10,504	11,860	12,755	13,517
자본총계	**402,192**	**428,673**	**466,118**	**497,006**

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**72,983**	**77,845**	**77,438**	**84,483**
당기순이익	34,451	33,881	44,781	38,093
+ 유/무형자산상각비	42,631	41,278	44,573	48,080
+ 종속, 관계기업관련손익	-751.0	-795	-800	-800
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0	0	0
Gross Cash Flow	77,398	72,919	96,564	91,074
- 운전자본의증가(감소)	-1,568	3,439	-11,158	-932
투자활동 현금흐름	**-85,382**	**-55,793**	**-70,447**	**-61,813**
+ 유형자산 감소	156.2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-51,406	-59,161	-64,681	-58,212
+ 투자자산의매각(취득)	-2,684	-61	-773	123
Free Cash Flow	21,576	18,684	12,758	26,270
Net Cash Flow	-12,399	22,052	6,991	22,670
재무활동현금흐름	**-7,797**	**-9,556**	**-8,907**	**-10,143**
자기자본 증가	0.0	0	0	0
부채증감	-7,797	-9,556	-8,907	-10,143
현금의증가	-15,375	38,421	7,395	9,309
기말현금 및 현금성자산	53,706	92,127	99,522	108,831
기말 순부채(순현금)	-97,214	-129,481	-138,325	-148,749

SK하이닉스 (000660.KS)

다시 한번 가보자

기술력 기반의 고성능 메모리를 바탕으로 경쟁사와 차별화된 글로벌 1위 메모리 업체로 부상. AI의 핵심인 eSSD와 HBM 비중 상승에 힘입어 견조한 실적을 유지할 것으로 전망

Analyst 류영호
02)768-7199, youngryu@nhqv.com
RA 윤진호
02)768-7734, jinho.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 49페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**395,000원 (상향)**
현재가 (25/09/15)	**331,000원**
업종	반도체
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	240,968.8십억원
발행주식수(보통주)	728.0백만주
52주 최고가('25/09/15)	331,000원
최저가('24/09/19)	152,800원
평균거래대금(60일)	946,974백만원
배당수익률(2025E)	0.18%
외국인지분율	56.2%
주요주주	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.1%
국민연금공단	7.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	40.6	61.9	103.3
상대수익률 (%p)	19.4	21.9	53.7

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	66,193	90,647	116,731	120,816
증감률	*102.0*	*36.9*	*28.8*	*3.5*
영업이익	23,467	38,971	51,979	54,741
증감률	*흑전*	*66.1*	*33.4*	*5.3*
영업이익률	*35.5*	*43.0*	*44.5*	*45.3*
(지배지분)순이익	19,789	29,906	38,522	41,134
EPS	27,182	41,079	52,914	56,502
증감률	*흑전*	*51.1*	*28.8*	*6.8*
PER	6.4	8.1	6.3	5.9
PBR	1.7	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	3.8	4.3	3.1	2.5
ROE	31.1	33.7	31.6	25.7
부채비율	62.2	41.3	28.1	20.9
순차입금	9,038	-13,592	-34,128	-71,849

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과도한 HBM 시장에 대한 우려, 예상보다 긍정적인 메모리 시장

투자의견 Buy 유지, 목표주가는 395,000원으로 기존 대비 14.5% 상향. 최근 주가 변동성 확대는 HBM 계약 지연과 가격 하락 노이즈에 기인. 당사는 경쟁사의 Nvidia 공급망 진입이 현실화되더라도, 동사의 원가 경쟁력과 기술 우위를 경쟁사가 단기간에 따라잡기 어렵다 판단. 더불어 최근 Nvidia는 HBM4 요구 사양을 상향. 선제적으로 샘플을 납품한 동사에게 우호적인 상황. HBM4 요구 사양 상향과 비용 부담 증가로 동사의 경쟁력이 부각될 것이기 때문. HBM 계약 윤곽은 Rubin의 출시 시점을 고려한다면 1-2개월 내 확인이 가능할 것으로 예상

HBM 이외에도 메모리 환경은 시장의 우려보다 긍정적인 흐름. 1) 공급사들의 낮은 재고 상황, 2) 일부 제품의 공급 이슈, 3) 제한적인 CAPA 증가 등을 고려한다면 현재와 같은 시장 상황이 내년까지 이어질 가능성. 순수 메모리 비중이 높은 SK하이닉스의 실적 우위가 지속될 것으로 전망

3분기도 최대 실적 전망

3분기 실적은 매출액 24.6조원(+39.8% y-y, +10.5% q-q), 영업이익 11.2조원 (+58.9% y-y, 21.3% q-q)으로 컨센서스 상회 전망. DRAM 가격 상승 외에도 예상보다 우호적인 NAND 수급 상황과 HBM3E 12단 비중 증가로 시장 예상을 뛰어 넘는 실적을 기록할 것. 현재도 긍정적인 상황이 이어지는 만큼 추가적인 실적 상향 조정 가능성. 3분기 DRAM과 NAND B/G는 각각 +3.9%, -1.3%, ASP는 각각 +7.0%, +5.0% 예상

SK하이닉스 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	17,573	19,767	17,639	22,232	24,568	39.8	10.5	23,071	23,460	26,268
영업이익	7,030	8,083	7,441	9,213	11,173	58.9	21.3	9,840	10,354	11,211
영업이익률	*40.0*	*40.9*	*42.2*	*41.4*	*45.5*			*42.6*	*44.1*	*42.7*
세전이익	6,879	9,581	9,298	8,723	10,755	56.3	23.3	9,417	10,169	11,039
(지배)순이익	5,749	8,000	8,113	6,997	8,774	52.6	25.4	7,563	8,198	8,743

자료: SK하이닉스, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

SK하이닉스는 글로벌 메모리 반도체 업체로 2024년 매출액 66.2조원(+102.0% y-y), 영업이익률 35.5% 기록. 제품 군별 매출 비중은 DRAM 69%, NAND 26% 수준. DRAM 적용처는 PC, Server, Graphics, Consumer, Mobile이 있으며, NAND 적용처는 USB, Card & Others, Mobile, SSD로 구분. [DRAM] AI 모델 훈련 및 추론에 대한 수요 확대 속에 AI 가속기 및 데이터센터에 필요한 메모리를 우수한 품질로 적기에 공급하여 시장 내 경쟁력을 확보. 특히 HBM(High Bandwidth Memory) 제품을 Top-Tier 시스템 반도체향으로 납품하며 입지를 강화하고 있고, 커스텀 반도체로도 적용처를 확대하는 중. 향후 HBM, DDR5 중심의 고성능 제품군으로 사업 역량을 집중할 계획 [NAND] 고다층 제품 개발에 집중하여 AI 데이터센터용 SSD, 온디바이스 AI 스토리지 시장을 공략. '20년 10월 인텔의 NAND 사업부 인수를 위한 영업양수도 계약을 체결, '25년 3월 최종 인수. 자회사 솔리다임과의 R&D 협력 강화 통해 입지를 강화할 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- AI 데이터센터향 투자 및 ASIC 수요 증가에 따른 HBM TAM 확대 & HBM 기술력 우위에 따른 점유율 확대는 실적 추정치 상향과 멀티플 프리미엄으로 이어지는 요소
- 컨슈머 전방 수요 확대에 따른 레거시 메모리 제품 가격 안정화

Downside Risk

- 중국 메모리사의 기술 추격: 중국은 전자제품의 주요 소비국이며 AI 산업에의 투자가 확대되고 있는 상황. 이와 함께 중국 내 국산화 시도가 이루어지고 있기에 HBM과 DDR5 등 고성능 메모리에 대한 기술 격차 축소는 점유율 축소와 ASP 하락 압력으로 이어질 수 있는 요소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
삼성전자	16.9	12.9	1.3	1.2	7.5	9.0
Micron	19.5	12.1	3.3	2.7	16.9	22.9
Kioxia	15.5	10.8	2.7	2.3	19.0	24.6
웨스턴디지털	15.2	13.9	4.4	3.8	41.6	29.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	N/A	6.4	8.1	6.3	5.9
PBR	1.9	1.7	2.3	1.7	1.3
PSR	3.1	1.9	2.7	2.1	2.0
ROE	-15.6	31.1	33.7	31.6	25.7
ROIC	-12.3	28.8	43.2	48.5	46.6

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

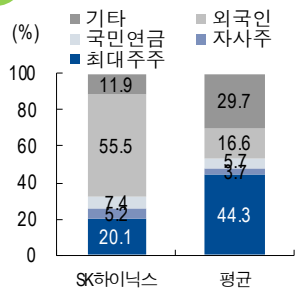
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**17,198**	**30,109**	**40,445**	**26,991**	**31,900**	**42,998**	**44,622**	**32,766**	**66,193**
영업이익	3,277	13,721	20,844	2,719	5,013	12,410	6,809	-7,730	23,467
영업이익률(%)	*19.1*	*45.6*	*51.5*	*10.1*	*15.7*	*28.9*	*15.3*	*-23.6*	*35.5*
세전이익	3,216	13,440	21,341	2,433	6,237	13,416	4,003	-11,658	23,885
순이익	**2,960**	**10,642**	**15,540**	**2,009**	**4,759**	**9,616**	**2,242**	**-9,138**	**19,797**
지배지분순이익	**2,954**	**10,642**	**15,540**	**2,006**	**4,755**	**9,602**	**2,230**	**-9,112**	**19,789**
EBITDA	7,733	18,748	27,272	11,340	14,785	23,067	20,961	5,943	36,049
CAPEX	5956	9128	16036	13920	10069	12487	19010	8325	15946
Free Cash Flow	-407	5,562	6,191	-7,371	2,246	7,311	-4,230	-4,047	13,850
EPS(원)	4,057	14,617	21,346	2,755	6,532	13,190	3,063	-12,517	27,182
BPS(원)	32,990	46,449	64,348	65,825	71,275	85,380	86,904	73,495	101,515
DPS(원)	600	1,000	1,500	1,000	1,170	1,540	1,200	1,200	2,204
순차입금	197	-4,386	2,404	7,912	7,834	12,080	17,588	21,309	9,038
ROE(%)	13.0	36.8	38.5	4.2	9.5	16.8	3.6	-15.6	31.1
ROIC(%)	12.6	46.6	47.3	4.9	8.6	16.3	5.2	-12.3	28.8
배당성향(%)	14.3	6.6	6.6	34.1	16.8	11.0	37.0	-9.1	7.7
배당수익률(%)	1.3	1.3	2.5	1.1	1.0	1.2	1.6	0.8	1.3
순차입금 비율(%)	0.8	-13.0	5.1	16.5	15.1	19.4	27.8	39.8	12.2

자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부

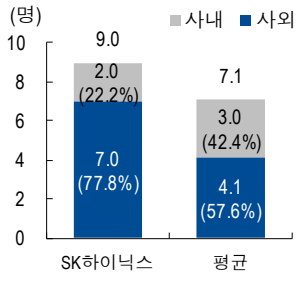
ESG Index & Event

G

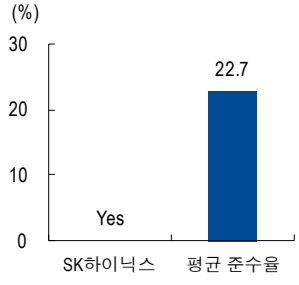
주주 구성



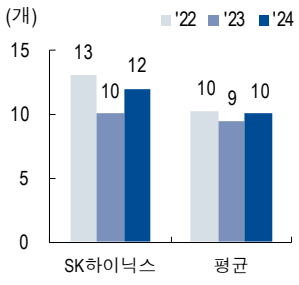
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



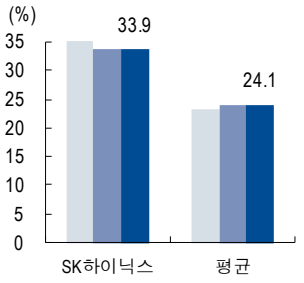
기업지배구조 핵심지표 준수



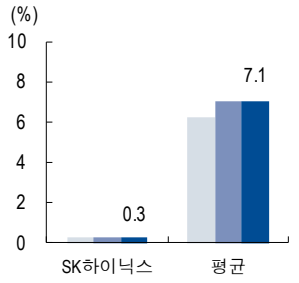
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: SK하이닉스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

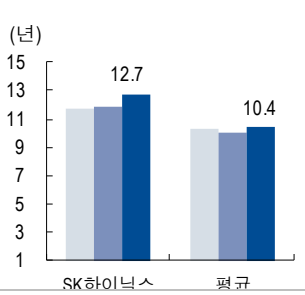
여성 임직원 비율



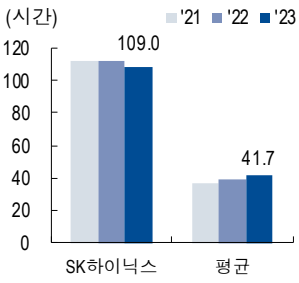
계약직 비율



근속연수



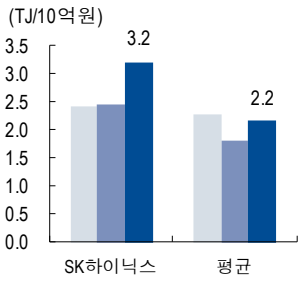
인당 교육시간



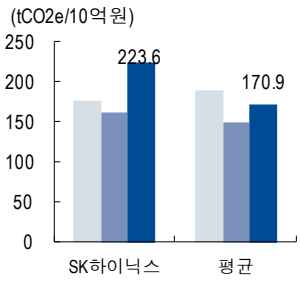
주석: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부

E

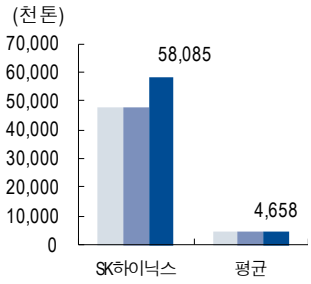
에너지 사용량



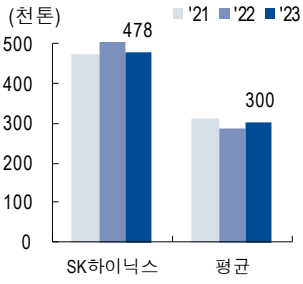
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.7	- 지속가능경영보고서 2023 발간. 전사 재생에너지 사용 비율('21년 약 4% 수준) 29.6%로 확대 및 매립 폐기물을 최소화하기 위한 ZWTL 인증에서 국내 사업장 모두 재활용률 100% 달성
	2021.1	- 메모리 업계 최초 그린본드 발행(10억달러). 수질관리, 에너지효율화, 오염방지, 생태복원 사업에 활용 계획
S	2023.7	- 공급망 내 중점/ 고위험 협력사에 대한 현장평가를 완료
G	-	-

자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부

표1. SK하이닉스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	66,193	90,647	116,731	120,816
	- 수정 전	-	86,504	96,636	100,502
	- 변동률	-	4.8	20.8	20.2
영업이익	- 수정 후	23,467	38,971	51,979	54,741
	- 수정 전	-	36,403	40,973	43,434
	- 변동률	-	7.1	26.9	26.0
영업이익률(수정 후)		*35.5*	*43.0*	*44.5*	*45.3*
EBITDA		36,049	52,617	66,300	68,624
(지배지분)순이익		19789	29906	38522	41134
EPS	- 수정 후	27,182	41,079	52,914	56,502
	- 수정 전	-	38,222	41,411	44,462
	- 변동률	-	7.5	27.8	27.1
PER		6.4	8.1	6.3	5.9
PBR		1.7	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA		3.8	4.3	3.1	2.5
ROE		31.1	33.7	31.6	25.7

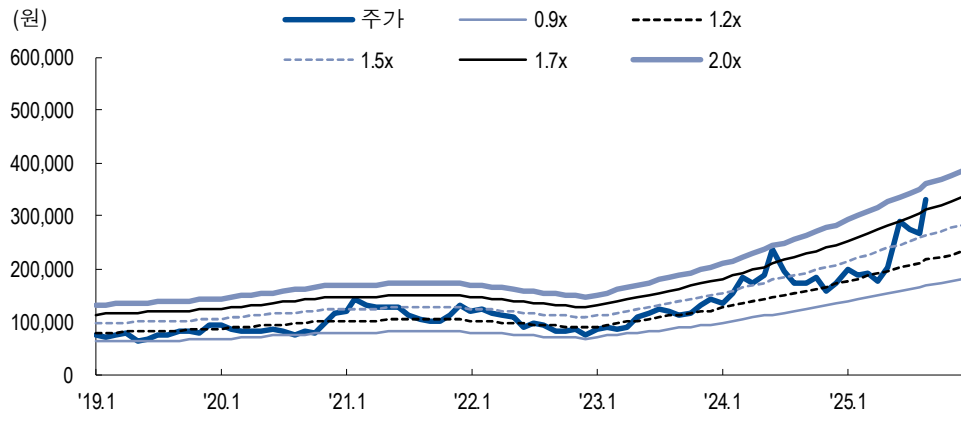
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. SK하이닉스 PBR 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항목	비고	
Target PBR	최근 밴드 상단 적용	2.0
BPS	Expectation 2026	193,029
Fair Value Per Share	Target PBR x BPS	395,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. SK하이닉스 12M Forward PBR 밴드차트



자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. SK하이닉스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E	2026F
매출액	**12,441**	**16,436**	**17,585**	**19,781**	**17,646**	**22,232**	**24,568**	**26,268**	**66,196**	**90,713**	**116,817**
증감률(q-q, %)	10.0	32.1	7.0	12.5	-10.8	26.0	10.5	6.9			
증감률(y-y, %)	144.5	124.8	93.8	74.8	41.8	35.3	39.7	32.8	0.1	36.9	28.8
DRAM	7,690	10,962	12,292	14,692	13,983	17,167	19,035	20,462	45,636	70,647	91,407
HBM비중(%)	**11.5%**	**16.1%**	**25.5%**	**35.0%**	**46.9%**	**44.5%**	**45.9%**	**46.4%**	**24.1%**	**44.8%**	**53.5%**
NAND	3,990	4,774	4,542	4,246	2,889	4,329	4,487	4,688	17,510	16,393	20,438
매출총이익	**4,795**	**7,498**	**9,174**	**10,368**	**10,102**	**11,983**	**14,613**	**15,676**	**31,828**	**52,374**	**69,662**
증감률(q-q, %)	115.7	56.4	22.4	13.0	-2.6	18.6	21.9	7.3			
증감률(y-y, %)	흑전	흑전	15,681	366.4	110.7	59.8	59.3	51.2	흑전	64.5	33.0
DRAM	3,792	5,853	7,249	9,048	9,427	11,399	13,612	14,380	25,946	48,819	63,287
NAND	806	1,512	1,783	1,151	507	425	802	1,083	5,241	2,817	5,430
영업이익	**2,886**	**5,471**	**7,033**	**8,085**	**7,441**	**9,213**	**11,173**	**11,211**	**23,468**	**39,038**	**52,065**
증감률(q-q, %)	741.8	89.6	28.6	15.0	-8.0	23.8	21.3	0.3			
증감률(y-y, %)	흑전	흑전	흑전	2,258	157.8	68.4	58.9	38.7	흑전	66.3	33.4
DRAM	2,612	4,501	5,752	7,353	7,319	9,260	10,947	10,902	20,218	38,428	49,512
NAND	193	923	1,230	661	71	-114	174	286	3,000	417	2,357
영업이익률	**23.2**	**33.3**	**40.0**	**40.9**	**42.2**	**41.4**	**45.5**	**42.7**	**35.5**	**43.0**	**44.6**
DRAM	34.0	41.1	46.8	50.0	52.3	53.9	57.5	53.3	44.3	54.4	54.2
NAND	4.8	19.3	27.1	15.6	2.5	-2.6	3.9	6.1	17.1	2.5	11.5
세전이익	**2,373**	**5,052**	**6,879**	**9,581**	**9,299**	**8,721**	**10,755**	**11,039**	**23,885**	**39,815**	**51,096**
증감률(q-q, %)	흑전	112.9	36.2	39.3	-2.9	-6.2	23.3	2.6			
증감률(y-y, %)	흑전	-42.1	흑전	흑전	291.9	72.6	56.3	15.2	2,222	66.7	28.3
순이익	**1,917**	**4,120**	**5,753**	**8,006**	**8,108**	**7,015**	**8,774**	**8,743**	**19,797**	**32,622**	**38,577**
증감률(q-q, %)	흑전	114.9	39.6	39.2	1.3	-13.5	25.4	-0.3			
증감률(y-y, %)	흑전	-41.3	흑전	흑전	323.0	70.3	52.5	9.2	1,417	64.8	18.3
순이익률	15.4	25.1	32.7	40.5	45.9	31.6	35.7	33.3	29.9	36.0	33.0

자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 제품별 출하량/ASP 추이 및 전망 (단위: 백만개, 달러, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E	2026F
DRAM											
Shipment(1Gb Eq. M)	16,296	19,675	19,610	20,600	18,704	23,447	24,351	25,199	76,182	91,701	108,207
증감률(q-q/y-y, %)	-15.4	20.7	-0.3	5.0	-9.2	25.4	3.9	3.5	17.1	20.4	18.0
ASP(달러)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
증감률(q-q/y-y, %)	21.2	14.5	15.1	9.7	0.5	2.2	6.8	4.6	77.2	25.2	12.6
NAND											
Shipment(16Gb Eq. M)	18,204	17,889	15,143	14,366	11,640	20,084	19,826	20,043	65,602	71,620	83,072
증감률(q-q/y-y, %)	0.0	-1.7	-15.4	-5.1	-19.0	72.1	-1.3	1.1	-0.9	8.9	16.0
ASP(달러)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
증감률(q-q/y-y, %)	32.0	18.1	15.0	-5.0	-19.5	-9.2	5.0	4.1	98.2	-16.7	10.3

자료: SK하이닉스, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**66,193**	**90,647**	**116,731**	**120,816**
증감률 (%)	102.0	36.9	28.8	3.5
매출원가	**34,365**	**38,340**	**47,155**	**47,862**
매출총이익	**31,828**	**52,307**	**69,576**	**72,954**
Gross 마진 (%)	48.1	57.7	59.6	60.4
판매비와 일반관리비	8,361	13,336	17,597	18,213
영업이익	**23,467**	**38,971**	**51,979**	**54,741**
증감률 (%)	흑전	66.1	33.4	5.3
OP 마진 (%)	35.5	43.0	44.5	45.3
EBITDA	**36,049**	**52,617**	**66,300**	**68,624**
영업외손익	**417.9**	**-1,828**	**-883**	**-181**
금융수익(비용)	-852.9	-3,458	-703	-1
기타영업외손익	1,309	1,690	-120	-120
종속, 관계기업관련손익	-38.2	-60	-60	-60
세전계속사업이익	**23,885**	**37,143**	**51,096**	**54,560**
법인세비용	**4,088**	**7,194**	**12,518**	**13,367**
계속사업이익	19,797	29,949	38,577	41,193
당기순이익	**19,797**	**29,949**	**38,577**	**41,193**
증감률 (%)	흑전	51.3	28.8	6.8
Net 마진 (%)	29.9	33.0	33.0	34.1
지배주주지분 순이익	19,789	29,906	38,522	41,134
비지배주주지분 순이익	8.2	43.1	55.6	59.3
기타포괄이익	1,248	15.0	23.0	14.0
총포괄이익	21,044	29,964	38,600	41,207

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	6.4	8.1	6.3	5.9
PBR(X)	1.7	2.3	1.7	1.3
PCR(X)	3.4	4.6	3.7	3.6
PSR(X)	1.9	2.7	2.1	2.0
EV/EBITDA(X)	3.8	4.3	3.1	2.5
EV/EBIT(X)	5.8	5.8	4.0	3.1
EPS(W)	27,182	41,079	52,914	56,502
BPS(W)	101,515	142,075	193,029	247,275
SPS(W)	90,924	124,514	160,344	165,956
자기자본이익률(ROE, %)	31.1	33.7	31.6	25.7
총자산이익률(ROA, %)	18.0	22.5	23.6	20.7
투하자본이익률 (ROIC, %)	28.8	43.2	48.5	46.6
배당수익률(%)	1.3	0.2	0.6	0.7
배당성향(%)	7.7	1.4	3.8	4.0
총현금배당금(십억원)	1,520	414	1,450	1,657
보통주 주당배당금(W)	2,204	600	2,100	2,400
순부채(현금)/자기자본(%)	12.2	-13.1	-24.3	-39.9
총부채/자기자본(%)	62.2	41.3	28.1	20.9
이자발생부채	22,684	23,732	20,624	19,461
유동비율(%)	169.3	283.3	379.2	541.3
총발행주식수(mn)	728	728	728	728
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	173,900	331,000	331,000	331,000
시가총액(십억원)	126,600	240,969	240,969	240,969

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	11,205	30,452	47,750	84,597
매출채권	13,019	17,826	16,676	17,259
유동자산	**42,279**	**67,747**	**88,977**	**122,631**
유형자산	60,157	60,157	72,837	76,479
투자자산	6,522	6,221	6,191	6,397
비유동자산	**77,576**	**78,429**	**91,237**	**95,271**
자산총계	**119,855**	**146,176**	**180,214**	**217,902**
단기성부채	7,582	6,411	5,916	5,743
매입채무	2,277	3,126	2,594	2,685
유동부채	**24,965**	**23,914**	**23,462**	**22,656**
장기성부채	19,617	17,320	14,708	13,717
장기충당부채	370.2	425.8	447.1	464.9
비유동부채	**20,974**	**18,775**	**16,115**	**15,059**
부채총계	**45,940**	**42,689**	**39,577**	**37,715**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	65,418	94,910	131,981	171,458
비지배주주지분	12.3	55.4	111.0	170.3
자본총계	**73,916**	**103,487**	**140,637**	**180,187**

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**29,796**	**39,212**	**49,309**	**57,911**
당기순이익	19,797	29,949	38,577	41,193
+ 유/무형자산상각비	12,582	13,647	14,321	13,883
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	352.1	350.0	360.5	371.3
Gross Cash Flow	36,851	52,008	65,566	67,644
- 운전자본의증가(감소)	-5,600	-5,213	-4,305	2,120
투자활동 현금흐름	**-18,005**	**-29,933**	**-21,714**	**-19,508**
+ 유형자산 감소	47.1	14.0	13.0	12.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-15,946	-28,100	-20,600	-18,540
+ 투자자산의매각(취득)	-567.7	301.3	29.8	-206.1
Free Cash Flow	13,850	11,112	28,709	39,371
Net Cash Flow	11,791	9,279	27,595	38,403
재무활동현금흐름	**-8,704**	**-4,554**	**-3,936**	**-2,613**
자기자본 증가	114.6	0.0	0.0	0.0
부채증감	-8,819	-4,554	-3,936	-2,613
현금의증가	3,618	19,247	17,298	36,847
기말현금 및 현금성자산	11,205	30,452	47,750	84,597
기말 순부채(순현금)	9,038	-13,592	-34,128	-71,849

원익IPS (240810.KQ)

이미 확보된 2026년 실적 가시성

국내 최대 종합 반도체, 디스플레이 장비 회사. 최근 주요 고객사의 미국 파운드리 공사 재개가 가시화되며 2026년에 대한 기대감 상승. 신규 라인과 세대 전환 투자가 가시화되는 만큼 주목할 필요

Analyst 류영호
02)768-7199, youngryu@nhqv.com
RA 윤진호
02)768-7734, jinho.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 55페이지 참조

2026년 성장에 대한 기대감

원익IPS에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 53,000원으로 상향 조정. 목표주가는 과거 전방산업 투자 확대 시기(2019-2021년)의 PBR 평균 2.5배를 적용. 2026년-2027년 주요 고객사들의 신규라인 투자가 예정되어 있는 만큼 올해에 이어 실적 개선세가 이어질 것으로 예상. 하반기 전환 투자와 신규라인 투자가 시작됨에 따른 안정적인 실적은 덤

2026년에도 안정적인 실적 흐름을 이어갈 것으로 전망. 주요 고객사의 1c 투자 이외에도 1)상반기 M15X 매출 인식, 2)최근 주요 고객사가 파운드리 신규수주를 확보하며 테일러 지역의 투자가 재개가 확정되었기 때문. 파운드리 매출은 고객사 초기 투자 규모 고려 시 최소 1,000억원 이상 예상. 신규 장비 수주까지 확보한다면 매출 규모는 더욱 확대될 것으로 기대. 2026년 디스플레이 매출 감소로 외형 성장에 대한 우려가 존재하였으나 이미 일정 수준이상의 수주를 확보하며 실적 가시성 확보. 그동안 준비했던 다양한 신제품 효과도 점진적으로 확대될 것으로 예상되는 만큼 2026년 이후의 성장에 대한 기대도 높아지고 있음

3분기도 안정적인 실적

3분기 매출액은 2,504억원 (+35.6% y-y, +3.4% q-q), 228억원(+57.5% y-y, -37.5% q-q) 예상. 3분기도 반도체의 경우 삼성전자 전환 투자 매출이 중심이 되는 가운데 디스플레이 부분 매출이 본격적으로 반영될 것으로 예상. 반도체 대비 디스플레이 부분의 수익성이 낮아 전사 수익성은 감소하나 안정적인 실적이 이어질 것으로 기대. 4분기도 현재 수주 잔고 고려 시 우상향 지속 전망

원익IPS 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	184.6	294.9	124.2	242.2	250.4	35.6	3.4	254.7	247.9	306.3
영업이익	14.5	26.0	-7.4	36.5	22.8	57.5	-37.5	36.9	30.3	29.1
영업이익률	*7.8*	*8.8*	*-5.9*	*15.1*	9.1			*14.5*	*12.2*	*9.5*
세전이익	3.8	30.4	-3.3	32.8	18.5	3.9	-43.7	32.5	31.1	28.7
(지배)순이익	8.5	27.7	-4.7	27.7	14.0	0.7	-49.4	27.3	25.2	24.8

자료: 원익IPS, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**53,000원 (상향)**
현재가 (25/09/15)	**45,000원**
업종	기계장비
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	2,208.8십억원
발행주식수(보통주)	49.1백만주
52주 최고가('25/09/15)	45,000원
최저가('25/05/23)	20,950원
평균거래대금(60일)	19,372백만원
배당수익률(2025E)	0.11%
외국인지분율	28.7%
주요주주	
원익홀딩스 외 5 인	33.0%
삼성전자 외 1인	7.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	79.3	73.1	54.9
상대수익률 (%p)	61.7	49.0	33.2

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	748.2	923.0	1,095	1,260
증감률	*8.4*	*23.4*	*18.7*	*15.0*
영업이익	10.6	80.9	118.9	154.1
증감률	*흑전*	*660.0*	*47.0*	*29.6*
영업이익률	*1.4*	*8.8*	*10.9*	*12.2*
(지배지분)순이익	20.7	61.7	97.5	126.7
EPS	423	1,258	1,986	2,581
증감률	*흑전*	*197.5*	*57.9*	*30.0*
PER	52.9	35.8	22.7	17.4
PBR	1.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.2	17.0	12.6	10.1
ROE	2.4	6.8	9.9	11.5
부채비율	26.7	30.9	31.3	29.5
순차입금	-126.7	-167.7	-285.2	-338.7

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

원익IPS는 반도체, 디스플레이, 태양광 공정 장비 제조사. 2024년 매출액 7,482억원 (+8.4% y-y), 영업이익 106억원 (흑자전환, OPM 1.4%) 기록. 매출비중은 반도체 장비 76%, 디스플레이 장비 24%로 추정. 부문별 주요 제품으로 반도체 CVD/ALD 증착 장비, 디스플레이 CVD 증착 장비, 디스플레이 및 태양광 식각 공정 장비가 있음. 증착은 웨이퍼 혹은 기판 표면에 막을 입히는 공정. 예로, 반도체 CVD는 플라즈마를 통해 하드마스크와 같은 유전막 필름을 형성하는 공정. 동사는 해당 장비의 국산화를 주도하였으며 글로벌 주요 플레이어는 (CLD) 어플라이드 머티리얼즈, 램리서치, 도쿄일렉트론, (ALD) ASMI, 도쿄일렉트론, Kokusai 등이 있음. 2016년 존속법인 원익홀딩스와 신설법인 원익IPS로 인적분할, 2024년말 기준 최대주주 원익홀딩스 지분율 32.9%

Share price drivers/Earnings Momentum

- DRAM 미세화 및 NAND 고단화 기조에 따라 국내 주요 고객사의 전환투자 확대에 따른 이익 추정치 상향
- 고객사의 파운드리 사업 회복에 따른 멀티플 확대

Downside Risk

- 중국향 반도체 장비 제재 및 디스플레이 장비 납입 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
ASMI	29.4	25.3	5.3	4.6	17.5	19.7
AMAT	17.9	17.5	7.0	6.3	37.4	36.4
Lam Research	26.0	22.9	12.3	10.1	53.2	51.1
Kokusai	21.7	17.8	3.6	3.2	17.8	20.9

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	-	52.9	35.8	22.7	17.4
PBR	1.9	1.2	2.3	2.1	1.9
PSR	2.4	1.5	2.4	2.0	1.8
ROE	-1.6	2.4	6.8	9.9	11.5
ROIC	-2.9	1.9	9.7	13.7	17.4

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

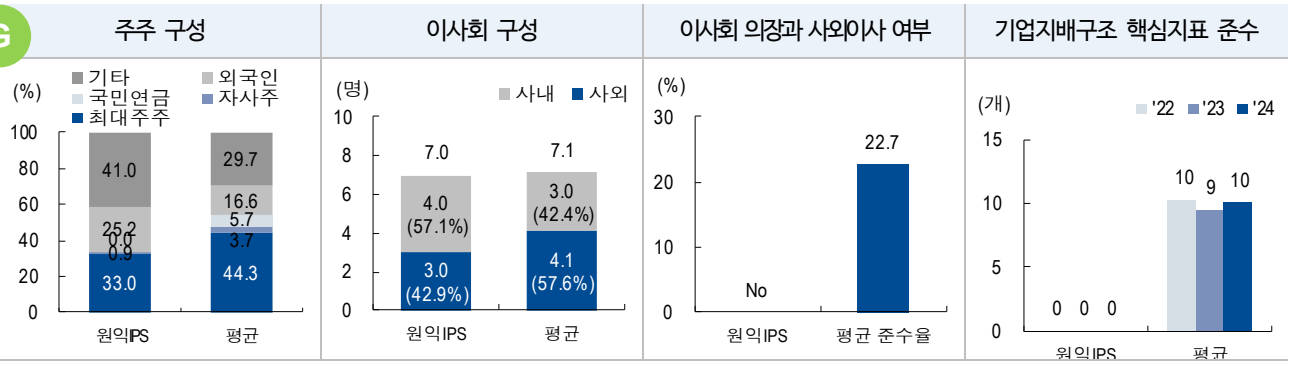
(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**244**	**631**	**649**	**669**	**1,091**	**1,232**	**1,011**	**690**	**748**
영업이익	29	122	106	41	141	164	98	-18	11
영업이익률(%)	*11.8*	*19.4*	*16.3*	*6.1*	*12.9*	*13.3*	*9.6*	*-2.6*	1.4
세전이익	28	124	110	43	127	189	117	-21	17
순이익	**23**	**95**	**87**	**43**	**98**	**145**	**89**	**-14**	**21**
지배지분순이익	**23**	**95**	**87**	**43**	**98**	**145**	**89**	**-14**	**21**
EBITDA	40	139	124	76	179	202	138	27	52
CAPEX	13	18	47	57	58	97	70	60	21
Free Cash Flow	6	78	0	-73	167	40	-42	-72	57
EPS(원)	552	2,311	2,105	885	1,993	2,957	1,822	-275	423
BPS(원)	5,304	7,595	8,946	11,543	13,508	16,320	17,719	17,658	18,080
DPS(원)	0	200	220	0	200	300	200	0	50
순차입금	-27	-103	-87	-10	-161	-61	-155	-91	-140
ROE(%)	10.3	35.8	25.4	9.2	15.9	19.8	10.7	-1.6	2.4
ROIC(%)	N/A	47.0	31.5	8.6	21.5	27.4	12.6	-2.9	1.9
배당성향(%)	0.0	8.7	10.5	0.0	9.9	10.0	10.7	0.0	11.7
배당수익률(%)	0.0	0.6	1.1	0.0	0.5	0.7	0.8	0.0	0.2
순차입금 비율(%)	-12.3	-32.9	-23.6	-1.8	-24.3	-7.7	-17.9	-10.5	-15.7

자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치본부

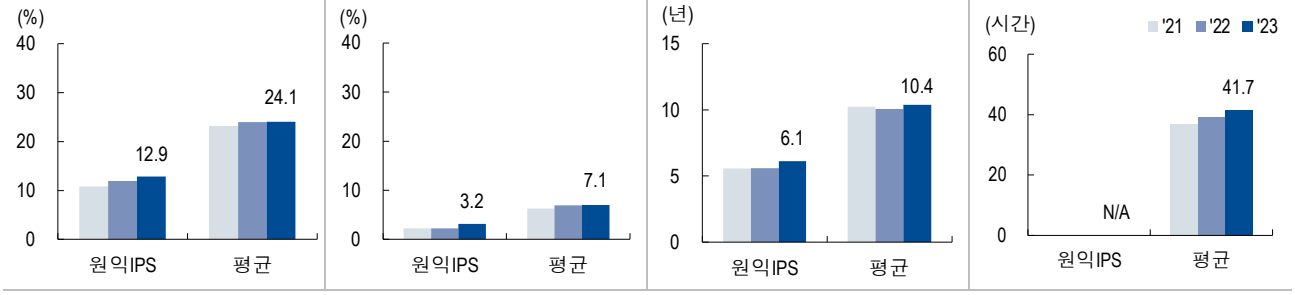
ESG Index & Event

G



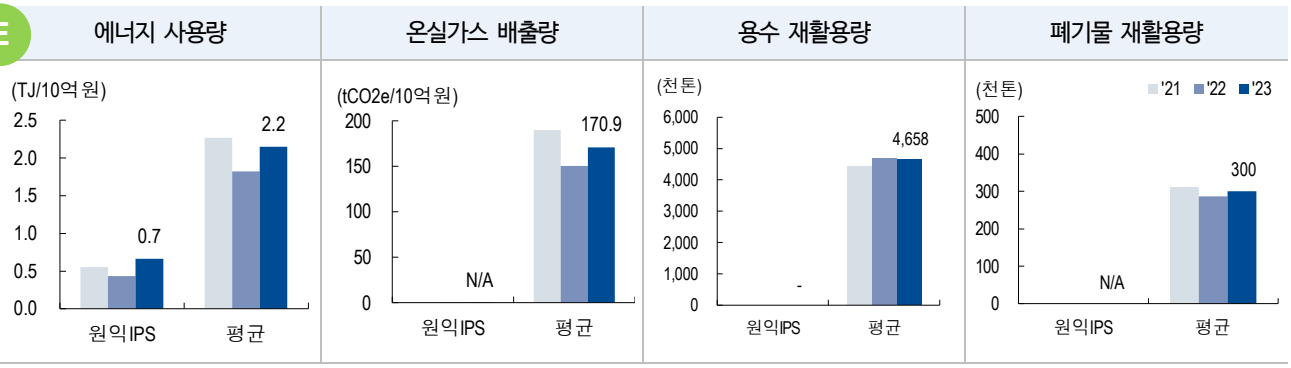
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 원익IPS, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.06	- 환경경영 정책 보고서 발행
S	2022.12	- 원익 IPS는 매년 200명 이상의 채용을 진행하며, 19~22년 4년 연속 일자리 으뜸기업대상을 수상
G	2024.05	- 한국ESG 기준원으로부터 ESG 종합 B등급, 지배구조 B 등급을 획득

자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치본부

표1. 원익 IPS 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	748.2	923.0	1,095	1,260
	- 수정 전	-	928.2	1,058	1,180
	- 변동률	-	-0.6	3.5	6.8
영업이익	- 수정 후	10.6	80.9	118.9	154.1
	- 수정 전	-	93.3	114.5	134.6
	- 변동률	-	-13.3	3.9	14.5
영업이익률(수정 후)		*1.4*	*8.8*	*10.9*	*12.2*
EBITDA		50.5	120.1	153.3	184.3
(지배지분)순이익		20.7	61.7	97.5	126.7
EPS	- 수정 후	422.7	1,258	1,986	2,581
	- 수정 전	-	1,464	1,923	2,288
	- 변동률	-	-14.1	3.3	12.8
PER		52.9	35.8	22.7	17.4
PBR		1.2	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA		19.2	17.0	12.6	10.1
ROE		2.4	6.8	9.9	11.5

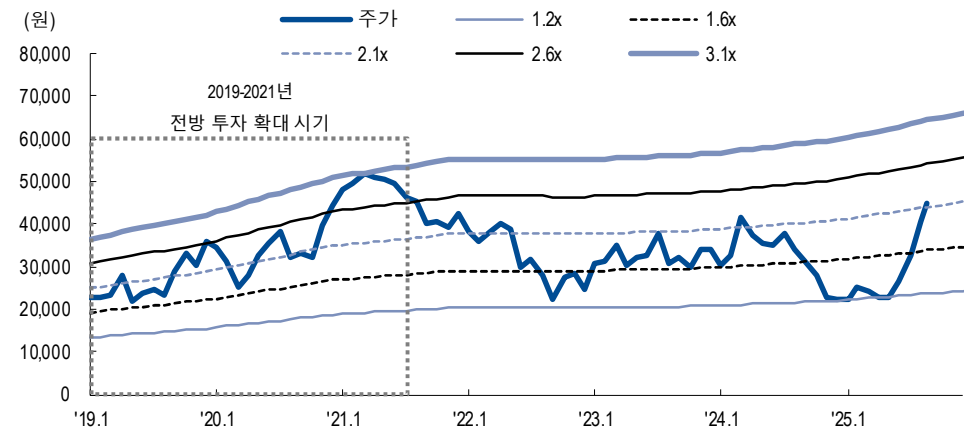
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 원익IPS PBR 밸류에이션 (단위: 배, 원)

항목	비고	
Target PBR	2019-2021년 투자 업사이클 당시 평균 PBR	2.5
BPS	Expectation 2026	21,101
Fair Value Per Share	Target PBR x BPS	53,000

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 원익IPS 12M Forward PBR 밴드차트



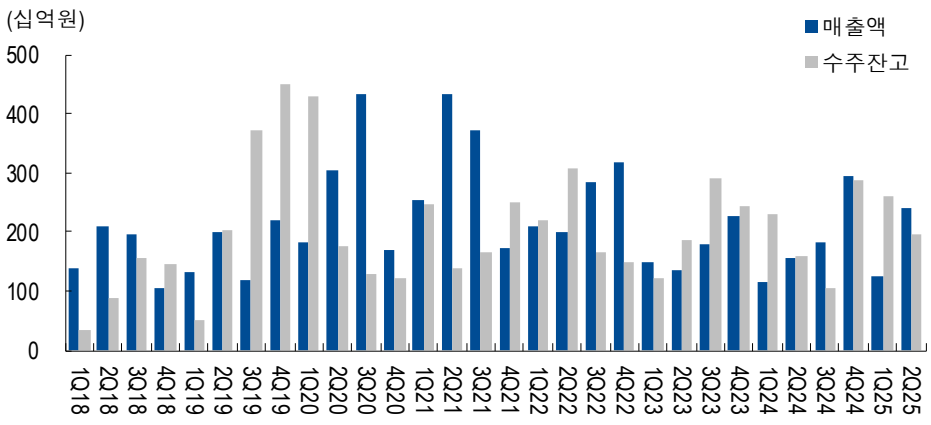
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 원익IPS 분기 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2023	2024	2025E
매출액	**113.8**	**154.9**	**184.6**	**294.9**	**124.2**	**242.2**	**250.4**	**306.3**	**690.3**	**748.2**	**923.0**
반도체	111.2	147.2	107.1	206.6	94.1	218.0	187.5	202.4	598.7	572.0	702.0
디스플레이	2.7	7.7	77.5	88.2	30.1	24.2	62.9	103.8	91.6	176.1	221.0
q-q											
Total	-49.5	36.1	19.2	59.7	-57.9	95.1	3.4	22.3			
반도체	-30.6	32.3	-27.2	93.0	-54.4	131.6	-14.0	8.0			
디스플레이	-95.9	186.9	901.0	13.8	-65.9	-19.5	160.0	65.0			
y-y											
Total	-24.3	15.0	2.6	30.8	9.1	56.3	35.6	3.9	-31.8	8.4	23.4
반도체	-18.4	18.1	-39.8	29.0	-15.3	48.1	75.1	-2.0	-23.6	-4.5	22.7
디스플레이	-81.0	-22.5	3423.9	35.3	1013.3	212.5	-18.8	17.7	-59.7	92.2	25.5
제품 믹스											
반도체	98%	95%	58%	70%	76%	90%	75%	66%	87%	76%	76%
디스플레이	2%	5%	42%	30%	24%	10%	25%	34%	13%	24%	24%
수주 잔고											
수주총액	368.8	485.5	594.6	994.0	428.4						
수주잔고	231.6	160.4	105.2	287.9	260.7						
매출총이익	**41.8**	**62.8**	**87.1**	**100.6**	**60.0**	**108.6**	**94.1**	**130.2**	**275.9**	**292.3**	**392.8**
매출총이익률	36.7	40.5	47.2	34.1	48.3	44.8	37.6	42.5	40.0	39.1	42.6
영업이익	**-26.7**	**-3.1**	**14.5**	**26.0**	**-7.4**	**36.5**	**22.8**	**29.1**	**-18.1**	**10.6**	**80.9**
q-q	적전	적지	흑전	79.6	적전	흑전	-37.5	27.7			
y-y	적지	적지	흑전	115.6	적지	흑전	57.5	12.0	적전	흑전	660.3
영업이익률	-23.5	-2.0	7.8	8.8	-5.9	15.1	9.1	9.5	-2.6	1.4	8.8

자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2.원익IPS 매출액 및 수주잔고 추이



자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F
매출액	**748.2**	**923.0**	**1,095.5**	**1,259.8**
증감률 (%)	8.4	23.4	18.7	15.0
매출원가	**455.8**	**530.1**	**629.2**	**723.6**
매출총이익	**292.3**	**392.8**	**466.3**	**536.2**
Gross 마진 (%)	39.1	42.6	42.6	42.6
판매비와 일반관리비	281.7	312.0	347.3	382.1
영업이익	**10.6**	**80.9**	**118.9**	**154.1**
증감률 (%)	흑전	660.0	47.0	29.6
OP 마진 (%)	1.4	8.8	10.9	12.2
EBITDA	**52.2**	**120.1**	**153.3**	**184.3**
영업외손익	**6.8**	**-4.2**	**8.3**	**11.3**
금융수익(비용)	-5.2	-3.2	9.3	12.3
기타영업외손익	13.8	0.0	0.0	0.0
종속, 관계기업관련손익	-1.8	-1.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	**17.4**	**76.7**	**127.2**	**165.4**
법인세비용	**-3.3**	**15.0**	**29.8**	**38.7**
계속사업이익	20.7	61.7	97.5	126.7
당기순이익	**21**	**61.7**	**97.5**	**126.7**
증감률 (%)	흑전	197.5	57.9	30.0
Net 마진 (%)	2.8	6.7	8.9	10.1
지배주주지분 순이익	20.7	61.7	97.5	126.7
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	20.8	61.7	97.5	126.7

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F
PER(X)	52.9	35.8	22.7	17.4
PBR(X)	1.2	2.3	2.1	1.9
PCR(X)	12.7	18.3	14.4	12.0
PSR(X)	1.5	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA(X)	18.3	17.0	12.6	10.1
EV/EBIT(X)	90.0	25.2	16.2	12.1
EPS(W)	423	1,258	1,986	2,581
BPS(W)	18,080	19,165	21,101	23,633
SPS(W)	15,243	18,804	22,318	25,666
자기자본이익률(ROE, %)	2.4	6.8	9.9	11.5
총자산이익률(ROA, %)	1.9	5.2	7.5	8.9
투하자본이익률 (ROIC, %)	1.9	9.7	13.7	17.4
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1
배당성향(%)	11.7	3.9	2.5	1.9
총현금배당금(십억원)	2	2	2	2
보통주 주당배당금(W)	50	50	50	50
순부채(현금)/자기자본(%)	-15.7	-17.8	-27.5	-29.2
총부채/자기자본(%)	26.7	30.9	31.3	29.5
이자발생부채	8	9	10	10
유동비율(%)	281.8	280.1	295.3	324.4
총발행주식수(mn)	49	49	49	49
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	22,350	45,000	45,000	45,000
시가총액(십억원)	1,097	2,209	2,209	2,209

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F
현금및현금성자산	135.1	162.0	278.7	331.2
매출채권	23.1	28.4	33.8	38.8
유동자산	**645.1**	**791.3**	**930.8**	**1,081.1**
유형자산	334.2	303.1	286.6	273.9
투자자산	35.2	43.5	51.6	59.3
비유동자산	**479.0**	**440.0**	**428.8**	**421.4**
자산총계	**1,124**	**1,231**	**1,360**	**1,502**
단기성부채	3.1	3.9	4.6	5.3
매입채무	33.9	41.8	39.7	41.3
유동부채	**229.0**	**282.5**	**315.1**	**333.3**
장기성부채	5.3	5.0	5.0	5.0
장기충당부채	1.2	1.5	1.7	2.0
비유동부채	**7.7**	**8.1**	**8.6**	**9.2**
부채총계	**236.7**	**290.5**	**323.8**	**342.4**
자본금	24.5	24.5	24.5	24.5
자본잉여금	357.4	351.4	351.4	351.4
이익잉여금	514.5	573.8	668.8	793.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**887.5**	**940.7**	**1,036**	**1,160**

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12E	2027/12F
영업활동 현금흐름	**78.3**	**40.9**	**134.5**	**67.2**
당기순이익	20.7	61.7	97.5	126.7
+ 유/무형자산상각비	41.5	39.3	34.4	30.1
+ 종속, 관계기업관련손익	1.8	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-9.4	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	86.7	120.6	153.8	184.8
- 운전자본의증가(감소)	-10.4	-64.7	10.5	-78.9
투자활동 현금흐름	**5.5**	**-14.2**	**-16.1**	**-13.0**
+ 유형자산 감소	1.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-21.4	-5.0	-15.0	-15.0
+ 투자자산의매각(취득)	-3.5	-8.2	-8.1	-7.7
Free Cash Flow	56.8	35.9	119.5	52.2
Net Cash Flow	83.8	26.8	118.4	54.2
재무활동현금흐름	**-3.5**	**-8.0**	**-1.7**	**-1.7**
자기자본 증가	0.0	-6.0	0.0	0.0
부채증감	-3.5	-1.9	-1.7	-1.7
현금의증가	81.1	27.0	116.7	52.5
기말현금 및 현금성자산	135.1	162.0	278.7	331.2
기말 순부채(순현금)	-139.7	-167.7	-285.2	-338.7

파크시스템스 (140860.KQ)

편안한 실적

반도체 공정 미세화와 함께 AFM의 활용처 증가. EUV 연구 및 하이브리드 본딩과 같은 차세대 후공정에서 AFM 계측 필요. 최근 다양한 공정에서의 도입 가시화

Analyst 류영호
02)768-7199, youngryu@nhqv.com
RA 윤진호
02)768-7734, jinho.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 61페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**340,000원 (유지)**
현재가 (25/09/15)	**260,000원**
업종	정밀기기
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	1,818.8십억원
발행주식수(보통주)	7.0백만주
52주 최고가('25/07/09)	307,000원
최저가('24/11/18)	173,200원
평균거래대금(60일)	8,140백만원
배당수익률(2025E)	0.19%
외국인지분율	30.5%
주요주주	
박상일 외 7 인	32.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-3.9	29.7	46.6
상대수익률 (%p)	-13.3	11.7	26.1

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	175.1	220.9	263.6	321.9
증감률	*20.9*	*26.2*	*19.4*	*22.1*
영업이익	38.5	56.0	77.5	109.4
증감률	*39.5*	*45.2*	*38.6*	*41.1*
영업이익률	*22.0*	*25.3*	*29.4*	*34.0*
(지배지분)순이익	42.8	52.2	67.2	93.2
EPS	6,134	7,459	9,605	13,329
증감률	*73.8*	*21.6*	*28.8*	*38.8*
PER	34.5	34.9	27.1	19.5
PBR	7.9	7.7	6.1	4.7
EV/EBITDA	31.6	28.2	20.6	14.3
ROE	25.8	24.6	25.0	27.0
부채비율	46.0	40.5	34.9	30.0
순차입금	-58.1	-96.3	-148.0	-218.9

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

AFM 사용영역의 확장

파크시스템스에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 유지. 최근 글로벌 장비 업체들의 실적 변동성이 확대되는 가운데 안정적인 실적 유지. AFM장비는 아직 초기 시장이며 선단공정 위주로 사용된다는 점을 감안하면 타 장비업체들 대비 매크로 불확실성에 대한 영향 제한적이며 중장기 성장성 보유

3분기에도 견조한 수주를 확보하고 있어 하반기도 상반기와 유사한 흐름의 실적 기대. 아직 NX-TSH 장비의 고객사 테스트 결과를 기다리고 있으나 그동안 고객사의 꾸준했던 수주를 고려한다면 긍정적인 결과 기대. 추가적으로 하이브리드 본딩 도입에 대한 기업들의 관심이 지속적으로 증가되는 가운데 AFM에 대한 관심 증가. 광학/광원 테스트로는 한계점이 지속 제기되고 있기 때문. 물론 AFM도 속도라는 단점은 존재하는 만큼 다양한 방법으로 개선 노력 중. 최근 국내 전공정 장비들의 주가는 전방 업체들의 투자 확대와 함께 강력한 상승세. 동사도 신규 투자 수혜가 있으나 강도의 차이가 존재하는 만큼 이번 랠리에서 소외. 최근 조정 받은 주가는 오히려 중장기적 관점에서 관심을 가져 볼만한 위치라 판단

3Q25 Preview: 안정적인 실적

3분기 매출액은 509억원 (+23.0% y-y, -2.7% q-q), 영업이익 127.3억원 (+45.5% y-y, +6.4% q-q)전망. 과거와 같은 상저하고 패턴이 아닌 안정적인 매출 레벨이 지속될 전망. 3분기에도 양호한 수주확보가 지속되고 있는 만큼 무난한 실적은 지속될 것

파크시스템스 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	41.4	63.3	50.9	52.3	50.9	23.0	-2.7	51.2	52.9	66.7
영업이익	8.7	16.6	13.2	12.0	12.7	45.5	6.4	13.5	12.9	18.1
영업이익률	*21.1*	*26.2*	*25.8*	*22.9*	*25.0*			*26.3*	*24.4*	*27.1*
세전이익	6.3	23.4	15.2	13.3	13.7	24.7	43.3	14.5	14.7	25.7
(지배)순이익	6.3	20.3	15.0	11.4	11.8	28.0	53.8	12.4	12.7	21.3

자료: 파크시스템스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

파크시스템스는 첨단 나노계측장비인 원자현미경(Atomic Force Microscope, 이하 AFM)을 개발 및 생산. AFM은 원자 반발력을 통해 시료(Sample) 표면의 전기적, 기계적 특성 등을 측정하는데 사용. 구성요소는 탐침(Tip)과 켄틸레버(Cantilever)로, 탐침과 시료 사이의 상호작용력을 계측. 탐침과 샘플 표면에서 원자 반발력이 작용하면 켄틸레버가 휘어지고, 휘어짐의 정도를 바탕으로 샘플 표면의 정보를 측정. 2024년 실적은 매출액 1,751억원(+20.9% y-y), 영업이익 385억원(+40% y-y, OPM 22%) 기록했으며 매출 비중은 산업용 70%, 연구용 24%, 기타 소모품 6%. 산업용 장비의 주요 적용처는 반도체 공정이며 대표적인 제품이 웨이퍼 표면을 측정하는 NX-Wafer. 테크 마이그레이션에 따라 수요가 증가하고 있으며 이러한 변화 흐름에 맞추어 제품군을 다변화하고 있음. 예로, NX-Wafer는 후공정으로 적용처를 확장하고 있으며, 마스크 결함을 검출하고 파티클을 제거하는 NX-Mask 등 신규 장비에 대한 연구개발 및 수주가 지속되고 있음. 창업자인 박상일 대표이사가 최대주주 지위를 유지하고 있으며 2024년말 기준 지분율은 32.3%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 테크 마이그레이션이 진행됨에 따른 AFM 수요 증가
- 원천기술 R&D/트랙레코드 기반으로 산업용 AFM 내 선두지위 유지를 유지하며 밸류에이션 프리미엄 향유

Downside Risk

- 고객사 Capex 축소. 다만 공정 미세화에 따라 AFM의 필요성이 높아지고 있어 양산 장비 대비 민감도는 낮은 특성

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
KLA	27.4	24.7	20.6	16.0	84.8	73.5
AMAT	17.9	17.5	7.0	6.3	37.4	36.4
ONTO	22.5	19.7	2.6	2.2	12.0	11.9
Lasertec	22.4	20.5	6.3	5.3	31.1	28.4
Rigaku	16.9	14.8	2.4	2.2	15.1	14.8

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	49.1	34.5	34.9	27.1	19.5
PBR	8.4	7.9	7.7	6.1	4.7
PSR	8.3	8.4	8.2	6.9	5.6
ROE	18.7	25.8	24.6	25.0	27.0
ROIC	27.2	34.8	44.1	58.3	70.8

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

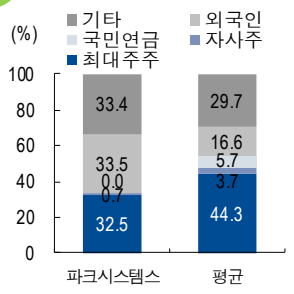
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**24**	**33**	**42**	**52**	**71**	**85**	**125**	**145**	**175**
영업이익	3	6	6	8	15	18	33	28	39
영업이익률(%)	*14.2*	*18.3*	*13.6*	*15.5*	*21.0*	*20.6*	*26.2*	*19.0*	22.0
세전이익	4	5	6	8	11	9	32	27	47
순이익	**4**	**5**	**6**	**9**	**10**	**9**	**28**	**25**	**43**
지배지분순이익	**4**	**5**	**6**	**9**	**10**	**9**	**28**	**25**	**43**
EBITDA	4	6	6	10	18	21	36	32	45
CAPEX	1	1	1	1	15	3	4	12	28
Free Cash Flow	0	2	3	0	-2	8	24	19	7
EPS(원)	572	694	844	1,277	1,493	1,355	4,034	3,530	6,134
BPS(원)	4,049	4,637	5,434	6,656	7,960	13,067	17,194	20,598	26,892
DPS(원)	50	80	100	120	180	250	400	400	500
순차입금	-10	-11	-13	-12	-13	-34	-35	-50	-58
ROE(%)	15.2	16.0	16.8	21.1	20.4	12.7	26.7	18.7	25.8
ROIC(%)	22.1	30.8	24.4	28.3	29.9	30.3	37.2	27.2	34.8
배당성향(%)	8.8	11.6	11.9	9.4	12.0	18.9	9.9	11.3	8.1
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.2	0.2
순차입금 비율(%)	-36.1	-37.0	-37.0	-26.1	-25.3	-37.8	-29.2	-35.1	-30.9

자료: 파크시스템스, NH투자증권 리서치본부

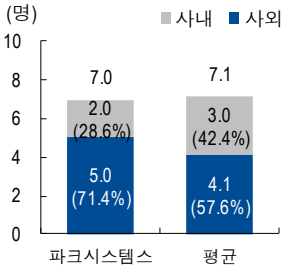
ESG Index & Event

G

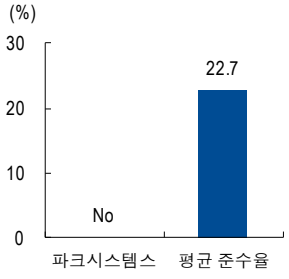
주주 구성



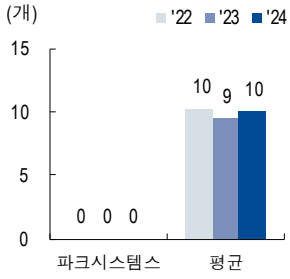
이사회 구성



이사회 의장과 사외이사 여부



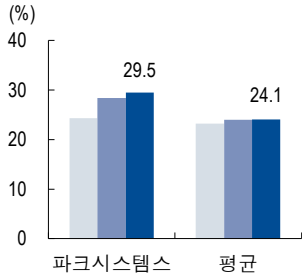
기업지배구조 핵심지표 준수



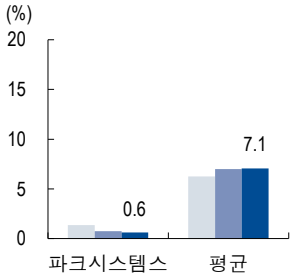
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 파크시스템스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

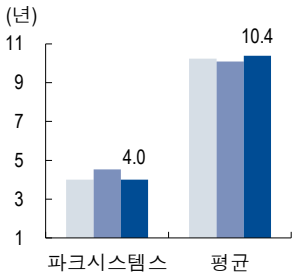
여성 임직원 비율



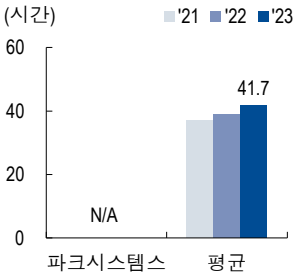
계약직 비율



근속연수



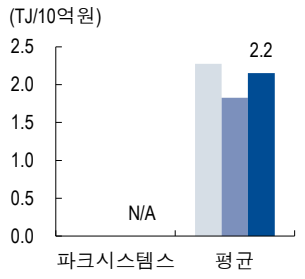
인당 교육시간



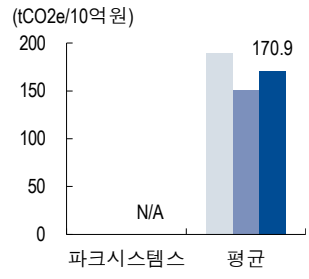
주석: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 파크시스템스, NH투자증권 리서치본부

E

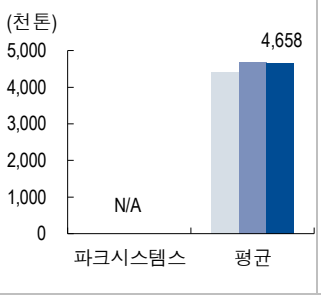
에너지 사용량



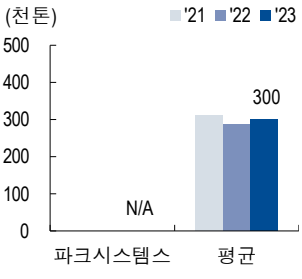
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주석: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 파크시스템스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	-	-
S	2008.07	- ISO 9001(품질경영시스템) 인증
G	2015.12	- 코스닥 신규 상장

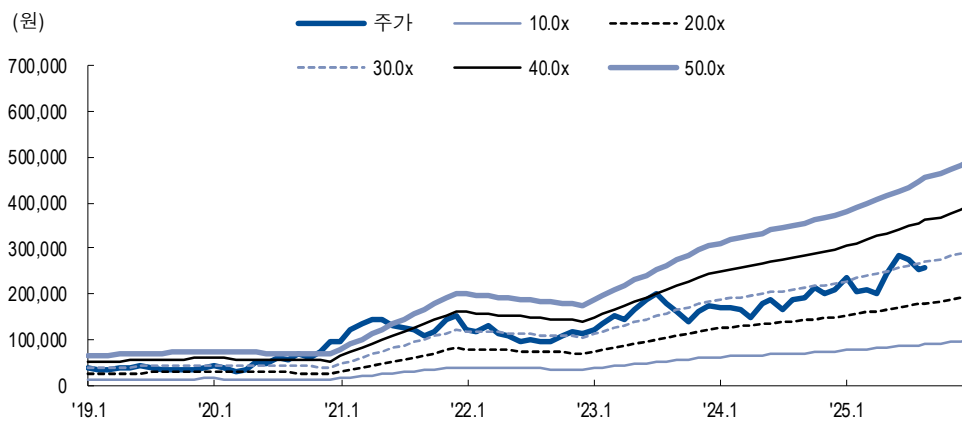
자료: 파크시스템스, NH투자증권 리서치본부

표1. 파크시스템스 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	175.1	220.9	263.6	321.9
	- 수정 전	-	223.2	264.3	323.1
	- 변동률	-	-1.1	-0.3	-0.4
영업이익	- 수정 후	38.5	56.0	77.5	109.4
	- 수정 전	-	57.4	78	110.2
	- 변동률	-	-2.5	-0.6	-0.7
영업이익률(수정 후)		*22.0*	*25.3*	*29.4*	*34.0*
EBITDA		44.9	61.1	81.0	111.7
(지배지분)순이익		42.8	52.2	67.2	93.2
EPS	- 수정 후	6,134	7,459	9,605	13,329
	- 수정 전	-	7,635	9,668	13,433
	- 변동률	-	-2.3	-0.6	-0.8
PER		34.5	34.9	27.1	19.5
PBR		7.9	7.7	6.1	4.7
EV/EBITDA		31.6	28.2	20.6	14.3
ROE		25.8	24.6	25.0	27.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 파크시스템스 12M Forward PER 밴드차트



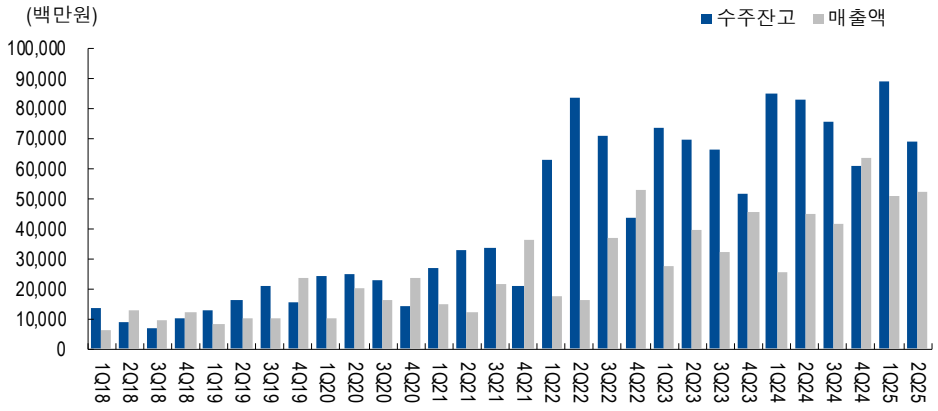
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 파크시스템스 분기 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	2024	2025E	2026F
매출액	**25.7**	**44.7**	**41.4**	**63.3**	**50.9**	**52.3**	**50.9**	**66.7**	**175.1**	**220.9**	**263.6**
연구용 장비	5.7	7.8	12.3	15.0	12.1	15.8	13.2	13.9	41.2	55.0	57.2
산업용 장비	18.4	35.3	26.8	44.3	35.2	32.2	32.2	46.2	121.4	145.7	184.6
기타	1.6	1.5	2.3	4.0	3.6	4.4	5.5	6.7	12.4	20.2	21.8
q-q											
Total	-43.6	74.2	-7.4	53.1	-19.6	2.7	-2.7	31.2			
연구용 장비	-49.0	38.5	18.0	48.5	-19.3	30.0	-16.0	5.0			
산업용 장비	-41.9	92.0	-13.1	58.7	-20.6	-8.5	0.0	43.7			
기타	-40.2	-4.0	-34.0	20.0	-10.0	21.0	25.0	21.1			
y-y											
Total	-6.6	13.3	27.7	39.3	98.4	17.0	23.0	5.4	20.9	26.2	19.4
연구용 장비	-32.4	-24.8	22.9	35.0	113.9	51.0	30.9	-7.4	3.2	33.4	4.0
산업용 장비	4.0	30.1	29.5	39.9	91.2	4.3	15.2	4.3	25.0	20.0	26.7
기타	13.2	-18.0	34.4	49.6	125.1	28.4	63.4	64.9	61.6	62.2	8.0
제품 믹스											
연구용 장비	22%	18%	30%	24%	24%	30%	26%	21%	24%	25%	22%
산업용 장비	72%	79%	65%	70%	69%	61%	63%	69%	69%	66%	70%
매출총이익	**16.6**	**28.7**	**26.7**	**41.2**	**32.6**	**34.5**	**34.1**	**46.1**	**114.2**	**149.8**	**179.2**
매출총이익률	64.5	64.2	64.5	65.0	64.0	66.0	67.0	69.0	65.2	67.8	68.0
영업이익	**0.5**	**12.7**	**8.7**	**16.5**	**13.2**	**12.0**	**12.7**	**18.1**	**38.5**	**55.9**	**76.0**
y-y	-76.7	25.6	59.9	68.3	2,478	-5.7	45.5	9.1	39.8	45.2	35.8
q-q	-94.8	2391.3	-31.1	88.6	-20.7	-9.0	6.4	42.1			
영업이익률	2.0	28.4	21.1	26.0	25.8	22.9	25.0	27.1	22.0	25.3	28.8

자료: 파크시스템스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 파크시스템스 매출액 및 수주잔고 추이 및 전망



자료: 파크시스템스, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**175.1**	**220.9**	**263.6**	**321.9**
증감률 (%)	20.9	26.2	19.4	22.1
매출원가	**60.8**	**71.1**	**84.4**	**103.0**
매출총이익	**114.2**	**149.8**	**179.2**	**218.9**
Gross 마진 (%)	65.2	67.8	68.0	68.0
판매비와 일반관리비	75.7	93.8	101.7	109.6
영업이익	**38.5**	**56.0**	**77.5**	**109.4**
증감률 (%)	39.5	45.2	38.6	41.1
OP 마진 (%)	22.0	25.3	29.4	34.0
EBITDA	**44.9**	**61.1**	**81.0**	**111.7**
영업외손익	**8.6**	**4.7**	**-1.5**	**-2.4**
금융수익(비용)	6.4	2.7	0.5	-0.4
기타영업외손익	2.2	2.0	-2.0	-2.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**47.2**	**60.6**	**76.1**	**107.0**
법인세비용	**4.4**	**8.5**	**8.9**	**13.7**
계속사업이익	42.8	52.2	67.2	93.2
당기순이익	**43**	**52.2**	**67.2**	**93.2**
증감률 (%)	74.0	21.8	28.8	38.8
Net 마진 (%)	24.4	23.6	25.5	29.0
지배주주지분 순이익	42.8	52.2	67.2	93.2
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	1.4	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	44.2	52.2	67.2	93.2

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	34.5	34.9	27.1	19.5
PBR(X)	7.9	7.7	6.1	4.7
PCR(X)	30.4	28.3	23.0	16.6
PSR(X)	8.4	8.2	6.9	5.6
EV/EBITDA(X)	31.6	28.2	20.6	14.3
EV/EBIT(X)	36.8	30.8	21.5	14.6
EPS(W)	6,134	7,459	9,605	13,329
BPS(W)	26,892	33,820	42,929	55,761
SPS(W)	25,088	31,587	37,682	46,023
자기자본이익률(ROE, %)	25.8	24.6	25.0	27.0
총자산이익률(ROA, %)	18.0	17.2	18.2	20.4
투하자본이익률 (ROIC, %)	34.8	44.1	58.3	70.8
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향(%)	8.1	6.7	5.2	3.7
총현금배당금(십억원)	3	3	3	3
보통주 주당배당금(W)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	-30.9	-40.7	-49.3	-56.1
총부채/자기자본(%)	46.0	40.5	34.9	30.0
이자발생부채	43	44	45	47
유동비율(%)	303.7	356.7	416.2	481.2
총발행주식수(mn)	7	7	7	7
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	211,500	260,000	260,000	260,000
시가총액(십억원)	1,478	1,819	1,819	1,819

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	93.4	131.9	183.8	254.9
매출채권	45.4	57.3	68.4	83.6
유동자산	**191.2**	**255.2**	**330.9**	**434.6**
유형자산	63.5	58.4	55.0	52.8
투자자산	1.8	2.3	2.8	3.4
비유동자산	**83.2**	**77.3**	**74.3**	**72.6**
자산총계	**274.3**	**332.5**	**405.2**	**507.2**
단기성부채	23.6	24.9	26.1	27.7
매입채무	12.4	12.7	12.8	13.1
유동부채	**62.9**	**71.5**	**79.5**	**90.3**
장기성부채	19.2	18.9	18.9	18.9
장기충당부채	0.0	1.7	2.0	2.4
비유동부채	**23.5**	**24.4**	**25.4**	**26.8**
부채총계	**86.4**	**95.9**	**104.9**	**117.2**
자본금	3.5	3.5	3.5	3.5
자본잉여금	50.8	50.8	50.8	50.8
이익잉여금	131.4	180.0	243.8	333.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**187.9**	**236.6**	**300.3**	**390.1**

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**34.7**	**40.4**	**54.7**	**73.8**
당기순이익	42.8	52.2	67.2	93.2
+ 유/무형자산상각비	6.4	5.2	3.5	2.3
+ 종속, 관계기업관련손익	-0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	-7.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	48.5	64.1	79.0	109.7
- 운전자본의증가(감소)	-12.6	-17.0	-16.0	-21.7
투자활동 현금흐름	**-28.7**	**0.5**	**-0.6**	**-0.8**
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-28.2	0.0	0.0	0.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.2	-0.5	-0.4	-0.6
Free Cash Flow	6.5	40.4	54.7	73.8
Net Cash Flow	6.0	40.9	54.1	73.0
재무활동현금흐름	**10.1**	**-2.4**	**-2.2**	**-1.9**
자기자본 증가	1.6	0.0	0.0	0.0
부채증감	8.5	-2.4	-2.2	-1.9
현금의증가	22.5	38.5	51.9	71.1
기말현금 및 현금성자산	93.4	131.9	183.8	254.9
기말 순부채(순현금)	-58.1	-96.3	-148.0	-218.9

테스 (095610.KQ)

밸런스와 성장

전방산업 투자 확대로 전공정 업체들이 주목 받고 있는 상황. 동사는 선단공정 전환과 신규 장비 매출 증가 수혜를 모두 누리고 있음. 국내 대표업체 매출이 고르게 분포되어 있는 것 또한 장점.

Analyst 류영호
02)768-7199, youngryu@nhqv.com
RA 윤진호
02)768-7734, jinho.yoon@nhqv.com

※ESG Index/Event는 67페이지 참조

PECVD 국산화 대표주자

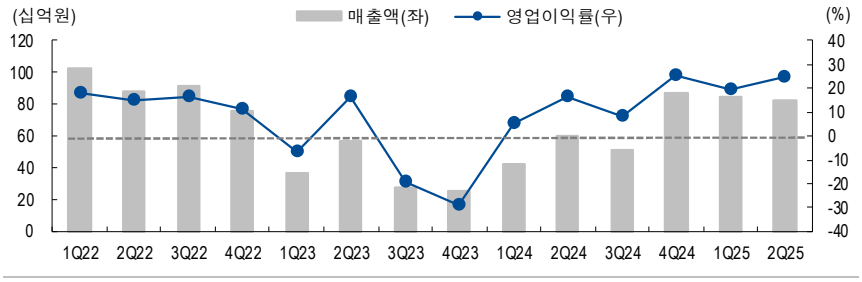
1H25 매출액 1,666억원(YoY+62%), 영업이익 366억원(YoY+196%, OPM 22%) 기록. 호실적은 고객사 DRAM 공정 전환 지속 및 NAND 고단화 전환 투자에 기인. 동사의 주력 제품군은 PECVD이며, 해당 장비는 플라즈마를 활용해 저온에서 박막을 증착. 1H25 전방 매출 비중은 DRAM 56%, NAND 44%. FY2019~FY2023 기간 NAND 매출 비중은 60% 전후 기록하며 통상적으로 NAND 노출도가 높았으나, 지난해 DRAM 비중이 77%로 확대. 반기말 기준 수주잔고는 563억원으로 전분기대비(552억원) 소폭 증가

균형 있는 제품과 고객사

동사는 그동안 주력이었던 NAND에서 DRAM으로 영역을 확대. 고객사 밸런스를 맞추며 최근 시장에서 주목을 받고 있음. 동사의 핵심은 1) ACL 장비와 같은 기존 장비가 선단 공정으로 투입되며 수익성 개선. 단순한 선단 공정 투입이 아닌 공정에 맞추어 제품 개선 2)Low-K/BSD용 신규 장비의 확대. 신규 장비의 경우 아직 일부 고객사 테스트가 진행되고 있어 향후 매출확대 기대. 이외에도 한미반도체와 하이브리드 본딩 개발을 협업하며 미래에 대한 준비도 진행

삼성전자/SK하이닉스 양 사와 DRAM/NAND 대한 노출도가 고르게 분포. '26년 SK하이닉스 M15X와 삼성전자 1c 투자 본격화되며 올해와 같은 성장세가 유지될 전망. 더불어 최근 개선된 NAND 시장은 업그레이드 수요를 자극할 것으로 예상. 2026년 추가적인 업사이드 요소라 판단. 현재 주가 PBR 1.6배에 수준으로 과거 업사이클 당시 2019-2021년 평균 PBR 2.3 배 고려 시 상승여력 존재

테스 분기실적 및 영업이익률 추이 (단위: 십억원, %)



자료: 테스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Not Rated

현재가 (25/09/15)	41,450원
업종	기계장비
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	819.4십억원
발행주식수(보통주)	19.8백만주
52주 최고가('25/09/15)	41,450원
최저가('24/12/09)	13,090원
평균거래대금(60일)	6,658백만원
배당수익률(2025E)	1.45%
외국인지분율	15.7%
주요주주	
주승일 외 8인	29.3%
국민연금공단	6.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	69.9	74.2	148.9
상대수익률 (%p)	53.2	50.0	114.1

	2021	2022	2023	2024
매출액	375	358	147	240
증감률	*52.5*	*-4.6*	*-59.0*	*63.4*
영업이익	62	56	-6	38
증감률	*96.3*	*-10.1*	*적전*	*흑전*
영업이익률	*16.6*	*15.6*	*-4.0*	*16.0*
(지배지분)순이익	74	47	2	43
EPS	3,743	2,366	79	2,158
증감률	*146.5*	*-36.8*	*-96.7*	*2624*
PER	7.9	6.6	253.7	7.2
PBR	2.0	1.0	1.3	0.9
EV/EBITDA	7.8	4.5	N/A	5.8
ROE	27.8	15.5	0.5	13.6
부채비율	14.2	9.7	7.7	15.3
순차입금	-63	-34	-87	-48

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

테스는 반도체/디스플레이 장비 제조사. 전체 매출의 95% 이상이 반도체 장비 관련 매출. 2024년 실적은 매출액 2,400억원, 영업이익률 16% 기록. 주요 제품군은 반도체 전공정 증착장비와 건식식각장비. 화학기상증착(Chemical Vapor Deposition, CVD)은 기판 상에서 반응가스의 화학 반응을 유도해 박막을 증착하는 방법. 동사의 주력 제품인 플라즈마 강화 화학기상증착 장비(Plasma Enhanced CVD, PECVD)는 챔버에 플라즈마를 방전시켜 저온에서 반응가스의 이온 혹은 라디컬의 생성을 가능케 함. 전방산업별 매출 비중은 FY2024 기준 DRAM 77%, NAND 23%. 다만 FY2019~FY2023 기간은 NAND 비중이 60% 전후로, 통상 NAND 노출도가 더 높음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 신규 제품 - BSD(Back Side Deposition), Low-K PECVD - 매출 기여도 상승
- 국산화 및 차세대 기술 상용화를 위한 장비 라인업 확대: 최근 기판 상 SiC 단결정을 성장시키는 CVD 장비 국산화, 하이브리드 본더 장비 연구개발 착수

Downside Risk

- 메모리 제조사 전환 투자 지연 및 전방 수요 둔화로 인한 장비 투자 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
AMAT	17.9	17.5	7.0	6.3	37.4	36.4
Lam Research	26.0	22.9	12.3	10.1	53.2	51.1

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2020	2021	2022	2023	2024
PER	19.5	7.9	6.6	253.7	7.2
PBR	2.5	2.0	1.0	1.3	0.9
PSR	2.4	1.6	0.9	2.7	1.3
ROE	13.3	27.8	15.5	0.5	13.6
ROIC	18.8	40.6	28.3	-1.8	23.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

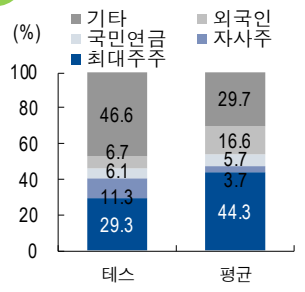
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**179**	**276**	**287**	**178**	**246**	**375**	**358**	**147**	**240**
영업이익	36	63	58	12	32	62	56	-6	38
영업이익률(%)	20.3	23.0	20.1	6.6	12.9	16.6	15.6	-4.0	16.0
세전이익	37	70	53	12	38	78	54	2	50
순이익	**31**	**54**	**42**	**10**	**30**	**74**	**47**	**2**	**43**
지배지분순이익	**31**	**54**	**42**	**10**	**30**	**74**	**47**	**2**	**43**
EBITDA	41	68	63	17	37	68	61	0	44
CAPEX	11	11	1	1	11	13	6	17	55
Free Cash Flow	11	25	35	32	13	64	10	11	-24
EPS(원)	1,752	2,772	2,145	493	1,519	3,743	2,366	79	2,158
BPS(원)	7,634	9,592	10,746	10,872	11,964	14,920	15,513	15,120	16,721
DPS(원)	220	400	400	300	450	560	500	500	600
순차입금	-58	-69	-28	-57	-36	-63	-34	-87	-48
ROE(%)	42.3	32.2	21.1	4.6	13.3	27.8	15.5	0.5	13.6
ROIC(%)	66.8	54.0	31.4	6.8	18.8	40.6	28.3	-1.8	23.9
배당성향(%)	13.6	14.3	18.1	59.0	28.3	14.0	18.8	560.1	24.7
배당수익률(%)	0.8	1.0	3.3	1.2	1.5	1.9	3.2	2.5	3.9
순차입금 비율(%)	-39.2	-36.6	-13.4	-26.6	-15.1	-21.4	-11.0	-29.1	-14.5

자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

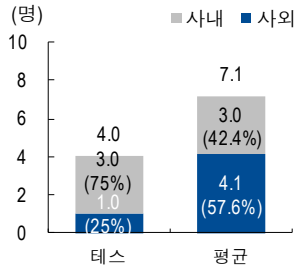
ESG Index & Event

G

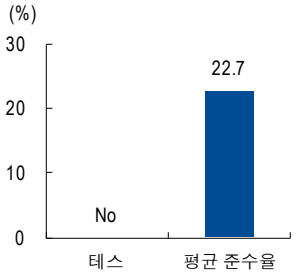
주주 구성



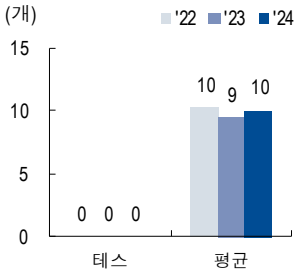
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



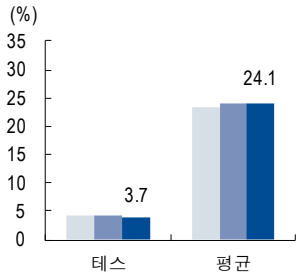
기업지배구조 핵심지표 준수



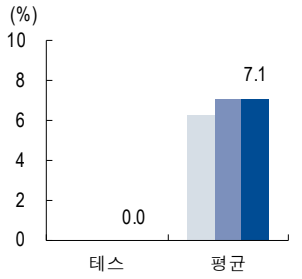
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 테스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

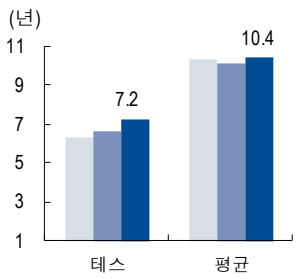
여성 임직원 비율



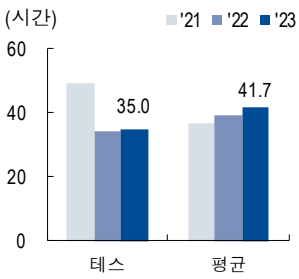
계약직 비율



근속연수



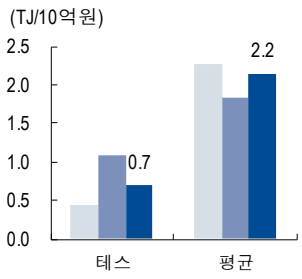
인당 교육시간



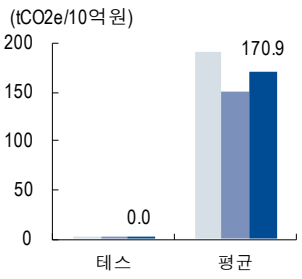
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

E

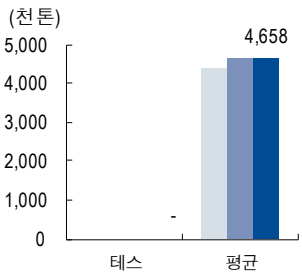
에너지 사용량



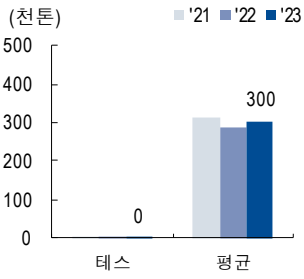
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2025.05	- ESG지속가능경영보고서 발간 및 에너지 경영 시스템 중장기 로드맵 발표
S	2024.07	- 지역 장애인 표준사업장 '(주)톡톡이네'와 출자 계약 체결. 발달장애인 일자리 확보 및 근무환경 개선 기여
G	2021.12	- 제13회 대한민국 코스닥 대상 (중기부 장관상) 수상

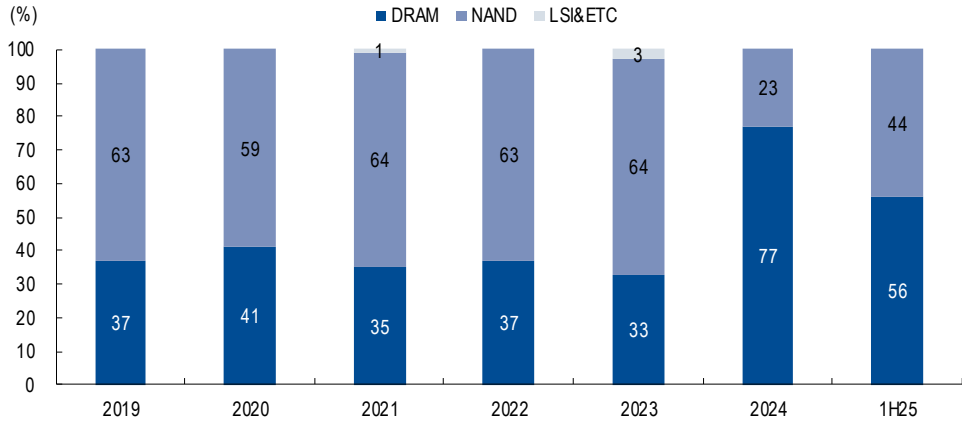
자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

표1. 테스 제품 포트폴리오

사업분야	Application	주요고객	경쟁사	주요제품
반도체	Memory	삼성전자 SK하이닉스	Applied Materials, Lam Research, Tokyo Electron	PECVD (Advanced ACL, Arc, Gap Fill) Dry Cleaning (GPE/RPE/ALE) BSD (BackSide Deposition) Low-K
	Logic	삼성전자		
디스플레이		Tianma, CSOT, SDC, Epistar, Osram	Applied Materials, AMEC, Axitron	OLEDoS for XR MOCVD

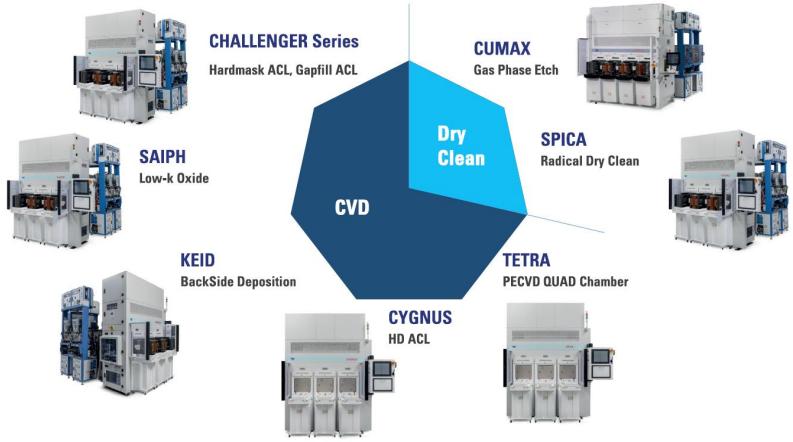
자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

그림1. 테스 전방 매출 비중 추이



자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 테스 반도체 장비 라인업



자료: 테스, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2021/12A	2022/12A	2023/12A	2024/12A
매출액	**375**	**358**	**147**	**240**
증감률 (%)	52.5	-4.6	-59.0	63.4
매출원가	**282**	**275**	**134**	**176**
매출총이익	**93**	**83**	**13**	**65**
Gross 마진 (%)	24.7	23.1	8.7	26.9
판매비와 일반관리비	31	27	19	26
영업이익	**62**	**56**	**-6**	**38**
증감률 (%)	96.3	-10.1	적전	흑전
OP 마진 (%)	16.6	15.6	-4.0	16.0
EBITDA	**68**	**61**	**0**	**44**
영업외손익	**16**	**-2**	**8**	**11**
금융수익(비용)	16	0	8	13
기타영업외손익	0	-2	0	-1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**78**	**54**	**2**	**50**
법인세비용	**4**	**8**	**1**	**7**
계속사업이익	74	47	2	43
당기순이익	**74**	**47**	**2**	**43**
증감률 (%)	146.5	-36.8	-96.7	2,623.8
Net 마진 (%)	19.7	13.1	1.1	17.8
지배주주지분 순이익	74	47	2	43
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	3	0	-1	-2
총포괄이익	77	46	1	40

Valuations/profitability/stability

	2021/12A	2022/12A	2023/12A	2024/12A
PER(X)	7.9	6.6	253.7	7.2
PBR(X)	2.0	1.0	1.3	0.9
PCR(X)	8.4	4.7	-618.0	6.3
PSR(X)	1.6	0.9	2.7	1.3
EV/EBITDA(X)	7.8	4.5	N/A	5.8
EV/EBIT(X)	8.4	4.9	N/A	6.7
EPS(W)	3,743	2,366	79	2,158
BPS(W)	14,920	15,513	15,120	16,721
SPS(W)	18,980	18,109	7,433	12,145
자기자본이익률(ROE, %)	27.8	15.5	0.5	13.6
총자산이익률(ROA, %)	24.2	13.9	0.5	12.1
투하자본이익률 (ROIC, %)	40.6	28.3	-1.8	23.9
배당수익률(%)	1.9	3.2	2.5	3.9
배당성향(%)	14.0	18.8	560.1	24.7
총현금배당금(십억원)	10	9	9	11
보통주 주당배당금(W)	560	500	500	600
순부채(현금)/자기자본(%)	-21.4	-11.0	-29.1	-14.5
총부채/자기자본(%)	14.2	9.7	7.7	15.3
이자발생부채	0	0	0	16
유동비율(%)	519.8	680.0	931.7	490.2
총발행주식수(mn)	20	20	20	20
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	29,750	15,700	20,100	15,500
시가총액(십억원)	588	310	397	306

Statement of financial position

(십억원)	2021/12A	2022/12A	2023/12A	2024/12A
현금및현금성자산	63	34	21	12
매출채권	18	36	6	35
유동자산	**207**	**189**	**194**	**183**
유형자산	50	51	59	110
투자자산	69	77	50	71
비유동자산	**130**	**148**	**128**	**198**
자산총계	**337**	**337**	**322**	**381**
단기성부채	0	0	0	6
매입채무	18	13	10	13
유동부채	**40**	**28**	**21**	**37**
장기성부채	0	0	0	10
장기충당부채	1	0	0	0
비유동부채	**2**	**2**	**2**	**13**
부채총계	**42**	**30**	**23**	**51**
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	58	57	57	57
이익잉여금	249	289	281	320
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**295**	**307**	**299**	**331**

Cash flow statement

(십억원)	2021/12A	2022/12A	2023/12A	2024/12A
영업활동 현금흐름	**77**	**15**	**29**	**31**
당기순이익	74	47	2	43
+ 유/무형자산상각비	5	5	5	6
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	2
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	-1
Gross Cash Flow	70	65	-1	48
- 운전자본의증가(감소)	3	-33	30	-25
투자활동 현금흐름	**-34**	**-13**	**-35**	**-50**
+ 유형자산 감소	0	0	1	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-13	-6	-17	-55
+ 투자자산의매각(취득)	-28	-8	28	-21
Free Cash Flow	64	10	11	-24
Net Cash Flow	43	2	-6	-20
재무활동현금흐름	**-19**	**-32**	**-7**	**10**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-19	-31	-7	10
현금의증가	24	-29	-13	-9
기말현금 및 현금성자산	63	34	21	12
기말 순부채(순현금)	-63	-34	-87	-48

솔브레인 (357780.KQ)

온기가 돌기 시작하는 범용 메모리와 NAND

최근 니어라인 스토리지에서 eSSD 수요가 증가하며 2026년 NAND 시장 낙관론이 펼쳐지는 중. NAND 노출도가 높은 동사의 제품 포트폴리오와 기저 효과를 고려할 때 2026년 큰 폭의 이익 성장이 기대됨

Jr. Analyst 양정현
02)768-7714, yjh5481@nhqv.com
Analyst 주민우
02)2229-6167, minwoo.ju@nhqv.com

※ESG Index/Event는 72페이지 참조

범용 메모리에도 온기가 돌고 있어

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가 315,000원으로 상향. 목표주가 상향 근거는 EPS 적용 시점 변경(12MF EPS → 2026 EPS)과 실적 추정치 상향. 동사의 주가는 항상 NAND 업황을 선행해왔다는 점 고려 시 하반기 주가 강세를 전망

최근 HDD 업체들의 제한적인 공급으로 니어라인 HDD 리드타임이 52주 이상으로 급격하게 상승, 이에 따른 eSSD 수요가 증가하며 2026년 NAND 시장 낙관론이 펼쳐지는 중. 특히 트렌드포스는 니어라인 HDD 공급 부족에 따른 2026년 eSSD 수요 증가분이 150EB 이상에 이를 수 있다는 전망을 내놓음. 이는 2026년 NAND 수요의 14%, eSSD 수요의 52%. NAND 공급 업체들의 이익률 고려 시 가파른 가동률 증가는 어렵겠으나, 서버 내 HDD → eSSD 전환이 앞당겨진다는 측면에서 긍정적이며 NAND 노출도가 높은 동사의 수혜가 기대됨

3Q25 Preview: 다시 성장 구간으로 진입

3Q25 매출액은 2,393억원(+9% y-y, +5% q-q), 영업이익은 440억원(+11% y-y, OPM 18.4%)전망. IT하드웨어 산업의 계절적 성수기 진입과 2분기 일회성 비용 반영 이후 마진 정상화에 따른 실적 성장이 기대됨

하반기 실적은 DRAM 시장의 강세에 따른 불산계 식각액이 주도할 전망이고, 2026년 NAND 시장의 회복으로 추가적인 실적 성장이 기대됨. DRAM, NAND 시장이 모두 업사이클에 있다는 점과 일회성 비용 반영이 끝나다는 점에서 동사 실적은 성장 구간으로 다시 진입

솔브레인 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	219.9	216.5	209.5	228.8	239.3	8.8	4.6	236.3	258.2	244.1
영업이익	39.7	36.4	36.1	20.2	44.0	10.8	118.2	42.9	47.5	45.5
영업이익률	*18.1*	*16.8*	*17.2*	*8.8*	*18.4*			*18.1*	*18.4*	*18.7*
세전이익	32.0	14.4	38.9	17.1	47.0	46.6	174.2	45.8	47.2	49.6
(지배)순이익	29.6	-1.0	31.0	11.4	34.0	14.7	198.8	33.1	33.1	35.9

자료: 솔브레인, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy(유지)

목표주가	**315,000원 (상향)**
현재가 (25/09/15)	**260,500원**
업종	**코스닥 화학**
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	2,026.3십억원
발행주식수(보통주)	7.8백만주
52주 최고가('25/09/15)	260,500원
최저가('25/05/27)	156,000원
평균거래대금(60일)	9,390백만원
배당수익률(2025E)	0.88%
외국인지분율	27.7%
주요주주	
솔브레인홀딩스 외 9 인	44.9%
FIDELITY Management& Research company	10.0%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	56.0	24.0	22.6
상대수익률 (%p)	40.7	6.8	5.4

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	863	922	1,010	1,126
증감률	*2.3*	*6.8*	*9.6*	*11.5*
영업이익	168	146	189	225
증감률	*25.8*	*-13.2*	*29.8*	*19.0*
영업이익률	*19.5*	*15.8*	*18.7*	*20.0*
(지배지분)순이익	118	112	144	173
EPS	15,226	14,423	18,546	22,305
증감률	*-9.1*	*-5.3*	*28.6*	*20.3*
PER	10.9	18.1	14.0	11.7
PBR	1.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.3	8.8	6.6	5.2
ROE	12.5	10.7	12.6	13.4
부채비율	12.6	24.7	22.8	21.1
순차입금	-350	-265	-374	-517

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

솔브레인은 2020년 7월 1일을 분할기일로 솔브레인홀딩스로부터 반도체, 디스플레이, 2차전지 전해액 및 전자 관련 화학 소재 제조사업부문을 인적분할하여 설립된 법인. 2024년 기준 사업 부문별 매출 비중은 반도체 소재 76%, 디스플레이 소재 11%, 2차전지 및 기타 13%로 반도체 비중이 높음. 주력 제품은 고선택비인산(HSN) 식각액으로 NAND Flash 제조에 사용되며 글로벌 반도체 제조 업체들에게 공급 중. 2023년 반도체용 프리커서 전문 기업인 디엔에프의 지분 30.1%를 인수하여 최대주주로 등극

Share price drivers/Earnings Momentum

- 반도체 업황 개선에 따른 식각액 공급 증가
- 반도체 고집적화로 인한 소재 사용량 상승
- GAA 공정 확대에 따른 초산계 식각액 공급 본격화

Downside Risk

- 전방 수요 둔화로 인한 NAND 업황 개선 지연
- 고선택비인산 식각액 경쟁사 진입
- 고객사 파운드리 사업부 축소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Entegris	29.7	23.5	3.2	2.9	10.8	12.5
Air Liquide	27.0	24.0	3.6	3.4	13.3	14.0
ADEKA	11.0	13.1	0.9	1.1	8.6	8.5
한솔케미칼	14.0	11.9	1.9	1.6	13.5	13.9
이엔에프테크놀로지	10.5	8.6	1.5	1.3	14.0	14.7

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	18.1	10.9	18.1	14.0	11.7
PBR	2.7	1.3	1.9	1.7	1.5
PSR	2.8	1.5	2.2	2.0	1.8
ROE	15.6	12.5	10.7	12.6	13.4
ROIC	23.0	24.7	20.9	21.7	23.9

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

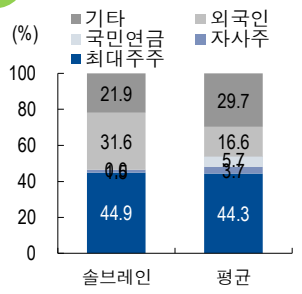
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**470**	**1,024**	**1,091**	**844**	**863**
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	104	189	207	133	168
영업이익률(%)	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*22.1*	*18.4*	*19.0*	*15.8*	*19.5*
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	86	203	215	161	167
순이익	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**65**	**152**	**168**	**131**	**120**
지배지분순이익	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**63**	**149**	**163**	**130**	**118**
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	128	237	260	194	227
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	17	62	94	129	96
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	122	70	97	92	167
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	16,179	19,093	20,928	16,759	15,226
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	63,664	81,666	100,114	114,593	129,633
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	1,950	1,950	2,000	2,000	2,300
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	-112	-160	-231	-179	-350
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	12.8	26.3	23.0	15.6	12.5
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	37.8	35.2	23.0	24.7
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	23.9	10.2	9.5	11.9	15.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	0.7	0.7	0.9	0.7	1.4
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-22.1	-24.5	-28.9	-19.5	-33.8

자료: 솔브레인, NH투자증권 리서치본부

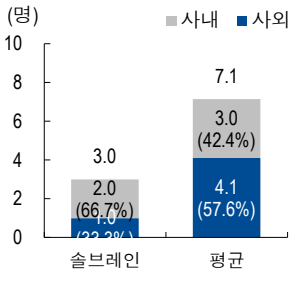
ESG Index & Event

G

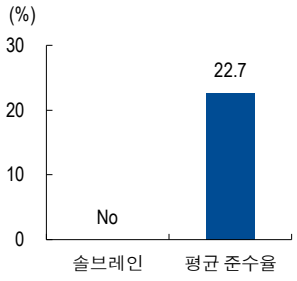
주주 구성



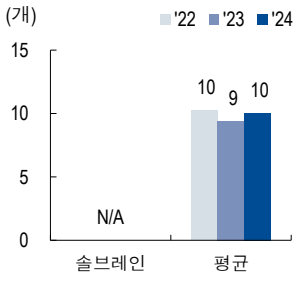
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



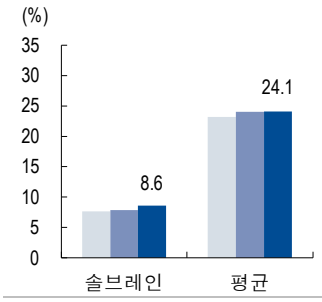
기업지배구조 핵심지표 준수



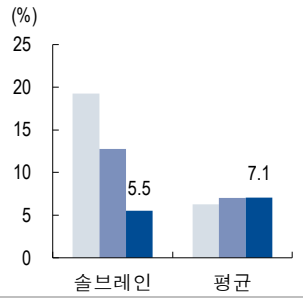
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 솔브레인, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

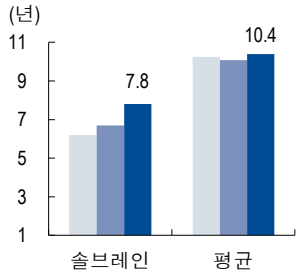
여성 임직원 비율



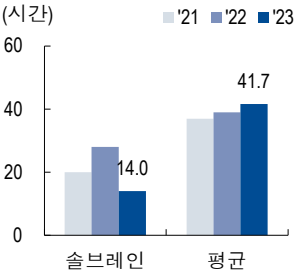
계약직 비율



근속연수



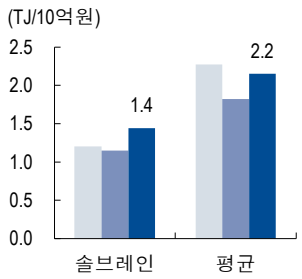
인당 교육시간



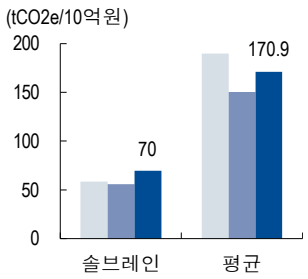
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 솔브레인, NH투자증권 리서치본부

E

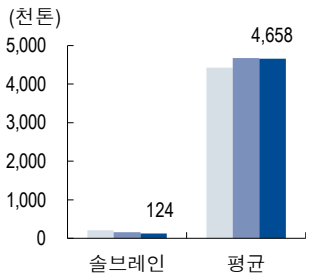
에너지 사용량



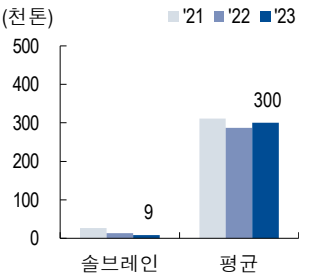
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 솔브레인, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2022.05	- 폐수 저감 설비인 RO 시설(3,600톤/월) 도입
	2022.09	- 폐수 재활용 설비인 증발농축시설(3,400톤/월) 도입
S	2013.08	- 솔브레인 나눔재단 설립
G	2020.07	- 솔브레인홀딩스로부터 인적 분할
	2020.08	- 코스닥 시장 상장

자료: 솔브레인, NH투자증권 리서치본부

표1. 솔브레인 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	863.4	921.7	1,010.1	1,125.9
	- 수정 전	-	916.6	984.7	1,081.8
	- 변동률	-	0.6	2.6	4.1
영업이익	- 수정 후	168.0	145.8	189.2	225.2
	- 수정 전	-	144.6	183.8	218.8
	- 변동률	-	0.8	2.9	2.9
영업이익률(수정 후)		*19.5*	*15.8*	*18.7*	*20.0*
EBITDA		226.9	207.2	261.3	304.5
(지배지분)순이익		118.4	112.2	144.3	173.5
EPS	- 수정 후	15,226	14,423	18,546	22,305
	- 수정 전	-	14,302	18,181	21,799
	- 변동률	-	0.8	2.0	2.3
PER		10.9	18.1	14.0	11.7
PBR		1.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA		4.3	8.8	6.6	5.2
ROE		12.5	10.7	12.6	13.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 솔브레인 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025E	2026F
매출액	**209.5**	**228.8**	**239.3**	**244.1**	**242.2**	**245.7**	**256.9**	**265.3**	**863.4**	**921.7**	**1,010.1**
(%, q-q)	*-3.2*	*9.2*	*4.6*	*2.0*	*-0.8*	*1.5*	*4.6*	*3.3*			
(%, y-y)	*-0.6*	*5.8*	*8.8*	*12.8*	*15.6*	*7.4*	*7.4*	*8.7*	*2.3*	*6.8*	*9.6*
반도체	166.9	190.1	203.3	207.2	204.6	206.9	216.7	224.4	656.7	767.5	852.5
디스플레이	21.3	16.9	14.3	12.2	13.8	13.3	14.2	12.5	96.9	64.7	53.8
2차전지 및 기타	21.2	21.9	21.7	24.7	23.8	25.5	26.0	28.5	109.8	89.4	103.8
영업이익	**36.1**	**20.2**	**44.0**	**45.5**	**44.8**	**42.0**	**50.2**	**52.3**	**168.0**	**145.8**	**189.2**
(%, q-q)	*-1.0*	*-44.0*	*118.2*	*3.4*	*-1.7*	*-6.2*	*19.5*	*4.2*			
(%, y-y)	*-21.7*	*-55.9*	*10.8*	*25.0*	*24.2*	*108.2*	*14.0*	*14.8*	*25.8*	*-13.2*	*29.8*
영업이익률(%)	*17.2*	*8.8*	*18.4*	*18.7*	*18.5*	*17.1*	*19.5*	*19.7*	*19.5*	*15.8*	*18.7*
세전이익	38.9	17.1	47.0	49.6	47.5	45.5	53.0	54.5	167.1	152.6	200.5
지배주주순이익	31.0	11.4	34.0	35.9	34.1	32.1	38.5	39.5	118.4	112.2	144.3

자료: 솔브레인, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 솔브레인 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

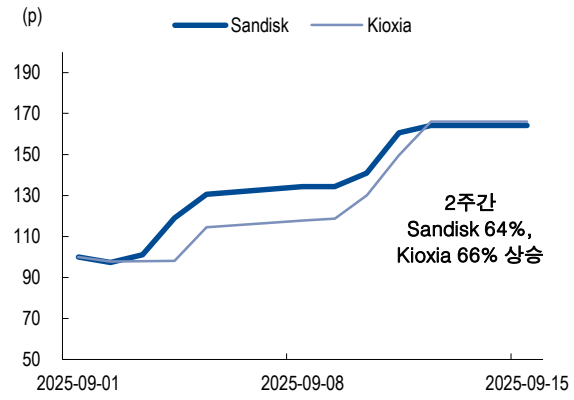
항목	Value	비고
EPS	18,546	2026 EPS
Target PER	16.9	4Q22~4Q23 NAND 감산 시기 동사의 12MF PER 상단 적용
주당 가치	313,426	
목표 주가	**315,000**	
현재 주가	260,500	9월 15일 종가
상승 여력	20.9%	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 솔브레인 12개월 선행 PER 추이

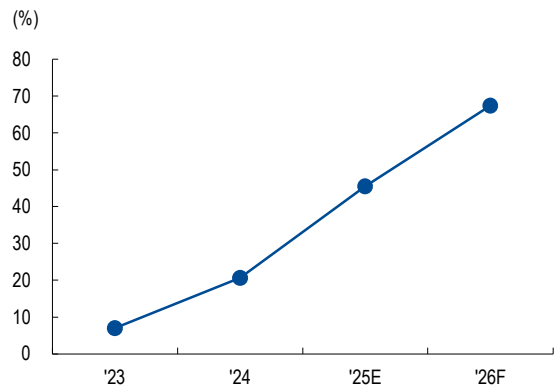
주1: 음영처리된 시기는 NAND 감산 시기
주2: 2020년 8월 이전 데이터는 솔브레인홀딩스 값
자료: FnGudie, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 글로벌 NAND 공급 업체 주가 추이



주: 2025년 9월 1일을 100으로 설정
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림3. 200단 이상 3D NAND 비중 추이



자료: Trendforce, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**863**	**922**	**1,010**	**1,126**
증감률 (%)	2.3	6.8	9.6	11.5
매출원가	**617**	**677**	**713**	**785**
매출총이익	**246**	**245**	**297**	**341**
Gross 마진 (%)	28.5	26.6	29.4	30.3
판매비와 일반관리비	78	99	108	116
영업이익	**168**	**146**	**189**	**225**
증감률 (%)	25.8	-13.2	29.8	19.0
OP 마진 (%)	19.5	15.8	18.7	20.0
EBITDA	**227**	**207**	**261**	**305**
영업외손익	**-1**	**7**	**11**	**16**
금융수익(비용)	25	-2	6	9
기타영업외손익	20	9	5	5
종속, 관계기업관련손익	-46	0	1	2
세전계속사업이익	**167**	**153**	**200**	**241**
법인세비용	**48**	**33**	**44**	**53**
계속사업이익	120	119	157	189
당기순이익	**120**	**119**	**157**	**189**
증감률 (%)	-8.7	-0.2	31.4	20.3
Net 마진 (%)	13.9	12.9	15.5	16.7
지배주주지분 순이익	118	112	144	173
비지배주주지분 순이익	1	7	13	15
기타포괄이익	14	-6	4	4
총포괄이익	134	113	161	193

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	10.9	18.1	14.0	11.7
PBR(X)	1.3	1.9	1.7	1.5
PCR(X)	5.4	9.6	7.5	6.4
PSR(X)	1.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA(X)	4.3	8.8	6.6	5.2
EV/EBIT(X)	5.7	12.5	9.1	7.1
EPS(W)	15,226	14,423	18,546	22,305
BPS(W)	129,633	139,094	155,890	176,444
SPS(W)	110,992	118,494	129,858	144,747
자기자본이익률(ROE, %)	12.5	10.7	12.6	13.4
총자산이익률(ROA, %)	11.1	9.2	10.5	11.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	24.7	20.9	21.7	23.9
배당수익률(%)	1.4	0.9	0.9	0.9
배당성향(%)	15.0	15.7	12.2	10.2
총현금배당금(십억원)	18	18	18	18
보통주 주당배당금(W)	2,300	2,300	2,300	2,300
순부채(현금)/자기자본(%)	-33.8	-23.3	-29.2	-35.5
총부채/자기자본(%)	12.6	24.7	22.8	21.1
이자발생부채	2	148	147	147
유동비율(%)	421.5	428.0	487.4	548.1
총발행주식수(mn)	8	8	8	8
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	165,400	260,500	260,500	260,500
시가총액(십억원)	1,287	2,026	2,026	2,026

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	242	243	342	473
매출채권	59	80	87	97
유동자산	**521**	**551**	**675**	**842**
유형자산	508	616	645	666
투자자산	97	96	97	99
비유동자산	**647**	**866**	**895**	**919**
자산총계	**1,168**	**1,417**	**1,571**	**1,761**
단기성부채	1	2	1	1
매입채무	35	40	42	47
유동부채	**124**	**129**	**139**	**154**
장기성부채	1	146	146	146
장기충당부채	1	1	1	1
비유동부채	**7**	**152**	**153**	**153**
부채총계	**131**	**281**	**291**	**307**
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412
이익잉여금	562	657	783	939
비지배주주지분	29	54	67	82
자본총계	**1,037**	**1,136**	**1,279**	**1,454**

Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**262**	**163**	**228**	**262**
당기순이익	120	119	157	189
+ 유/무형자산상각비	59	61	72	79
+ 종속, 관계기업관련손익	46	0	-1	-2
+ 외화환산손실(이익)	-15	5	5	5
Gross Cash Flow	237	212	271	315
- 운전자본의증가(감소)	41	-23	-5	-8
투자활동 현금흐름	**-176**	**-241**	**-111**	**-114**
+ 유형자산 감소	5	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-96	-130	-100	-100
+ 투자자산의매각(취득)	42	0	0	0
Free Cash Flow	167	33	128	162
Net Cash Flow	87	-78	117	148
재무활동현금흐름	**-17**	**113**	**-18**	**-18**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-17	113	-18	-18
현금의증가	81	1	99	131
기말현금 및 현금성자산	242	243	342	473
기말 순부채(순현금)	-350	-265	-374	-517

이엔에프테크놀로지 (102710.KQ)

이미 좋은데 NAND 덕에 더 좋을 예정

최근 니어라인 스토리지에서 eSSD 수요가 증가하며 2026년 NAND 시장 낙관론이 펼쳐지는 중. 기존 투자포인트였던 DRAM 시장의 강세에 NAND 시장의 온기까지 더해지며 2026년 실적 가시성도 확보

Jr. Analyst 양정현
02)768-7714, yjh5481@nhqv.com
Analyst 주민우
02)2229-6167, minwoo.ju@nhqv.com

※ESG Index/Event는 78페이지 참조

범용 메모리에도 온기가 돌고 있어

투자의견 Buy 유지하고, 목표주가 61,000원으로 상향. 목표주가 상향 근거는 EPS 적용 시점 변경(12MF EPS → 2026 EPS)과 Peer 밸류에이션 상승. 범용 메모리에도 온기가 돌고 있어 멀티플 상향에 따른 추가 상승도 대비해야 할 구간

동사 실적 성장의 주요 원인은 HBM을 비롯한 DRAM 시장의 강세였음. 하지만 최근 니어라인 HDD 리드타임이 52주 이상으로 빠르게 상승, 이에 따른 eSSD 수요가 증가하며 2026년 NAND 시장 낙관론이 펼쳐지는 중. DDR4 생산 종료와 범용 DRAM의 견조한 수요도 동사의 2026년 실적 가시성을 높이는 요소. 추가로 신소재 납품 기대감도 높아짐. 기존에는 비우호적인 NAND 업황 지속으로 동사의 HSN 납품이 지연될 수 있다고 예상했으나, 최근 수요 증가가 고객사 라인 전환 가속을 야기하며 동사의 2026년 HSN 납품 가능성을 높인다고 판단

3Q25 Preview: 계절적 성수기 진입

3Q25 매출액은 1,693억원(+12% y-y, +3% q-q), 영업이익은 250억원(+26% y-y, OPM 14.7%)전망. 주요 고객사의 TSV 가동률 상승에 따른 고마진 반도체 소재 비중이 증가하고 OLED패널 성수기 진입으로 인한 디스플레이 부문 Mix가 개선되며 실적 성장이 지속될 전망

4분기는 일반적으로 일회성 인건비를 인식하며 일시적인 마진 하락이 있겠으나 이미 전체적인 이익 레벨이 올라왔기에 영향은 크지 않을 예정. 이르면 연말부터 시작될 고순도 불산 양산과 이에 따른 중기적 마진 상승에 초점을 맞춰야

이엔에프테크놀로지 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E					4Q25F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	151.6	158.7	157.8	164.2	169.3	11.7	3.1	168.3	179.2	171.9
영업이익	19.9	15.4	21.5	23.5	25.0	25.6	6.2	24.7	26.9	24.5
영업이익률	*13.1*	*9.7*	*13.6*	*14.3*	*14.7*			*14.7*	*14.6*	*14.2*
세전이익	16.9	15.0	18.9	20.2	22.9	35.5	13.4	22.3	22.3	23.4
(지배)순이익	12.2	3.6	14.5	15.1	17.2	41.9	14.5	17.2	17.2	16.7

자료: 이엔에프테크놀로지, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**61,000원 (상향)**
현재가 (25/09/15)	**49,000원**
업종	코스닥 화학
KOSPI / KOSDAQ	3407.31 / 852.69
시가총액(보통주)	700.1십억원
발행주식수(보통주)	14.3백만주
52주 최고가('25/09/15)	49,000원
최저가('24/11/12)	14,470원
평균거래대금(60일)	6,065백만원
배당수익률(2025E)	0.31%
외국인지분율	12.1%
주요주주	
한국알콜산업 외 6 인	35.6%
브이아이피자산운용	6.1%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	58.3	95.2	112.1
상대수익률 (%p)	42.8	68.1	82.4

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	582	663	721	754
증감률	*9.7*	*13.9*	*8.8*	*4.5*
영업이익	59	94	112	124
증감률	*148.5*	*59.1*	*18.3*	*11.2*
영업이익률	*10.2*	*14.2*	*15.5*	*16.5*
(지배지분)순이익	31	63	79	90
EPS	2,178	4,441	5,519	6,303
증감률	*흑전*	*104.0*	*24.3*	*14.2*
PER	7.7	11.0	8.9	7.8
PBR	0.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.7	5.4	4.4	3.7
ROE	8.2	14.9	16.1	15.8
부채비율	80.3	61.8	52.2	43.9
순차입금	144	100	43	-28

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

이엔에프테크놀로지는 반도체, 디스플레이 프로세스케미컬 제조 및 판매를 목적으로 2000년 5월 설립되었으며, 2009년 5월 28일 코스닥 시장에 상장. 동사의 사업부문은 제조공정용 특수 화학제품을 연구개발 및 제조, 판매하는 전자재료 단일 사업부문으로 구성됨. 전자재료 사업부문의 품목은 크게 프로세스케미칼(식각액, 신너, 현상액, 박리액 등), 화인케미칼(포토레지스트용 원료등), 컬러페이스트 등으로 구분. 동사의 연결대상회사로는 중국투자를 위해 홍콩에 설립된 ENF CHINA HOLDINGS Co.,Ltd.와 미국 투자를 위해 미국에 설립된 ENF USA HOLDINGS. INC가 존재. 또한, 반도체용 CMP 슬러리 시장 진입을 위해 2021년 11월 유비머트리얼즈의 지분 60.75%를 취득하여 최대주주로 등극

Share price drivers/Earnings Momentum

- 메모리반도체 시장 강세에 따른 소재 납품량 증가
- 반도체 고집적화로 인한 소재 사용량 상승
- 고순도 불산 양산을 통한 원재료 내재화

Downside Risk

- 전방 수요 둔화로 인한 소재 납품량 감소
- 미국 법인 가동 연기에 따른 적자 지속

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Entegris	29.7	23.5	3.2	2.9	10.8	12.5
Dupont	17.7	16.3	1.4	1.3	7.7	8.2
솔브레인	15.2	11.5	1.7	1.5	11.0	12.9
동진쎄미켐	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
한솔케미칼	14.0	11.9	1.9	1.6	13.5	13.9

자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	N/A	7.7	11.0	8.9	7.8
PBR	1.0	0.6	1.5	1.3	1.1
PSR	0.7	0.4	1.1	1.0	0.9
ROE	-4.7	8.2	14.9	16.1	15.8
ROIC	6.0	9.6	15.7	17.5	18.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

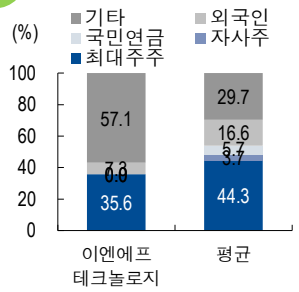
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**332**	**387**	**425**	**481**	**487**	**522**	**680**	**531**	**582**
영업이익	45	45	36	60	68	26	65	24	59
영업이익률(%)	*13.6*	*11.7*	*8.4*	*12.4*	*14.0*	*5.0*	*9.5*	*4.5*	10.2
세전이익	45	44	38	59	63	29	64	-20	53
순이익	**22**	**26**	**29**	**47**	**47**	**18**	**45**	**-23**	**30**
지배지분순이익	**25**	**28**	**29**	**46**	**46**	**19**	**47**	**-17**	**31**
EBITDA	61	61	50	80	92	55	101	67	106
CAPEX	31	32	44	50	86	65	53	107	87
Free Cash Flow	15	1	-14	12	-12	-51	8	-55	21
EPS(원)	1,741	1,958	2,026	3,239	3,245	1,296	3,276	-1,224	2,178
BPS(원)	11,385	13,247	15,585	18,688	21,710	23,281	26,565	25,207	27,813
DPS(원)	50	100	100	150	150	150	150	50	150
순차입금	4	9	26	16	30	99	93	154	144
ROE(%)	30.6	15.9	14.1	18.9	16.1	5.8	13.1	-4.7	8.2
ROIC(%)	40.8	20.9	13.6	19.1	19.7	5.4	10.3	6.0	9.6
배당성향(%)	2.9	5.1	4.9	4.6	4.6	11.6	4.6	-4.1	6.9
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.8	0.5	0.3	0.4	0.7	0.2	0.9
순차입금 비율(%)	2.3	4.5	11.7	5.8	9.7	28.5	23.8	42.0	35.9

자료: 이엔에프테크놀로지, NH투자증권 리서치본부

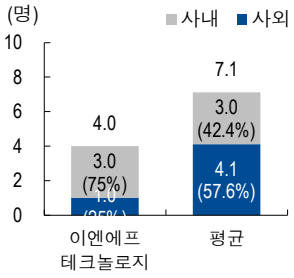
ESG Index & Event

G

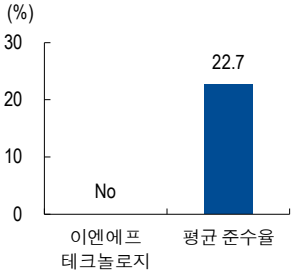
주주 구성



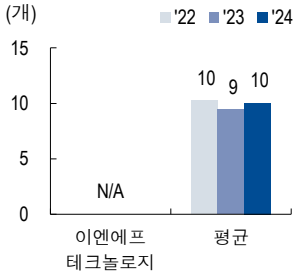
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



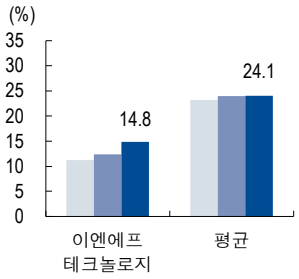
기업지배구조 핵심지표 준수



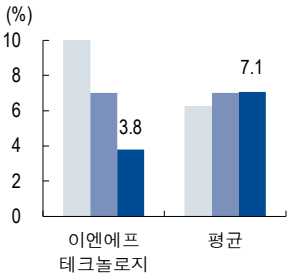
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 이엔에프테크놀로지, NH투자증권 리서치본부

S

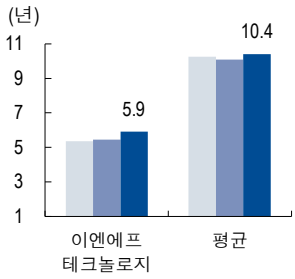
여성 임직원 비율



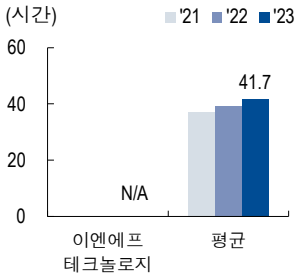
계약직 비율



근속연수



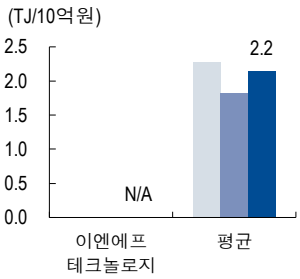
인당 교육시간



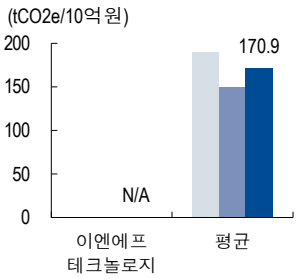
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 이엔에프테크놀로지, NH투자증권 리서치본부

E

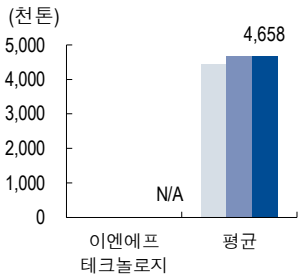
에너지 사용량



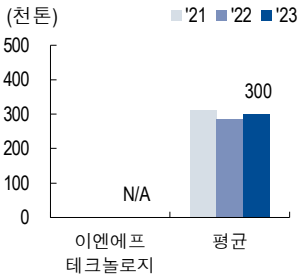
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 이엔에프테크놀로지, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2001.06	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증
	2007.08	- 폐유기용제의 처리방법 특허등록
S	N/A	- N/A
G	2009.05	- 코스닥 시장 상장

자료: 이엔에프테크놀로지, NH투자증권 리서치본부

표1. 이엔에프테크놀로지 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	582.4	663.3	721.4	754.2
	- 수정 전	-	660.6	715.8	748.1
	- 변동률	-	0.4	0.8	0.8
영업이익	- 수정 후	59.3	94.4	111.7	124.1
	- 수정 전	-	93.9	110.4	122.8
	- 변동률	-	0.6	1.1	1.1
영업이익률(수정 후)		*10.2*	*14.2*	*15.5*	*16.5*
EBITDA		105.3	148.6	170.4	184.7
(지배지분)순이익		31.1	63.5	78.9	90.1
EPS	- 수정 후	2,177	4,441	5,519	6,303
	- 수정 전	-	4,447	5,426	6,214
	- 변동률	-	-0.1	1.7	1.4
PER		7.7	11.0	8.9	7.8
PBR		0.6	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA		3.7	5.4	4.4	3.7
ROE		8.2	14.9	16.1	15.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025E	2026F
매출액	**157.8**	**164.2**	**169.3**	**171.9**	**168.3**	**177.6**	**186.0**	**189.5**	**582.4**	**663.3**	**721.4**
(%, q-q)	*-0.6*	*4.1*	*3.1*	*1.5*	*-2.1*	*5.5*	*4.7*	*1.9*			
(%, y-y)	*18.7*	*17.9*	*11.7*	*8.3*	*6.7*	*8.1*	*9.8*	*10.2*	*9.7*	*13.9*	*8.8*
영업이익	**21.5**	**23.5**	**25.0**	**24.5**	**24.5**	**28.0**	**30.6**	**28.6**	**59.3**	**94.4**	**111.7**
(%, q-q)	*39.8*	*9.5*	*6.2*	*-2.0*	*0.1*	*14.4*	*9.0*	*-6.5*			
(%, y-y)	*210.6*	*50.3*	*25.6*	*59.4*	*14.2*	*19.3*	*22.4*	*16.8*	*148.6*	*59.1*	*18.3*
영업이익률(%)	*13.6*	*14.3*	*14.7*	*14.2*	*14.6*	*15.8*	*16.4*	*15.1*	*10.2*	*14.2*	*15.5*
세전이익	18.9	20.2	22.9	23.4	22.4	24.9	28.7	27.6	53.1	85.5	103.6
지배주주순이익	14.5	15.1	17.2	16.7	16.7	18.8	22.3	21.1	31.1	63.5	78.9

자료: 이엔에프테크놀로지, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 이엔에프테크놀로지 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

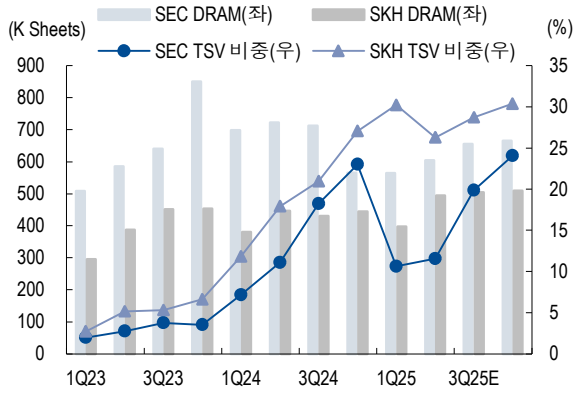
항목	Value	비고
EPS	5,519	2026 EPS
Target PER	11.0	Peer 평균 2026 PER
주당 가치	60,710	
목표 주가	**61,000**	
현재 주가	49,000	9월 15일 종가
상승 여력	24.5%	

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward PER 추이

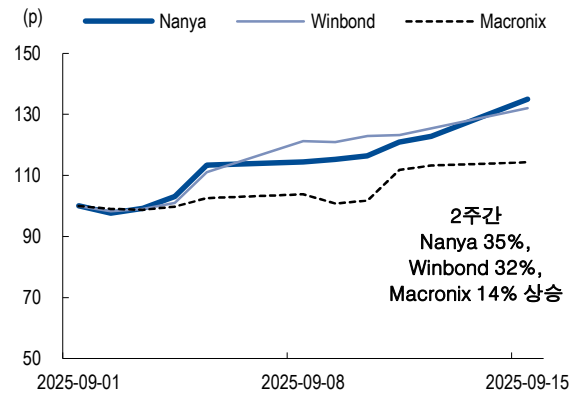
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 국내 DRAM제조사 CAPA 및 TSV 비중



자료: Trendforce, NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 대만 레거시 메모리 업체 주가 추이



주: 2025년 9월 1일을 100으로 설정
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**582**	**663**	**721**	**754**
증감률 (%)	*9.7*	*13.9*	*8.8*	*4.5*
매출원가	**450**	**491**	**527**	**544**
매출총이익	**132**	**172**	**195**	**210**
Gross 마진 (%)	*22.7*	*25.9*	*27.0*	*27.8*
판매비와 일반관리비	73	78	83	86
영업이익	**59**	**94**	**112**	**124**
증감률 (%)	*148.5*	*59.1*	*18.3*	*11.2*
OP 마진 (%)	*10.2*	*14.2*	*15.5*	*16.5*
EBITDA	**106**	**149**	**170**	**185**
영업외손익	**-6**	**-9**	**-8**	**-6**
금융수익(비용)	-4	-10	-8	-7
기타영업외손익	1	2	1	1
종속, 관계기업관련손익	-3	-1	-1	0
세전계속사업이익	**53**	**85**	**104**	**118**
법인세비용	**21**	**21**	**24**	**27**
계속사업이익	32	64	80	91
당기순이익	**30**	**64**	**80**	**91**
증감률 (%)	*흑전*	*115.6*	*24.3*	*14.2*
Net 마진 (%)	*5.1*	*9.7*	*11.0*	*12.1*
지배주주지분 순이익	31	63	79	90
비지배주주지분 순이익	-1	1	1	1
기타포괄이익	7	-4	-4	-4
총포괄이익	37	60	76	87

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	7.7	11.0	8.9	7.8
PBR(X)	0.6	1.5	1.3	1.1
PCR(X)	2.1	4.7	4.2	3.8
PSR(X)	0.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(X)	3.7	5.4	4.4	3.7
EV/EBIT(X)	6.5	8.5	6.7	5.5
EPS(W)	2,178	4,441	5,519	6,303
BPS(W)	27,813	31,825	36,916	42,777
SPS(W)	40,764	46,423	50,488	52,783
자기자본이익률(ROE, %)	8.2	14.9	16.1	15.8
총자산이익률(ROA, %)	4.3	8.7	10.2	10.7
투하자본이익률 (ROIC, %)	9.6	15.7	17.5	18.5
배당수익률(%)	0.9	0.3	0.3	0.3
배당성향(%)	6.9	3.4	2.7	2.4
총현금배당금(십억원)	2	2	2	2
보통주 주당배당금(W)	150	150	150	150
순부채(현금)/자기자본(%)	35.9	21.7	8.1	-4.6
총부채/자기자본(%)	80.3	61.8	52.2	43.9
이자발생부채	219	204	192	181
유동비율(%)	87.5	123.5	155.4	195.3
총발행주식수(mn)	14	14	14	14
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	16,820	49,000	49,000	49,000
시가총액(십억원)	240	700	700	700

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	38	64	106	165
매출채권	76	87	95	99
유동자산	**246**	**262**	**320**	**387**
유형자산	411	418	426	435
투자자산	29	29	32	33
비유동자산	**477**	**481**	**491**	**501**
자산총계	**724**	**743**	**811**	**889**
단기성부채	185	141	129	118
매입채무	36	41	44	46
유동부채	**281**	**212**	**206**	**198**
장기성부채	34	63	63	63
장기충당부채	1	1	1	1
비유동부채	**41**	**71**	**72**	**73**
부채총계	**322**	**284**	**278**	**271**
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	19	19	19	19
이익잉여금	360	422	498	586
비지배주주지분	4	5	5	6
자본총계	**401**	**459**	**533**	**618**

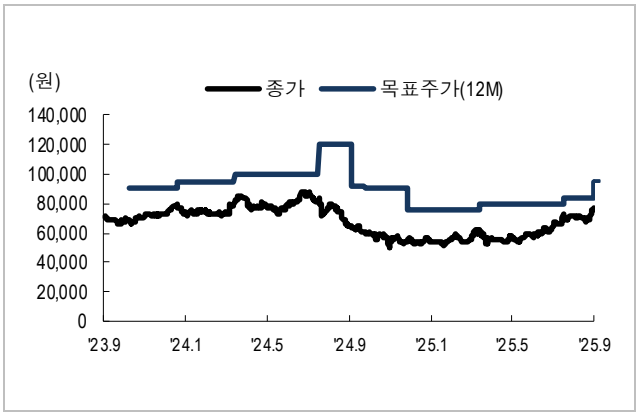
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**108**	**113**	**133**	**149**
당기순이익	30	64	80	91
+ 유/무형자산상각비	46	54	59	61
+ 종속, 관계기업관련손익	3	1	1	0
+ 외화환산손실(이익)	-1	1	1	1
Gross Cash Flow	114	148	168	183
- 운전자본의증가(감소)	13	-7	-7	-4
투자활동 현금흐름	**-99**	**-71**	**-77**	**-77**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-87	-60	-65	-68
+ 투자자산의매각(취득)	2	-1	-4	-1
Free Cash Flow	21	53	68	81
Net Cash Flow	9	42	56	72
재무활동현금흐름	**-18**	**-16**	**-14**	**-13**
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-18	-16	-14	-13
현금의증가	-8	26	42	58
기말현금 및 현금성자산	38	64	106	165
기말 순부채(순현금)	144	100	43	-28

투자의견 및 목표주가 변경내역

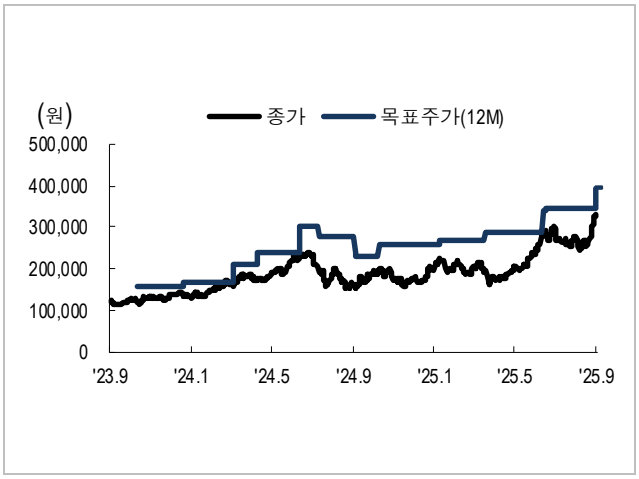
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.09.16	Buy	94,000원(12개월)	-	-
2025.08.01	Buy	84,000원(12개월)	-16.2%	-13.6%
2025.03.31	Buy	79,000원(12개월)	-25.2%	-8.1%
2024.12.11	Buy	75,000원(12개월)	-26.1%	-17.6%
2024.10.08	Buy	90,000원(12개월)	-37.0%	-32.2%
2024.09.20	Buy	92,000원(12개월)	-32.1%	-29.7%
2024.07.05	Buy	120,000원(12개월)	-	-
2024.03.28	Buy	100,000원(12개월)	-20.6%	-14.7%
2024.01.04	Buy	95,000원(12개월)	-21.9%	-15.9%
2023.10.31	Buy	90,000원(12개월)	-19.8%	-11.6%
		담당 Analyst 변경	-	-

삼성전자 (005930.KS)



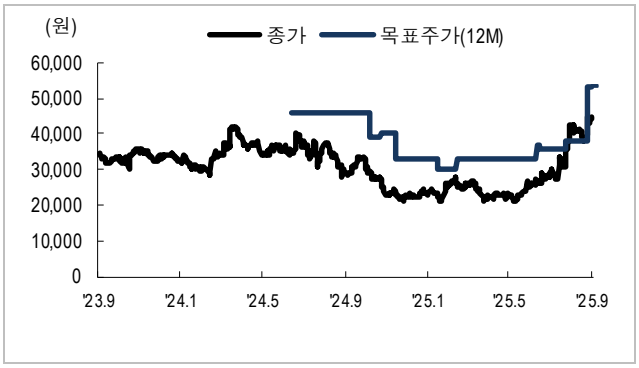
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.09.16	Buy	395,000원(12개월)	-	-
2025.07.01	Buy	345,000원(12개월)	-21.6%	-11.9%
2025.04.01	Buy	290,000원(12개월)	-29.0%	1.0%
2025.01.24	Buy	270,000원(12개월)	-25.1%	-18.1%
2024.10.24	Buy	260,000원(12개월)	-29.3%	-13.3%
2024.09.20	Buy	230,000원(12개월)	-21.5%	-14.8%
2024.07.26	Buy	280,000원(12개월)	-37.1%	-28.7%
2024.06.27	Buy	300,000원(12개월)	-24.3%	-19.7%
2024.04.25	Buy	240,000원(12개월)	-16.4%	-1.0%
2024.03.20	Buy	210,000원(12개월)	-14.4%	-10.3%
2024.01.04	Buy	170,000원(12개월)	-13.2%	1.1%
2023.10.26	Buy	158,000원(12개월)	-16.8%	-9.9%
		담당 Analyst 변경		

SK하이닉스 (000660.KS)



제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.09.16	Buy	53,000원(12개월)	-	-
2025.08.08	Buy	38,000원(12개월)	5.7%	12.0%
2025.07.01	Buy	36,000원(12개월)	-18.4%	-7.5%
2025.02.27	Buy	33,000원(12개월)	-27.7%	-17.3%
2025.01.31	Buy	30,000원(12개월)	-17.3%	-7.3%
2024.11.29	Buy	32,000원(12개월)	-30.6%	-26.1%
2024.11.08	Buy	40,000원(12개월)	-41.2%	-37.0%
2024.06.27	Buy	46,000원(12개월)	-26.4%	-12.8%
2023.07.31		조사분석 대상 제외	-	-

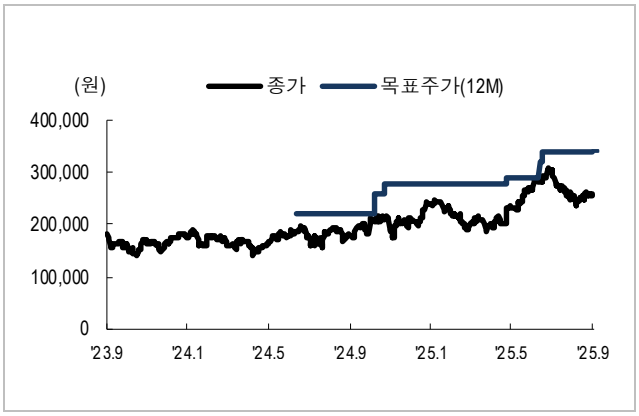
원익IPS (240810.KQ)



투자의견 및 목표주가 변경내역

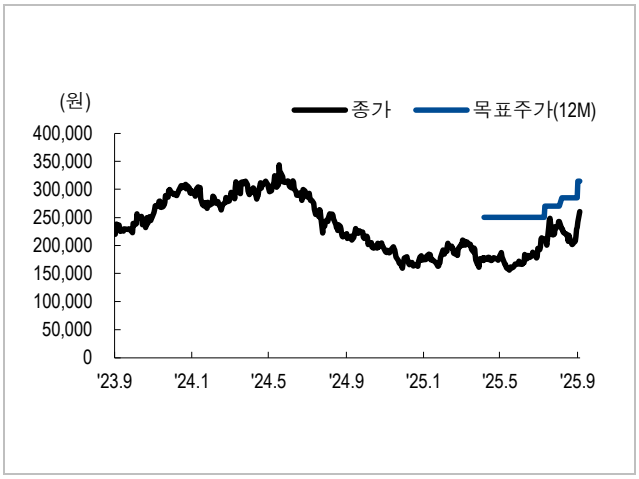
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.07.01	Buy	340,000원(12개월)	-	-
2025.05.08	Buy	290,000원(12개월)	-12.1%	-0.2%
2024.11.07	Buy	280,000원(12개월)	-24.6%	-11.6%
2024.10.24	Buy	260,000원(12개월)	-19.1%	-16.5%
2024.06.27	Buy	220,000원(12개월)	-16.4%	-3.9%
2023.07.31		조사분석 대상 제외	-	-
2023.06.12	Buy	200,000원(12개월)	-7.3%	0.0%

파크시스템스 (140860.KQ)



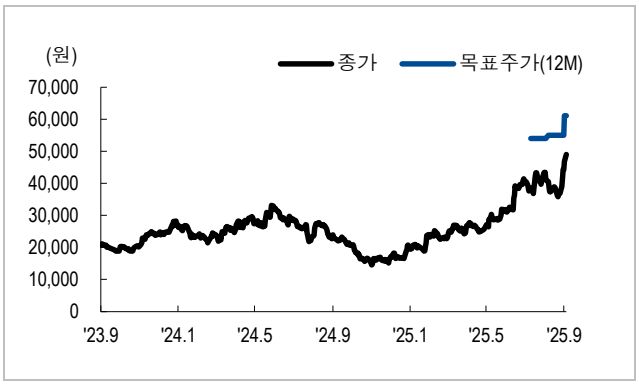
제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.09.16	Buy	315,000원(12개월)		
2025.08.18	Buy	285,000원(12개월)	-22.9%	-8.6%
2025.07.22	Buy	270,000원(12개월)	-20.3%	-12.8%
2025.04.17	Buy	250,000원(12개월)	-29.2%	-14.4%
2025.03.31		담당 Analyst 변경	-	-
2023.07.31		조사분석 대상 제외	-	-
2023.06.30	Buy	300,000원(12개월)	-12.4%	-6.5%

솔브레인 (357780.KQ)



제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.09.16	Buy	61,000원(12개월)		
2025.08.18	Buy	55,000원(12개월)	-27.9%	-10.9%
2025.07.21	Buy	54,000원(12개월)	-24.4%	-19.6%

이엔에프테크놀로지 (102710.KQ)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 6월 30일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
87.3%	12.7%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "삼성전자, SK하이닉스"을(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 테스는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.