

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

2028년 글로벌 시가총액 5위권 시나리오

반도체 박준영
jyp94@hanwha.com
3772-7481

RA 김나우
now.kim@hanwha.com
3772-7710



목차

| | | |
|----|-----------------|-------------------------|
| 03 | Summary | |
| 05 | I. 2H26 전망 | 하반기 메모리 가격은 생각보다 더 좋을 것 |
| 17 | II. 2027 전망 | 다시 한 번 HBM의 시대가 온다 |
| 24 | III. 2028 전망 | 증명의 시간 |
| 27 | IV. 2H26 소부장 전망 | 대형 장비주 + 우량 소형주 바텀 피싱 |
| 33 | V. Appendix | |
| 37 | VI. 기업분석 | |
| | | 삼성전자, SK하이닉스, 피에스케이 |

Summary

❖ 2H26 전망: 하반기 메모리 가격은 생각보다 더 좋을 것

- 연초부터 지속적으로 하반기 메모리 가격에 대한 우려가 제기되어 왔습니다. 일부 리서치 기관들은 2026년도 3분기 메모리 가격 상승률에 대해 상반기 급격한 가격 상향 이후 DRAM 기준 QoQ +3~8%, NAND 기준 QoQ +8~13% 수준의 낮은 예측치를 제시했기 때문입니다. 하지만 당사는 하반기 메모리 가격이 당초 시장의 예측치보다 크게 상승할 것으로 추정하며 DRAM 기준 QoQ +15~25%, NAND 기준 QoQ +20~25% 수준을 기록할 것으로 추정합니다. 이로 인해 메모리 메이커들의 실적 눈높이는 더욱 올라가야 할 것입니다. 단기적인 실적에 더해 더욱 기대가 되는 것은 적극적인 LTA(장기공급계약)의 확대입니다. 한국 메모리 산업이 글로벌 반도체 산업의 기본 배수인 FW P/E 10배 수준도 못 받아온 것은 모두 감익기의 급격한 이익 감소 때문입니다. 하지만 당사는 LTA의 확대로 향후 메모리 메이커들이 감익기를 맞이하더라도 최소 영업이익률 30%를 유지할 것으로 예상하며 이는 과거 메모리 호황기 수준의 영업이익률입니다. 한국의 메모리 메이커들은 이제 글로벌 반도체 산업의 최소 배수인 FW P/E 10배를 받는 것이 정당하다는 입장을 견지합니다.

❖ 하이퍼스케일러들의 투자 수요 감소에 대한 우려는 기우

- 최근 AI 사이클을 이끌어가고 있는 하이퍼스케일러들 및 빅테크의 투자 수요 감소에 대한 우려가 제기되고 있습니다. 하지만 하이퍼스케일러들의 AI 투자는 외부 요인 없이 스스로 멈출 수 없는 상태입니다. AI 투자의 감축 혹은 중단은 AI 산업 내 플레이어로서의 지위를 포기하는 것과 마찬가지로 기업의 존폐를 위협할 수 있는 결정이기 때문입니다. 다만 최근 하이퍼스케일러들의 CAPEX 자원 확보 방식이 변한 것은 사실입니다. FCF(Free Cash Flow)는 점진적으로 축소되는 상황에서 현금여력이 줄어들고 있으며 이에 따라 자사주 매입을 축소하고 부족한 투자금을 대규모 회사채 발행을 통해 보충하고 있습니다. 회사채 발행량이 증가하고 있는 상황은 외부에서 자금을 조달하는 방식이기 때문에 자금 조달 여건에 외생적 변수가 발생한 것은 사실이지만 ‘급격하고 연속적인’ 금리인상이 수반되지 않는 이상 문제가 되지 않을 것입니다. 일반적으로 금리인상을 진행한다고 해서 필연적으로 크레딧 스프레드가 크게 확대되지는 않으며 우량 투자등급 회사채에 대한 시장 수요도 견조하게 유지되는 경우가 많습니다. 2015년 12월 FED는 금융위기 이후 처음으로 기준금리를 인상했지만 투자등급 회사채 스프레드에는 큰 변화가 없었습니다. 금리인상이 자원조달에 문제가 될 수 있는 경우는 2022년의 사례처럼 제로금리에서 출발해 빅/자이언트 스텝이 연속적으로 진행되는 급격하고 연속적인 긴축 경로가 진행될 때였습니다. 하지만 당사는 현재 2027년 미국의 기준금리 인상에 대해 상반기까지 동결을 예상하고 있으며 급격하고 연속적인 금리 인상을 예상하지 않습니다. AI 투자는 흔들릴 수 없으며 그 속에서 가장 큰 수혜를 받는 산업은 한국의 메모리 산업이 될 것입니다.

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

**2028년
글로벌 시가총액
5위권 시나리오**

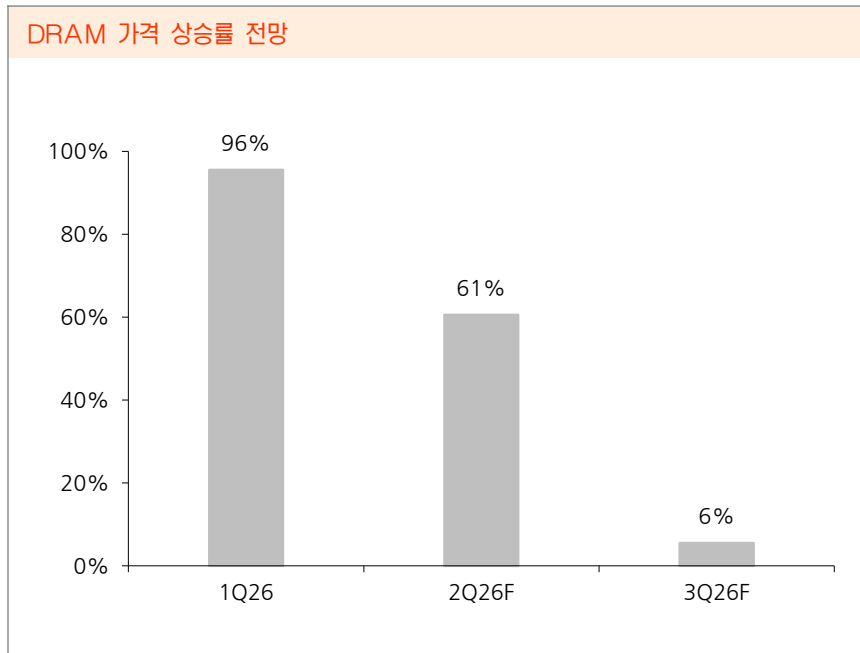
I

2H26 전망

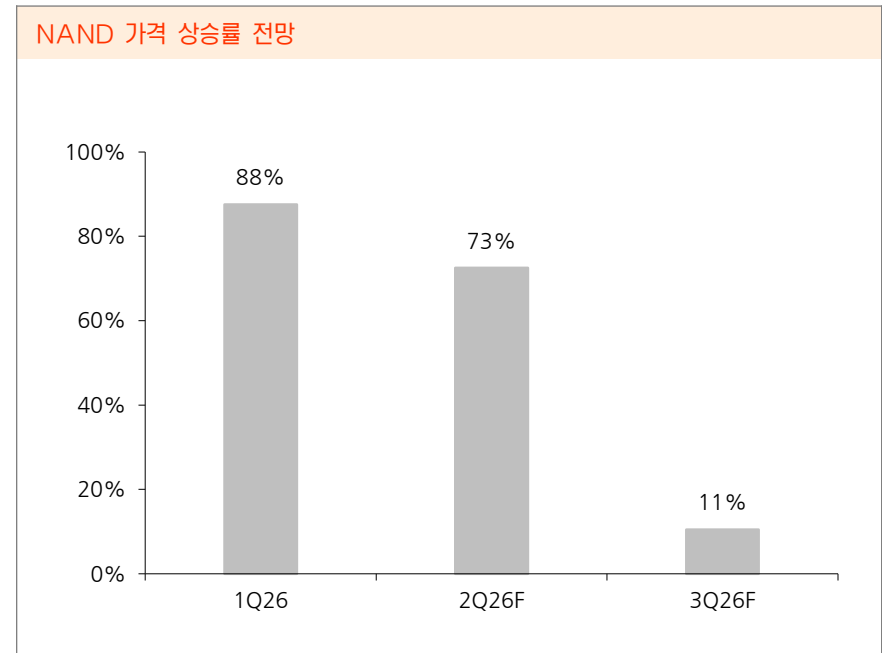
하반기 메모리 가격은
생각보다 더 좋을 것

하반기 메모리 가격은 생각보다 더 좋을 것

- ❖ 상반기의 급격한 메모리 가격 상승률 대비 하반기에는 가격 상승률이 급감할 수도 있다는 예측이 연초부터 제시되어 왔음
- ❖ 글로벌 반도체 리서치 하우스 TrendForce 또한 지난 3월 3Q26 메모리 가격에 대해 DRAM 기준 QoQ +3~8%, Nand 기준 QoQ +8~13%를 제시한 바 있음
- ❖ 1분기 DRAM 가격의 QoQ 상승률이 93~98%, 2분기에는 58~63% 수준임을 감안하면 상대적으로 낮은 수치
- ❖ 하지만 당사는 3분기 범용 DRAM과 NAND 가격은 시장의 당초 기대치 대비 추가적으로 상승할 가능성이 높다고 판단하며 하반기에도 상당한 폭의 메모리 가격 상승을 예상



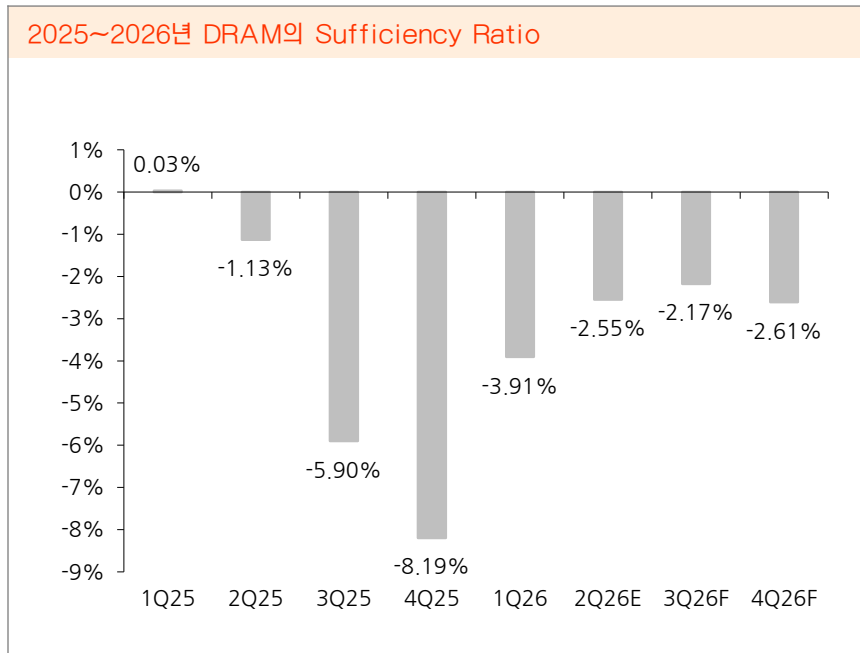
자료: TrendForce, 한화투자증권 리서치센터



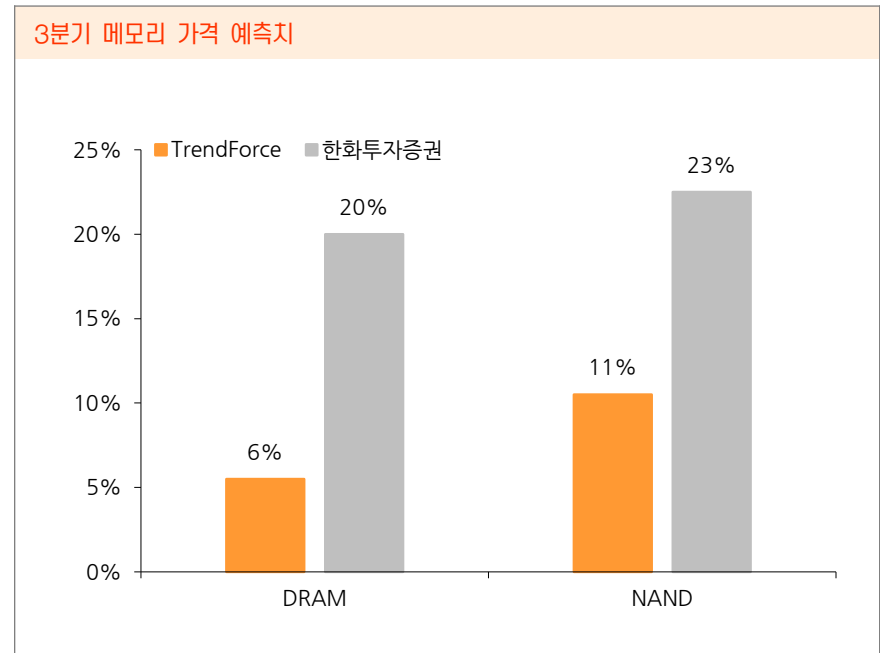
자료: TrendForce, 한화투자증권 리서치센터

3분기 DRAM 가격 QoQ 15%~25% 상승 예상

- ❖ 하반기를 앞두고 있는 지금, DRAM의 Sufficiency Ratio(수요 대비 공급의 충족 정도)는 2분기 -2.55%에서 3분기 -2.17%로 예상되는 바 공급 부족 현상이 개선되는 양상이 확인되지 않음
- ❖ NAND 또한 bit 출하의 증가는 QoQ로 한자릿수대에 머물며 공급의 뚜렷한 증가가 진행되지 못할 것으로 보임
- ❖ 이에 따라 3분기 DRAM의 QoQ 가격상승률은 15~25% 수준, NAND의 QoQ 가격상승률 또한 20~25% 수준에 도달할 수 있을 것으로 기대됨



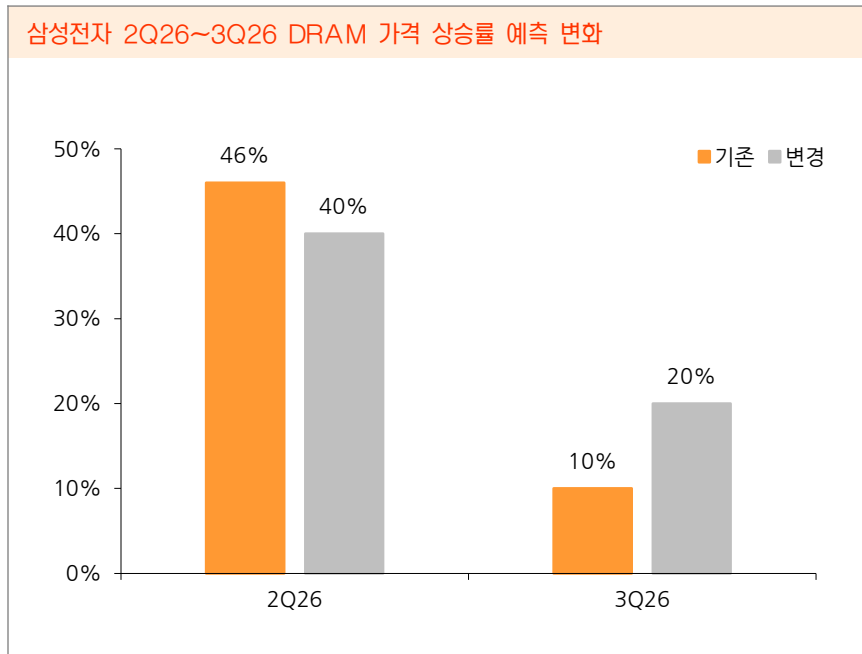
자료: TrendForce, 한화투자증권 리서치센터



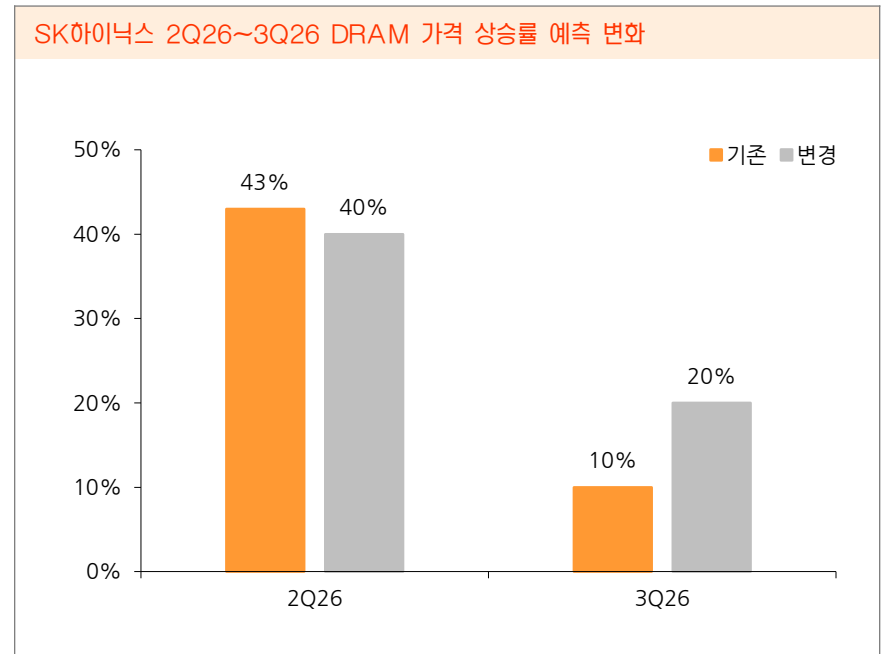
자료: TrendForce, 한화투자증권 리서치센터

하반기 의미 있는 가격 인상을 준비중

- ❖ 현재 일부 메모리 메이커들은 메모리 가격의 1분기 급등을 고려해 2분기 가격상승폭을 전략적으로 제한하고 있으며 하반기에 시장 기대 대비 높은 수준의 가격 상향을 꾀하고 있는 것으로 추측됨
- ❖ 이에 따라 메모리 산업은 당초 예상했던 것처럼 1분기, 2분기 가격상승률의 급등 후 하반기에 상승률이 급격히 제한되는 양상이 아닌 지속적으로 상당폭의 메모리 가격 상승이 이어지는 양상을 목격하게 될 것으로 판단



자료: 한화투자증권 리서치센터

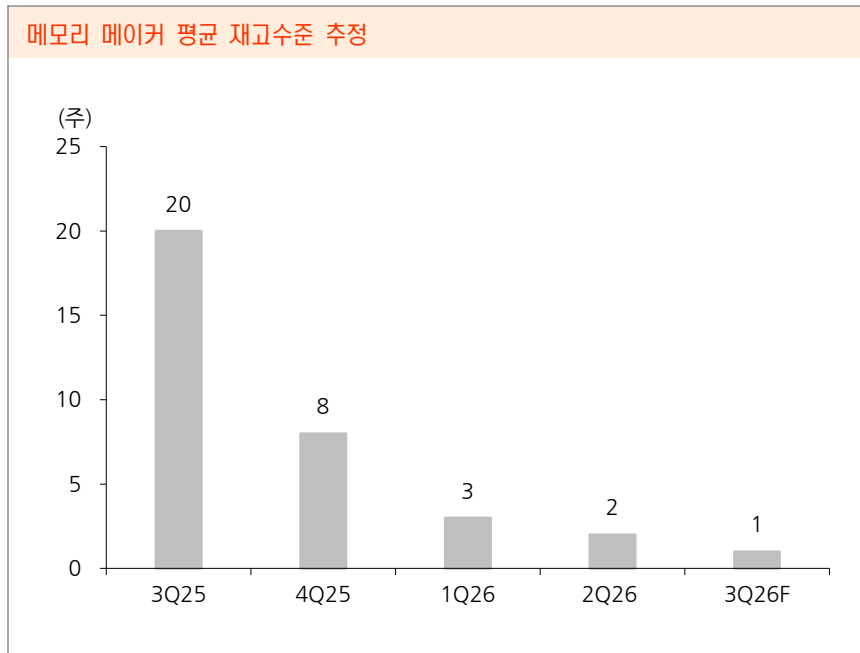


자료: 한화투자증권 리서치센터

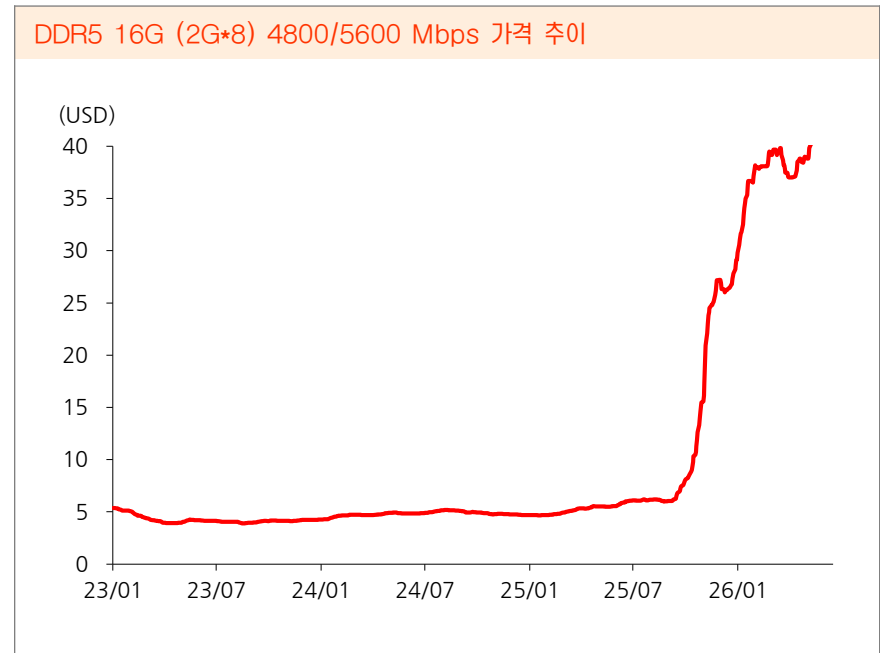
가격이 더 오를 수밖에 없는 이유 1 재고수준

[한화리서치센터]

- ❖ 공급 측면에서 메모리 가격 상승률이 급격히 둔화되기 어려운 이유는 우선 공급사 재고가 이미 바닥권까지 낮아져 있기 때문
- ❖ 과거에는 수요가 강할 때 보유 재고를 방출해 단기 공급 부족을 일부 완화할 수 있었지만 현재는 그 여력이 매우 제한적
- ❖ 신규 생산분이 늘어나더라도 곧바로 소진되어 버리며 재고를 보충해야 하는 수요까지 남아있기 때문에 시장에서 체감하는 공급 부족 현상은 예상보다 길어질 수밖에 없음
- ❖ 이는 하반기에도 공급자 우위의 가격 환경이 쉽게 훼손되기 어려운 이유



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: DrameXchange, 한화투자증권 리서치센터

가격이 더 오를 수밖에 없는 이유 2 HBM 위주의 증설

[한화리서치센터]

- ❖ 걸으로 보면 삼성전자 P4와 SK하이닉스 M15X 램프업이 올해 공급 증가 요인으로 보일 수 있지만 해당 팹의 핵심 역할은 범용 DRAM 공급 확대가 아니라 신규 HBM 수요 대응
- ❖ 이 때문에 일반 서버용 DDR5, PC DRAM, 모바일용 LPDDR 등 범용 메모리 시장에서는 공급 부족이 단기간에 해소되기 어려움
- ❖ 범용 메모리 생산 사이트의 가동으로 인한 본격적인 범용 메모리 공급 증가 시점은 아직 요원하며 삼성전자 P5와 SK하이닉스 Y10I Full Production에 들어가는 시점은 2028년 상반기로 예상
- ❖ 결국 2026~2027년 메모리 시장은 수요가 강한 가운데 신규 공급은 HBM 중심으로 증가하고, 범용 DRAM 공급은 선단공정 전환과 생산 효율화(수율 개선)에 의존하는 구간

삼성전자 P4 사이트



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 M15x 사이트



자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

하반기 모멘텀 1 HBM4 본격 납품 시작

[한화리서치센터]

- ❖ 임박한 3분기부터는 최신 세대의 HBM인 HBM4의 본격 출하가 예정되어 있으며 전작 대비 더 높은 가격대로 인해 메모리 메이커들의 매출 확대에 기여할 수 있을 것으로 기대됨
- ❖ HBM4에서는 국내 메모리 메이커 2사의 경쟁이 더욱 치열한 양상을 띄게 될 것으로 예상
- ❖ NVIDIA는 당초 11.7Gbps의 속도 기준을 제시한 바 있으며 이후 10.3Gbps 수준까지 속도 표준을 하향한 바 있음
- ❖ 현재 메모리 메이커들의 HBM4 생산 현황을 보았을 때 SK하이닉스는 10.3Gbps 수준의 표준 제품을 대량으로 납품할 것으로 보이며, 삼성전자의 경우 11.7Gbps 수준의 고속 HBM4를 납품할 가능성이 높아 보임

| HBM3E vs HBM4 스펙 | | | |
|------------------|-----------|-------|---------------|
| | 인터페이스 | 최고 스택 | Max I/O Speed |
| HBM3 | 1,024 bit | 12hi | 6.4Gbps |
| HBM3E | 1,024 bit | 12hi | 10Gbps |
| HBM4 | 2,048 bit | 16hi | 13Gbps |

자료: 한화투자증권 리서치센터

HBM4를 본격 탑재하는 NVIDIA의 Rubin 시리즈

The image shows two NVIDIA chips: the Rubin GPU and the Grog 3 LPU. The Rubin GPU specifications are: 288 GB HBM4, 22 TB/s, 50 PFLOPs (NVFP4), and 336B Transistors + 2.5T (HBM4). The Grog 3 LPU specifications are: 500 MB SRAM, 150 TB/s SRAM Bandwidth, 1.2 PFLOPs (FP8), and 68B Transistors. The text at the bottom reads 'Uniting Processors of Extreme Performances'.

자료: NVIDIA, 한화투자증권 리서치센터

하반기 모멘텀 2 SK하이닉스 ADR 상장

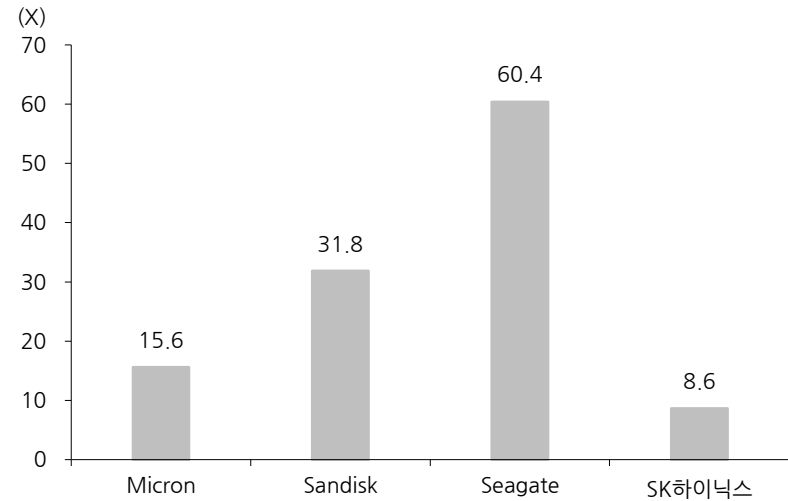
- ❖ SK하이닉스는 지난 6월 24일 증권예탁증권(DR)의 발행을 결정
- ❖ DR 발행의 총액은 약 45.5조원 규모이며 나스닥 상장일은 7월 10일, 신주 DR의 국내 상장일은 7월 29일
- ❖ ADR의 상장은 미 증시 내에 리스트 되어 있는 동사의 피어 그룹(Micron Technology, Sandisk, Seagate 등)과 동사가 동일한 시장 내에서 평가받을 수 있는 기회
- ❖ 압도적인 밸류에이션 매력도, 이익의 규모, 기술력의 우위 등을 감안할 때 동사가 재평가 받을 수 있는 절호의 기회가 될 것

SK하이닉스 증권예탁증권(DR) 발행 결정

| 증권예탁증권(DR) 발행 결정 | | 신주DR |
|----------------------|-------------|---|
| 1. DR 발행형태 | 외화금액 (동화단위) | - |
| 2. DR 발행총액 | 외화금액(총) | 45,453,450,000 |
| | 기준환율율 | - |
| 3. 신주(DR)당 신주 | 보통주식 | 2,955,000 |
| 발행가격(원) | 종류주식 | - |
| 4. 1 대당 발행가격(동화단위) | 255,500 | KRW/1ER : South-Korean Won |
| 5. 1 대당 신주 전환비율(주) | 보통주식 | 0.1 |
| 6. 발행국가 | 시업자금(총) | 45,453,450,000 |
| | 운동자금(총) | - |
| 7. 자금조달의 목적 | 회생자금(총) | - |
| | 기타자금(총) | - |
| 8. 계약일 | 2025-07-14 | |
| 9. 납입일 | 2025-07-14 | |
| 10. 해외 상장의 경우 | 상장거래소 | 나스닥 증권거래소(Nasdaq Global Select Market) |
| | 상장예정일 | 2025-07-10 |
| 11. 신주DR의 연후 인수상장예정일 | | 2025-07-29 |
| 12. 대표주관회사 | | BofA Securities, Inc. Citigroup Global Markets Inc. Bloomberg Sachs (Asia) L.L.C. J.P. Morgan Securities LLC |
| 13. 중주보존기관 | | 한국예탁결제원 |
| 14. 해외예탁기관 | | Citibank, N.A. |
| 15. 미사회결의일(공정일) | | 2025-06-24 |

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

글로벌 반도체 기업의 2026F P/E



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

하반기 모멘텀 3 삼성 파운드리 의 약진

[한화리서치센터]

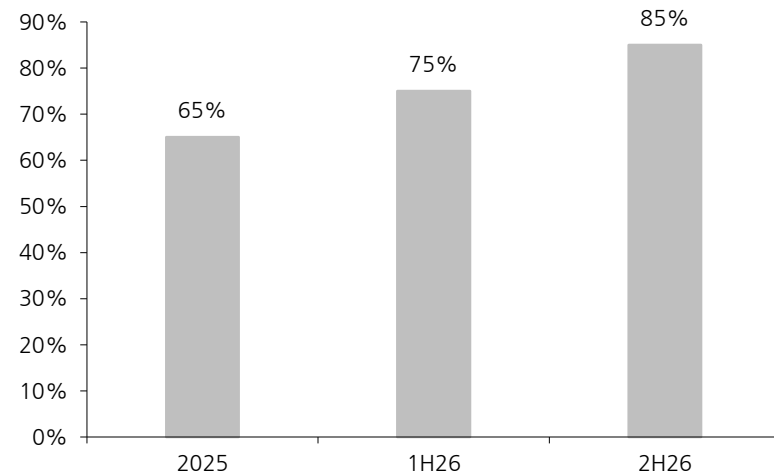
- ❖ 삼성 파운드리의 상반기 가동률은 70~75% 수준으로 추측되나 하반기에는 85% 수준까지 상승할 것으로 추정
- ❖ 이는 최근 신규 고객사로 유입된 Groq의 LPU 물량으로 인한 가동률의 상승에 기인하며 동사 파운드리 사업부는 해당 물량으로 인해 BEP 포인트에 도달할 수 있을 것으로 기대
- ❖ 다만 본질적으로 적자 구조에서 탈출은 가능해 보이지만 성과급의 반영 등으로 인해 수치상 적자 기조는 유지될 것으로 추측

Groq의 LPU



자료: Groq, 한화투자증권 리서치센터

삼성 파운드리 가동률 추정

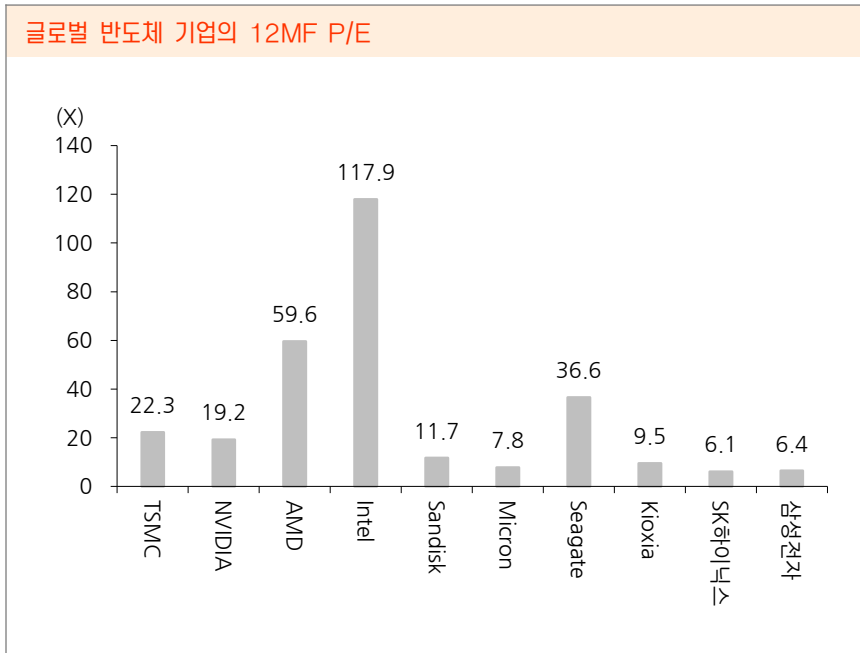


자료: 한화투자증권 리서치센터

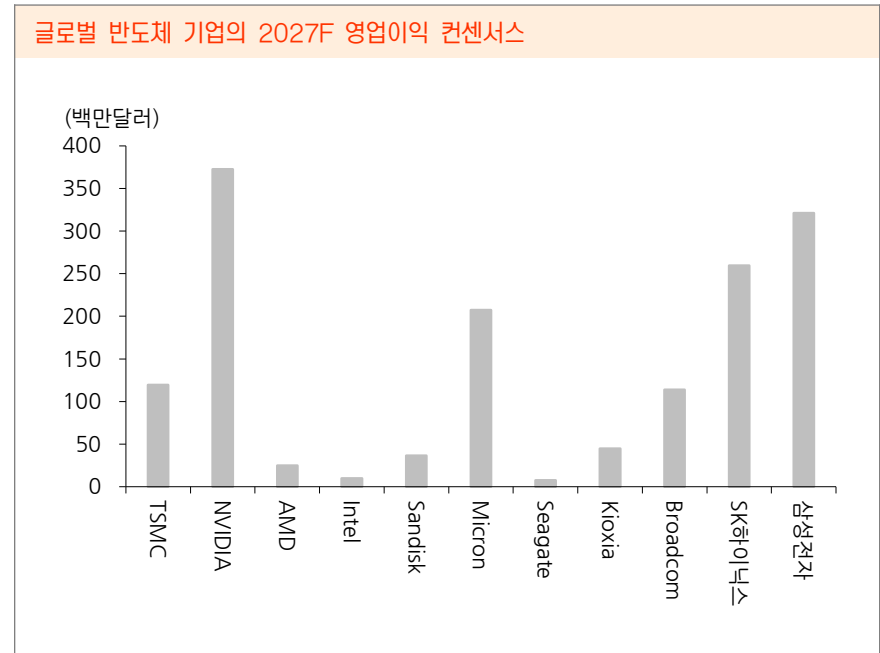
하반기에 양사 모두 P/E 10배에 도달할 것으로 예상

[한화리서치센터]

- ❖ 국내 메모리 메이커들은 더 이상 극심한 이익변동성을 보이는 회사가 아닌 지속적으로 높은 수준의 이익을 창출할 수 있는 회사로 변모하고 있음
- ❖ 국내 메모리 메이커들은 오랜 시간 동안 이익 확장기의 P/E 배수가 글로벌 반도체 종목들의 기본 배수인 10배를 넘지 못하는 고질적인 한계를 가지고 있었으며 이는 감익기의 극심한 이익 감소와 그로 인한 실적의 변동성 때문
- ❖ 하지만 한국의 메모리 산업은 1) LTA(장기공급계약, Long Term Agreement)와 2) HBM(고대역폭 메모리, High Bandwidth Memory)이라는 강력한 무기를 바탕으로 이러한 약점을 극복해 나가고 있음
- ❖ 2026년은 이러한 체질 변화에 대한 기대감이 주가에 반영되며 글로벌 스탠다드에 해당하는 FW P/E 10배에 양사 모두 도달할 수 있을 것으로 예상



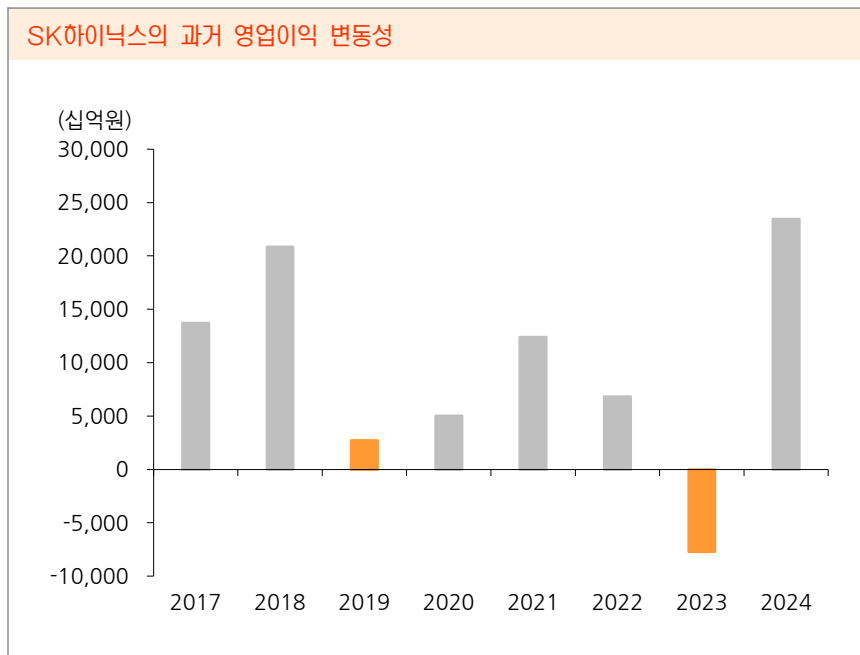
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

LTA 효과, 감익기가 와도 최소 OPM은 30%다

- ❖ 현재 메모리 업체들은 주요 서버 고객 및 기타 고객들과 장기 공급계약을 확대하고 있으며, 이는 향후 공급 증가 국면에서 가격의 하방을 방어하는 장치가 됨
- ❖ 과거 감익기에 국내 메모리 메이커들은 평균 10% 미만의 영업이익률을 보여주었으며 가격 감소의 폭이 과도할 경우 적자 전환을 하는 경우도 있었음
- ❖ 하지만 최근 맺어지고 있는 LTA 계약들의 가격 산정 방식은 최소 OPM 50%를 타겟으로 진행되고 있는 것으로 추측되며 이로 인해 감익기가 도래하더라도 메모리 제품의 평균 영업이익률은 30% 미만으로 감소하지 않을 것
- ❖ 과거 메모리 메이커들의 호황기 OPM이 평균 30~50% 수준임을 감안할 때 향후에는 감익기가 도래하더라도 과거 호황기 수준의 영업이익률을 지켜낼 것으로 판단됨



자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

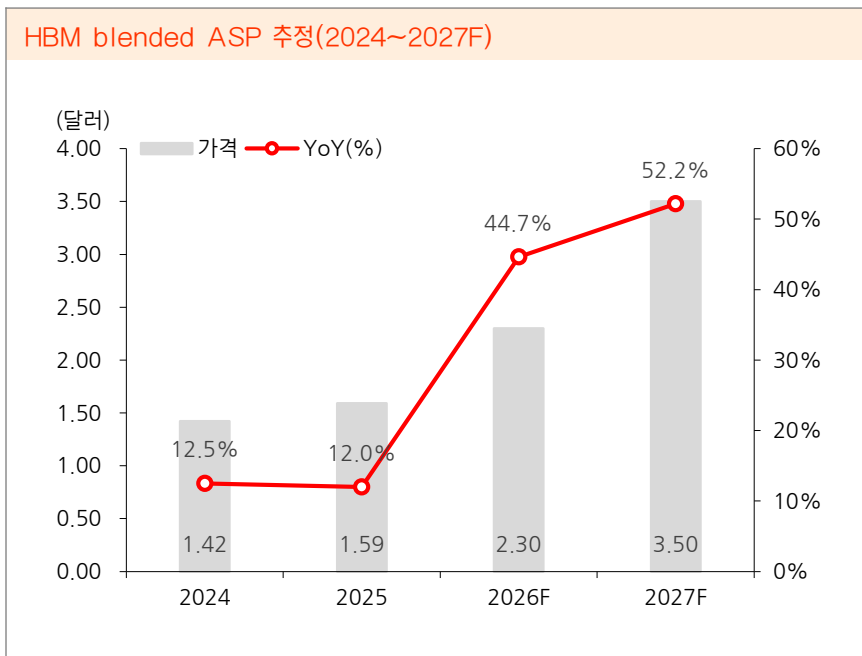


자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

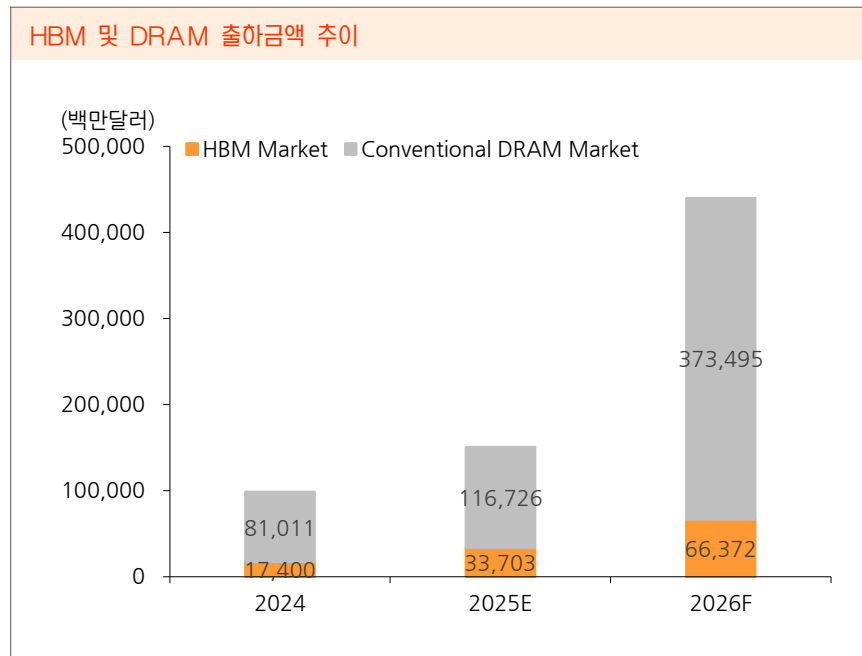
HBM 비중이 늘어날수록 이익의 지속성은 탄탄해진다

[한화리서치센터]

- ❖ 메모리 업체들의 이익 변동성이 큰 이유는 주요 판매 제품인 범용 메모리의 가격 변동성이 극심하기 때문이며 범용 메모리의 가격 변동성이 극심한 이유는 메모리(DRAM, NAND)가 범용재(Commodity)의 성격을 가지고 있기 때문
- ❖ 범용재의 특성상 수요/공급의 작은 불일치에도 가격이 크게 흔들릴 수밖에 없음
- ❖ 하지만 최근 메모리 메이커들의 이익 내에서 주문 생산 방식을 기본으로 하는 HBM과 같은 특수재(Specialty)가 차지하는 비중이 2~30% 수준에 도달했으며 해당 제품은 가격의 하방은 견조하게 방어되는 반면 상방은 열려 있는 가격 구조
- ❖ 이러한 제품의 이익 내 비중이 늘어날수록 이익기의 이익 방어력은 좋아질 수밖에 없음



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

2028년
글로벌 시가총액
5위권 시나리오

II

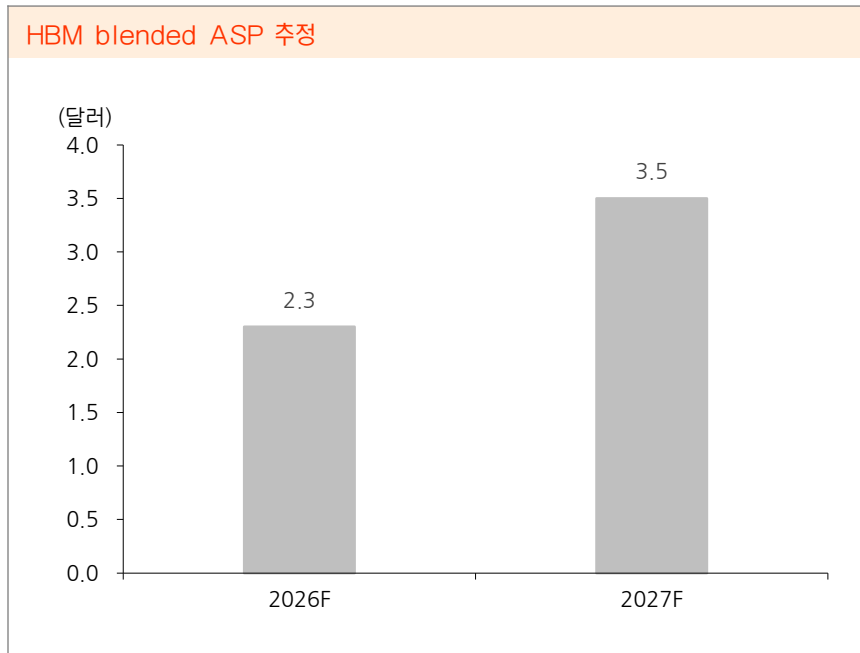
2027 전망

다시 한 번
HBM의 시대가 온다

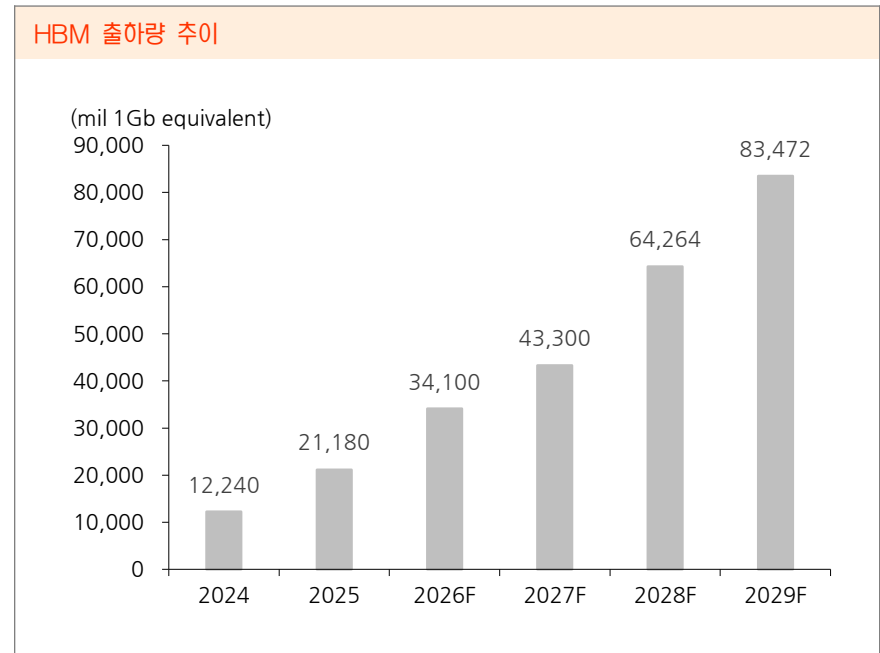
HBM의 수익성이 범용 메모리의 수익성을 다시 추월

[한화리서치센터]

- ❖ 6월경부터 국내 메모리 메이커들은 2027년 HBM 가격에 대한 협상에 돌입한 것으로 파악됨
- ❖ 2분기를 기준으로 범용 DRAM의 수익성은 HBM의 수익성을 앞지른 것으로 추측되며 두 제품 모두 OPM 기준 70% 이상의 고마진을 유지하고 있는 것으로 보임
- ❖ 다만 현재 진행되고 있는 HBM 가격 협상을 통해 메모리 메이커들은 HBM의 수익성이 다시 한 번 범용 DRAM의 수익성을 앞지르는 양상을 만들어낼 것으로 추측됨
- ❖ 이는 HBM 가격이 금년 대비 내년엔 큰 폭으로 상향됨을 의미하며 금년이 범용 메모리의 가격 급등에 의한 사이클이었다면 내년에는 HBM이 다시 한 번 사이클을 이끌어갈 것으로 기대됨



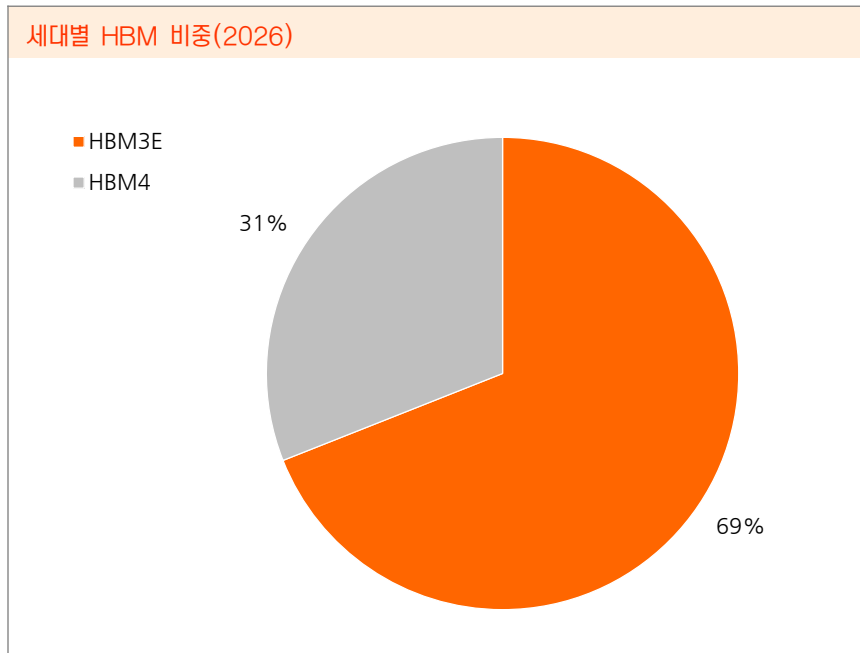
자료: 한화투자증권 리서치센터



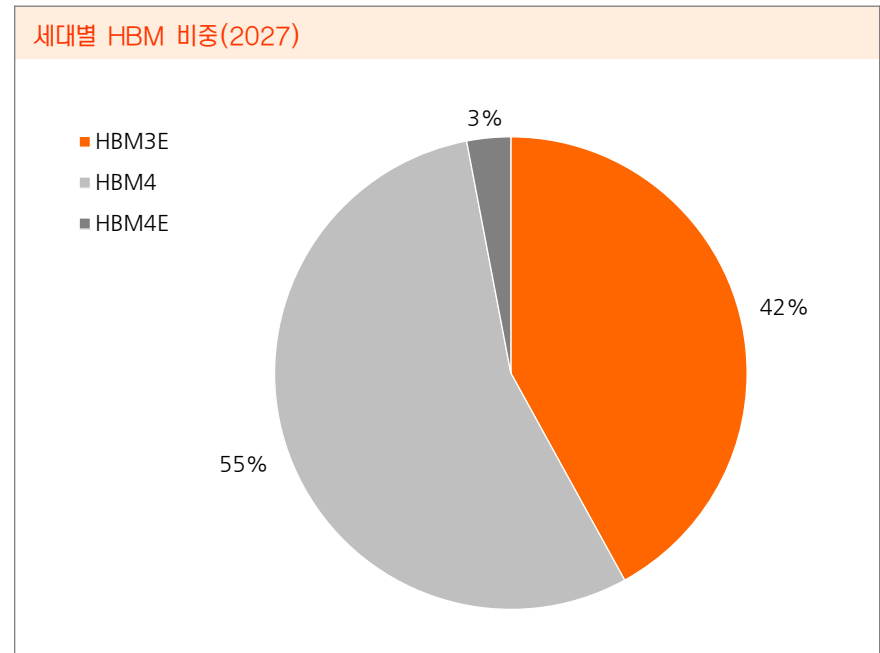
자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

내년 메모리 가격도 생각보다 더 좋을 것

- ❖ 2027년에도 메모리 가격은 견조한 상승세를 유지할 것으로 예상
- ❖ 첫째, 2027년까지도 본격적인 범용 메모리 사이트의 램프업은 시작되기 힘들며 공급의 유의미한 증가 시점은 P5와 Y1이 본격 램프업 되는 2028년으로 예측됨
- ❖ 두번째, HBM의 가격이 50% 이상 인상되며 HBM과 범용 DRAM을 포함하는 DRAM blended ASP가 상승할 것으로 예상
- ❖ 현재 시장의 DRAM 가격 예측치에는 두번째 요인인 HBM 가격의 급등이 반영되지 않음



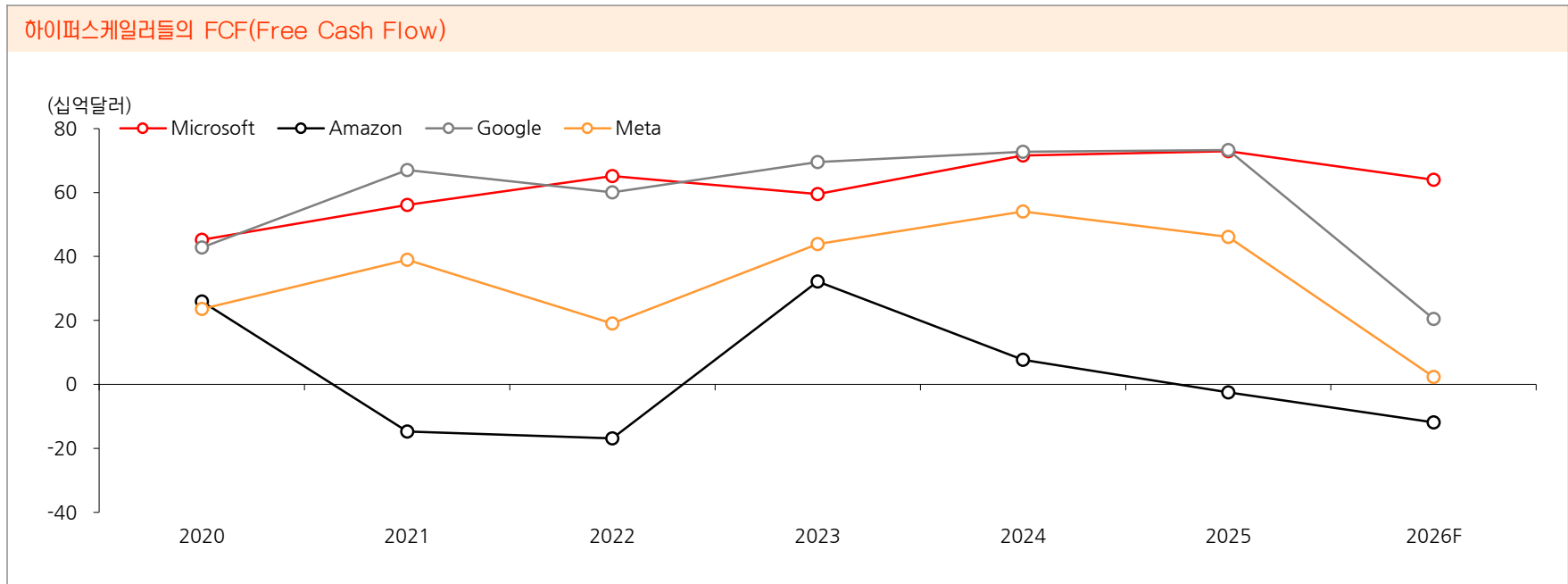
자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터



자료: Omdia, 한화투자증권 리서치센터

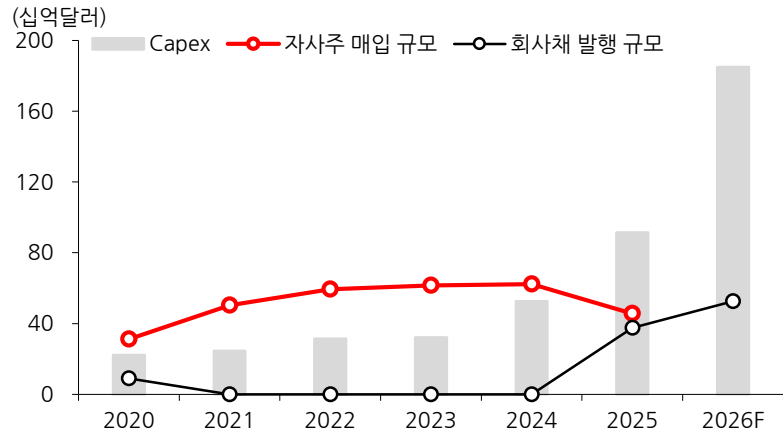
하이퍼스케일러들의 자금조달 관측을까?

- ❖ 메모리 산업이 전례 없는 호황기를 누리고 있는 것은 하이퍼스케일러들의 적극적인 AI 투자에서 기인함
- ❖ 하이퍼스케일러들의 AI 투자는 외부 요인 없이 스스로 멈출 수 없는 상태. AI 투자의 감축 혹은 중단은 AI 산업 내 플레이어로서의 지위를 포기하는 것과 마찬가지로 기업의 존폐를 위협할 수 있는 결정
- ❖ 다만 최근 하이퍼스케일러들의 CAPEX 자원 확보 방식이 변한 것은 사실. FCF(Free Cash Flow)는 점진적으로 축소되는 상황에서 현금여력이 줄어들고 있으며 이에 따라 자사주 매입을 축소하고 부족한 투자금을 대규모 회사채 발행을 통해 보충하고 있음
- ❖ 회사채 발행량이 증가하고 있는 상황은 외부에서 자금을 조달하는 방식이기 때문에 AI 투자 의사결정에 외생적 변수가 발생한 것은 사실이지만 ‘급격하고 연속적인 ‘금리인상이 수반되지 않는 이상 문제가 되지 않을 것

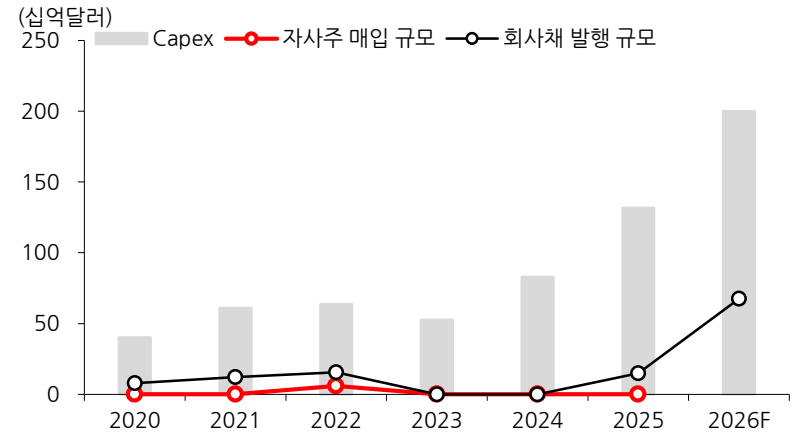


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

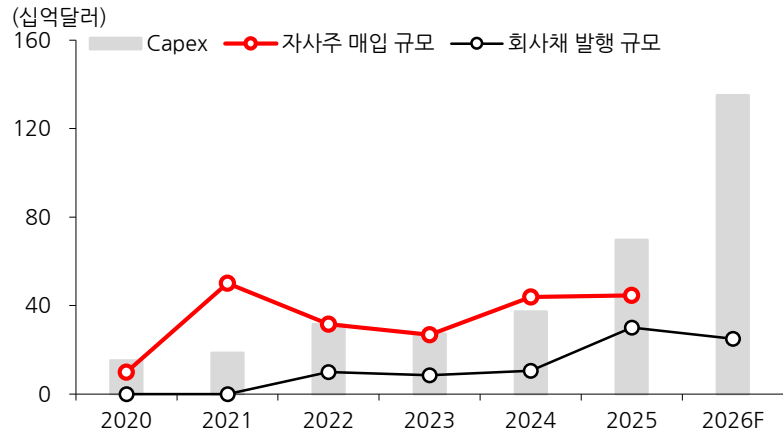
Google CAPEX 관련 주요 지표



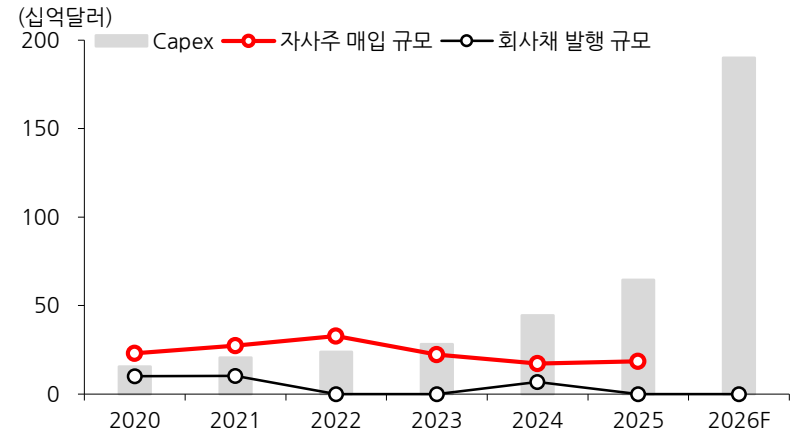
Amazon CAPEX 관련 주요 지표



META CAPEX 관련 주요 지표



Microsoft CAPEX 관련 주요 지표

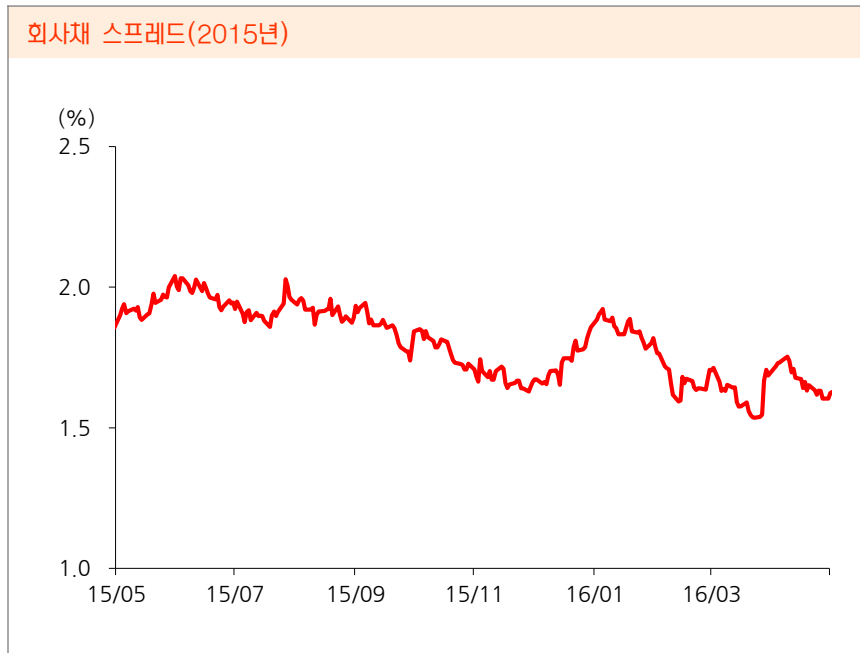


주: 자사주 매입규모 및 회사채 발행규모는 현재까지의 누적치
 자료: Bloomberg, 안화투자증권 리서치센터

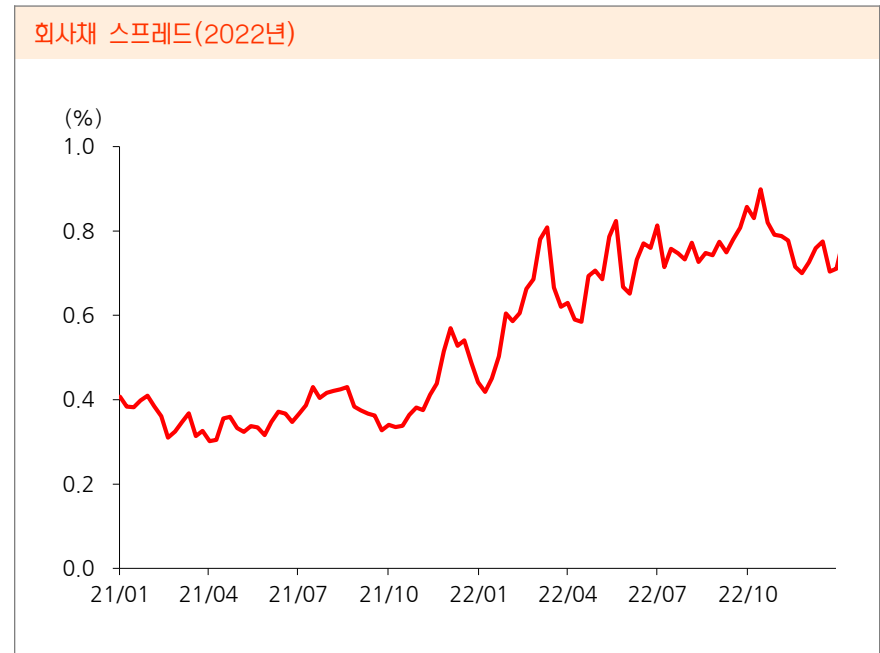
수요가 흔들리기 위한 조건 급격하고 연속적인 금리인상

[한화리서치센터]

- ❖ 금리인상의 시작 시점에 대해서 갑론을박이 있는 상황이지만 금리인상의 시작이 곧바로 자원조달에 문제가 되지는 않음
- ❖ 일반적으로 금리인상을 진행한다고 해서 필연적으로 크레딧 스프레드가 크게 확대되지는 않으며 우량 투자등급 회사채에 대한 시장 수요도 견조하게 유지되는 경우가 많음
- ❖ 2015년 12월 FED는 금융위기 이후 처음으로 기준금리를 인상했지만 투자등급 회사채 스프레드에는 큰 변화가 없었음
- ❖ 금리인상이 자원조달에 문제가 될 수 있는 경우는 2022년의 사례처럼 제로금리에서 출발해 빅/자이언트 스텝이 연속적으로 진행되는 급격하고 연속적인 긴축 경로가 진행될 때



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

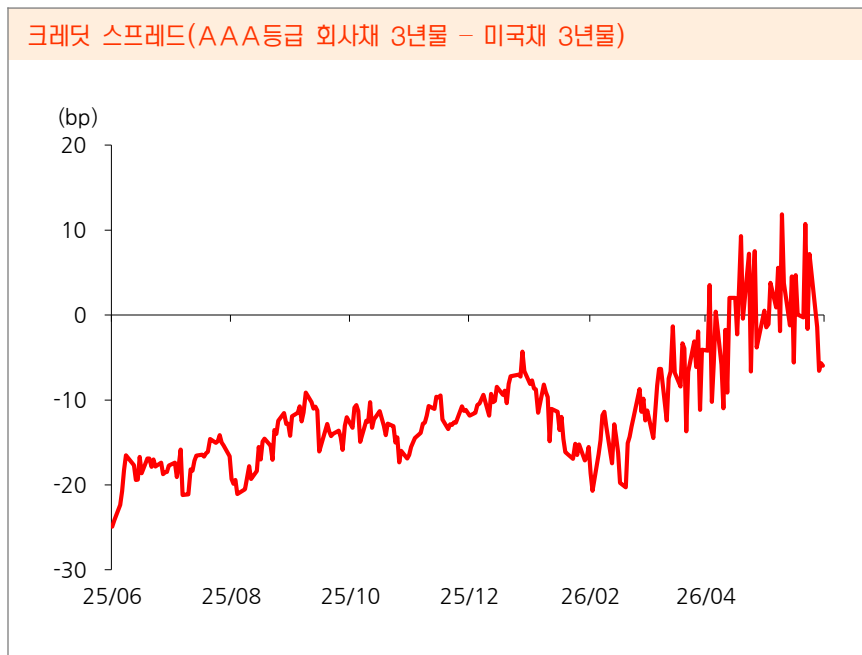


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

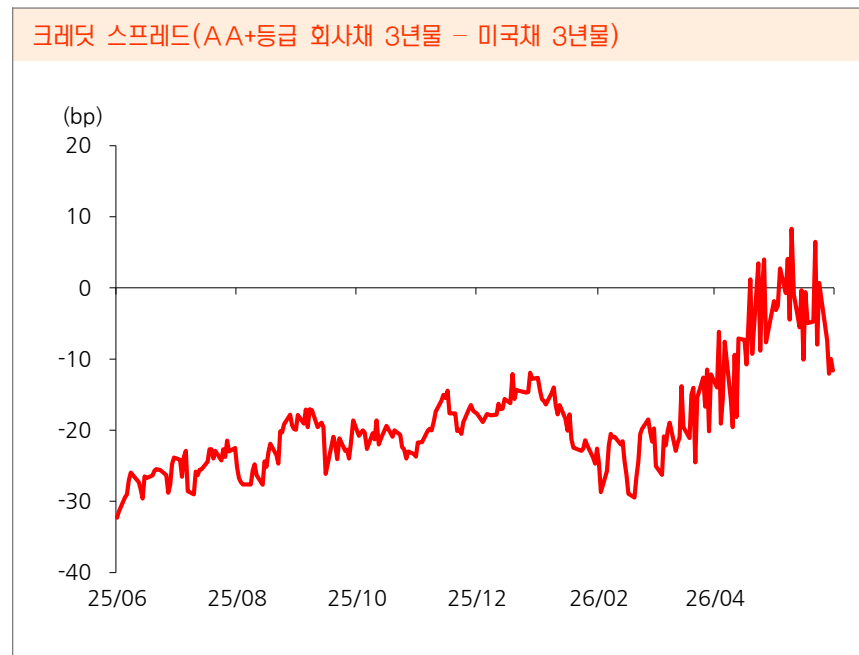
수요 충격에 대한 지나친 우려는 시기상조

[한화리서치센터]

- ❖ 연속적이고 급격한 금리 인상 사이클 진입이 확인되기 전까지 AI Capex 조달 여건은 훼손될 가능성이 매우 낮음
- ❖ 현재 하이퍼스케일러들의 회사채는 높은 신용등급과 견조한 이익 성장성을 바탕으로 양호한 수요가 유지되고 있으며, 크레딧 스프레드 역시 안정적인 흐름을 보이고 있음
- ❖ 물론 금리인상의 경로에 대한 지속적인 모니터링은 필요하지만 최근 제기되고 있는 금리인상으로 인해 곧바로 AI CAPEX 사이클이 훼손되는 결과는 현실화되기 어려울 것으로 판단
- ❖ 추가적으로 한화투자증권 리서치센터는 2027년 상반기까지 미국 기준금리의 동결을 예상하고 있음



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

**2028년
글로벌 시가총액
5위권 시나리오**

III

2028 전망
증명의 시간

2028년 감익기가 도래하더라도 실적은 견조할 것

- ❖ 메모리 가격은 2027년까지 견조한 흐름을 유지하겠으나 2028년에는 하락 트렌드로 전환할 가능성 존재
- ❖ 삼성전자의 P5, SK하이닉스의 Y1 등 대규모 CAPA의 본격적인 램프업이 2028년 예정되어 있으며 미국 마이크론 및 중화권 메모리 업체들의 신규 CAPA 또한 2028년에는 본격 출하가 진행될 것으로 추측됨
- ❖ 제한되었던 공급이 2028년에 동시다발적으로 증가함에 따라 가격의 일부 하락 가능성이 존재하지만 LTA 및 HBM으로 인해 2028년에 과거와 같은 극심한 감익 트렌드를 보이지 않을 것
- ❖ 2028년은 메모리 가격 하락에도 불구하고 메모리 업체들이 견조한 이익 체력을 보유하게 되었음을 증명하는 해가 될 것

삼성전자 P5 공사 현장



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

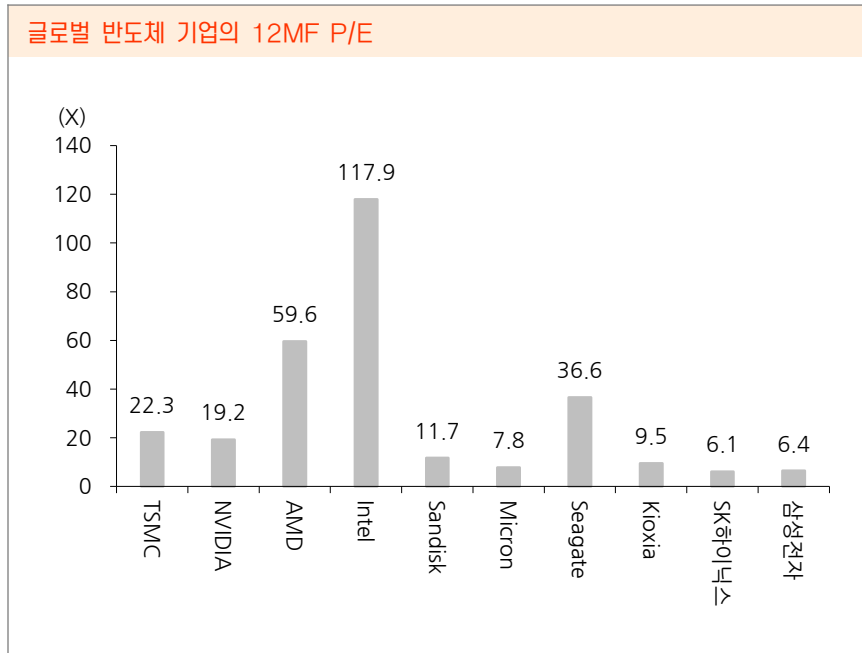
SK하이닉스 용인 클러스터



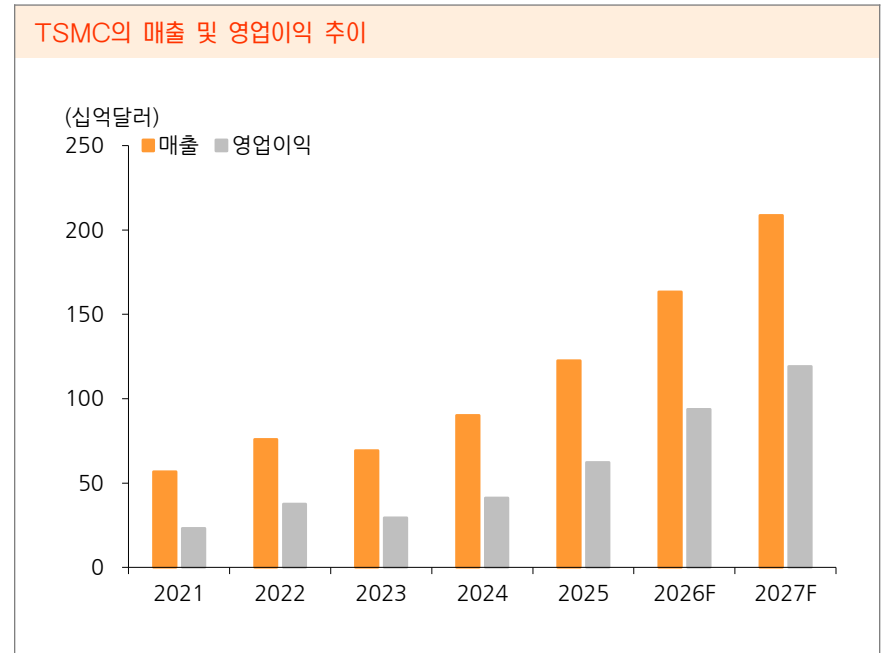
자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

기대감이 아닌 실제 증명의 해

- ❖ 2026년 현재 삼성전자와 SK하이닉스의 멀티플이 리레이팅되고 있는 것은 향후 감익기의 이익 감소 양상이 달라질 것이라는 기대감이 작용하고 있는 것으로 판단
- ❖ 체질 변화에 대한 기대감으로 한국의 메모리 메이커들은 최소 12M FW 기준 P/E 10배 이상의 멀티플을 부여 받는 것이 정당하며 이는 현재 글로벌 메모리 피어들의 멀티플 수준과 유사
- ❖ 반면 실제 감익기가 도래했을 때 이익의 급감이 발생하지 않음을 증명한다면 한국의 메모리 메이커들은 글로벌 로직 반도체 업체들과 유사한 실적 흐름을 보이게 되는 것
- ❖ 기대감이 아닌 실제 증명으로 이어질 시 한국의 메모리 메이커들 또한 12M FW 기준 P/E 20배 이상의 멀티플을 부여 받는 것도 가능하다는 판단



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

2028년
글로벌 시가총액
5위권 시나리오

IV

2H26 소부장 전망

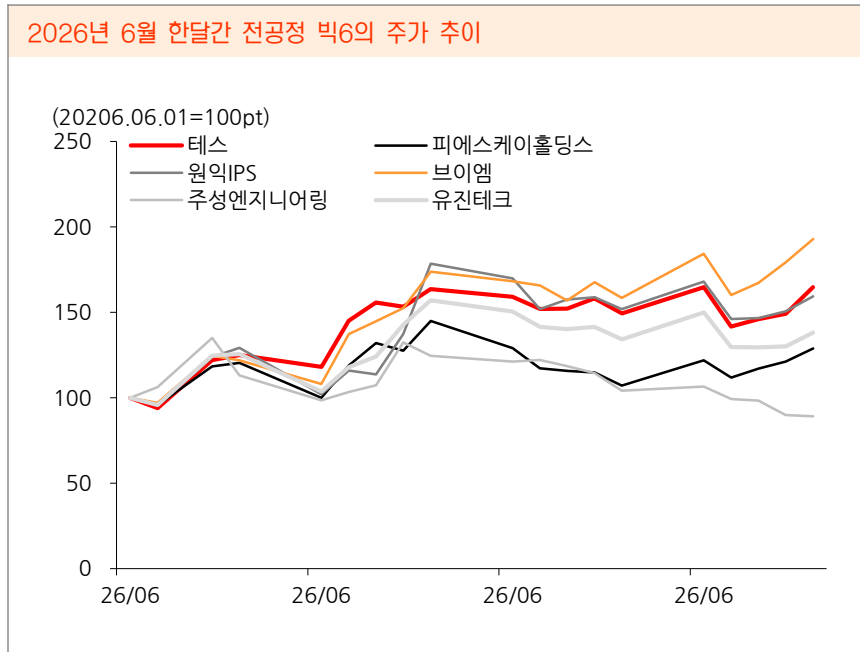
대형 장비주

+ 우량 소형주 바텀 피싱

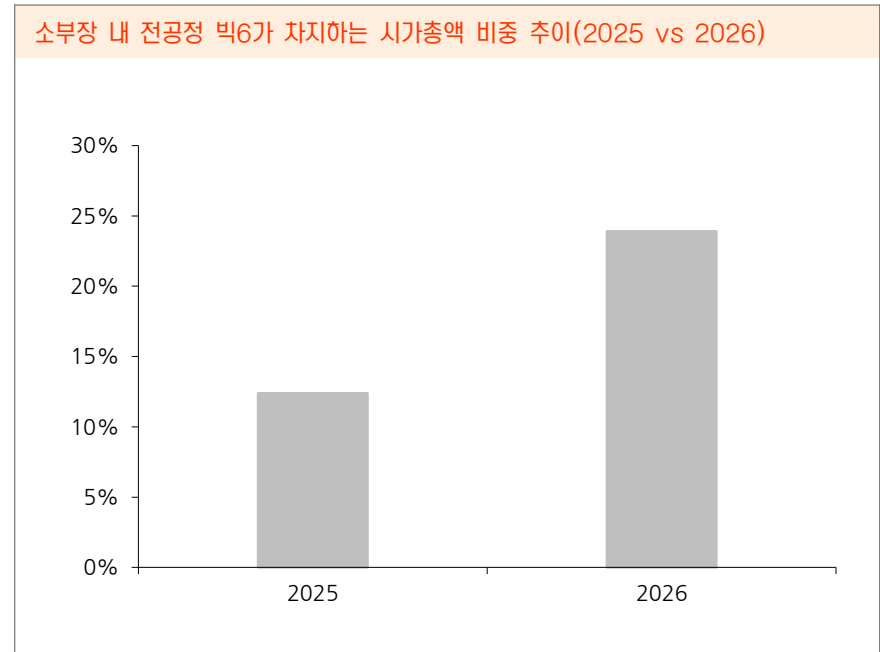
대형 장비사 위주의 쏠림 현상 심화

[한화리서치센터]

- ❖ 반도체 섹터의 대형주 쏠림 현상에 이어 반도체 소부장 내에서는 대형 장비사 위주의 쏠림 현상이 심화되고 있음
- ❖ 주요 종목들은 전공정 빅6라고 할 수 있는 테스, 피에스케이, 원익IPS, 브이엠, 주성엔지니어링, 유진테크이며 이외에 HPSP, 이오테크닉스, DB하이텍, 리노공업 등의 종목들도 시장의 선호를 받고 있음
- ❖ 대형주의 매력도가 전혀 없을 만큼 높아진 상황에서 반도체 소부장에 대한 전반적 선호보다는 대형 종목들 위주로 포트폴리오가 압축된 장세가 펼쳐지고 있는 것으로 판단



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



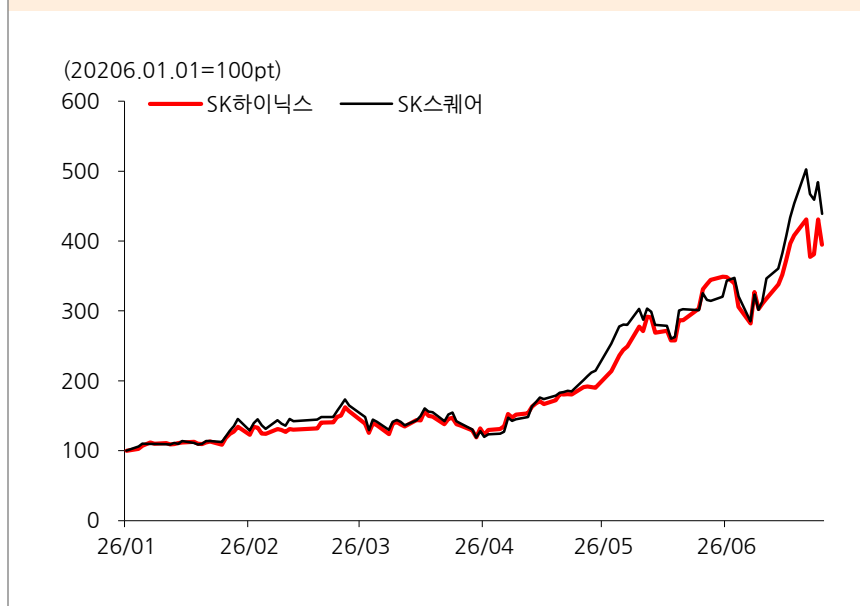
자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

대형주 프록시의 약진도 쓸림 현상을 심화

[한화리서치센터]

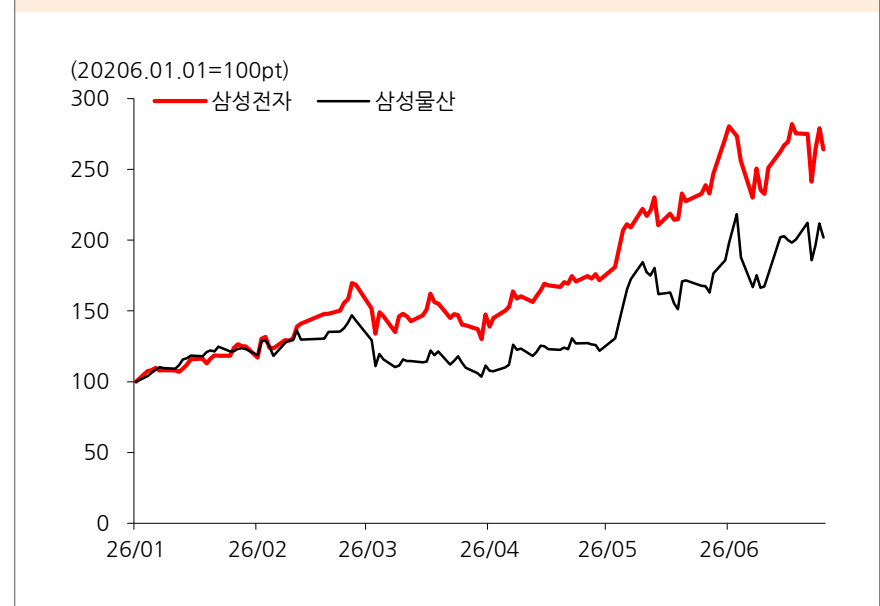
- ❖ 최근 들어 시장에서는 대형주와 함께 대형주와 지분 관계로 연결되어 있어 매우 유사한 주가 흐름을 보이는 프록시 종목들에 대한 선호도가 상승중
- ❖ 이러한 종목들로는 SK스퀘어, (주)SK, 삼성물산, 삼성생명 등이 있음
- ❖ 해당 프록시 종목들 또한 반도체 소부장의 경쟁 상대가 되고 있으며 최근 큰 폭의 주가 상승을 보이며 반도체 소부장 전반에 대한 선호보다는 소부장 내 대형 종목들 위주로 선호도가 압축되는 현상을 강화하고 있음

SK 스퀘어와 SK 하이닉스의 주가 추이(2026년)



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

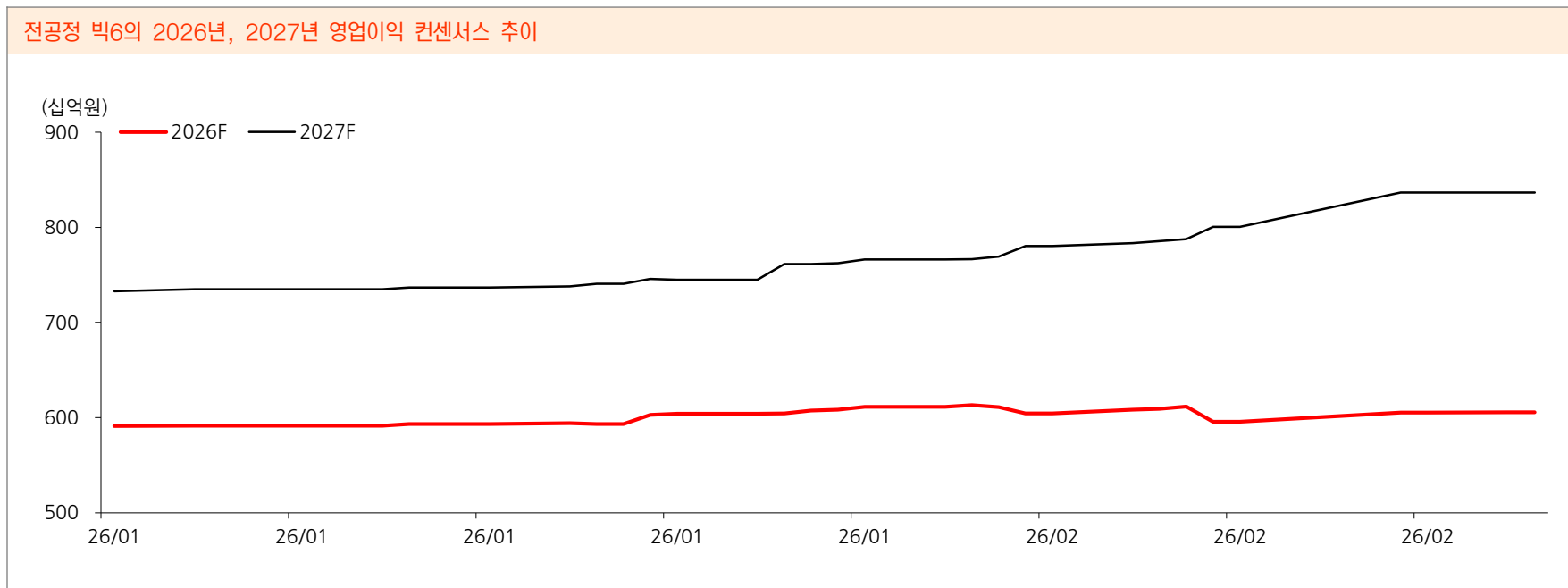
삼성물산과 삼성전자의 주가 추이(2026년)



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

전공정 빅6는 2026년과 2027년 연속으로 호실적을 예상 [한화리서치센터]

- ❖ 메모리 메이커들의 본격적인 CAPEX 사이클이 도래한 상황에서 전공정 빅6들의 수혜 강도는 강할 수밖에 없음
- ❖ 특히 전공정 대형 장비주들의 경우 삼성전자 P4, SK하이닉스 Y1 등 HBM CAPA 위주로 증설이 진행되고 있는 2026년과 범용 메모리 위주로 증설이 예정되어 있는 2027년 모두 수혜를 받을 수 있다는 측면에서 2년간 호실적을 보일 것으로 기대
- ❖ 특히 HBM CAPA 위주의 증설이 진행되는 2026년 대비 범용 메모리 증설이 진행되는 2027년에는 전공정 장비항 발주 규모가 더욱 증가하는 바 2026년 안정적 성장 후 2027년에 더욱 큰 성장을 보일 공산이 크며 2027년에 사상 최대 실적을 달성하는 업체들 또한 많아질 것으로 예상



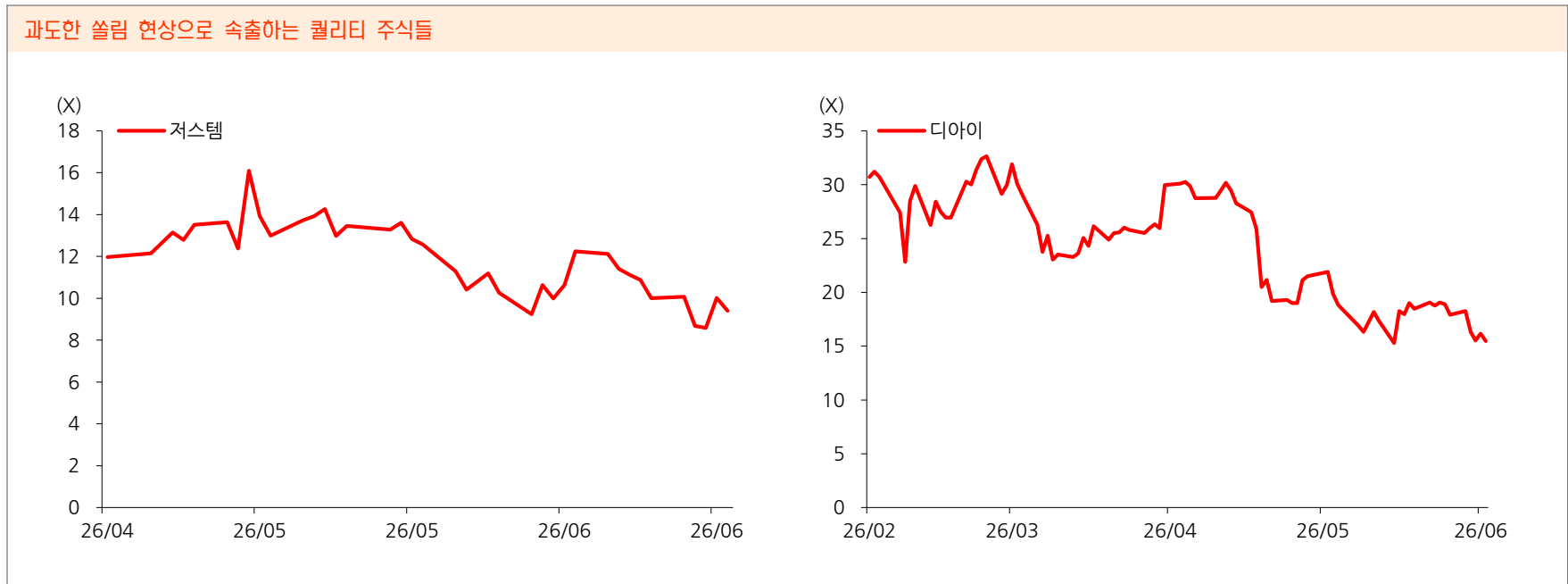
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

하지만 소외된 종목들 중 싸고 좋은 종목들이 너무 많다

[한화리서치센터]

- ❖ 삼성전자, SK하이닉스로의 쏠림, 대형주 프록시로의 쏠림, 대형 장비주로의 쏠림 등 3쏠림 현상의 여파로 저평가하면서도 성장성이 있는 종목들이 소외되는 현상이 벌어지고 있음
- ❖ 예를 들어 2026년 실제로 HBM CAPA 증설의 수혜를 받고 있는 HBM 후공정 장비사들, 소형 종목들 중 올해와 내년 CAPEX 사이클의 수혜를 받아 사상 최대 실적을 2년 연속으로 달성할 수 있는 업체들이 넘쳐나고 있음
- ❖ 쏠림 현상의 여파로 이러한 종목들의 주가가 과도하게 하락하며 FW P/E 기준 1배가 되지 않는 우량 종목들이 속출 중

과도한 쏠림 현상으로 속출하는 퀄리티 주식들



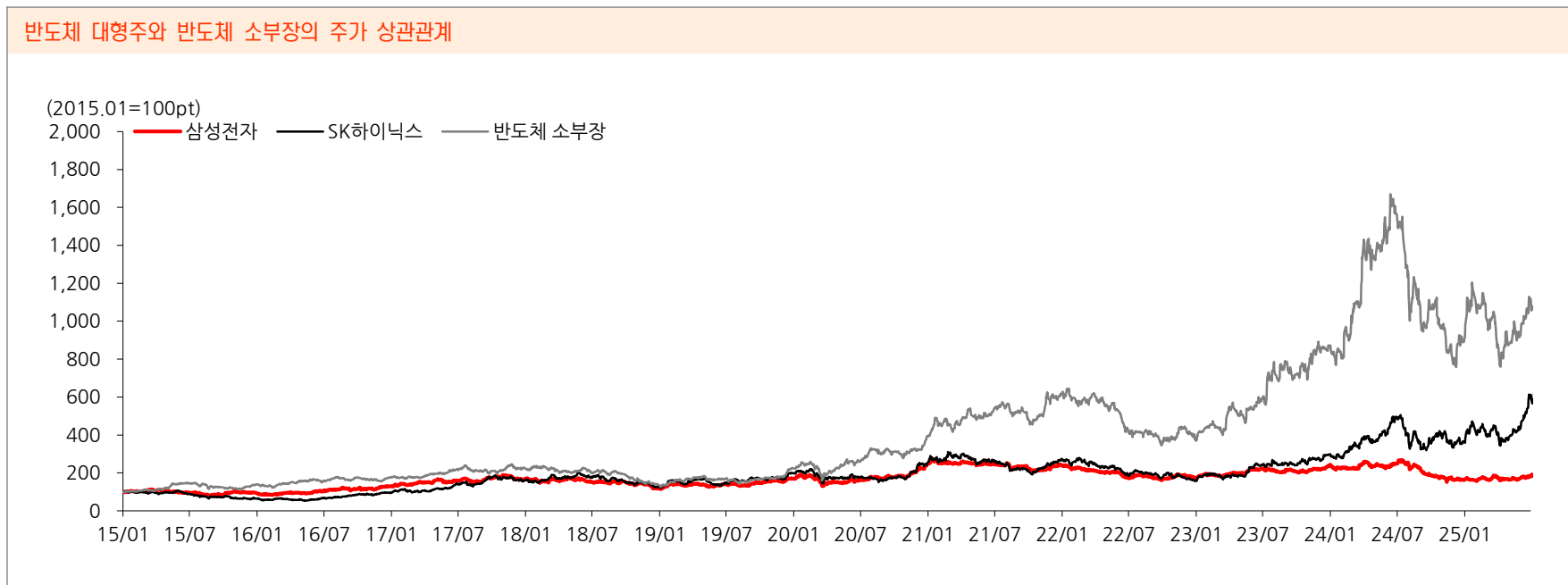
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

대형 장비주 + 우량 소형주 바텀 피싱

[한화리서치센터]

- ❖ 하반기 반도체 소부장 전략에 대해서는 대형 장비주 위주의 투자와 함께 과도하게 저평가된 우량 소형주의 바텀 피싱을 할 수 있는 기회로 판단
- ❖ 장기 시계열을 보았을 때 반도체 소부장과 대형주는 결국 동행하는 모습을 보이며 지금과 같은 대형주의 단독 질주는 지속되기 힘들 것으로 판단
- ❖ 하반기에는 쓸림 현상이라는 뉴노멀에 적응하되 성장성을 갖춘 저렴한 우량 소형주들을 매집해 나가는 것이 유효한 전략이 될 수 있을 것으로 판단

반도체 대형주와 반도체 소부장의 주가 상관관계



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

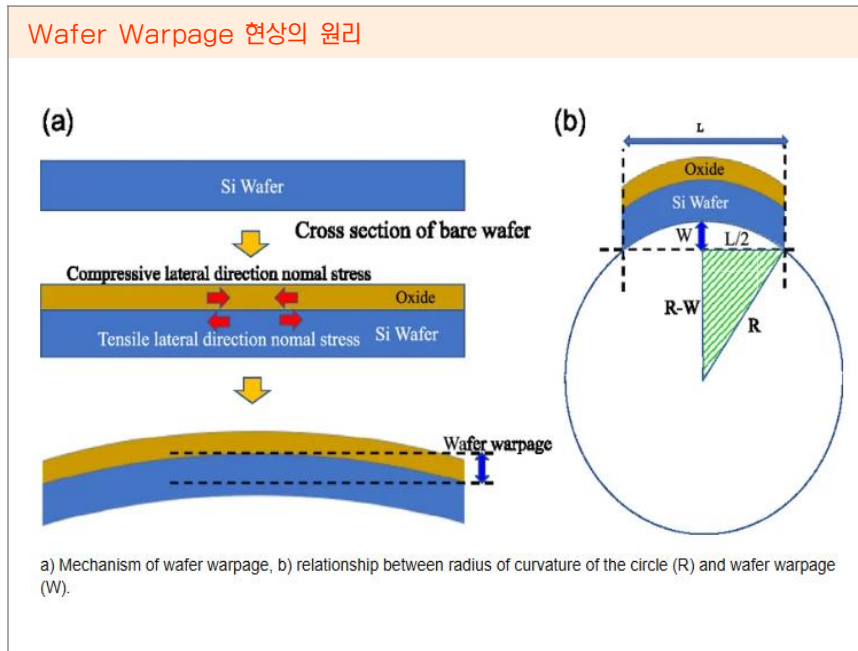
**2028년
글로벌 시가총액
5위권 시나리오**

V

Appendix

Appendix. 소부장 이슈 웨이퍼 워피지와 수율저하

- ❖ 최근 들어 메모리 반도체 산업 내에서 웨이퍼 워피지(Wafer Warpage, 웨이퍼의 불규칙적 휨 현상) 현상과 이로 인한 수율 저하 문제가 지속적으로 대두되고 있음
- ❖ 특히 이러한 이슈는 다이의 두께가 매우 얇아진 HBM4와 고다층화가 진행되고 있는 NAND에서 자주 발생하고 있으며 이를 해결하기 위해 국내 메모리 2사 또한 많은 노력을 기울이고 있는 것으로 추측됨
- ❖ 이러한 웨이퍼 워피지 문제는 반복적인 웨이퍼 전면부 증착으로 인한 전면부와 후면부 웨이퍼 간 열팽창계수 괴리로 인해 발생하며 이를 해결하기 위해서는 웨이퍼 후면에 열팽창계수를 맞춰줄 수 있는 보정막을 증착해야함



자료: Research Gate, 한화투자증권 리서치센터



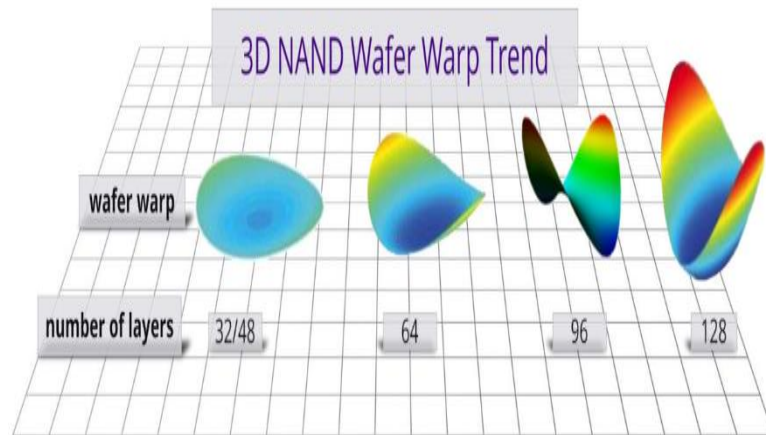
자료 Semantic Scholar, 한화투자증권 리서치센터

Appendix. 소부장 이슈 웨이퍼 워피지와 BSD

[한화리서치센터]

- ❖ 이렇게 보정막을 증착하는 장비가 BSD(Back Side Deposition) 장비이며 해당 장비에 대한 수요는 빠르게 늘어나고 있는 것으로 추측됨
- ❖ 현재 동 장비의 경우 NAND 기준 2.5K당 1대, HBM 기준 5K당 1대가 필요할 것으로 보이며 이번해와 내년 HBM CAPA와 NAND CAPA의 증설을 고려할 때 큰 수요가 발생할 수 있을 것으로 기대
- ❖ 반도체 산업의 고다층화와 웨이퍼 박형화라는 기술 흐름을 고려할 때 웨이퍼 워피지 문제는 지속적으로 반도체 메이커들의 수율을 갉아먹는 요인이 될 것으로 생각하며 이를 해결해줄 수 있는 장비의 중요도가 올라갈 것으로 판단됨

Layer 수에 따른 3D NAND의 Wafer Warpage 정도



자료: KLA, 한화투자증권 리서치센터

Lam Research의 BSD 및 Deposition 장비군 Vector 시리즈



자료: Lam Research News Room, 한화투자증권 리서치센터

2026 하반기전망

반도체 (Positive)

2028년
글로벌 시가총액
5위권 시나리오

VI

기업분석

삼성전자 | SK하이닉스 | 피에스케이



삼성전자 (005930) 펀더멘털이 너무 좋다

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(상향): 580,000원

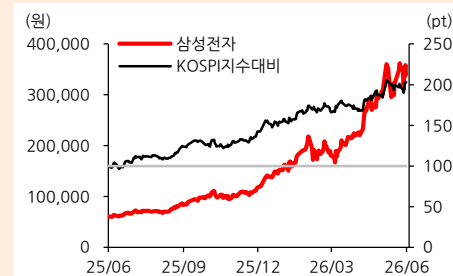
Stock Data

| | |
|--------------|-----------------|
| 현재 주가(6/26) | 339,500원 |
| 상승여력 | ▲ 70.8% |
| 시가총액 | 19,848,116억원 |
| 발행주식수 | 5,846,279천주 |
| 52주 최고가/최저가 | 362,500/59,800원 |
| 90일 일평균 거래대금 | 82,980.23억원 |
| 외국인 지분율 | 47.2% |

주주 구성

| | |
|-------------------------------|-------|
| 삼성생명보험 (외 16인) | 19.7% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 7.8% |
| BlackRockFundAdvisors (외 16인) | 5.1% |

Stock Price



글로벌 최고의 이익을 창출하는 메모리 메이커이자 가장 저렴한 메모리 메이커

- 동사의 2026F P/E는 현재 5.9배 수준으로 글로벌 피어들 대비 압도적으로 낮은 멀티플을 부여받고 있음
- 동사는 최근 LTA로 인해 이익의 지속성이 담보되고 있으며 2026년과 2027년 글로벌 반도체 종목 내에서 1,2위를 다투는 수준의 영업이익을 창출해낼 것으로 기대되는 바 더 이상의 근거 없는 저평가를 받을 이유가 없음

범용 메모리, HBM4, 파운드리 모두 너무 좋다

- 동사는 괄목할만한 펀더멘털의 개선을 보여주고 있음에도 글로벌 피어들 대비 저평가를 받고 있음
- 먼저 동사는 전세계에서 가장 큰 범용 메모리 CAPA를 보유한 메모리 메이커로서 2026년과 2027년 매출과 이익의 규모 모두에서 메모리 메이커 중 가장 큰 규모를 기록할 것
- 또한 과거 약점으로 지목되었던 HBM 경쟁력에 있어서도 큰 폭의 개선에 성공하였으며 당사 추정으로 하반기부터 납품되는 HBM4 중 가장 고속의 HBM4(11.7Gbps 이상)는 동사가 대부분의 물량을 도맡아 납품하게 될 것으로 추측됨. 이는 1C 공정의 성공적 도입과 업계 최고 가격의 HBM4를 납품하는 기술력을 증명하는 이벤트
- 파운드리 사업부 또한 하반기 LPU 물량의 유입에 힘입어 적자구조에서 탈피할 것으로 기대. 다만 성과급의 반영 등 부차적인 비용으로 인해 수치적 적자는 유지될 것으로 예상

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 258,935 | 300,871 | 333,606 | 727,963 | 953,739 |
| 영업이익 | 6,567 | 32,726 | 43,601 | 378,334 | 560,152 |
| EBITDA | 45,234 | 75,357 | 90,528 | 432,250 | 623,325 |
| 지배주주순이익 | 14,473 | 33,621 | 44,261 | 339,835 | 434,517 |
| EPS | 2,225 | 5,433 | 7,250 | 58,083 | 74,329 |
| 순차입금 | -79,086 | -93,285 | -100,582 | -344,620 | -635,492 |
| PER | 35.3 | 62.5 | 46.8 | 5.8 | 4.6 |
| PBR | 1.5 | 5.9 | 5.4 | 3.0 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 9.7 | 27.4 | 22.8 | 4.2 | 2.4 |
| 배당수익률(%) | 1.8 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| ROE | 4.1 | 9.0 | 10.8 | 57.7 | 45.0 |

자료: 한화투자증권 리서치센터



삼성전자 (005930) 펀더멘털이 너무 좋다

[한화리서치센터]

| 삼성전자 실적 추정 | | | | | | | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| (십억 원, %, % YoY) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
| 매출액 | 79,141 | 74,566 | 86,062 | 93,837 | 133,873 | 172,295 | 199,247 | 222,548 | 333,606 | 727,963 | 953,739 |
| DS | 25,989 | 28,887 | 33,769 | 44,955 | 81,700 | 122,626 | 147,939 | 170,442 | 133,600 | 522,707 | 737,687 |
| DRAM | 13,289 | 14,299 | 18,305 | 27,731 | 53,618 | 79,570 | 99,303 | 114,695 | 73,624 | 347,186 | 509,721 |
| NAND | 6,743 | 8,034 | 9,056 | 10,340 | 21,212 | 35,297 | 40,768 | 46,231 | 34,174 | 143,507 | 187,694 |
| LSI | 5,957 | 6,554 | 6,408 | 6,883 | 6,870 | 7,760 | 7,868 | 9,516 | 25,802 | 32,014 | 40,273 |
| MX/NW | 37,195 | 29,205 | 31,813 | 26,455 | 38,520 | 32,029 | 31,615 | 31,434 | 124,667 | 133,598 | 139,123 |
| 스마트폰 | 32,566 | 24,791 | 27,472 | 21,996 | 33,905 | 27,505 | 27,187 | 26,741 | 106,825 | 115,338 | 120,919 |
| 태블릿 | 2,978 | 2,790 | 2,807 | 2,751 | 2,928 | 2,871 | 2,887 | 2,911 | 11,326 | 11,598 | 11,307 |
| 기타 | 1,651 | 1,623 | 1,534 | 1,707 | 1,687 | 1,653 | 1,541 | 1,781 | 6,516 | 6,663 | 6,897 |
| VD/DA | 14,502 | 14,126 | 13,905 | 14,701 | 14,300 | 14,170 | 14,480 | 15,121 | 57,235 | 58,071 | 58,491 |
| SDC | 5,884 | 6,393 | 8,114 | 9,511 | 6,700 | 7,328 | 8,881 | 9,316 | 29,901 | 32,225 | 36,538 |
| Harman | 3,400 | 3,800 | 4,000 | 4,600 | 3,800 | 4,025 | 4,227 | 4,731 | 15,800 | 16,783 | 19,095 |
| 기타 | -7,829 | -7,845 | -5,539 | -6,384 | -11,150 | -7,884 | -7,894 | -8,495 | -27,597 | -35,423 | -37,194 |
| 영업이익 | 6,685 | 4,678 | 12,166 | 20,074 | 57,230 | 81,128 | 110,790 | 129,183 | 43,298 | 378,331 | 560,152 |
| OPM(%) | 8% | 6% | 14% | 21% | 43% | 47% | 56% | 58% | 13% | 52% | 59% |
| DS | 1,296 | 653 | 7,341 | 16,373 | 53,700 | 79,812 | 108,800 | 127,604 | 25,663 | 369,916 | 550,151 |
| DRAM | 4,075 | 3,405 | 7,286 | 15,045 | 42,358 | 57,577 | 80,014 | 93,291 | 29,811 | 273,241 | 412,492 |
| NAND | -320 | -230 | 818 | 2,539 | 12,727 | 24,971 | 30,199 | 34,736 | 2,807 | 102,634 | 137,862 |
| LSI | -2,459 | -2,522 | -764 | -1,211 | -1,386 | -2,736 | -1,414 | -423 | -6,955 | -5,959 | -203 |
| MX/NW | 4,207 | 3,022 | 3,256 | 1,853 | 2,830 | 405 | 179 | 214 | 12,339 | 3,628 | 4,515 |
| 스마트폰 | 4,103 | 2,925 | 3,159 | 1,760 | 2,712 | 385 | 167 | 241 | 11,948 | 3,506 | 4,333 |
| 태블릿 | 104 | 96 | 96 | 93 | 117 | 20 | 12 | -27 | 390 | 122 | 182 |
| 기타 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.0 | -0.1 | 1.3 | 0.3 | 0.3 |
| VD/DA | 299 | 205 | -100 | -133 | 200 | 140 | 221 | -216 | 271.5 | 345 | 637 |
| SDC | 481 | 493 | 1,222 | 2,032 | 800 | 600 | 1,503 | 1,581 | 4,228 | 4,484 | 4,786 |
| Harman | 300 | 500 | 400 | 300 | 200 | 371 | 305 | 284 | 1,500 | 1,161 | 1,325 |
| 기타 | 85 | -133 | 40 | -195 | -500 | -201 | -218 | -284 | -702 | -1,203 | -1,263 |
| 당기순이익 | 8,223 | 5,116 | 12,226 | 19,642 | 47,225 | 75,049 | 102,207 | 117,089 | 45,207 | 341,570 | 440,580 |
| 지배주주순이익 | 8,028 | 4,934 | 12,006 | 19,292 | 47,101 | 75,049 | 102,207 | 115,477 | 44,261 | 339,835 | 434,517 |

자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터



삼성전자 (005930) 펀더멘털이 너무 좋다

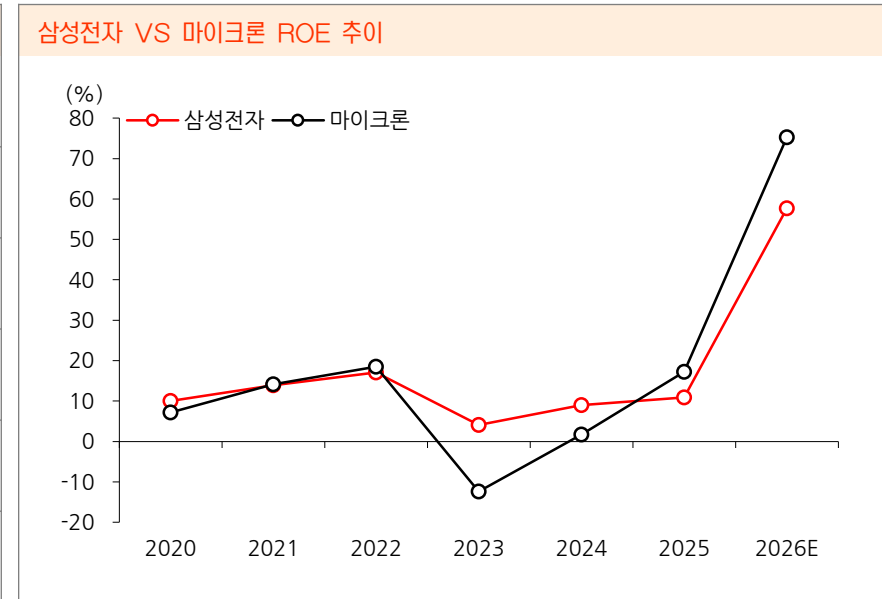
[한화리서치센터]

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| DRAM Unit Shipment (1Gb equiv., mn units) | 24,390 | 26,851 | 29,649 | 30,847 | 31,094 | 32,959 | 34,278 | 35,992 | 111,737 | 134,323 | 152,453 |
| % QoQ, YoY | 8.2% | 12.0% | 7.0% | 6.0% | 0.8% | 6.0% | 4.0% | 5.0% | 12.6% | 20.2% | 13.5% |
| DRAM ASP (US\$/1Gb) | 0.38 | 0.38 | 0.45 | 0.62 | 1.18 | 1.65 | 1.98 | 2.18 | 0.46 | 1.75 | 2.30 |
| % QoQ, YoY | -20.2% | 1.3% | 17.1% | 39.3% | 90.5% | 40.0% | 20.0% | 10.0% | 18.6% | 284.7% | 31.7% |
| NAND Unit Shipment (1GB equiv., mn units) | 63,147 | 81,248 | 88,806 | 78,941 | 85,730 | 89,159 | 93,617 | 101,106 | 312,141 | 369,611 | 417,762 |
| % QoQ, YoY | -6.3% | 28.7% | 9.3% | -11.1% | 8.6% | 4.0% | 5.0% | 8.0% | 8.2% | 18.4% | 13.0% |
| NAND ASP (US\$/1GB) | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.09 | 0.17 | 0.27 | 0.30 | 0.31 | 0.08 | 0.26 | 0.31 |
| % QoQ, YoY | -15.5% | -4.0% | 4.2% | 22.9% | 87.6% | 60.0% | 10.0% | 5.0% | -9.0% | 241.7% | 17.9% |

자료: 한화투자증권 리서치센터

| | 26F | 비고 |
|---------------|---------|----------------------------------|
| 2026F EPS(원) | 58,083 | |
| Target P/E(배) | 10 | 글로벌 반도체 종목의 최소 배수인 FW P/E 10배 적용 |
| 목표주가(원) | 580,000 | |
| 현재주가(원) | 339,500 | 6월 26일 종가 기준 |
| 상승여력(%) | ▲ 70.8 | |

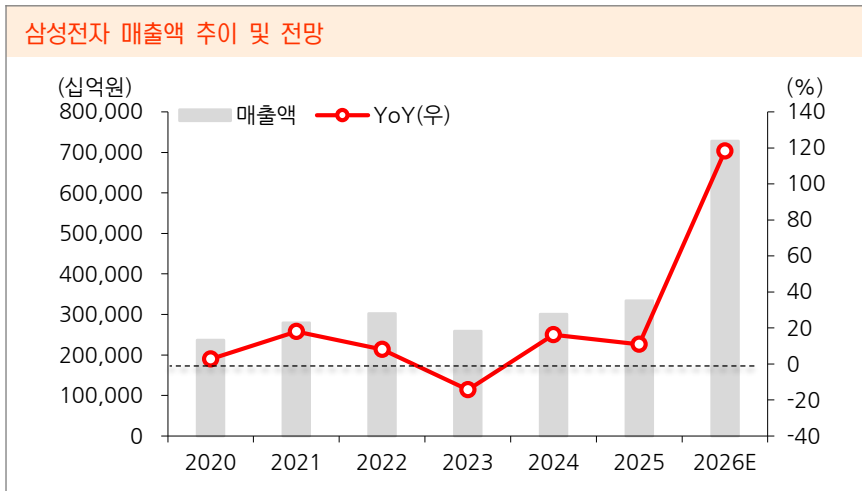
자료: 한화투자증권 리서치센터



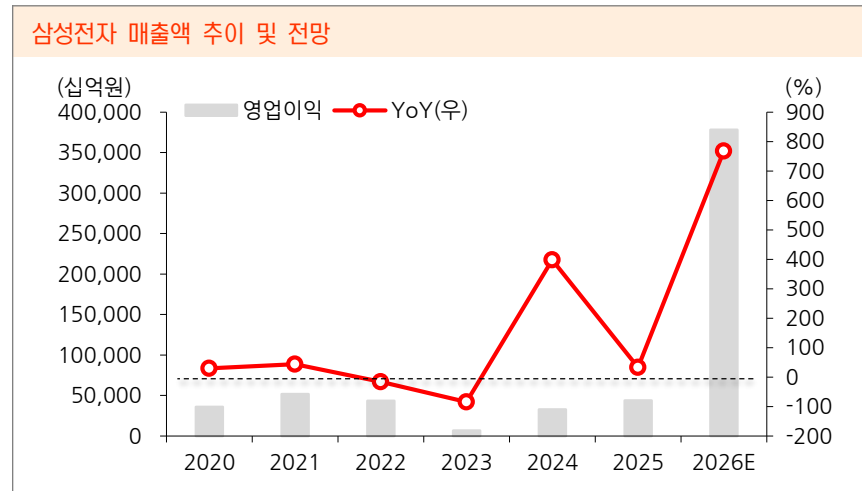
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 (005930) 펀더멘털이 너무 좋다

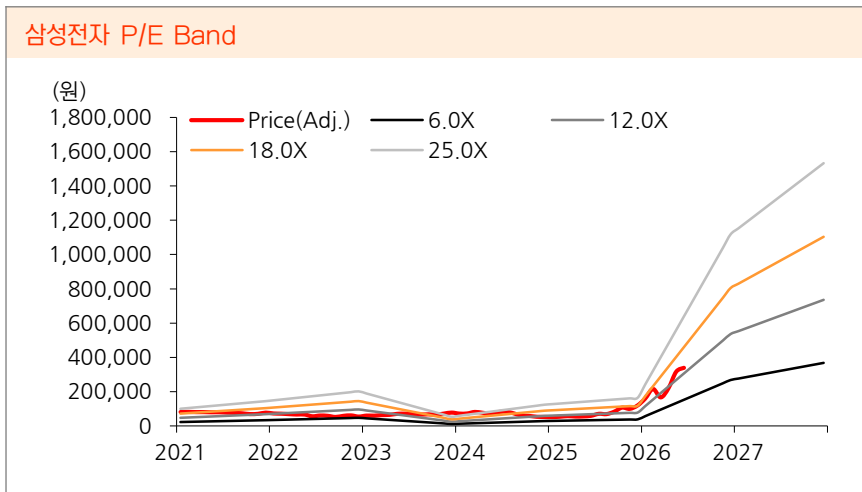
[한화리서치센터]



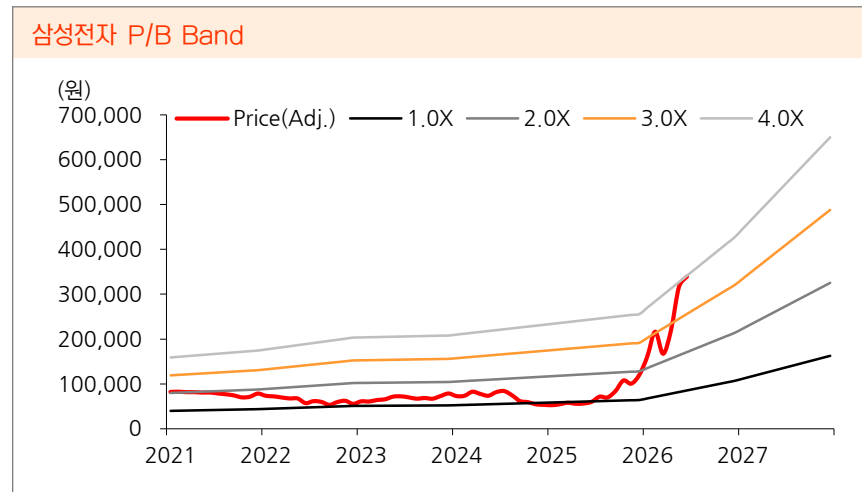
자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터



자료: 삼성전자, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



삼성전자 (005930) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 258,935 | 300,871 | 333,606 | 727,963 | 953,739 |
| 매출총이익 | 78,547 | 114,309 | 131,370 | 500,998 | 770,144 |
| 영업이익 | 6,567 | 32,726 | 43,601 | 378,334 | 560,152 |
| EBITDA | 45,234 | 75,357 | 90,528 | 432,250 | 623,325 |
| 순이자손익 | 3,592 | 4,050 | 4,110 | 4,227 | 4,516 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 888 | 751 | 683 | 245 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 11,006 | 37,530 | 49,481 | 382,944 | 564,846 |
| 당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 45,207 | 341,570 | 440,580 |
| 지배주주순이익 | 14,473 | 33,621 | 44,261 | 339,835 | 434,517 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | -14.3 | 16.2 | 10.9 | 118.2 | 31.0 |
| 영업이익 | -84.9 | 398.3 | 33.2 | 767.7 | 48.1 |
| EBITDA | -45.2 | 66.6 | 20.1 | 377.5 | 44.2 |
| 순이익 | -72.2 | 122.5 | 31.2 | 655.6 | 29.0 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 30.3 | 38.0 | 39.4 | 68.8 | 80.8 |
| 영업이익률 | 2.5 | 10.9 | 13.1 | 52.0 | 58.7 |
| EBITDA이익률 | 17.5 | 25.0 | 27.1 | 59.4 | 65.4 |
| 세전이익률 | 4.3 | 12.5 | 14.8 | 52.6 | 59.2 |
| 순이익률 | 6.0 | 11.5 | 13.6 | 46.9 | 46.2 |

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 유동자산 | 195,937 | 227,062 | 247,685 | 598,892 | 989,673 |
| 현금성자산 | 91,772 | 112,615 | 125,821 | 372,759 | 663,631 |
| 매출채권 | 43,281 | 53,246 | 58,609 | 121,944 | 156,779 |
| 재고자산 | 51,626 | 51,755 | 52,637 | 92,191 | 156,779 |
| 비유동자산 | 259,969 | 287,470 | 319,257 | 361,286 | 399,448 |
| 투자자산 | 49,971 | 57,786 | 74,472 | 80,936 | 82,697 |
| 유형자산 | 187,256 | 205,945 | 215,305 | 250,165 | 285,913 |
| 무형자산 | 22,742 | 23,739 | 29,481 | 30,185 | 30,838 |
| 자산총계 | 455,906 | 514,532 | 566,942 | 960,179 | 1,389,121 |
| 유동부채 | 75,719 | 93,326 | 106,411 | 166,507 | 171,417 |
| 매입채무 | 53,550 | 61,523 | 68,114 | 113,966 | 117,584 |
| 유동성이자부채 | 8,423 | 15,380 | 18,752 | 20,737 | 20,737 |
| 비유동부채 | 16,509 | 19,014 | 24,210 | 26,517 | 27,092 |
| 비유동이자부채 | 4,262 | 3,950 | 6,487 | 7,401 | 7,401 |
| 부채총계 | 92,228 | 112,340 | 130,622 | 193,024 | 198,510 |
| 자본금 | 898 | 898 | 898 | 898 | 898 |
| 자본잉여금 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 |
| 이익잉여금 | 346,652 | 370,513 | 402,136 | 738,343 | 1,161,800 |
| 자본조정 | 1,280 | 15,873 | 16,876 | 10,839 | 10,839 |
| 자기주식 | 0 | -1,812 | -6,606 | -13,115 | -13,115 |
| 자본총계 | 363,678 | 402,192 | 436,320 | 767,154 | 1,190,612 |



삼성전자 (005930) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 영업현금흐름 | 44,137 | 72,983 | 85,315 | 341,395 | 403,266 |
| 당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 45,207 | 341,570 | 440,580 |
| 자산상각비 | 38,667 | 42,631 | 46,927 | 53,916 | 63,173 |
| 운전자본증감 | -5,459 | -1,568 | -9,614 | -53,373 | -95,000 |
| 매출채권 감소(증가) | 236 | -3,139 | -2,535 | -61,643 | -34,835 |
| 재고자산 감소(증가) | -3,207 | 2,541 | -3,591 | -38,028 | -64,588 |
| 매입채무 증가(감소) | 1,104 | -1,539 | -3,257 | 46,202 | 3,619 |
| 투자현금흐름 | -16,923 | -85,382 | -68,512 | -99,416 | -104,432 |
| 유형자산처분(취득) | -57,513 | -51,250 | -47,372 | -88,361 | -95,374 |
| 무형자산 감소(증가) | -2,911 | -2,319 | -4,617 | -4,199 | -4,200 |
| 투자자산 감소(증가) | 45,559 | -31,923 | -5,972 | -6,798 | -3,098 |
| 재무현금흐름 | -8,593 | -7,797 | -13,478 | -5,455 | -11,060 |
| 차입금의 증가(감소) | 1,281 | 4,912 | 4,609 | 2,167 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -9,864 | -12,701 | -18,086 | -18,723 | -11,060 |
| 배당금의 지급 | -9,864 | -10,889 | -9,897 | -11,108 | -11,060 |
| 총연금흐름 | 52,007 | 77,398 | 97,602 | 395,433 | 498,266 |
| (-)운전자본증가(감소) | 5,290 | -368 | -2,296 | 46,159 | 95,000 |
| (-)설비투자 | 57,611 | 51,406 | 47,522 | 88,418 | 95,374 |
| (+)자산매각 | -2,813 | -2,163 | -4,468 | -4,142 | -4,200 |
| Free Cash Flow | -13,708 | 24,197 | 47,909 | 256,715 | 303,692 |
| (-)기타투자 | 2,227 | 1,825 | 22,461 | 7,272 | 1,761 |
| 잉여현금 | -15,934 | 22,372 | 25,448 | 249,442 | 301,931 |
| NOPLAT | 4,761 | 30,042 | 39,834 | 337,458 | 436,919 |
| (+) Dep | 38,667 | 42,631 | 46,927 | 53,916 | 63,173 |
| (-)운전자본투자 | 5,290 | -368 | -2,296 | 46,159 | 95,000 |
| (-)Capex | 57,611 | 51,406 | 47,522 | 88,418 | 95,374 |
| OpFCF | -19,474 | 21,634 | 41,535 | 256,797 | 309,718 |

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-----------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 2,225 | 5,433 | 7,250 | 58,083 | 74,329 |
| BPS | 52,002 | 57,663 | 62,995 | 112,014 | 174,882 |
| DPS | 1,444 | 1,446 | 1,668 | 1,670 | 1,670 |
| CFPS | 7,656 | 11,394 | 14,491 | 58,708 | 73,975 |
| ROA(%) | 3.2 | 6.9 | 8.2 | 44.5 | 37.0 |
| ROE(%) | 4.1 | 9.0 | 10.8 | 57.7 | 45.0 |
| ROIC(%) | 1.9 | 11.0 | 13.5 | 97.9 | 96.8 |
| Multiples(x,%) | | | | | |
| PER | 35.3 | 62.5 | 46.8 | 5.8 | 4.6 |
| PBR | 1.5 | 5.9 | 5.4 | 3.0 | 1.9 |
| PSR | 2.1 | 7.7 | 6.9 | 3.1 | 2.4 |
| PCR | 10.3 | 29.8 | 23.4 | 5.8 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 9.7 | 27.4 | 22.8 | 4.2 | 2.4 |
| 배당수익률 | 1.8 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 25.4 | 27.9 | 29.9 | 25.2 | 16.7 |
| Net debt/Equity | -21.7 | -23.2 | -23.1 | -44.9 | -53.4 |
| Net debt/EBITDA | -174.8 | -123.8 | -111.1 | -79.7 | -102.0 |
| 유동비율 | 258.8 | 243.3 | 232.8 | 359.7 | 577.3 |
| 이자보상배율(배) | 7.1 | 36.2 | 72.0 | 327.3 | 478.3 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 65.1 | 62.5 | 60.3 | 45.9 | 40.9 |
| 현금+투자자산 | 34.9 | 37.5 | 39.7 | 54.1 | 59.1 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 3.4 | 4.6 | 5.5 | 3.5 | 2.3 |
| 자기자본 | 96.6 | 95.4 | 94.5 | 96.5 | 97.7 |



SK하이닉스 (000660) ADR 모멘텀까지 완성

[한화리서치센터]

Buy (유지)

목표주가(유지): 4,300,000원

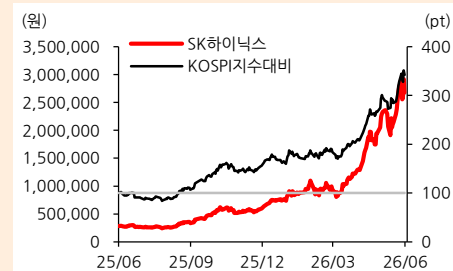
Stock Data

| | |
|--------------|----------------------|
| 현재 주가(6/26) | 2,673,000원 |
| 상승여력 | ▲ 60.9% |
| 시가총액 | 19,050,534억원 |
| 발행주식수 | 712,702천주 |
| 52주 최고가/최저가 | 2,919,000 / 245,000원 |
| 90일 일평균 거래대금 | 94,394.65억원 |
| 외국인 지분율 | 50.6% |

주주 구성

| | |
|-------------------------------|-------|
| 에스케이스퀘어 (외 9인) | 20.5% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 7.5% |
| BlackRockFundAdvisors (외 15인) | 5.1% |

Stock Price



ADR 상장 최종 결정, Micron, Sandisk 계셋거라

- 동사는 지난 6월 24일 증권예탁증권(DR)의 발행을 결정. DR 발행의 총액은 약 45.5조원 규모이며 나스닥 상장일은 7월 10일, 신주 DR의 국내 상장일은 7월 29일
- ADR의 상장은 미 증시 내에 리스트 되어 있는 동사의 피어 그룹(MicronTechnology, Sandisk, Seagate 등)과 동사가 동일한 시장 내에서 평가받을 수 있는 기회
- 압도적인 밸류에이션 매력도, 이익의 규모, 기술력의 우수 등을 감안할 때 동사가 재평가 받을 수 있는 절호의 기회가 될 것
- 동사의 경쟁 피어들의 경우 모두 26F P/E, 12MF P/E 기준 10배를 상회하는 멀티플을 부여받고 있지만 동사는 현재 그보다 훨씬 낮은 수준의 멀티플을 부여받고 있음

하반기 메모리 가격은 더 상승할 것

- 동사의 하반기 DRAM 가격 상승률을 QoQ +15% 수준에서 QoQ +20% 수준으로 상향
- 동사의 전략적 가격협상으로 시장이 예상했던 것 대비 하반기에 더 높은 수준의 가격상승률을 기록할 것으로 기대하며 이로 인해 실적의 눈높이 또한 추가적으로 상향될 것으로 기대
- 추가적인 이익의 상향, LTA로 인한 이익의 지속성, ADR로 인한 재평가 기회가 모두 집중되고 있음

| 재무정보 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|--------|--------|----------|----------|
| 매출액 | 32,766 | 66,193 | 97,147 | 356,754 | 554,842 |
| 영업이익 | -7,730 | 23,467 | 47,206 | 281,125 | 460,519 |
| EBITDA | 5,943 | 36,049 | 61,136 | 299,855 | 486,138 |
| 지배주주순이익 | -9,112 | 19,789 | 42,919 | 228,542 | 350,926 |
| EPS | -12,517 | 27,182 | 58,955 | 338,488 | 519,748 |
| 순차입금 | 25,821 | 13,554 | -242 | -187,857 | -492,414 |
| PER | -11.3 | 98.3 | 45.3 | 7.9 | 5.1 |
| PBR | 1.9 | 26.3 | 16.1 | 5.4 | 2.7 |
| EV/EBITDA | 21.7 | 53.2 | 31.2 | 5.7 | 2.9 |
| 배당수익률(%) | 0.8 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| ROE | -15.6 | 31.1 | 44.2 | 96.8 | 66.7 |

자료: 한화투자증권 리서치센터



SK하이닉스 (000660) ADR 모멘텀까지 완성

[한화리서치센터]

| SK하이닉스 실적 추정 | | | | | | | | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| (십억 원, %, % YoY) | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025 | 2026E | 2027E |
| 매출액 | 17,639 | 22,232 | 24,449 | 32,827 | 52,576 | 82,508 | 105,046 | 116,624 | 96,765 | 356,754 | 554,842 |
| DRAM | 13,970 | 17,008 | 19,062 | 25,399 | 40,913 | 61,861 | 80,172 | 89,231 | 75,142 | 272,177 | 431,689 |
| NAND | 3,220 | 4,738 | 5,092 | 7,335 | 11,240 | 20,322 | 24,590 | 27,110 | 20,299 | 83,262 | 121,830 |
| 기타 | 450 | 487 | 295 | 93 | 427 | 325 | 285 | 283 | 1,325 | 1,320 | 1,322 |
| 영업이익 | 7,441 | 9,213 | 11,383 | 19,170 | 37,610 | 64,000 | 84,619 | 94,896 | 47,104 | 281,125 | 460,519 |
| DRAM | 7,553 | 9,408 | 11,072 | 17,077 | 31,912 | 50,726 | 67,344 | 75,846 | 45,019 | 225,829 | 373,107 |
| NAND | -27 | -267 | 288 | 1,975 | 5,654 | 13,209 | 17,213 | 18,977 | 1,957 | 55,053 | 87,226 |
| 기타 | -85 | 72 | 23 | 118 | 44 | 64 | 62 | 72 | 128 | 243 | 186 |
| 영업이익률(%) | 42% | 41% | 47% | 58% | 72% | 78% | 81% | 81% | 49% | 79% | 83% |
| DRAM | 54% | 55% | 58% | 67% | 78% | 82% | 84% | 85% | 60% | 83% | 86% |
| NAND | -1% | -6% | 6% | 27% | 50% | 65% | 70% | 70% | 10% | 66% | 72% |
| 당기순이익 | 8,108 | 6,996 | 12,598 | 15,246 | 228,633 | 351,067 | 228,633 | 351,067 | 42,948 | 228,633 | 351,067 |
| 지배주주순이익 | 8,107 | 6,997 | 12,595 | 15,220 | 228,542 | 350,926 | 228,542 | 350,926 | 42,919 | 228,542 | 350,926 |

자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터



SK하이닉스 (000660) ADR 모멘텀까지 완성

[한화리서치센터]

SK하이닉스 주요 가정

| | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025 | 2026F | 2027F |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| DRAM Unit Shipment (1Gb equiv., mn units) | 18,670 | 22,898 | 24,756 | 25,839 | 25,503 | 27,543 | 29,747 | 31,234 | 92,163 | 114,027 | 137,648 |
| % QoQ, YoY | -9.0% | 24.0% | 3.5% | 2.5% | -1.3% | 8.0% | 8.0% | 5.0% | 21.4% | 23.7% | 20.7% |
| DRAM ASP (US\$/1Gb) | 0.52 | 0.53 | 0.56 | 0.67 | 1.10 | 1.54 | 1.85 | 1.96 | 0.57 | 1.61 | 2.16 |
| % QoQ, YoY | 1.7% | 3.0% | 4.0% | 4.0% | 64.0% | 40.0% | 20.0% | 6.0% | 32.2% | 183.7% | 34.1% |
| NAND Unit Shipment (1GB equiv., mn units) | 30,588 | 53,287 | 55,020 | 60,492 | 53,838 | 60,837 | 66,920 | 70,267 | 199,387 | 251,862 | 311,996 |
| % QoQ, YoY | 20.6% | 74.2% | 3.3% | 9.9% | -11.0% | 13.0% | 10.0% | 5.0% | 23.0% | 26.3% | 23.9% |
| NAND ASP (US\$/1GB) | 0.07 | 0.06 | 0.07 | 0.09 | 0.14 | 0.23 | 0.25 | 0.26 | 0.07 | 0.22 | 0.27 |
| % QoQ, YoY | -20.0% | -9.0% | 3.0% | 2.0% | 73.0% | 60.0% | 10.0% | 5.0% | -21.8% | 211.2% | 21.4% |

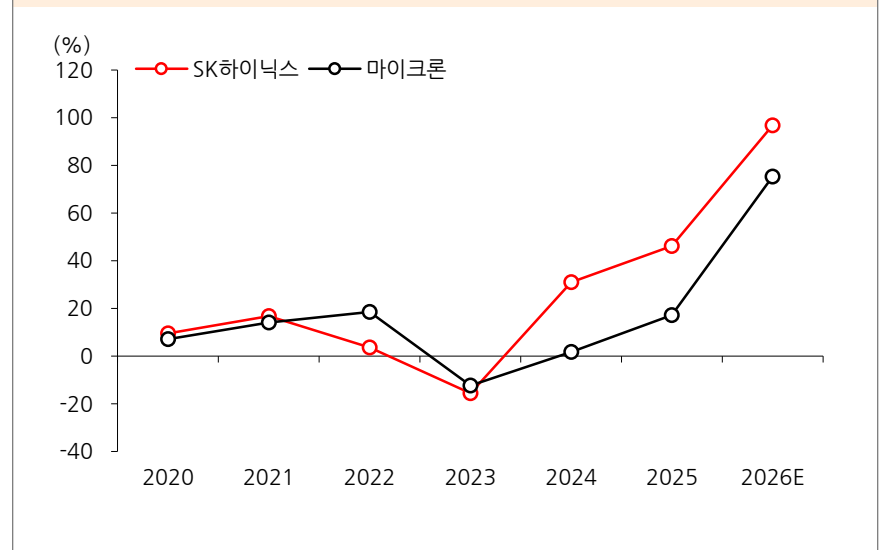
자료: 한화투자증권 리서치센터

삼성전자 P/E 밸류에이션

| | 12MF | 비고 |
|---------------|------------|----------------------------------|
| 12MF EPS(원) | 429,777 | |
| Target P/E(배) | 10 | 글로벌 반도체 종목의 최소 배수인 FW P/E 10배 적용 |
| 목표주가(원) | 4,300,000 | |
| 현재주가(원) | 2,673,000원 | 6월 26일 종가 기준 |
| 상승여력(%) | ▲ 60.9 | |

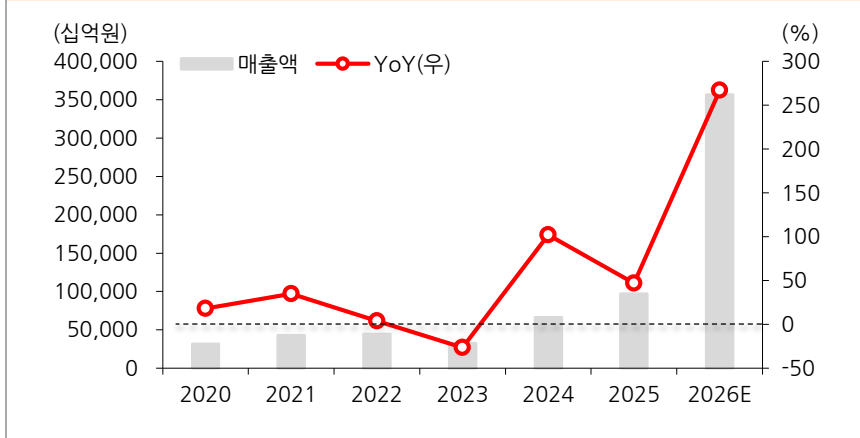
자료: 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 VS 마이크론 ROE 추이



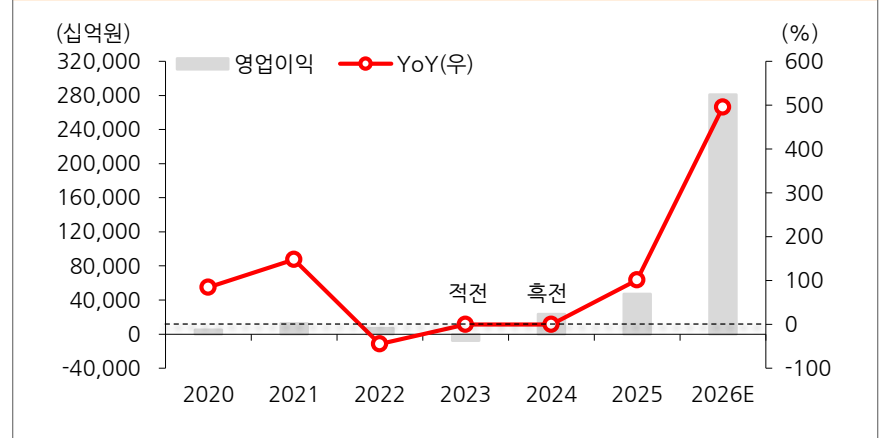
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 매출액 추이 및 전망



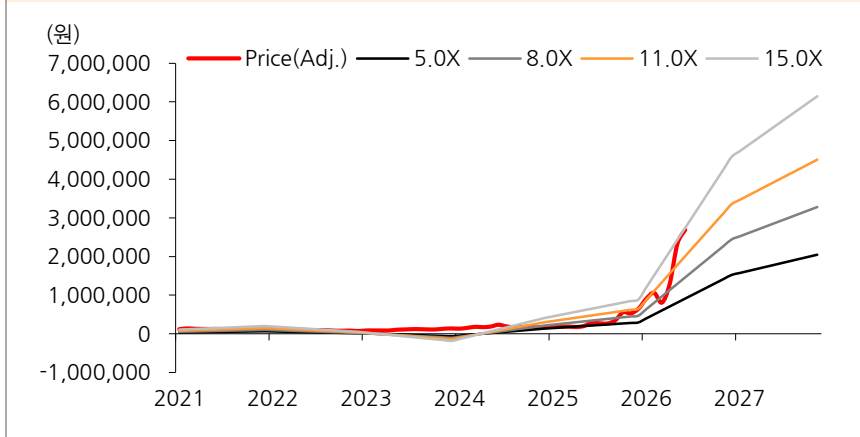
자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 영업이익 추이 및 전망



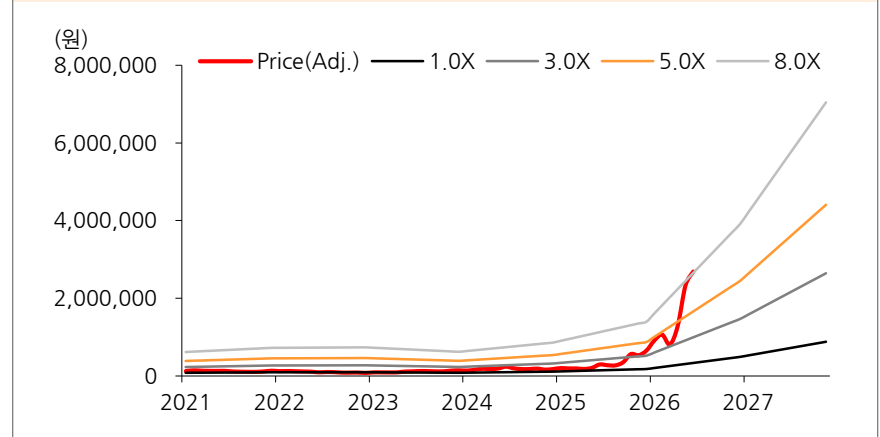
자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 P/E Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

SK하이닉스 P/B Band



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



SK하이닉스 (000660) 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 32,766 | 66,193 | 97,147 | 356,754 | 554,842 |
| 매출총이익 | -533 | 31,828 | 58,691 | 311,048 | 500,745 |
| 영업이익 | -7,730 | 23,467 | 47,206 | 281,125 | 460,519 |
| EBITDA | 5,943 | 36,049 | 61,136 | 299,855 | 486,138 |
| 순이자손익 | -1,238 | -971 | 511 | 5,542 | 2,186 |
| 외화관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 15 | -2 | -564 | -27 | 0 |
| 세전계속사업손익 | -11,658 | 23,885 | 50,466 | 292,503 | 449,140 |
| 당기순이익 | -9,138 | 19,797 | 42,948 | 228,633 | 351,067 |
| 지배주주순이익 | -9,112 | 19,789 | 42,919 | 228,542 | 350,926 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | -26.6 | 102.0 | 46.8 | 267.2 | 55.5 |
| 영업이익 | 적전 | 흑전 | 101.2 | 495.5 | 63.8 |
| EBITDA | -71.6 | 506.5 | 69.6 | 390.5 | 62.1 |
| 순이익 | 적전 | 흑전 | 116.9 | 432.3 | 53.6 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | -1.6 | 48.1 | 60.4 | 87.2 | 90.3 |
| 영업이익률 | -23.6 | 35.5 | 48.6 | 78.8 | 83.0 |
| EBITDA이익률 | 18.1 | 54.5 | 62.9 | 84.1 | 87.6 |
| 세전이익률 | -35.6 | 36.1 | 51.9 | 82.0 | 80.9 |
| 순이익률 | -27.9 | 29.9 | 44.2 | 64.1 | 63.3 |

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 30,468 | 42,279 | 69,458 | 320,561 | 658,936 |
| 현금성자산 | 8,160 | 13,646 | 29,916 | 211,288 | 515,845 |
| 매출채권 | 6,942 | 13,299 | 18,468 | 58,369 | 85,126 |
| 재고자산 | 13,481 | 13,314 | 14,289 | 33,565 | 39,922 |
| 비유동자산 | 69,862 | 77,576 | 106,650 | 136,620 | 167,576 |
| 투자자산 | 13,254 | 13,053 | 23,983 | 28,393 | 28,652 |
| 유형자산 | 52,705 | 60,157 | 77,503 | 104,206 | 134,936 |
| 무형자산 | 3,835 | 4,019 | 4,049 | 4,021 | 3,988 |
| 자산총계 | 100,330 | 119,855 | 176,108 | 457,181 | 826,512 |
| 유동부채 | 21,008 | 24,965 | 37,379 | 87,851 | 108,201 |
| 매입채무 | 7,026 | 13,386 | 15,884 | 63,904 | 83,606 |
| 유동성이자부채 | 11,968 | 7,582 | 13,623 | 8,015 | 8,015 |
| 비유동부채 | 25,819 | 20,974 | 18,062 | 17,807 | 17,888 |
| 비유동이자부채 | 22,013 | 19,617 | 16,051 | 15,416 | 15,416 |
| 부채총계 | 46,826 | 45,940 | 55,441 | 105,658 | 126,088 |
| 자본금 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 |
| 자본잉여금 | 4,373 | 4,487 | 8,954 | 8,510 | 8,510 |
| 이익잉여금 | 46,729 | 65,418 | 106,577 | 336,958 | 685,858 |
| 자본조정 | -1,255 | 341 | 1,328 | 2,308 | 2,308 |
| 자기주식 | -2,273 | -2,221 | -1,500 | -251 | -251 |
| 자본총계 | 53,504 | 73,916 | 120,667 | 351,523 | 700,424 |





SK하이닉스 (000660) 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 영업현금흐름 | 4,278 | 29,796 | 53,373 | 235,388 | 363,157 |
| 당기순이익 | -9,138 | 19,797 | 42,948 | 228,633 | 351,067 |
| 자산상각비 | 13,674 | 12,582 | 13,930 | 18,730 | 25,619 |
| 운전자본증감 | 794 | -5,600 | -2,881 | -11,424 | -13,468 |
| 매출채권 감소(증가) | -1,406 | -5,098 | -5,584 | -37,387 | -26,757 |
| 재고자산 감소(증가) | 2,288 | 167 | -1,059 | -19,026 | -6,357 |
| 매입채무 증가(감소) | 83 | -1,103 | 980 | 45,075 | 19,703 |
| 투자현금흐름 | -7,335 | -18,005 | -48,054 | -55,505 | -57,344 |
| 유형자산처분(취득) | -6,785 | -15,898 | -27,374 | -44,144 | -55,484 |
| 무형자산 감소(증가) | -454 | -697 | -1,058 | -832 | -832 |
| 투자자산 감소(증가) | 140 | -1,415 | -16,843 | -10,964 | -769 |
| 재무현금흐름 | 5,697 | -8,704 | -1,445 | -2,951 | -2,026 |
| 차입금의 증가(감소) | 6,507 | -7,977 | 171 | -2,902 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | -801 | -732 | -1,616 | -2,087 | -2,026 |
| 배당금의 지급 | -826 | -826 | -1,681 | -2,095 | -2,026 |
| 총연금흐름 | 5,895 | 36,851 | 61,785 | 246,362 | 376,626 |
| (-)운전자본증가(감소) | 2,081 | -2,018 | 4,536 | 13,651 | 13,468 |
| (-)설비투자 | 8,325 | 15,946 | 27,519 | 44,159 | 55,484 |
| (+)자산매각 | 1,086 | -650 | -913 | -817 | -832 |
| Free Cash Flow | -3,425 | 22,273 | 28,817 | 187,735 | 306,841 |
| (-)기타투자 | -2,640 | 7,612 | 1,124 | -2,662 | 259 |
| 잉여현금 | -786 | 14,661 | 27,693 | 190,397 | 306,582 |
| NOPLAT | -5,604 | 19,450 | 40,174 | 219,739 | 359,961 |
| (+) Dep | 13,674 | 12,582 | 13,930 | 18,730 | 25,619 |
| (-)운전자본투자 | 2,081 | -2,018 | 4,536 | 13,651 | 13,468 |
| (-)Capex | 8,325 | 15,946 | 27,519 | 44,159 | 55,484 |
| OpFCF | -2,337 | 18,105 | 22,049 | 180,659 | 316,627 |

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12월 결산 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | -12,517 | 27,182 | 58,955 | 338,488 | 519,748 |
| BPS | 73,495 | 101,515 | 165,544 | 493,101 | 982,647 |
| DPS | 1,200 | 2,204 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| CFPS | 8,098 | 50,619 | 84,870 | 345,673 | 528,448 |
| ROA(%) | -8.9 | 18.0 | 29.0 | 72.2 | 54.7 |
| ROE(%) | -15.6 | 31.1 | 44.2 | 96.8 | 66.7 |
| ROIC(%) | -7.5 | 25.1 | 43.5 | 179.3 | 219.7 |
| Multiples(x,%) | | | | | |
| PER | -11.3 | 98.3 | 45.3 | 7.9 | 5.1 |
| PBR | 1.9 | 26.3 | 16.1 | 5.4 | 2.7 |
| PSR | 3.1 | 29.4 | 20.0 | 5.3 | 3.4 |
| PCR | 17.5 | 52.8 | 31.5 | 7.7 | 5.1 |
| EV/EBITDA | 21.7 | 53.2 | 31.2 | 5.7 | 2.9 |
| 배당수익률 | 0.8 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 87.5 | 62.2 | 45.9 | 30.1 | 18.0 |
| Net debt/Equity | 48.3 | 18.3 | -0.2 | -53.4 | -70.3 |
| Net debt/EBITDA | 434.4 | 37.6 | -0.4 | -62.6 | -101.3 |
| 유동비율 | 145.0 | 169.3 | 185.8 | 364.9 | 609.0 |
| 이자보상배율(배) | n/a | 17.4 | 51.1 | 461.7 | 781.5 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 77.5 | 75.2 | 65.7 | 37.1 | 25.5 |
| 현금+투자자산 | 22.5 | 24.8 | 34.3 | 62.9 | 74.5 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 38.8 | 26.9 | 19.7 | 6.2 | 3.2 |
| 자기자본 | 61.2 | 73.1 | 80.3 | 93.8 | 96.8 |



피에스케이 (319660) 사상 최대 실적 행진

[한화리서치센터]

Not Rated

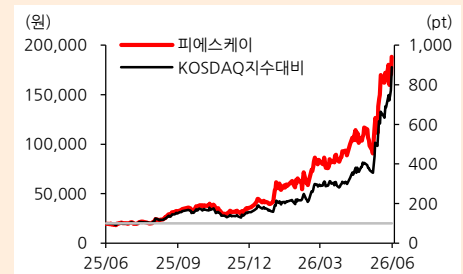
Stock Data

| | |
|--------------|-----------------|
| 현재 주가(6/26) | 188,200원 |
| 상승여력 | - |
| 시가총액 | 54,515억원 |
| 발행주식수 | 28,967천주 |
| 52주 최고가/최저가 | 188,200/18,180원 |
| 90일 일평균 거래대금 | 598.36억원 |
| 외국인 지분율 | 24.4% |

주주 구성

| | |
|------------------|-------|
| 피에스케이홀딩스 (외 11인) | 32.8% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 8.1% |
| 삼성자산운용 (외 1인) | 7.3% |

Stock Price

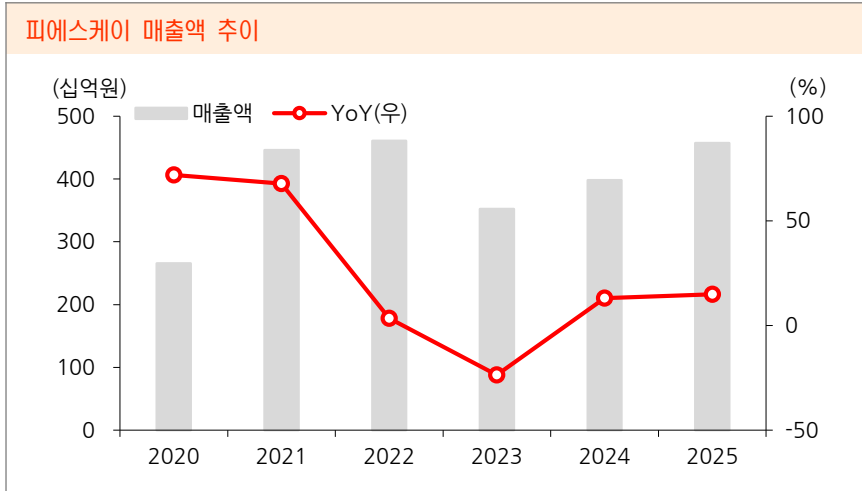


광역기를 보유한 회사: 넓은 고객 저변 + 공정 저변

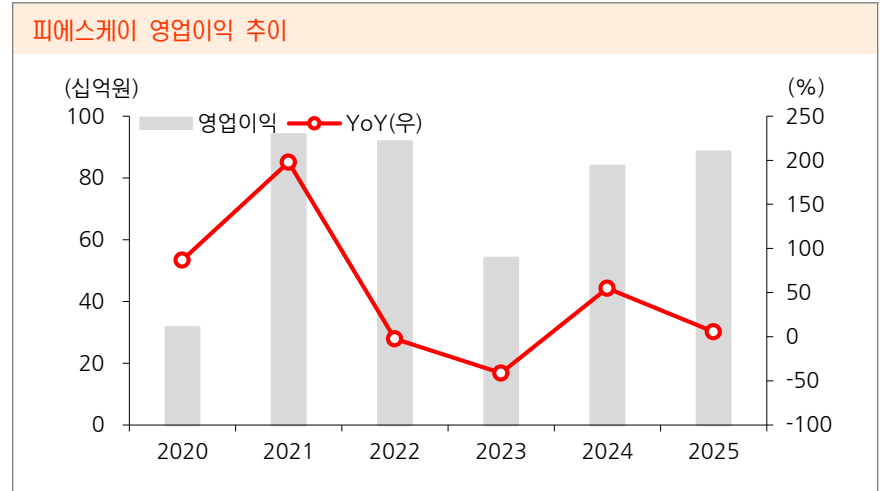
- 동사는 본격적인 CAPEX 사이클이 진행되는 2026년과 2027년 연속으로 사상 최대 실적을 경신할 것으로 기대됨
- 2026년 예상 매출과 영업이익은 6,766억원(YoY +48%)과 2,030억원(YoY +129%)이며 2027년은 8,458억원(YoY +25%) 매출, 2,706억원(YoY +33%)의 영업이익을 예상
- 전공정 빅6 내에서 상대적으로 저렴한 밸류에이션 매력을 보유하고 있으며 넓은 고객사 저변이라는 강점을 가지고 있음
- 동사는 주력 장비인 PFR Strip 장비를 삼성전자, SK하이닉스, Micron Technology 등 메모리 3사로 모두 납품하고 있으며 중화권 메모리 메이커향으로도 익스포저를 가지고 있음
- 올해부터 진행되는 CAPEX 사이클은 국내의 메모리 2사뿐만 아니라 Micron, 중화권 메모리 메이커까지 동시다발적으로 진행되는 투자 사이클이라는 측면에서 넓은 고객 저변을 확보하고 있는 것은 큰 강점이 됨
- 고객사의 저변뿐만 아니라 동사의 주력 장비는 DRAM, NAND, HBM, Logic 전반에서 사용되는 범용 전공정 장비이기에 어떤 종류의 증설에서도 모두 수혜를 받을 수 있다는 강점을 가짐
- 향후 CAPEX 사이클이 진행됨에 따라 특정 고객사, 사이트, 공정에 따른 수혜주를 찾는 과정이 있을 것으로 예상. 동 과정에서 고민 없이 선택할 수 있는 넓은 저변을 가진 장비사 중 하나라는 판단

| 재무정보 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 446 | 461 | 352 | 398 | 457 |
| 영업이익 | 94 | 92 | 54 | 84 | 88 |
| EBITDA | 99 | 98 | 60 | 93 | 98 |
| 지배주주순이익 | 77 | 77 | 53 | 79 | 79 |
| EPS | 2,598 | 2,674 | 1,813 | 2,732 | 2,712 |
| 순차입금 | -130 | -169 | -167 | -172 | -179 |
| PER | 10.2 | 5.8 | 11.6 | 68.9 | 69.4 |
| PBR | 1.3 | 1.3 | 1.6 | 11.6 | 10.1 |
| EV/EBITDA | 6.5 | 2.8 | 7.3 | 57.1 | 53.7 |
| 배당수익률(%) | 1.1 | 2.6 | 1.0 | 0.2 | 0.4 |
| ROE | 30.3 | 24.1 | 14.1 | 18.3 | 15.5 |

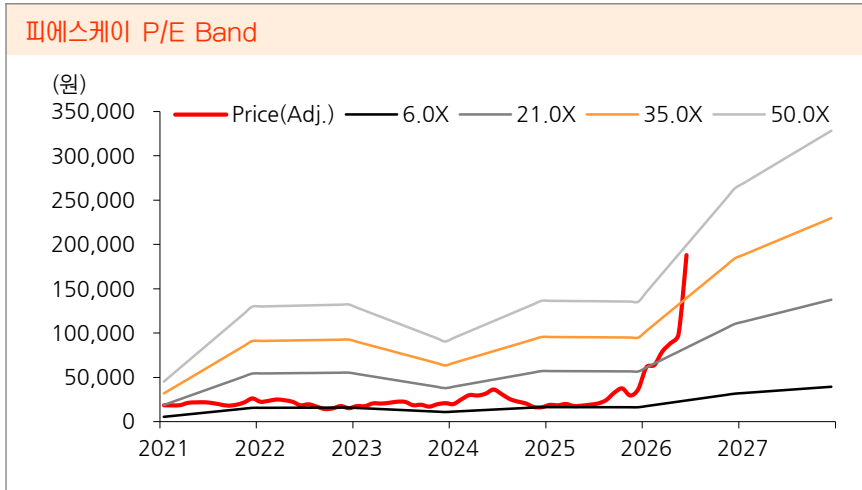
자료: 한화투자증권 리서치센터



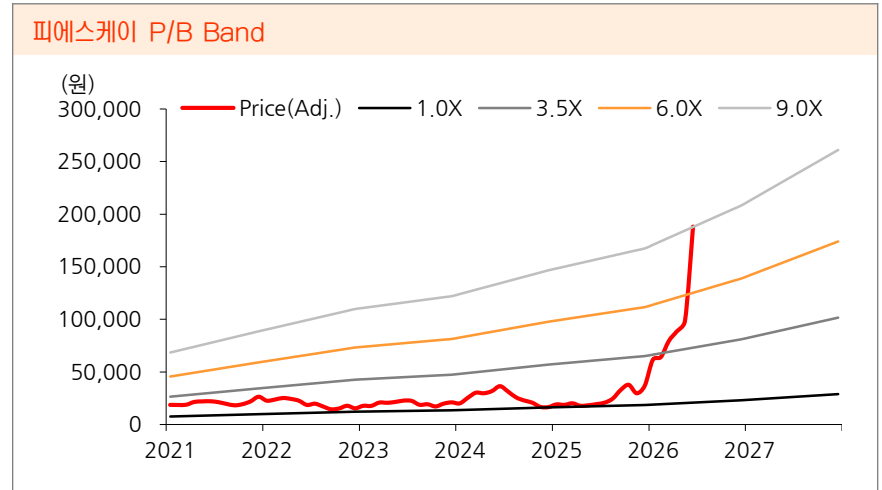
자료: 피에스케이, 한화투자증권 리서치센터



자료: 피에스케이, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notices

Compliance Notice

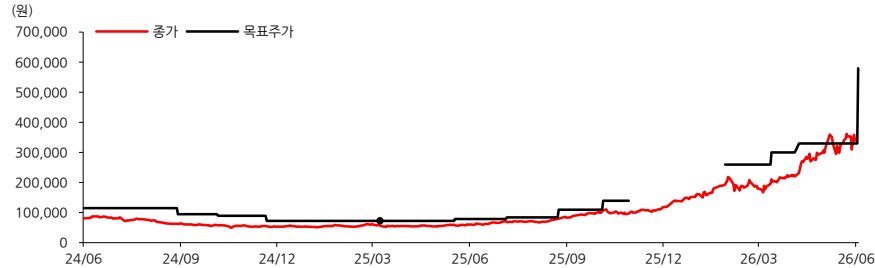
(공표일: 2026년 6월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (박준영, 김나우)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성전자(005930)



투자이건 변동내역

| | | | | | | |
|---------------------|---------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|------------------------------|
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2016.08.12 투자등급변경 115,000 | 2024.07.08 Buy 115,000 | 2024.08.01 Buy 115,000 | 2024.08.12 Buy 115,000 | 2024.09.24 Buy 95,000 | 2024.10.08 Buy 95,000 |
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2024.11.01 Buy 90,000 | 2024.11.05 Buy 90,000 | 2024.12.17 Buy 73,000 | 2025.01.13 Buy 73,000 | 2025.02.03 Buy 73,000 | 2025.02.21 Buy 73,000 |
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2025.02.28 Buy 73,000 | 2025.04.09 Buy 73,000 | 2025.05.02 Buy 73,000 | 2025.05.14 Buy 73,000 | 2025.06.13 Buy 79,000 | 2025.06.27 Buy 79,000 |
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2025.07.09 Buy 79,000 | 2025.07.25 Buy 79,000 | 2025.08.01 Buy 84,000 | 2025.08.08 Buy 84,000 | 2025.09.19 Buy 110,000 | 2025.09.26 Buy 110,000 |
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2025.10.15 Buy 110,000 | 2025.10.31 Buy 140,000 | 2026.02.23 담당자변경 박준영 | 2026.02.23 Buy 260,000 | 2026.02.27 Buy 260,000 | 2026.03.27 Buy 260,000 |
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2026.04.08 Buy 300,000 | 2026.04.24 Buy 300,000 | 2026.05.04 Buy 330,000 | 2026.05.29 Buy 330,000 | 2026.06.02 Buy 330,000 | 2026.06.25 Buy 330,000 |
| 일 시 투자이건 목표가격 | 2026.06.26 Buy 330,000 | 2026.06.29 Buy 580,000 | | | | |

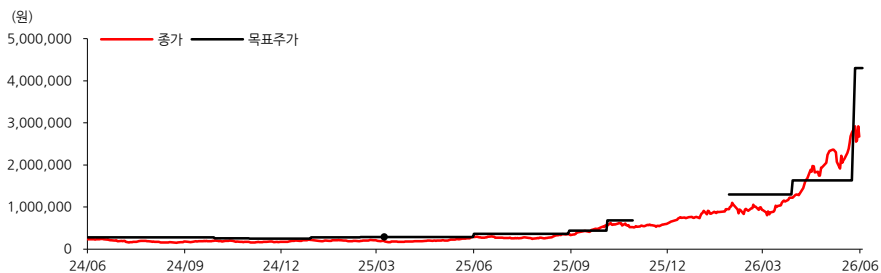
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (삼성전자)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2024.09.24 | Buy | 95,000 | -36.77 | -31.89 |
| 2024.11.01 | Buy | 90,000 | -38.60 | -34.78 |
| 2024.12.17 | Buy | 73,000 | -23.58 | -15.34 |
| 2025.06.13 | Buy | 79,000 | -20.08 | -8.10 |
| 2025.08.01 | Buy | 84,000 | -14.81 | -4.17 |
| 2025.09.19 | Buy | 110,000 | -15.95 | -5.36 |
| 2025.10.31 | Buy | 140,000 | -9.27 | 35.79 |
| 2026.02.23 | Buy | 260,000 | -26.75 | -16.15 |
| 2026.04.08 | Buy | 300,000 | -28.23 | -24.67 |
| 2026.05.04 | Buy | 330,000 | -6.00 | 9.85 |
| 2026.06.29 | Buy | 580,000 | | |

SK하이닉스(000660)



투자의견 변동내역

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2016.08.12 | 2024.06.28 | 2024.07.26 | 2024.08.12 | 2024.08.30 | 2024.09.05 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 280,000 | 280,000 | 280,000 | 280,000 | 280,000 |
| 일 시 | 2024.09.27 | 2024.10.25 | 2024.11.01 | 2024.11.05 | 2024.11.27 | 2024.11.29 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 280,000 | 260,000 | 260,000 | 260,000 | 250,000 | 250,000 |
| 일 시 | 2024.12.27 | 2025.01.13 | 2025.01.24 | 2025.02.21 | 2025.03.12 | 2025.03.28 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 250,000 | 250,000 | 280,000 | 280,000 | 290,000 | 290,000 |
| 일 시 | 2025.04.03 | 2025.04.25 | 2025.05.14 | 2025.05.30 | 2025.06.27 | 2025.07.17 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 290,000 | 290,000 | 290,000 | 290,000 | 360,000 | 360,000 |
| 일 시 | 2025.07.25 | 2025.08.08 | 2025.08.29 | 2025.09.09 | 2025.09.25 | 2025.10.31 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 360,000 | 360,000 | 360,000 | 360,000 | 440,000 | 680,000 |
| 일 시 | 2026.02.23 | 2026.02.23 | 2026.04.24 | 2026.06.02 | 2026.06.22 | 2026.06.25 |
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | Buy |
| 목표가격 | 박준영 | 1,300,000 | 1,630,000 | 1,630,000 | 4,300,000 | 4,300,000 |
| 일 시 | 2026.06.29 | | | | | |
| 투자의견 | Buy | | | | | |
| 목표가격 | 4,300,000 | | | | | |

Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (SK아이닉스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|-----------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2024.10.25 | Buy | 260,000 | -28.82 | -22.69 |
| 2024.11.27 | Buy | 250,000 | -26.47 | -9.80 |
| 2025.01.24 | Buy | 280,000 | -28.29 | -21.07 |
| 2025.03.12 | Buy | 290,000 | -29.11 | 1.03 |
| 2025.06.27 | Buy | 360,000 | -21.46 | 0.28 |
| 2025.09.25 | Buy | 440,000 | 1.26 | 29.09 |
| 2025.10.31 | Buy | 680,000 | -0.95 | 39.56 |
| 2026.02.23 | Buy | 1,300,000 | -23.64 | -5.77 |
| 2026.04.24 | Buy | 1,630,000 | 20.29 | 69.57 |
| 2026.06.22 | Buy | 4,300,000 | | |

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 3월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|-------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자 상품의 비중 | 90.7% | 9.3% | 0.0% | 100.0% |

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

Energy
02.3772.7614
houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

| | | | | |
|-----|-------|-----|-----------|------------------------|
| 안현국 | 팀장 | 퀀트 | 3772-7646 | hg.ahn@hanwha.com |
| 임혜윤 | 연구위원 | 경제 | 3772-7728 | hylim@hanwha.com |
| 김성수 | 연구위원 | 채권 | 3772-7616 | sungsoo.kim@hanwha.com |
| 최규호 | 책임연구원 | 경제 | 3772-7720 | choi.gh@hanwha.com |
| 한시화 | 책임연구원 | 크레딧 | 3772-7737 | shhan1229@hanwha.com |

[기업분석팀]

| | | | | |
|-----|--------|------------------------|-----------|------------------------------|
| 김소혜 | 팀장 | 인터넷/게임/미디어 | 3772-7404 | sohye.kim@hanwha.com |
| 김성래 | 수석연구위원 | 자동차/부품 | 3772-7751 | sr.kim@hanwha.com |
| 송유림 | 수석연구위원 | 건설/유틸리티 | 3772-7152 | yurim.song@hanwha.com |
| 박세연 | 수석연구위원 | ESG | 3772-7406 | shannon@hanwha.com |
| 김도하 | 수석연구위원 | 은행/보험 | 3772-7479 | doha.kim@hanwha.com |
| 한유정 | 연구위원 | 음식료/화장품 | 3772-7693 | yujung.han@hanwha.com |
| 이진협 | 연구위원 | 유통/의류/지주 | 3772-7638 | jinhyeob.lee@hanwha.com |
| 엄수진 | 연구위원 | ESG | 3772-7407 | sujineom@hanwha.com |
| 박수영 | 책임연구원 | 엔터/레저/운송 | 3772-7634 | suyoung.park.0202@hanwha.com |
| 이용욱 | 책임연구원 | 에너지/화학/2차전지 | 3772-7635 | yw.lee@hanwha.com |
| 배성조 | 책임연구원 | 조선/방산/우주/기계 | 3772-7611 | seongjo.bae@hanwha.com |
| 박준영 | 책임연구원 | 반도체 | 3772-7481 | jyp94@hanwha.com |
| 권지우 | 책임연구원 | 철강/비철금속 | 3772-7689 | jiwoo.kwon@hanwha.com |
| 고예진 | 연구원 | 음식료/화장품/엔터/레저/운송/철강 RA | 3772-7701 | yejinko@hanwha.com |
| 김나우 | 연구원 | 인터넷/게임/미디어/반도체 RA | 3772-7710 | now.kim@hanwha.com |
| 김예인 | 연구원 | ESG/건설/유틸리티/자동차/부품 RA | 3772-8420 | yein.kim@hanwha.com |

[글로벌리서치팀]

| | | | | |
|----------|-------|---------|-----------|-----------------------------|
| 한상희, CFA | 팀장 | 해외주식 | 3772-7695 | sanghi.han@hanwha.com |
| 박유진 | 책임연구원 | 중국주식 | 3772-8217 | yujin.park@hanwha.com |
| 신승윤 | 연구원 | 미국주식 | 3772-7428 | seungyun.shin@hanwha.com |
| 박제인 | 연구원 | 해외주식 RA | 3772-7380 | jane8314@hanwha.com |
| 심혜린 | 연구원 | 미국주식 RA | 3772-7374 | hyerin.sihm@hanwha.com |
| 박정현 | 연구원 | 중국주식 RA | 3772-7417 | jeong.hyeon.park@hanwha.com |

[디지털자산리서치팀]

| | | | | |
|-----|-----|----------|-----------|--------------------------|
| 최윤영 | 팀장 | 디지털자산 | 3772-7402 | yy.choy@hanwha.com |
| 박준영 | 연구원 | 디지털자산 RA | 3772-8206 | junyeong.park@hanwha.com |

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사 02) 3772-7000 영 업 부 02) 3775-0775
강 남 W M 센 터 02) 6975-2000 목 동 W M 센 터 02) 2654-2300
갤러리아WM센터 02) 3445-8700 송 파 W M 센 터 02) 449-3677
금융플라자63지점 02) 308-6363 센 트 럽 W M 센 터 02) 743-7311
금융플라자시청지점 02) 2021-6900

인천/경기

분 당 W M 센 터 031) 707-7114 일 산 지 점 031) 929-1313
송 도 I F E Z 지 점 032) 851-7233 평 촌 지 점 031) 381-6004
신 갈 지 점 031) 285-7233 평 택 지 점 031) 652-8668
안 성 지 점 031) 677-0233

부산/울산/경남

부 산 W M 센 터 051) 465-7533 울 산 W M 센 터 052) 265-0505
마 린 시 티 지 점 055) 943-3000 언 양 지 점 052) 262-9300
거 제 브 랜 치 055) 730-0400 거 창 지 점 051) 751-8321

대구/경북

대 구 W M 센 터 053) 741-3211 영 주 지 점 054) 633-8811
문 경 지 점 054) 550-3500 영 천 지 점 054) 331-5000

대전/충청

대 전 W M 센 터 042) 488-7233 청 주 지 점 043) 224-3300
천 안 지 점 041) 563-2001 흥 성 지 점 041) 631-2200

광주/전라

광 주 W M 센 터 062) 713-5700 전 주 지 점 063) 710-1000

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.