

반도체

대만 Tech 16개 기업 탐방기



CONTENTS

[1] Foundry / OSAT

UMC (2303 TT)	06
ASE Technology Holding (3711 TT)	14
King Yuan Electronics Corporation (2449 TT)	20
Powertech Technology (6239 TT)	27

[2] Server ODM / Brand

Hon Hai (2317 TT)	36
Inventec Corporation (2356 TT)	41
Gigabyte (2376 TT)	47

[3] Fabless / Design House

MediaTek (2454 TT)	54
RealTek (2379 TT)	59
ASPEED (5274 TT)	66
Global Unichip (3443 TT)	72

[4] Equipment / Materials / Services

Global Wafers (6488 TT)	82
Chroma ATE (2360 TT)	88
King Slide (2059 TT)	92
WinWay Technology Corporation (6515 TT)	98
Ma-Tek (3587 TT)	105

[5] 반도체 업황 점검 & 투자 전략

[6] 기업 보고서

삼성전자 (005930 KS)	116
SK하이닉스 (000660 KS)	122



SUMMARY



대만 16개 탐방 기업 업데이트

- 3Q24 PC/Mobile은 계절적 성수기 영향이 평년대비 제한적일 것. 일부 Mobile 고객의 경우 연초부터 쌓아둔 재고 조정 가능성도 배제할 수 없을 것. Auto 외 응용처는 전반적으로 건전한 재고 수준을 유지하고 있음. 한편 AI Server향 수요는 여전히 강함. 2H24 NVIDIA의 H시리즈에 대한 수요가 시장 기대치보다 높고, 4Q24말에 B시리즈의 초도 양산을 시작할 것. 최근 미국보다 유럽/아시아 지역 내 수요가 빠르게 증가 중.
- 2025~2026년 차세대 기술 전환 모멘텀은 지속될 것으로 전망된다는 점이 고무적. AI Infra 구축을 위한 준비는 지속되는 가운데, 핵심 장비/부품 등 주요 Supply chain들의 2H24~2025년 투자 계획은 상향 조정될 것. 특히 SLT(System Level Test) 수요, CoWoS/PLP를 포함한 Advanced PKG 중심으로 집중 될 것으로 전망.

메모리 반도체 업황 점검

- 2H24 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 배제할 수 없을 것. **1)**Consumer(PC, Mobile) 제품 중심의 IT 수요가 예상대비 부진한 것으로 파악되며, **2)**여타 IT부품대비 상대적으로 DRAM/NAND의 YTD기준 ASP 상승폭이 50%에 육박한다는 점까지 고려하면 Channel을 포함한 고객들의 일부 재고 조정을 요할 수 있을 것으로 추정. **3)**중국 CXMT의 DRAM 시장 진입으로, LPDDR4 가격 경쟁이 예상대비 빠르게 시작되었기 때문.
- 그럼에도 불구하고 1H25 가격 반등 전망하며 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지. **1)**2H24 일부 응용처 중심으로 DRAM 3사는 재고 조정을 진행하는 가운데, 중국 메모리반도체의 시장 진입 및 Consumer 수요 부진을 고려하여 2025년 Capex를 예상대비 하향 조정하는 전략을 택할 것으로 예상하고, **2)**HBM의 견조한 수요는 지속될 것으로 전망. 여전히 CSP 고객들의 AI Server 수요는 강하고, Hopper에 대한 추가 주문이 감지되고 있음. 4Q24부터 Blackwell 시리즈 출하가 시작되어 2025년에도 제한적인 공급 증가로 HBM에 대한 높은 성장률은 지속될 것으로 전망하기 때문. **3)**2025년은 High-end IT 기기 중심의 수요가 집중되고 선단 공정(1a/b nm) 중심의 수요가 재차 증가할 것.

반도체 업종 투자 전략

- 국내 메모리반도체 기업의 합산 기준 3Q24 예상 매출액과 영업이익은 각각 41.5조원(YoY +116%, QoQ +9%), 13.4조원(OPM 32%, YoY 흑전, QoQ +11%)으로 하향 조정하지만, 국내 반도체 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지. 삼성전자/SK하이닉스에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 각각 9만원(2024~2025년 예상 BPS 평균치에 PBR 1.5배 적용), 22만원(2024~2025년 예상 BPS 평균치에 PBR 1.8배 적용)으로 하향 조정. **1)**단기적으로 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 고려하여 2H24~2025년 실적 추정치를 하향 조정하였으나, **2)**중국 메모리반도체 기업들의 High-end 시장 진입 가능성은 단기적으로 제한적일 것으로 판단하며, **3)**1H25 재고 조정 종료 및 AI 기반 IT 수요 회복에 따른 실적 성장세와 Valuation 매력에 재차 부각될 것으로 기대하기 때문. 특히 SK하이닉스의 HBM 및 선단공정 DRAM 시장 내 경쟁력이 지속 강화될 것으로 전망된다는 점에 주목.





백길현

반도체, USCPA

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

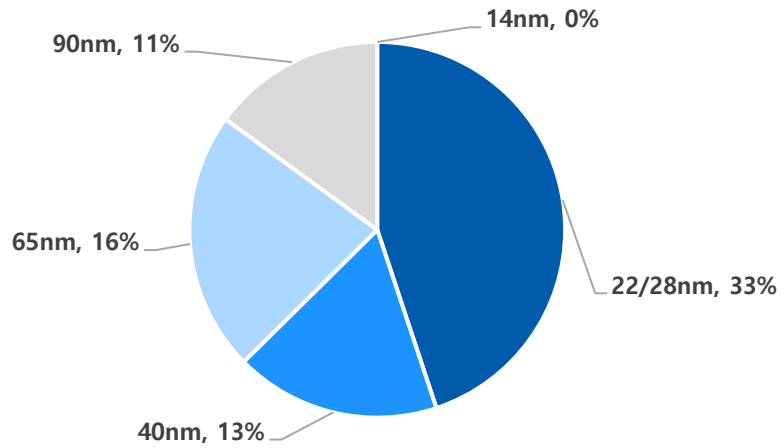
PART [1]

Foundry / OSAT

UMC / 2303 TT / 시총 28조원

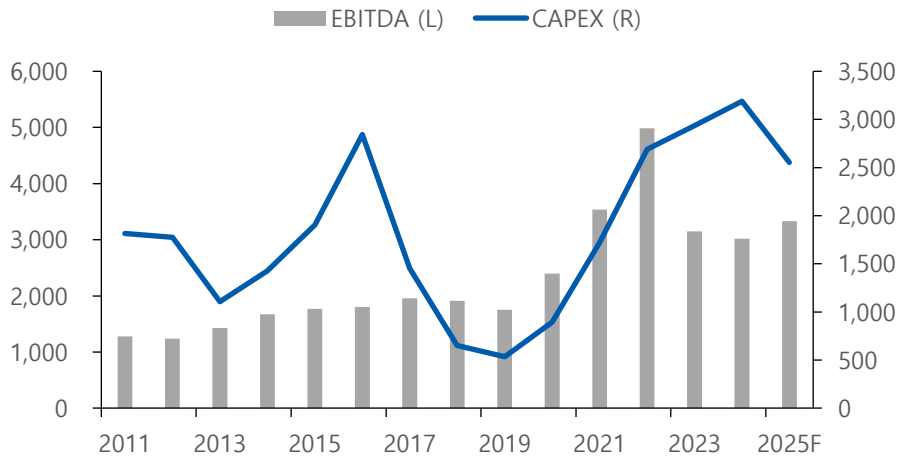
- 대만 Foundry 업체.
- 2Q24 전사 가동률은 전분기대비 3%pt 수준 개선되었음. 22/28nm향 OLED Display Driver IC, SSD, ISP 중심의 수요 개선세 때문. 동사 1H24 전사 매출액 기준 최선단 공정(22/28nm) 비중은 33%까지 증가한 바.
- 2H24 12인치 중심으로는 점진적인 가동률 개선세가 이어질 것으로 예상하지만, 8인치 제품 수요에 대해서 여전히 보수적으로 전망. Consumer/Communication/Computing 영역은 지난 9개 분기 연속 재고 조정을 거쳐왔기 때문에 현재 건전한 상태를 유지하고 있으나, Automotive는 여전히 추가적인 재고 조정 가능성 존재.
- AI 노출도는 극히 제한적. 동사는 Silicon Interposer Capa 일부 보유하고 있지만 향후 투자 확대 가능성은 낮은 것으로 파악.
- 동사는 중장기적 관점에서, 1)Intel과의 12인치 협업, 2)중국 파운드리 입지 약화에 대한 반사수혜 가능성이 긍정적.
 - 1) 최근 반도체 8인치 시장 내 공급 과잉 현상과 선단 공정 중심의 수요 강세가 지속된다는 점을 고려하면 동사는 Capex Lite 전략에 집중 할 것으로 예상. 동사는 14nm 파운드리에 대한 경험이 있는 반면, Intel은 Arizona Fab 공간을 확보 하고 있기에 시너지 또한 가능할 것으로 기대. 2027년 북미 공장 내 12nm 제품 양산을 시작할 계획인 것으로 파악.
 - 2) 중국의 파운드리 시장 내 입지 약화 예상. 중국 내 생산 시설에 대한 해외 고객들의 우려가 지속 되는 중. 추가로 중국 제품에 대한 관세 리스크까지 더해질 가능성이 대두되고 있음. 북미를 포함한 유럽, 일본 등 주요 고객들의 중국 팹에 대한 선호도가 지속 낮아질 것으로 예상하는 바. 8인치 반도체 시장 회복 시 중국 외 고객의 추가 수주 가능성을 배제할 수 없다는 점을 고려하면 향후 싱가포르 법인의 성장 가능성이 높을 것.

[차트 01] UMC 1H24 Node별 매출 비중



자료: UMC, 유안타증권 리서치센터

[차트 02] UMC 연간 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



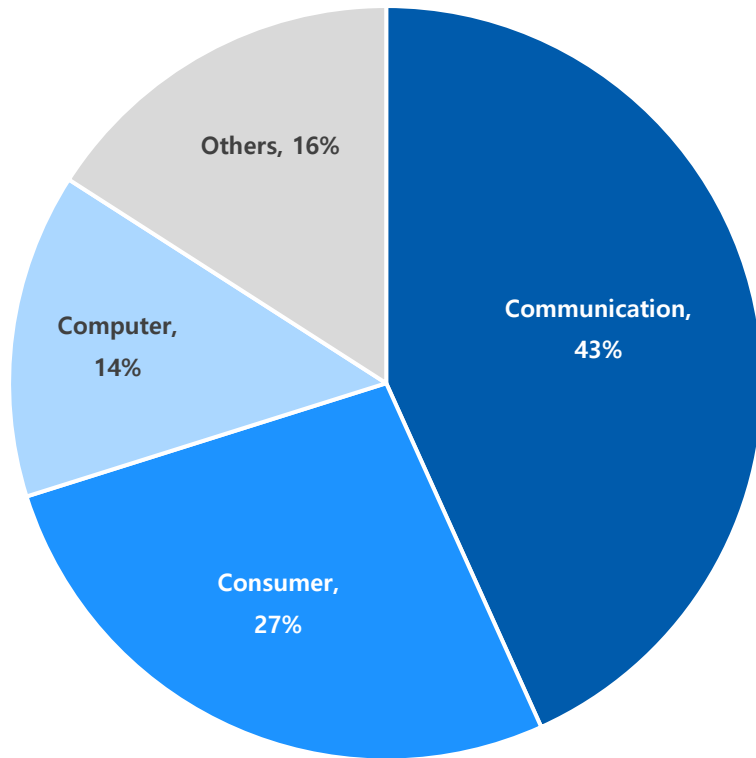
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[표 01] UMC Fab별 분기 Capacity 추이 및 전망

FAB		4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F
WTK	(6")	83	82	83	83
8A	(8")	207	206	207	207
8C	(8")	119	119	119	119
8D	(8")	118	118	118	118
8E	(8")	131	130	131	131
8F	(8")	145	144	145	145
8S	(8")	114	113	114	114
8N	(8")	254	252	254	254
12A	(12")	346	358	386	403
12i	(12")	164	164	172	172
12X	(12")	80	79	80	80
12M	(12")	110	110	115	115
Total	(12" eq.)	1,204	1,212	1,257	1,274

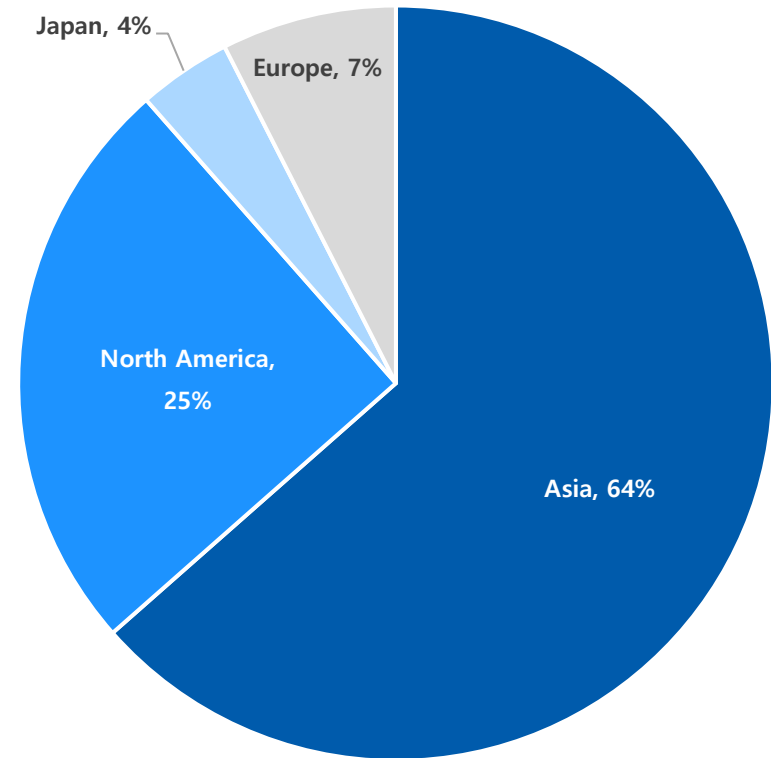
자료: UMC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 K pcs

[차트 03] UMC 1H24 응용처별 매출 비중



자료: UMC, 유안타증권 리서치센터

[차트 04] UMC 1H24 지역별 매출 비중



자료: UMC, 유안타증권 리서치센터

UMC / 2303 TT

[표 02] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	1,783	1,833	1,803	1,728	1,737	1,756	1,878	1,931	1,893	2,015	2,171	2,182
YoY%	-21%	-25%	-27%	-20%	-3%	-4%	4%	12%	9%	15%	16%	13%
QoQ%	-18%	3%	-2%	-4%	1%	1%	7%	3%	-2%	6%	8%	1%
CoGS	1,151	1,173	1,156	1,168	1,200	1,138	1,225	1,266	1,261	1,317	1,390	1,395
% of Total Sales	65%	64%	64%	68%	69%	65%	65%	66%	67%	65%	64%	64%
GP	632	659	646	560	537	618	654	666	631	698	781	787
% of Total Sales	35%	36%	36%	32%	31%	35%	35%	34%	33%	35%	36%	36%
SG&A	156	149	163	169	166	188	185	192	194	202	205	200
% of Total Sales	9%	8%	9%	10%	10%	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%
OP	476	510	484	391	371	429	469	474	438	496	576	587
% of Total Sales	27%	28%	27%	23%	21%	24%	25%	25%	23%	25%	27%	27%
YoY%	-40%	-47%	-51%	-48%	-22%	-16%	-3%	21%	18%	15%	23%	24%
QoQ%	-37%	7%	-5%	-19%	-5%	16%	9%	1%	-8%	13%	16%	2%
NP	532	509	504	415	333	426	441	442	414	459	527	531
% of Total Sales	30%	28%	28%	24%	19%	24%	23%	23%	22%	23%	24%	24%
YoY%	-25%	-30%	-43%	-32%	-38%	-16%	-13%	6%	25%	8%	19%	20%
QoQ%	-13%	-4%	-1%	-18%	-20%	28%	3%	0%	-6%	11%	15%	1%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

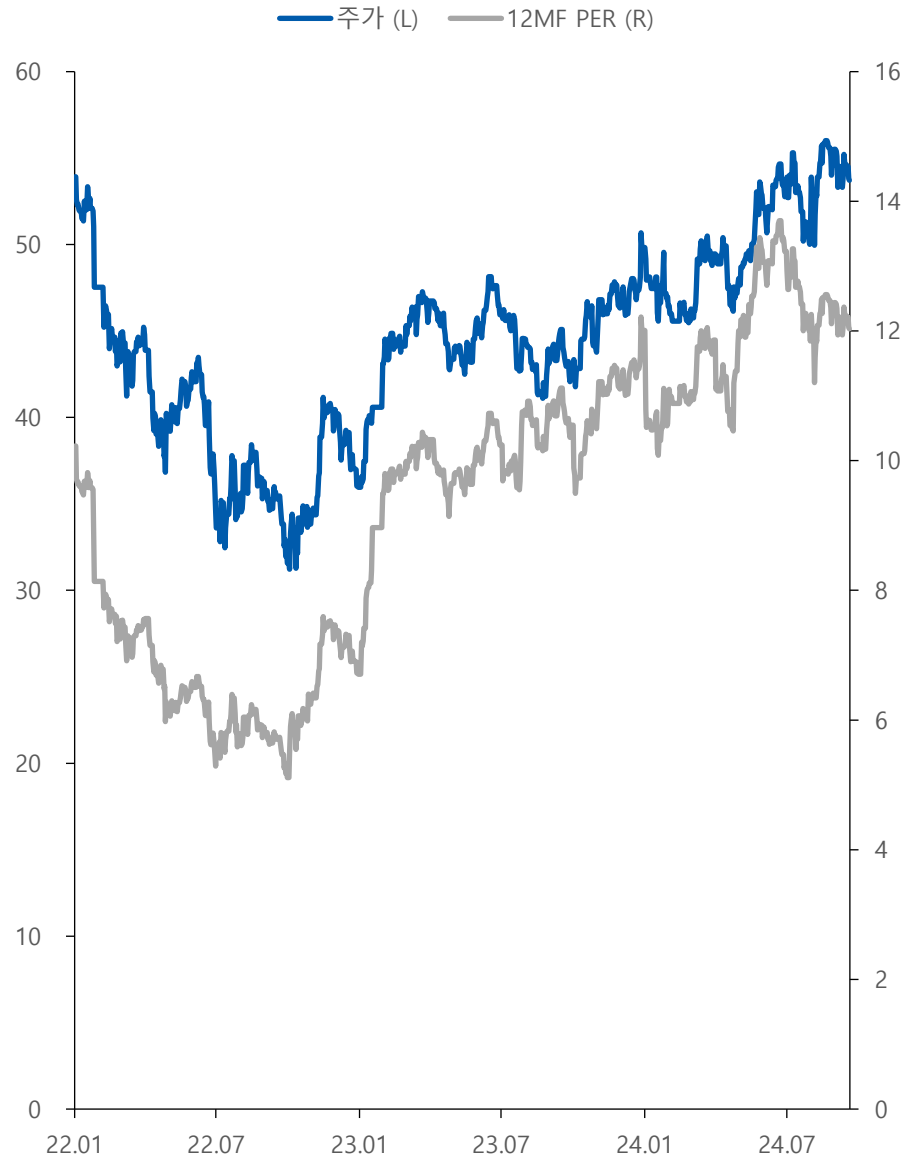
UMC / 2303 TT

[표 03] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	4,589	4,908	5,020	4,797	6,006	7,627	9,355	7,140	7,324	8,328
YoY%	1%	7%	2%	-4%	25%	27%	23%	-24%	3%	14%
CoGS	3,646	4,018	4,262	4,107	4,681	5,047	5,133	4,645	4,848	5,414
% of Total Sales	79%	82%	85%	86%	78%	66%	55%	65%	66%	65%
GP	943	890	758	690	1,325	2,580	4,221	2,494	2,477	2,914
% of Total Sales	21%	18%	15%	14%	22%	34%	45%	35%	34%	35%
SG&A	751	674	566	538	577	729	721	637	722	821
% of Total Sales	16%	14%	11%	11%	10%	10%	8%	9%	10%	10%
OP	192	216	192	152	747	1,851	3,500	1,857	1,755	2,094
% of Total Sales	4%	4%	4%	3%	12%	24%	37%	26%	24%	25%
YoY%	-44%	12%	-11%	-21%	392%	148%	89%	-47%	-6%	19%
NP	258	317	235	314	991	1,997	2,927	1,957	1,638	1,913
% of Total Sales	6%	6%	5%	7%	17%	26%	31%	27%	22%	23%
YoY%	-39%	23%	-26%	34%	216%	101%	47%	-33%	-16%	17%

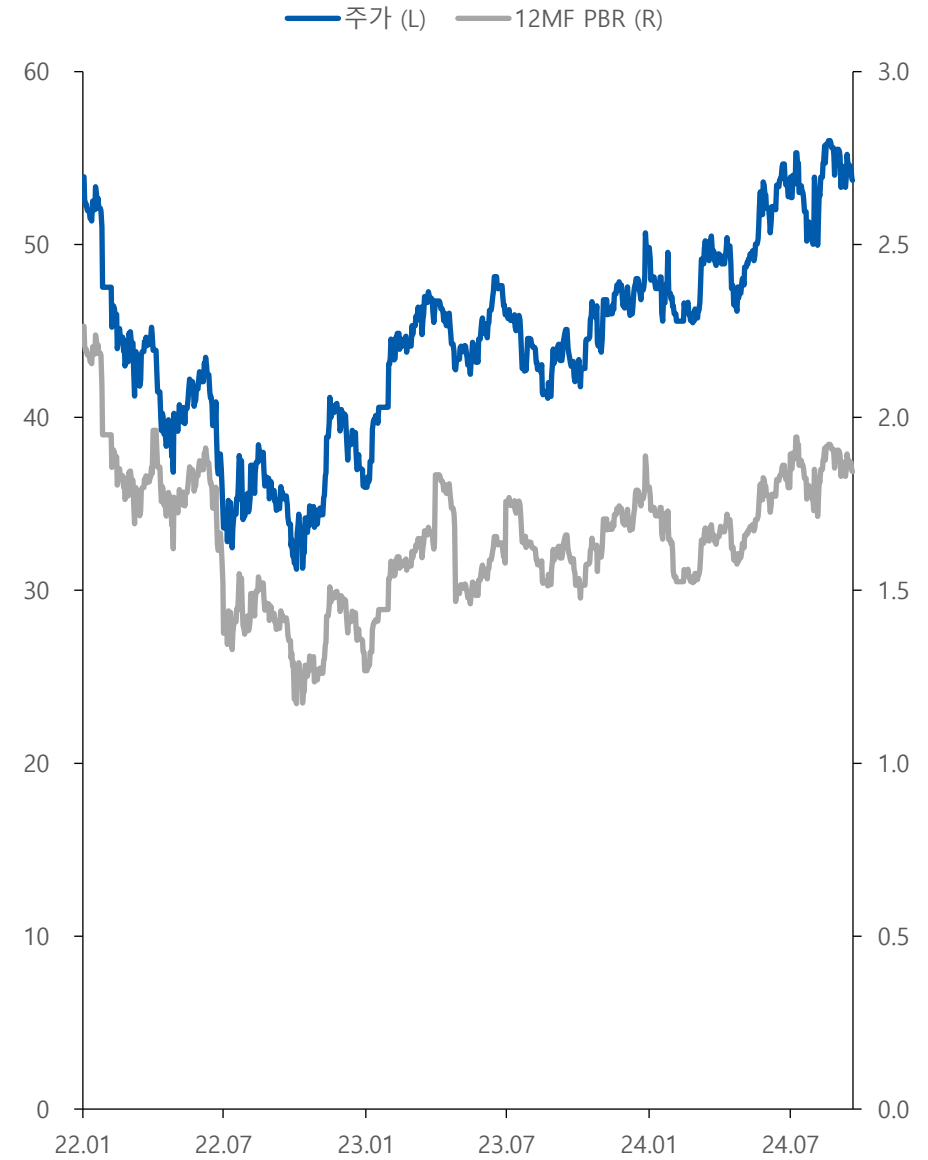
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 05] UMC 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

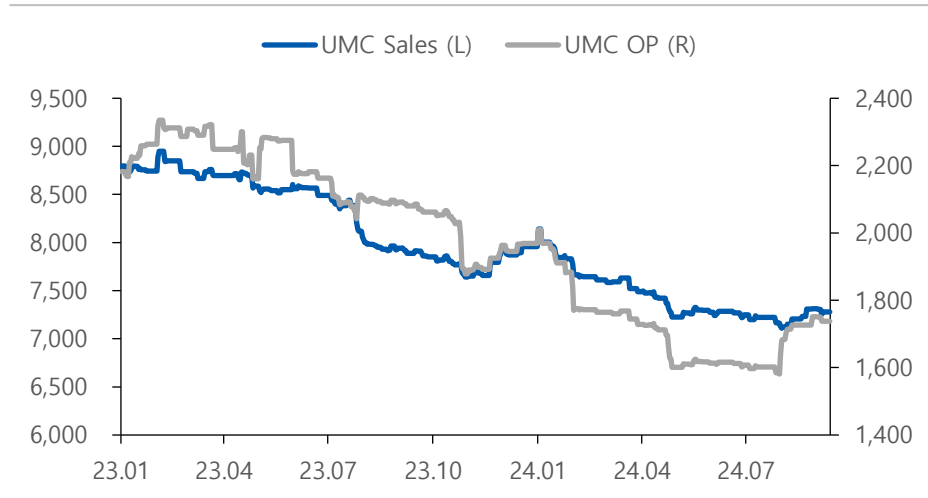
[차트 06] UMC 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

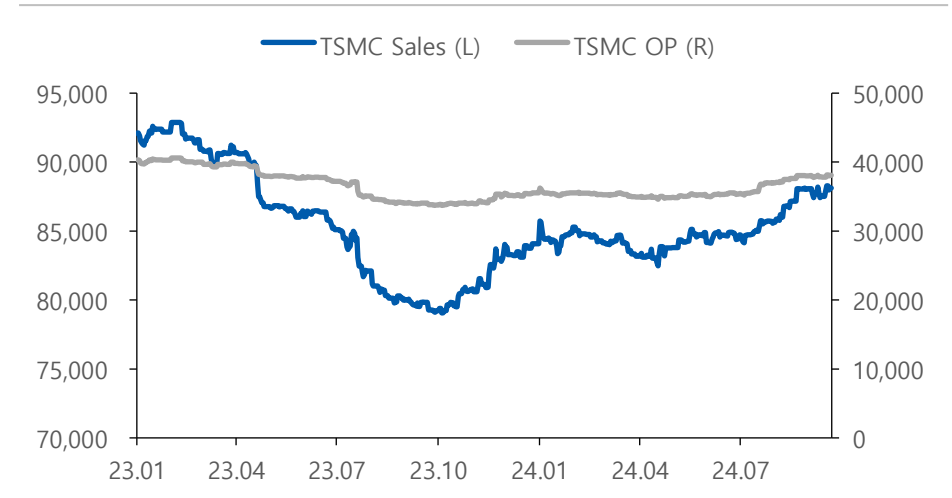
대만 주요 Foundry 현황 (1)

[차트 07] UMC 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



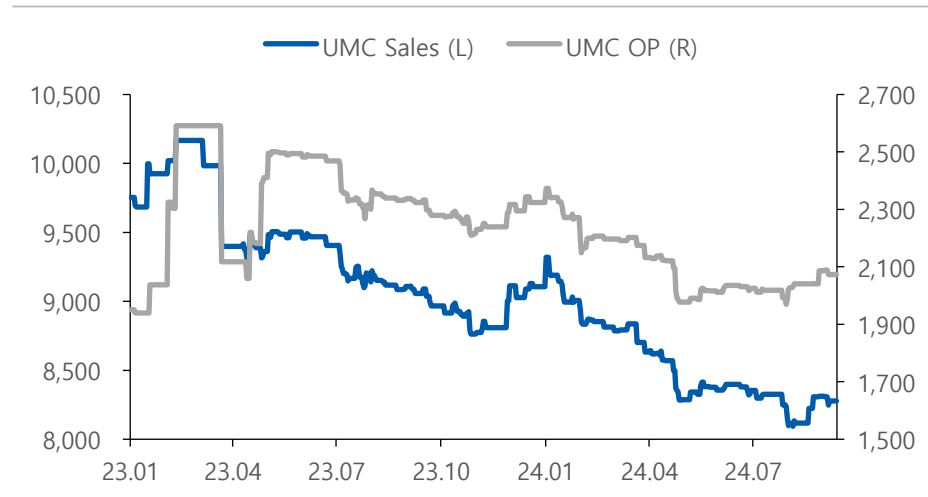
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 08] TSMC 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



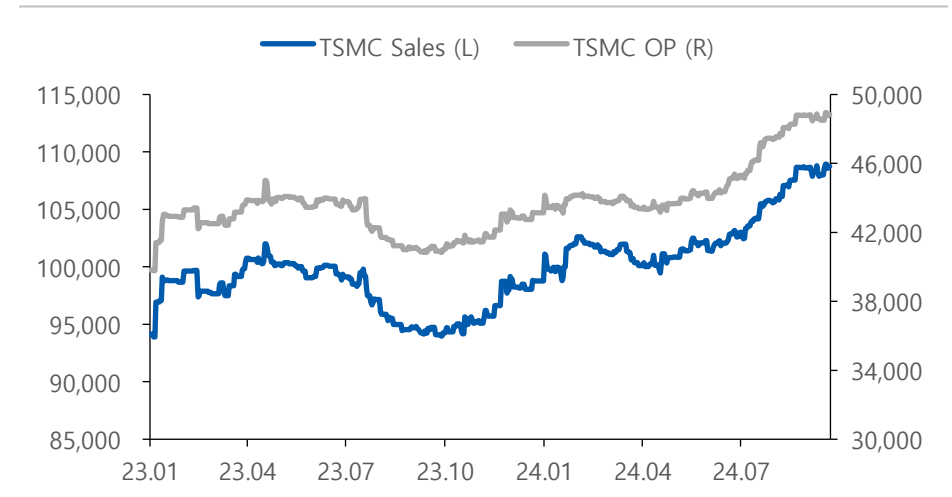
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 09] UMC 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 10] TSMC 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

대만 주요 Foundry 현황 (2)

[표 04] 글로벌 시장 내 Foundry 업체 실적 및 Valuation

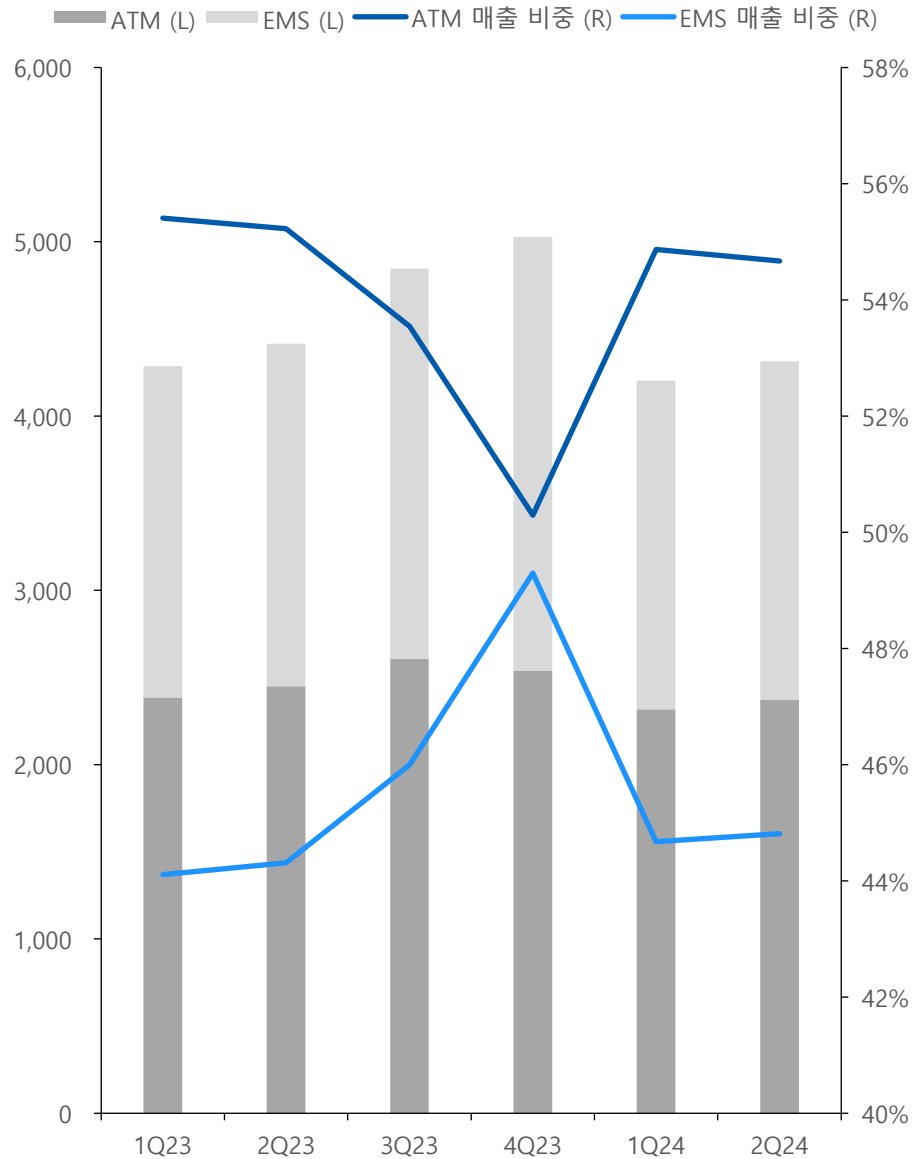
Company		TSMC	UMC	Vanguard	Powerchip	삼성전자	DB하이텍
Ticker		2330 TT	2303 TT	5347 TT	6770 TT	005930 KS	000990 KS
시가총액		788,813	21,071	5,457	2,679	376,096	1,605
2022A	Sales	75,986	9,355	1,735	2,554	302,231	1,669
	OP	37,635	3,500	598	884	43,377	762
	OPM%	50%	37%	34%	35%	14%	46%
	NP	34,119	2,927	513	726	54,730	556
	PER	11.4	5.7	8.3	5.5	6.9	3.0
	PBR	3.9	1.5	2.8	1.3	1.1	1.0
	ROE	39.8	28.3	38.0	26.7	16.9	40.6
	EV/EBITDA	7.0	2.6	4.6	2.8	3.2	1.0
2023A	Sales	69,358	7,140	1,228	1,412	258,935	1,154
	OP	29,565	1,857	185	-101	6,567	265
	OPM%	43%	26%	15%	-7%	3%	23%
	NP	26,903	1,957	236	-53	14,473	264
	PER	18.3	10.7	18.1	-	36.8	9.9
	PBR	4.4	1.8	2.9	1.3	1.5	1.4
	ROE	26.2	17.6	16.2	-1.7	4.3	15.7
	EV/EBITDA	10.1	6.1	8.5	37.7	9.5	4.8
2024F	Sales	88,110	7,324	1,392	1,489	310,341	1,118
	OP	38,066	1,755	224	-129	41,844	214
	OPM%	43%	24%	16%	-9%	13%	19%
	NP	34,032	1,638	220	-64	38,070	174
	PER	23.1	12.9	24.9	-	11.6	9.3
	PBR	5.9	1.8	3.9	0.9	1.1	-
	ROE	27.6	14.5	15.4	-2.3	10.0	9.9
	EV/EBITDA	12.9	5.9	9.1	20.4	4.0	4.4
2025F	Sales	108,743	8,328	1,589	1,715	344,540	1,353
	OP	48,841	2,094	305	72	58,257	389
	OPM%	45%	25%	19%	4%	17%	29%
	NP	43,528	1,913	276	91	48,235	289
	PER	18.2	11.1	20.3	29.1	8.9	5.6
	PBR	4.8	1.7	3.4	0.9	1.0	-
	ROE	28.5	15.7	18.2	4.4	11.9	15.2
	EV/EBITDA	10.3	5.1	8.3	7.1	3.1	2.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD/bilKRW, %, 배

ASE Technology Holding / 3711 TT / 시총 28조원

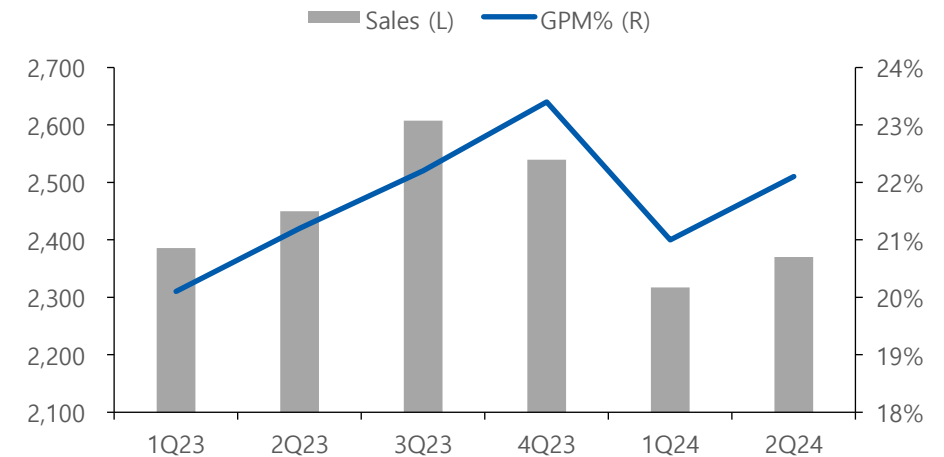
- 대만 OSAT 업체(글로벌 OSAT 시장 내 점유율 1위).
- 동사 1H24 매출액 기준 ATM(반도체 후공정 부문)과 EMS(전자부품 Module) 사업부문의 매출 비중은 각각 55%, 45% 기록. 상반기 평균적인 가동률은 60% 수준으로 과거 평균 수준을 하회하고 있기 때문에 실적 개선세도 제한적.
- 2H24 추가적인 실적 개선이 가능할 것으로 기대하지만, 1)4Q24에 대한 가시성이나 자신감이 높지 않으며 일부 고객이 재고조정을 진행하고 있는 것으로 파악되기 때문. 2)Automotive/Industrial 외 수요처들의 재고 수준은 전반적으로 건전하지만, 1Q24에 재고를 쌓았던 Mobile(전사 매출액 기준 약 30-40% 차지) 고객들의 Build-up 수요는 2H24에 제한적으로 증가할 것.
- AI 수요 대응을 위해 CoWoS Capa를 활용 중. 해당 서비스는 ATM 사업부문의 매출액 기준 약 5~6% 수준으로 미미하나, 2025년에는 약 10% 수준까지 증가하고, 향후 ATM 사업부문의 수익성 개선을 견인해 나갈 것으로 전망. 중장기적 관점에서 NVIDIA GPU 뿐만 아니라 AI Edge Device 등 신규 응용처 출현에 따른 신규 Chip 출시로 CoWoS 수요는 지속 증가할 수 있을 것으로 기대.
- 동사 장비 Capex는 2024/2025년 각각 전년비 100%(연초 계획대비 약 20% 상향 조정), 40~50% 수준 증가할 것으로 예상. PLP(Panel Level Packaging) 등 중장기 Advanced PKG 시장 성장에 따른 연구 개발을 과거대비 빠르게 진행 중. 이에 대해서는 향후 선제적인 Capa 확보 전략보다는 고객의 요청에 따라서 양산 물량화 되었을 때 투자를 집행 해 나갈 것.

[차트 11] ATM/EMS 사업부문 분기별 매출액 및 매출 비중 추이



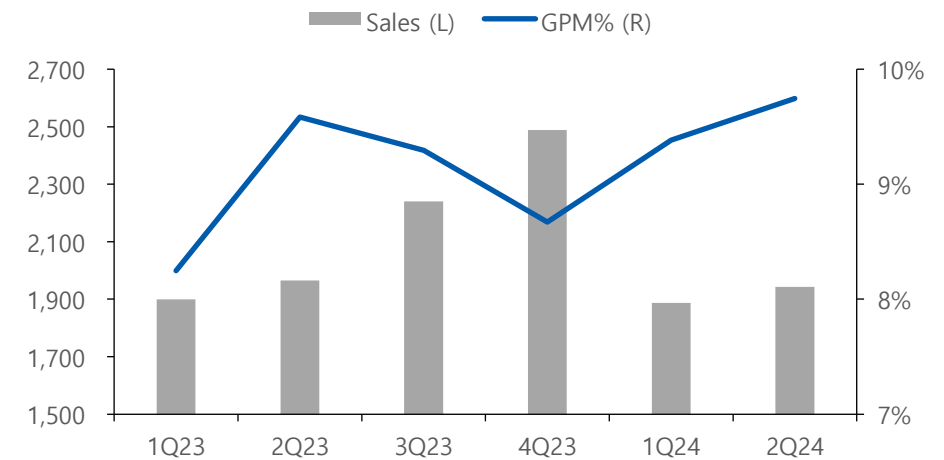
자료: ASE, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 12] ATM 사업부문 분기별 매출액 및 GPM% 추이



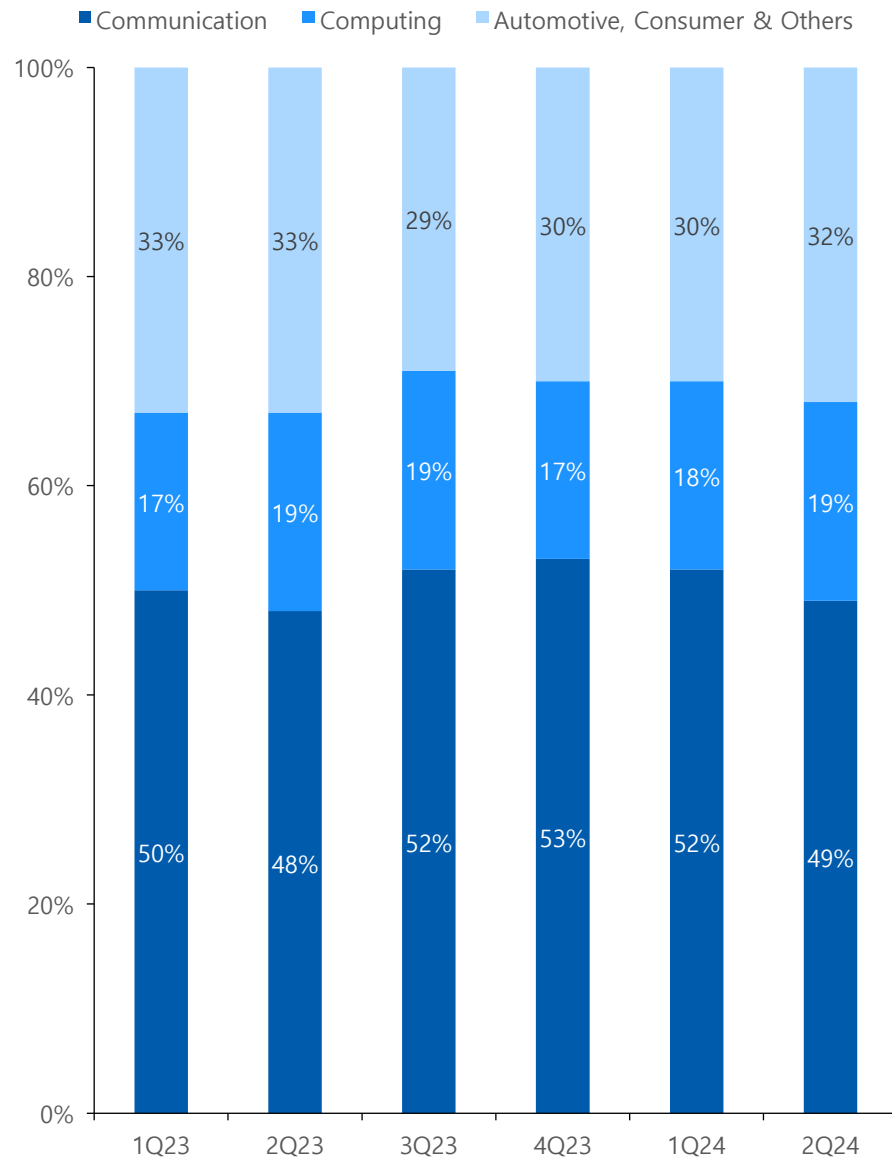
자료: ASE, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 13] EMS 사업부문 분기별 매출액 및 GPM% 추이



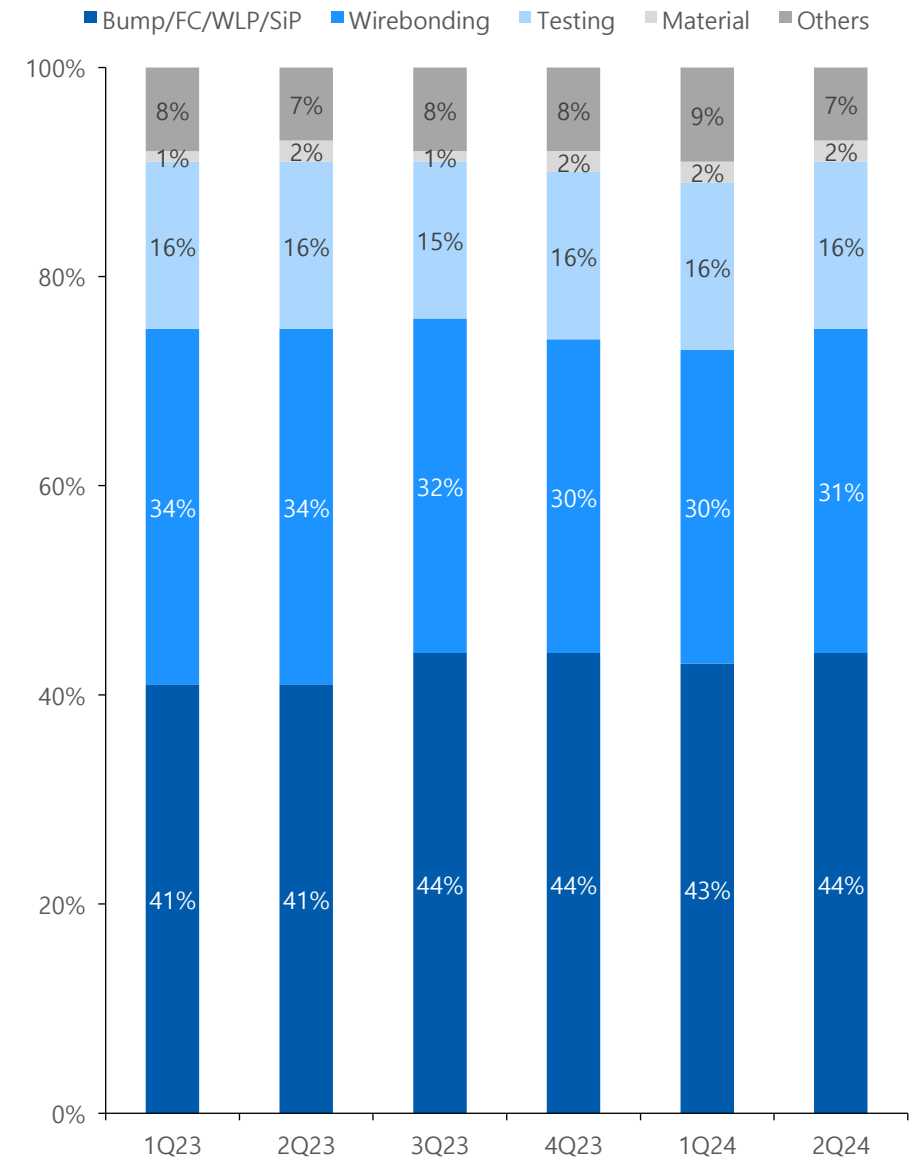
자료: ASE, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 14] ATM 응용처별 매출 비중 추이



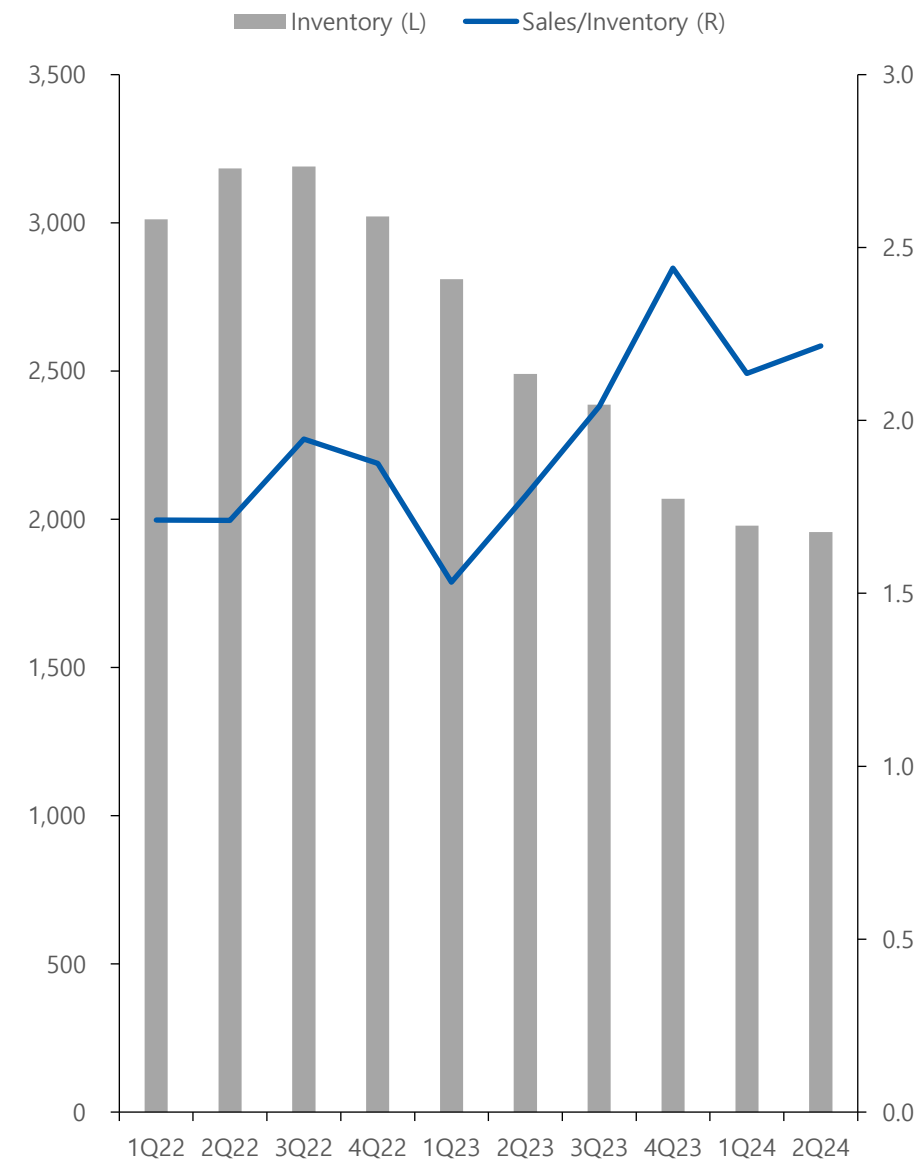
자료: ASE, 유안타증권 리서치센터

[차트 15] ATM 사업별 매출 비중 추이



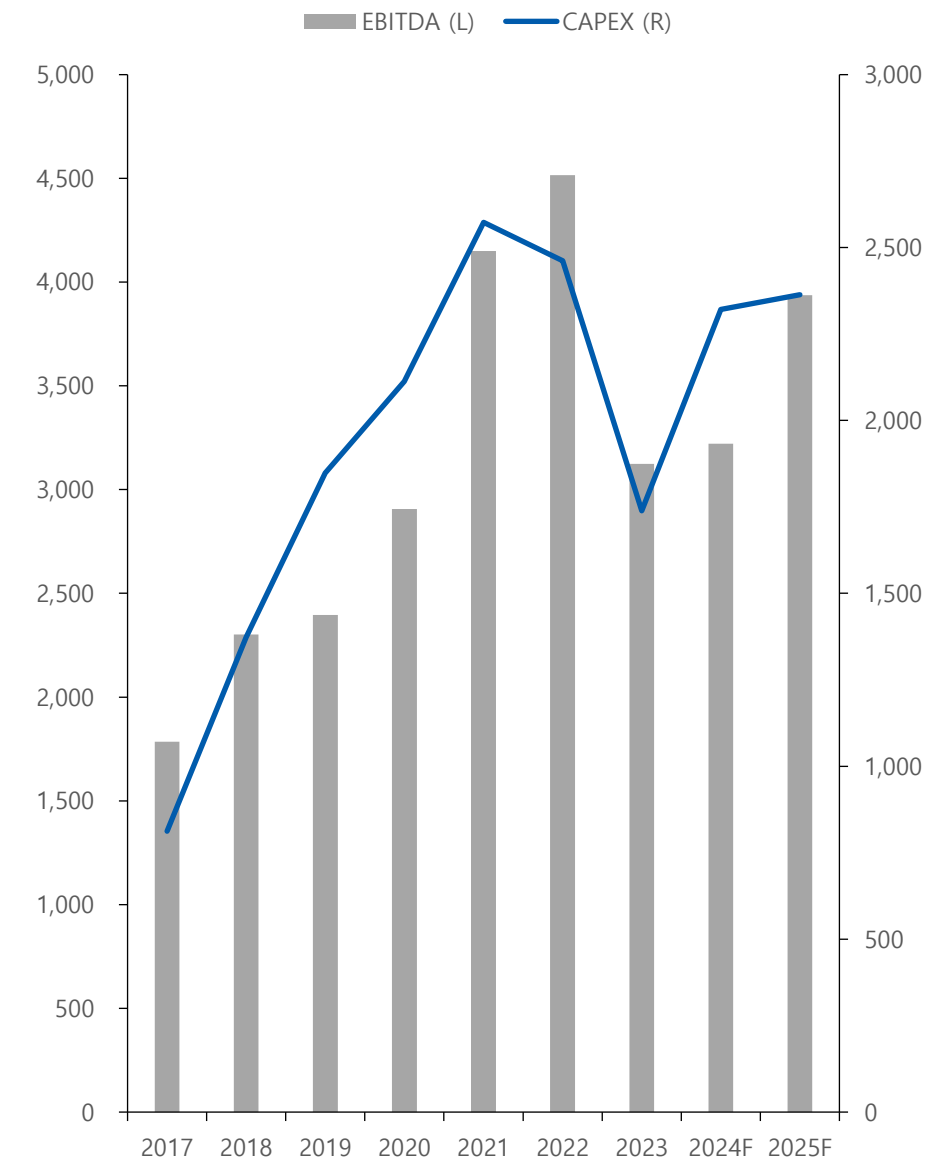
자료: ASE, 유안타증권 리서치센터

[차트 16] ASE 분기별 재고자산 및 매출액/재고자산 비율 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 17] ASE 연간 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

ASE Technology Holding / 3711 TT

[표 05] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	4,306	4,436	4,869	5,049	4,223	4,335	4,948	5,492	4,726	5,029	5,835	6,235
YoY%	-16%	-19%	-22%	-11%	-2%	-2%	2%	9%	12%	16%	18%	14%
QoQ%	-24%	3%	10%	4%	-16%	3%	14%	11%	-14%	6%	16%	7%
CoGS	3,670	3,728	4,082	4,239	3,560	3,622	4,119	4,549	3,909	4,096	4,725	5,070
% of Total Sales	85%	84%	84%	84%	84%	84%	83%	83%	83%	81%	81%	81%
GP	636	708	787	810	664	713	829	943	817	933	1,110	1,165
% of Total Sales	15%	16%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%	19%	19%	19%
SG&A	383	401	427	439	424	434	448	473	442	467	504	514
% of Total Sales	9%	9%	9%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	8%
OP	253	306	360	371	239	279	381	470	374	466	606	650
% of Total Sales	6%	7%	7%	7%	6%	6%	8%	9%	8%	9%	10%	10%
YoY%	-56%	-56%	-54%	-41%	-5%	-9%	6%	27%	56%	67%	59%	38%
QoQ%	-60%	21%	18%	3%	-36%	17%	37%	23%	-20%	24%	30%	7%
NP	191	252	277	295	181	241	291	357	297	367	461	494
% of Total Sales	4%	6%	6%	6%	4%	6%	6%	6%	6%	7%	8%	8%
YoY%	-58%	-54%	-52%	-41%	-6%	-4%	5%	21%	65%	53%	58%	38%
QoQ%	-62%	32%	10%	7%	-39%	33%	21%	23%	-17%	23%	26%	7%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

ASE Technology Holding / 3711 TT

[표 06] 연간 실적 추이 및 전망

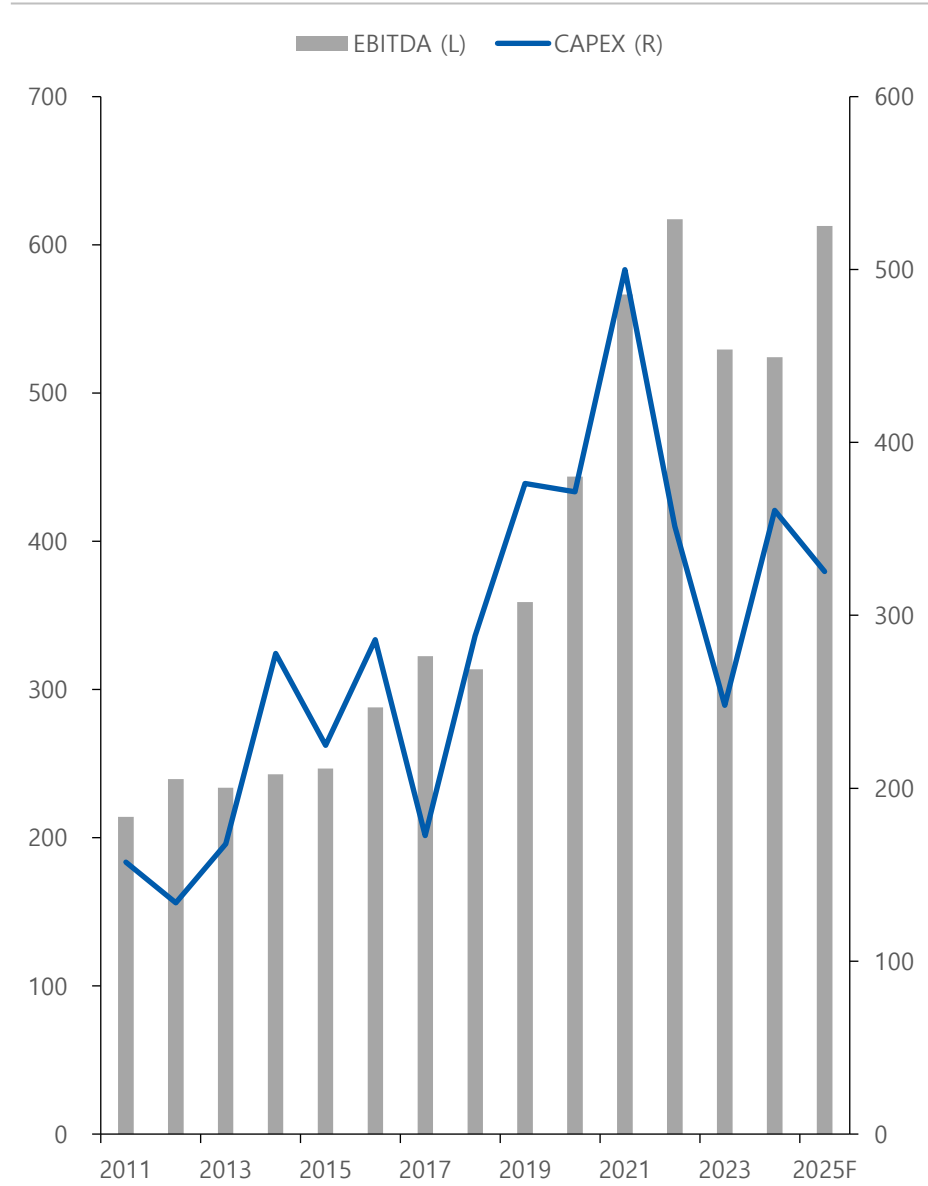
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	-	9,548	12,316	13,374	16,200	20,408	22,517	18,670	18,965	21,814
YoY%	-	-	29%	9%	21%	26%	10%	-17%	2%	15%
CoGS	-	7,815	10,286	11,293	13,552	16,456	17,989	15,726	15,823	17,792
% of Total Sales	-	82%	84%	84%	84%	81%	80%	84%	83%	82%
GP	-	1,734	2,030	2,082	2,649	3,952	4,529	2,944	3,142	4,023
% of Total Sales	-	18%	16%	16%	16%	19%	20%	16%	17%	18%
SG&A	-	905	1,146	1,320	1,464	1,727	1,838	1,650	1,755	1,923
% of Total Sales	-	9%	9%	10%	9%	8%	8%	9%	9%	9%
OP	-	829	884	762	1,185	2,224	2,691	1,294	1,387	2,100
% of Total Sales	-	9%	7%	6%	7%	11%	12%	7%	7%	10%
YoY%	-	-	7%	-14%	56%	88%	21%	-52%	7%	51%
NP	-	756	838	545	937	2,288	2,084	1,018	1,084	1,612
% of Total Sales	-	8%	7%	4%	6%	11%	9%	5%	6%	7%
YoY%	-	-	11%	-35%	72%	144%	-9%	-51%	6%	49%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

King Yuan Electronics Corporation (KVEC) / 2499 TT / 시총 6조원

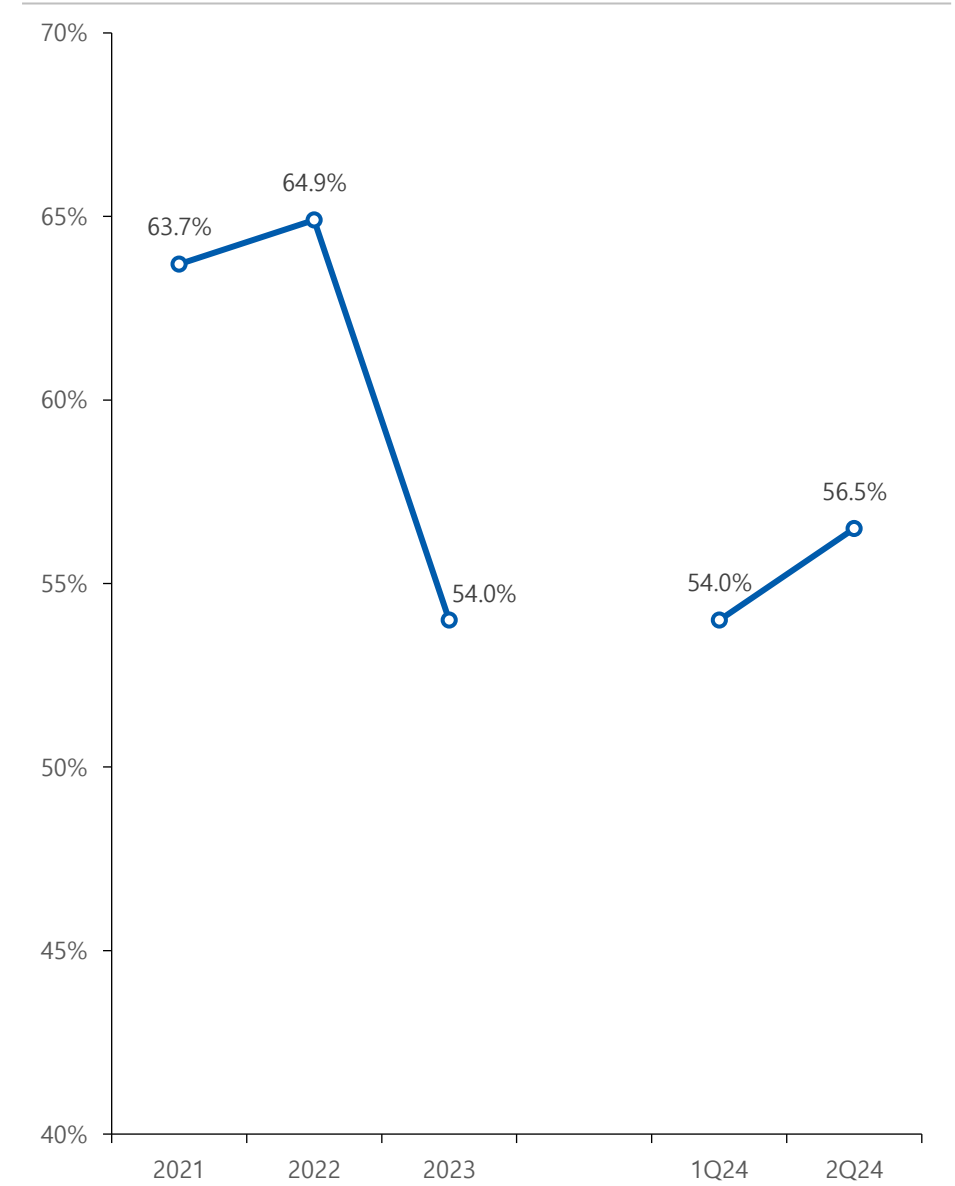
- 대만 OSAT 업체. 글로벌 OSAT 시장 내 점유율은 5% 미만으로 미미하지만, AI GPU 후공정 수요 증가로 시장대비 성장세가 부각되고 있음.
- 동사 1H24 주요 서비스별 매출액 비중은, Final Test 44%, Wafer Probe 37%, Assembly 9%, Burn-In 5%, Others 5%로 구성. 상반기 실적이 예상보다 좋았던 이유는, 북미 고객의 AI GPU와 Mobile 주력 고객 중심의 고부가 제품 수요가 기대치를 상회했기 때문.
- 2Q24 전사 가동률은 57%로, 전분기대비 3%pt 개선되고 있지만 AI GPU외에 Automotive를 포함한 기타 응용처들의 수요 개선이 제한적일 것으로 예상하기 때문에 연내 Peak 수준에 도달할 가능성은 낮을 것. 다만 고객 및 동사의 재고는 건전하며, 4Q24 북미 AI GPU 고객의 B 시리즈 양산이 시작되며 2025년에도 성장세는 지속될 것.
- 북미 고객의 AI GPU Final Test 내 점유율은 60%에 육박하고, Wafer Probe 내 점유율은 약 20% 수준 것으로 추정. 기존 Chip들과 다르게 AI GPU의 경우 Burn-In Test를 필수적으로 요구하는 가운데 동사가 자체 제작한 Burn-In Solution으로 입지가 독보적인 것으로 파악. 대만 내 OSAT 경쟁업체의 Burn-In Test 유의미한 점유율 확보에 대한 우려는 기우일 것.
- 한편 고부가 제품들의 Spec Upgrade로 평균 Test 시간이 증가하고 있다는 점이 고무적이라는 판단임. 1)북미 AI GPU 공급업체의 B 시리즈는 H 시리즈대비 Test시간이 2~3배 수준 늘어나고, 2)AI Edge Device 구현을 위한 Mobile AP의 Test 시간도 기존대비 유의미하게 증가한 것으로 파악. 다만 북미 AI GPU 고객 외 ASIC을 포함한 신규 Chip의 테스트 시간과 물량은 아직 제한적인 것으로 파악. 그럼에도 불구하고 고부가 제품 중심의 물량 비중과 Test 시간이 지속적으로 증가하고 있다는 점을 고려하면 향후 외형 성장에 대한 가시성이 상당히 높을 것으로 기대됨.
- 동사는 2024년 연간 Capex를 기존 계획대비 60% 상향 조정(중국 자회사 제외 기준) 했으며, 북미 AI GPU 공급업체의 B 시리즈 판매량이 시장 예상을 상회할 경우 추가적인 Capex 집행이 필수적일 것.

[차트 18] KYEC 연간 EBITDA, CAPEX 추이 및 전망



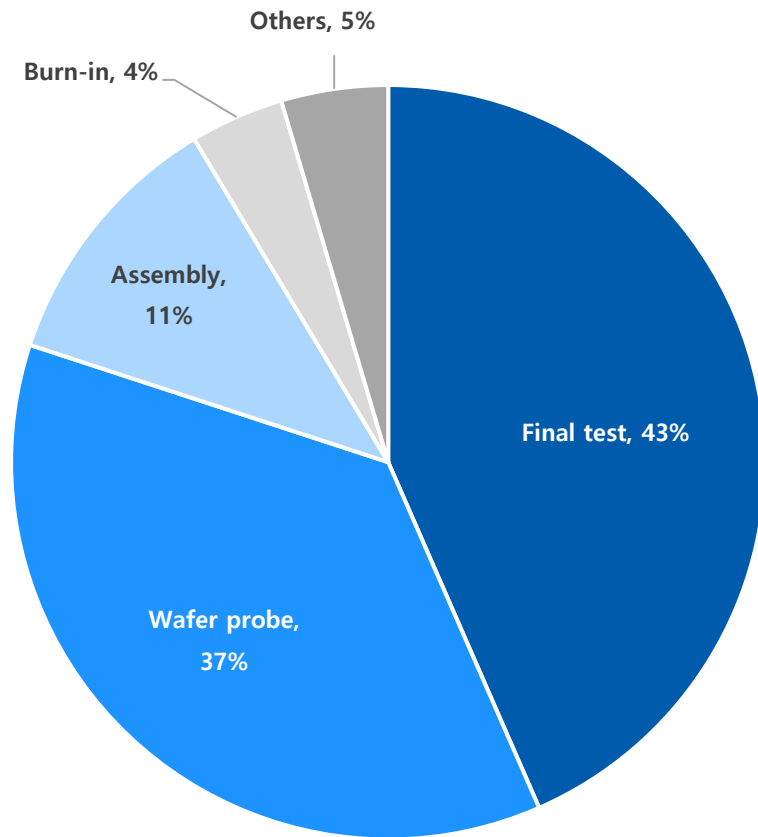
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 19] KYEC 연간 및 분기 가동률 추이



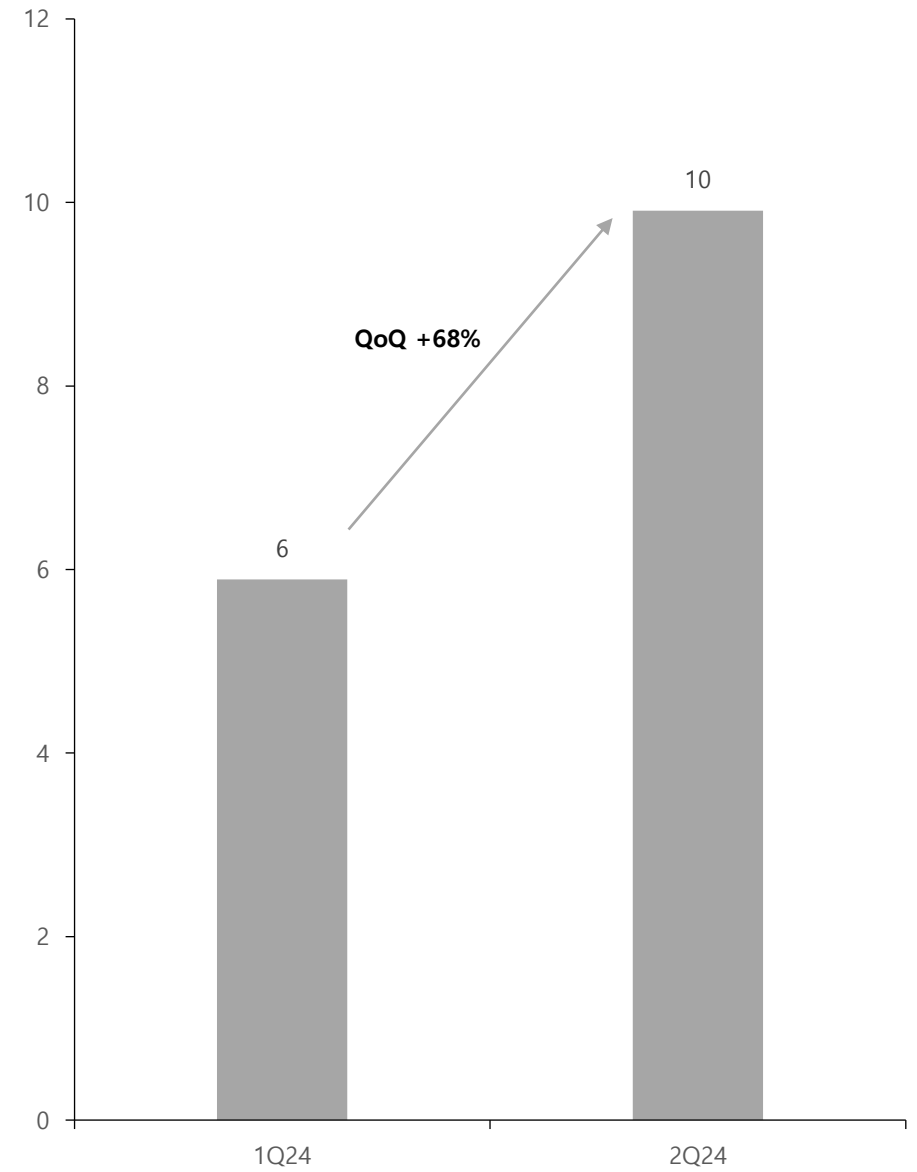
자료: KYEC, 유안타증권 리서치센터

[차트 20] KYEC 1H24 공정별 매출 비중 (중국 지역 제외)



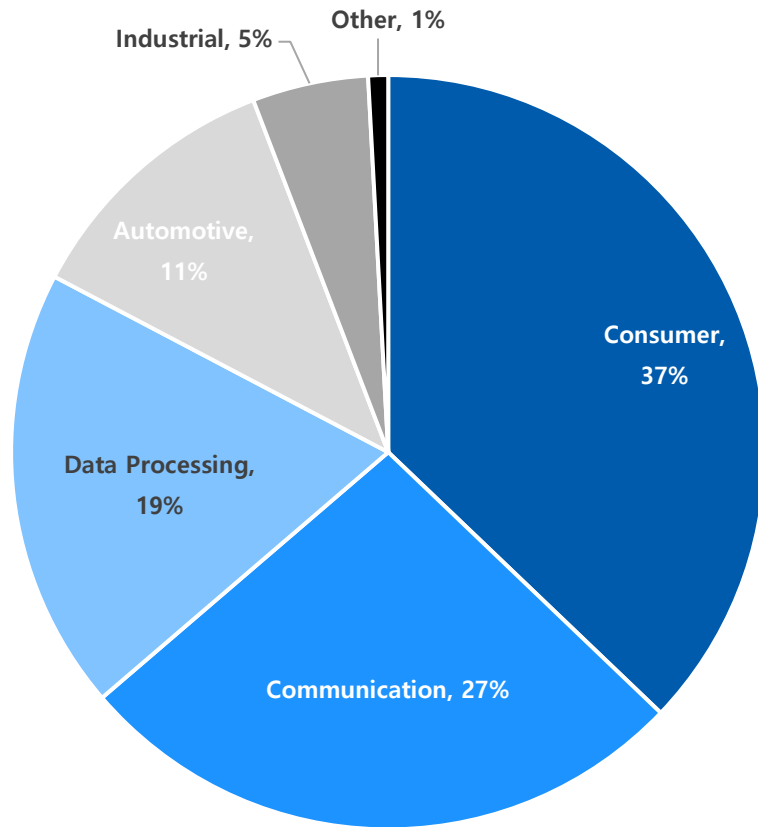
자료: KYEC, 유안타증권 리서치센터

[차트 21] KYEC Burn-in 분기별 매출액 추이 (중국 지역 제외)



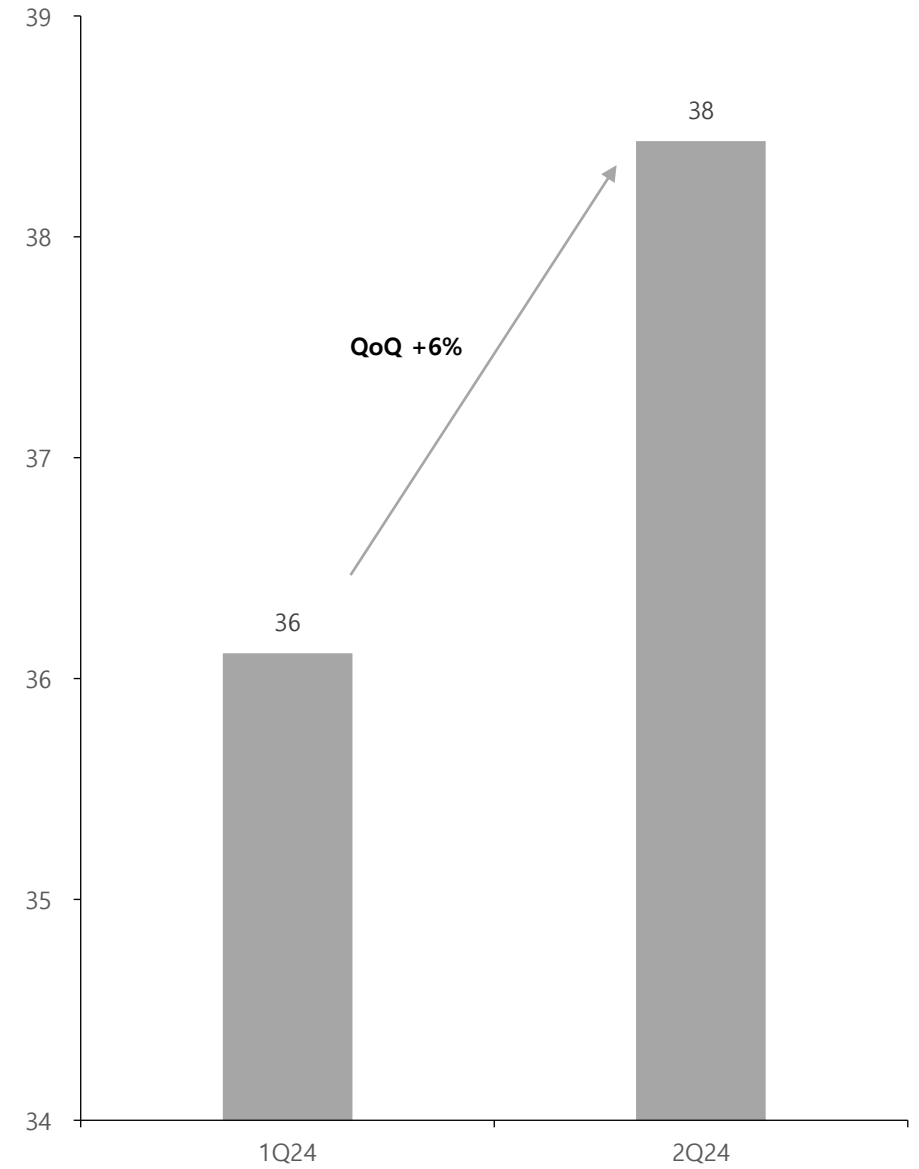
자료: KYEC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 22] KYEC 1H24 응용처별 매출 비중 (중국 지역 제외)



자료: KYEC, 유안타증권 리서치센터

[차트 23] KYEC Data Processing 분기별 매출액 추이 (중국 지역 제외)



자료: KYEC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

King Yuan Electronics Corporation (KVEC) / 2499 TT

[표 07] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	255	191	271	267	261	202	224	242	246	273	307	315
YoY%	-20%	-43%	-9%	-5%	2%	6%	-18%	-10%	-6%	35%	37%	30%
QoQ%	-10%	-25%	42%	-2%	-2%	-23%	11%	8%	2%	11%	13%	2%
CoGS	172	129	175	178	174	131	142	152	153	165	178	180
% of Total Sales	67%	67%	64%	67%	67%	65%	63%	63%	62%	60%	58%	57%
GP	84	62	97	89	87	71	82	90	93	108	129	135
% of Total Sales	33%	33%	36%	33%	33%	35%	37%	37%	38%	40%	42%	43%
SG&A	30	21	32	28	31	22	22	26	28	30	33	34
% of Total Sales	12%	11%	12%	11%	12%	11%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
OP	54	41	65	61	56	49	60	64	65	78	96	100
% of Total Sales	21%	21%	24%	23%	21%	24%	27%	27%	26%	29%	31%	32%
YoY%	-34%	-56%	-8%	-6%	4%	21%	-7%	5%	16%	58%	59%	56%
QoQ%	-17%	-24%	59%	-6%	-8%	-12%	22%	6%	1%	20%	24%	4%
NP	39	50	49	49	44	59	141	64	53	63	77	81
% of Total Sales	15%	26%	18%	18%	17%	29%	63%	27%	22%	23%	25%	26%
YoY%	-40%	-27%	-1%	3%	11%	17%	190%	30%	22%	7%	-45%	26%
QoQ%	-18%	28%	-3%	1%	-12%	35%	140%	-54%	-17%	19%	22%	5%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

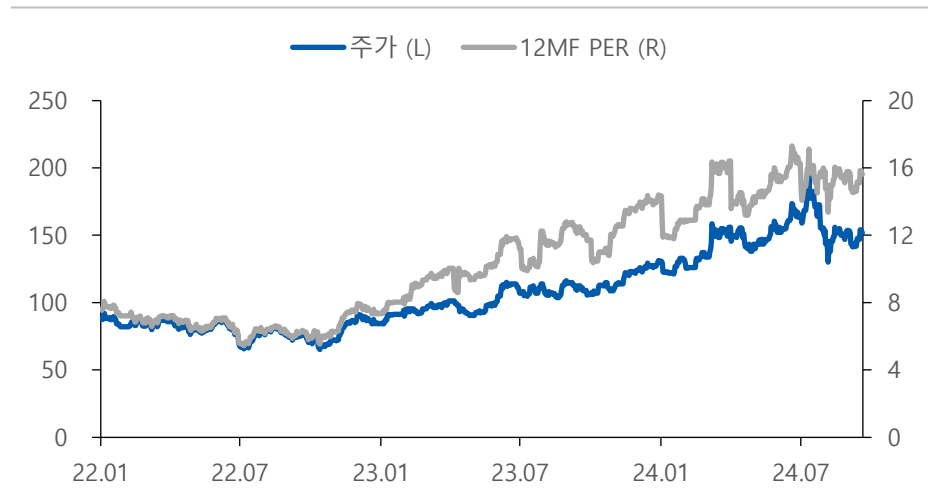
King Yuan Electronics Corporation (KVEC) / 2499 TT

[표 08] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	623	647	691	827	984	1,209	1,235	1,060	917	1,091
YoY%	16%	4%	7%	20%	19%	23%	2%	-14%	-13%	19%
CoGS	439	457	513	600	713	838	796	702	590	666
% of Total Sales	70%	71%	74%	73%	73%	69%	64%	66%	64%	61%
GP	184	190	178	227	270	371	439	357	326	424
% of Total Sales	30%	29%	26%	27%	27%	31%	36%	34%	36%	39%
SG&A	69	76	88	96	112	134	131	121	100	111
% of Total Sales	11%	12%	13%	12%	11%	11%	11%	11%	11%	10%
OP	115	114	90	131	158	237	308	236	226	314
% of Total Sales	18%	18%	13%	16%	16%	20%	25%	22%	25%	29%
YoY%	35%	-1%	-21%	45%	21%	50%	30%	-23%	-4%	38%
NP	93	73	60	98	124	185	229	187	301	255
% of Total Sales	15%	11%	9%	12%	13%	15%	19%	18%	33%	23%
YoY%	29%	-21%	-19%	65%	25%	50%	24%	-18%	61%	-15%

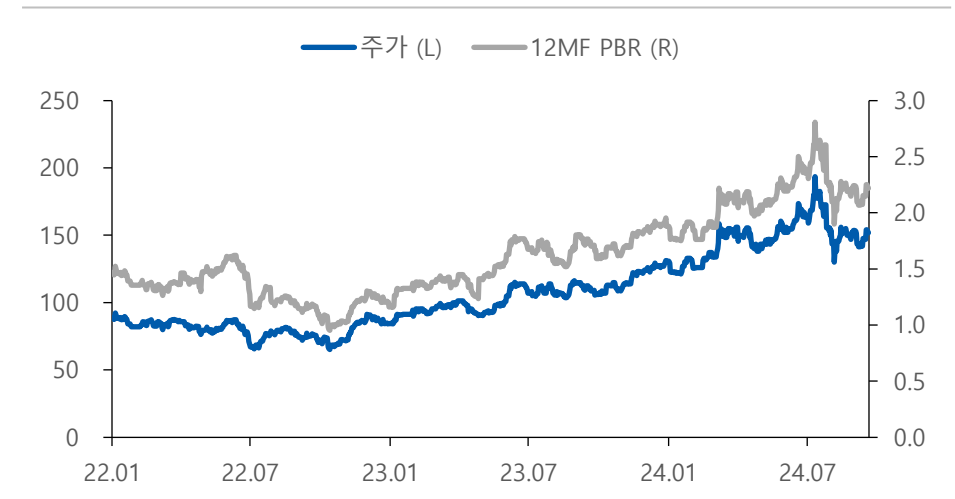
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 24] ASE 주가 및 12MF PER 추이



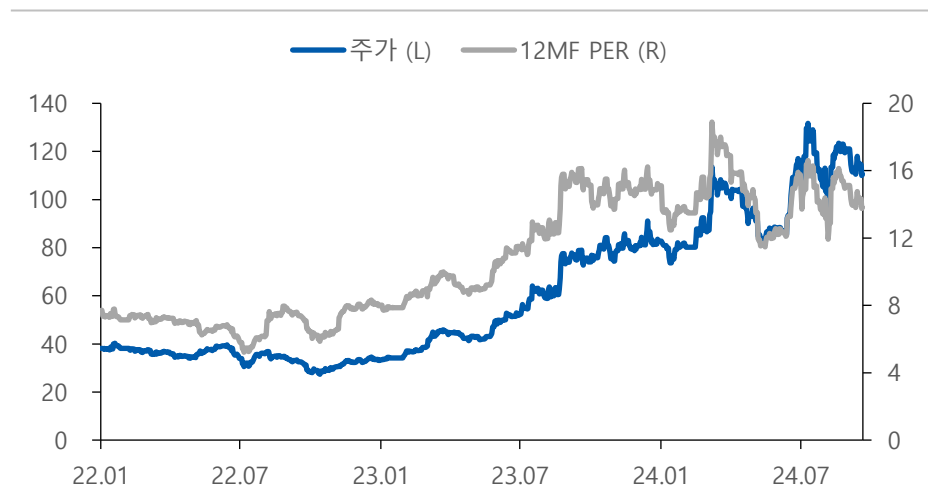
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 25] ASE 주가 및 12MF PBR 추이



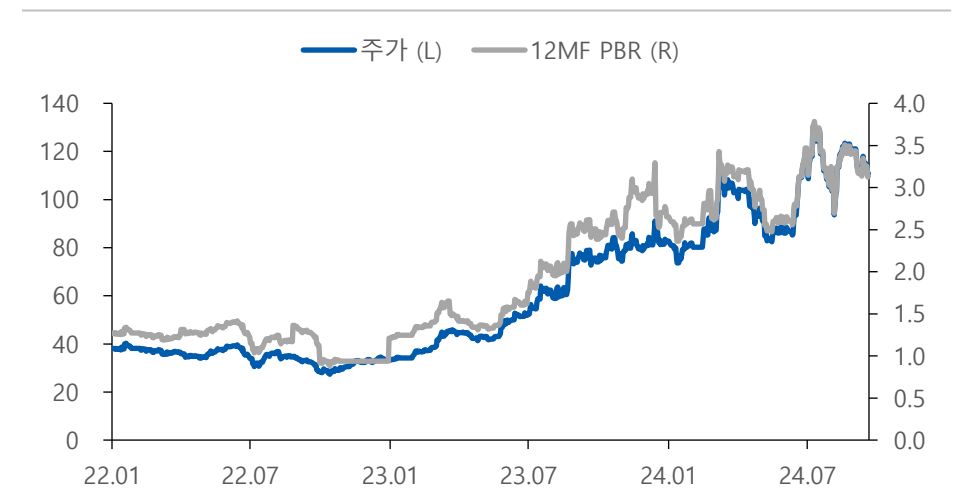
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

[차트 26] KYEC 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 27] KYEC 주가 및 12MF PBR 추이

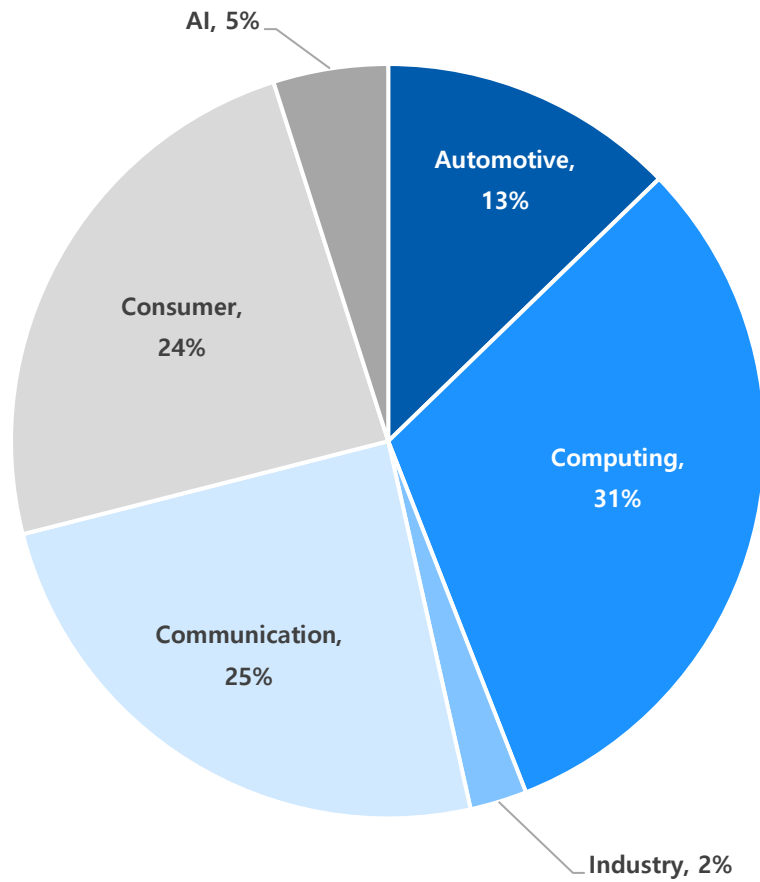


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

Powertech Technology (PTI) / 6239 TT / 4조원

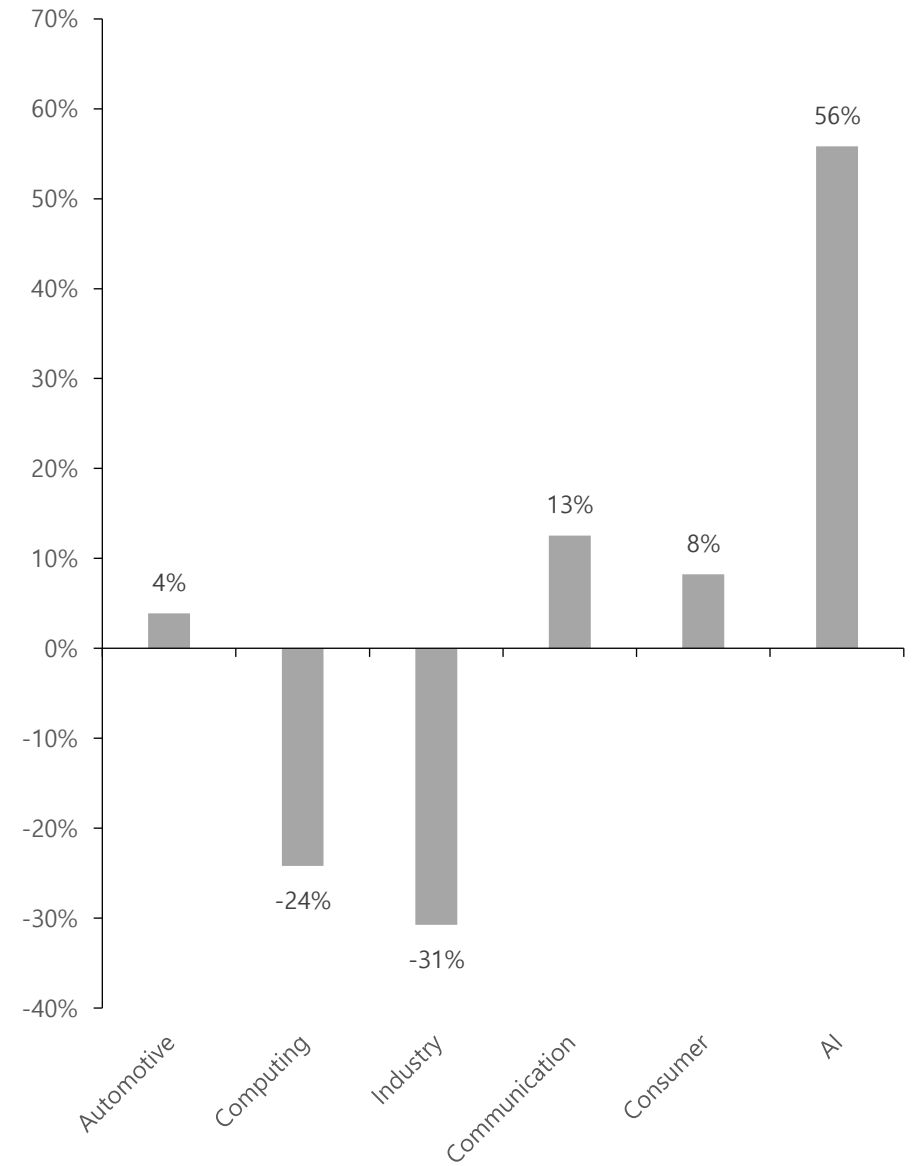
- 대만 OSAT 업체. 글로벌 점유율 기준 5위.
- 동사는 글로벌 반도체 산업 내 지정학적 이슈 대응을 위해 중국 반도체 Fab 2개 매각 완료. 1)중국 Suzhou와 Xian에 반도체 Fab을 보유 중이었으나, 2023년 Suzhou Fab을 중국 기업 Longsys에 매각한 바 있으며, 2)1H24말 미국 주력 고객에게 Xian Fab도 매각 완료. 이에 단기적으로 매출 증가는 제한적일 가능성이 높으나, 중장기적으로 과거대비 북미 고객 라인업 내에서 고부가 제품에 대한 비중을 늘려 나갈 것으로 기대.
- AI 시장에 대한 매출 노출도는 1H24 기준 약 5% 수준. Enterprise SSD 중심의 수요 증가세가 이어지며 2H24에도 AI 매출 비중은 증가할 것. 이외 HBM PKG에 대해서는 잠재 고객과의 Qualification을 진행하고 있으며, Capa는 1H25 지나면서 준비될 것으로 예상.
- 중장기적 관점에서 동사는 메모리 비중을 지속 줄이는 가운데, PLP(Panel Level Packaging), HBM(High Bandwidth Memory), Power Module에 대한 사업화에 집중 할 것.

[차트 28] PTI 1H24 응용처별 매출 비중



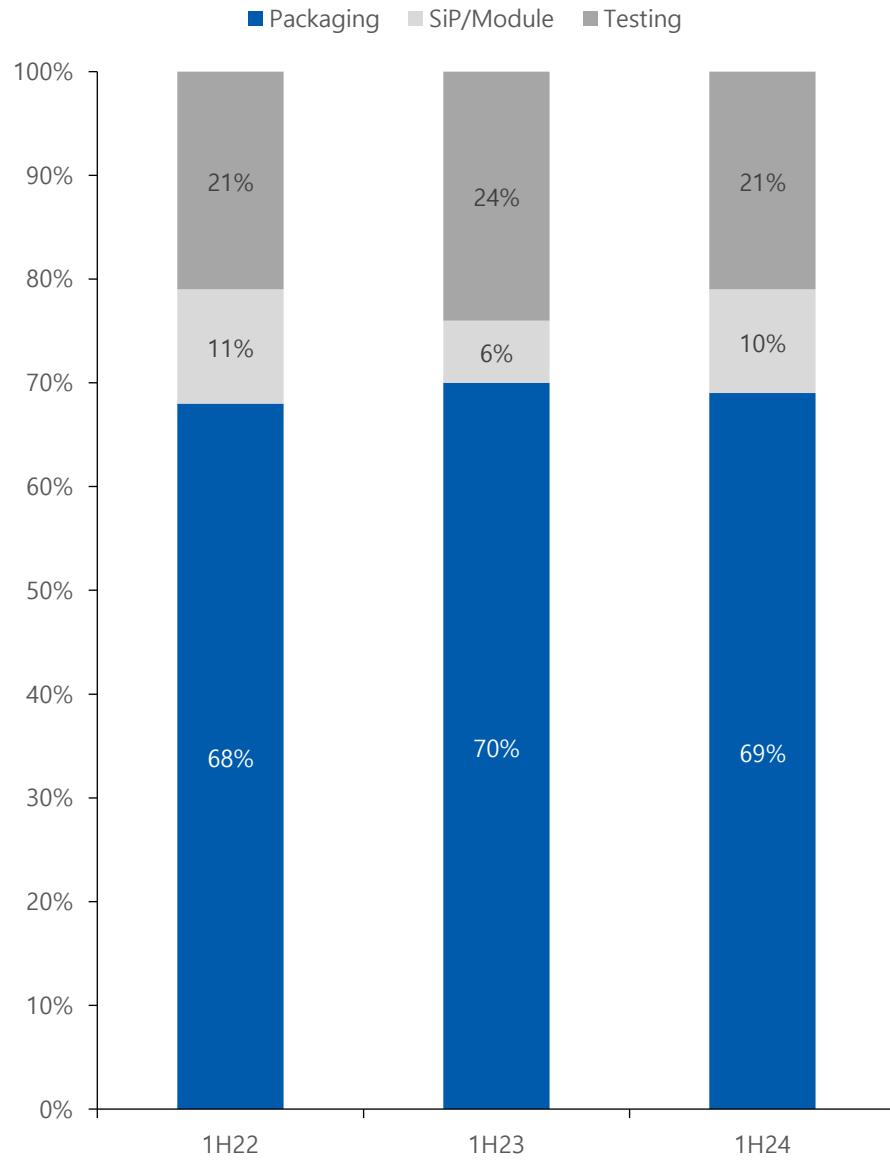
자료: PTI, 유안타증권 리서치센터

[차트 29] PTI 2Q24 응용처별 매출액 QoQ 증감률



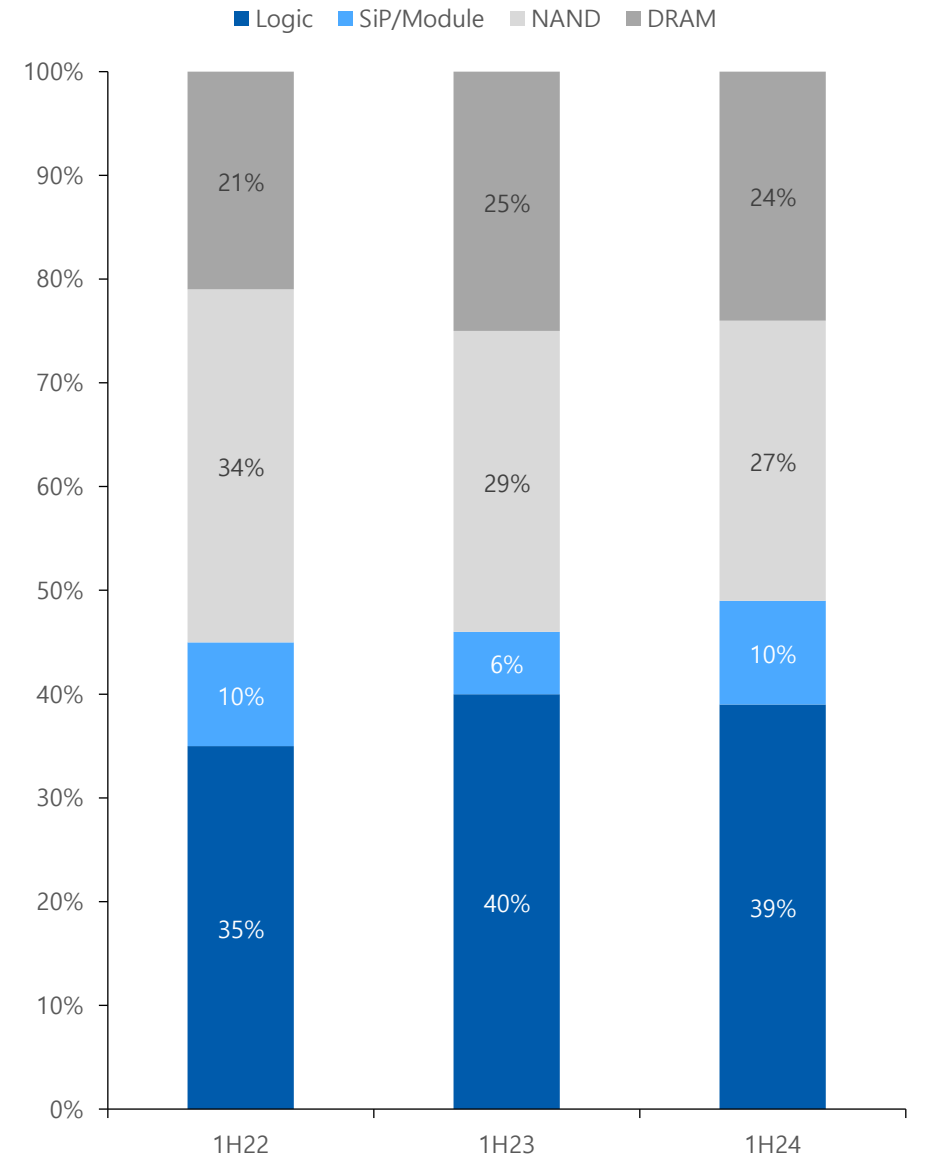
자료: PTI, 유안타증권 리서치센터

[차트 30] PTI 공정별 매출 비중 추이



자료: PTI, 유안타증권 리서치센터

[차트 31] PTI 제품별 매출 비중 추이



자료: PTI, 유안타증권 리서치센터

Powertech Technology (PTI) / 6239 TT

[표 09] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	518	560	583	598	583	606	636	639	612	656	729	734
YoY%	-30%	-29%	-17%	2%	13%	8%	9%	7%	5%	8%	15%	15%
QoQ%	-12%	8%	4%	3%	-3%	4%	5%	0%	-4%	7%	11%	1%
CoGS	434	466	479	476	481	490	507	509	496	523	573	575
% of Total Sales	84%	83%	82%	79%	83%	81%	80%	80%	81%	80%	79%	78%
GP	83	94	103	123	102	115	129	129	116	133	156	160
% of Total Sales	16%	17%	18%	21%	17%	19%	20%	20%	19%	20%	21%	22%
SG&A	27	34	40	42	37	36	36	35	33	38	41	43
% of Total Sales	5%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	6%
OP	56	60	64	81	65	80	92	94	82	95	115	117
% of Total Sales	11%	11%	11%	14%	11%	13%	15%	15%	13%	14%	16%	16%
YoY%	-54%	-56%	-32%	20%	15%	33%	45%	16%	27%	19%	25%	23%
QoQ%	-17%	6%	6%	28%	-20%	23%	16%	2%	-13%	15%	22%	1%
NP	39	50	49	49	44	59	62	63	55	64	79	79
% of Total Sales	15%	26%	18%	18%	17%	29%	10%	10%	9%	10%	11%	11%
YoY%	-24%	30%	8%	9%	9%	11%	24%	-50%	0%	13%	27%	26%
QoQ%	-10%	72%	-32%	3%	-10%	75%	9%	2%	-12%	16%	23%	1%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

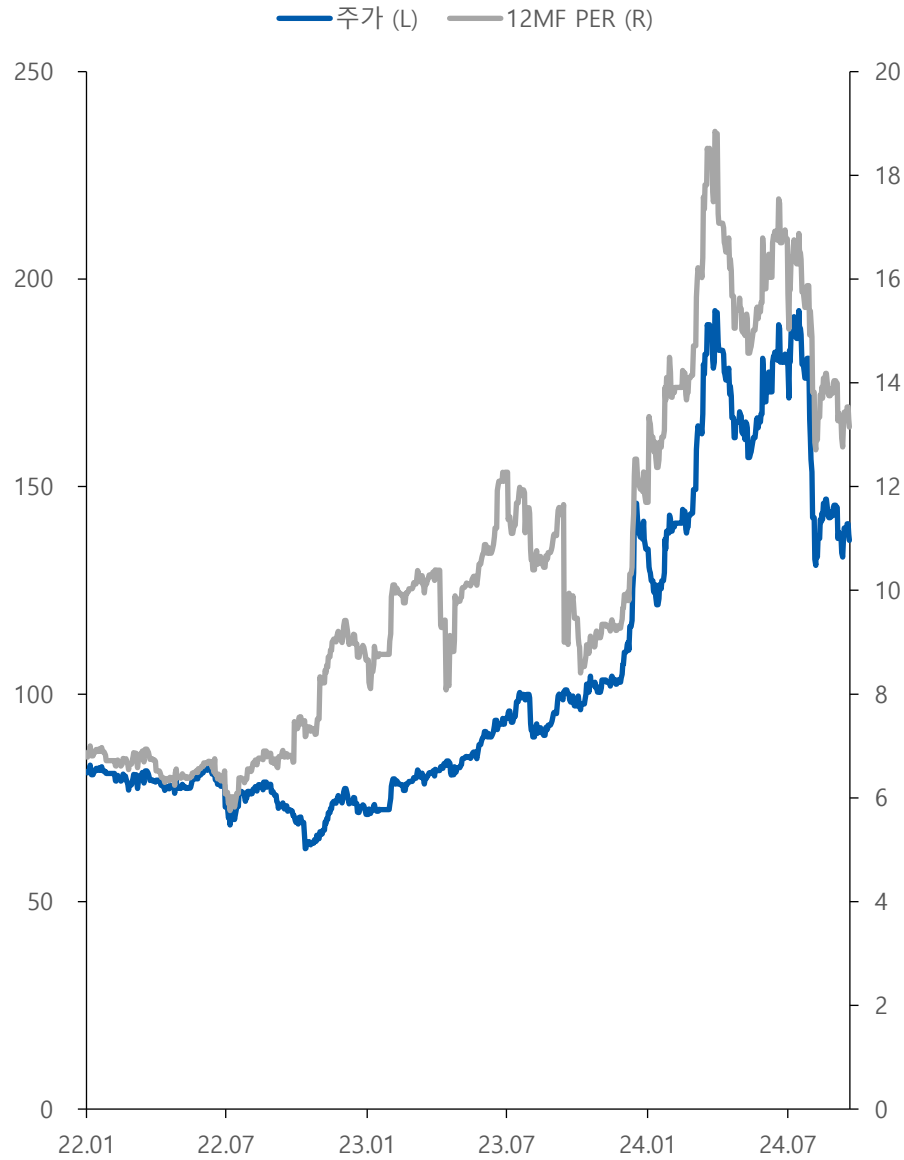
Powertech Technology (PTI) / 6239 TT

[표 10] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	1,500	1,960	2,258	2,153	2,587	3,000	2,817	2,260	2,435	2,679
YoY%	12%	31%	15%	-5%	20%	16%	-6%	-20%	8%	10%
CoGS	1,176	1,543	1,799	1,743	2,077	2,309	2,234	1,856	1,966	2,133
% of Total Sales	78%	79%	80%	81%	80%	77%	79%	82%	81%	80%
GP	325	417	459	410	510	691	583	405	469	546
% of Total Sales	22%	21%	20%	19%	20%	23%	21%	18%	19%	20%
SG&A	88	119	134	128	146	171	165	143	141	140
% of Total Sales	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%
OP	237	298	325	282	364	520	418	262	328	405
% of Total Sales	16%	15%	14%	13%	14%	17%	15%	12%	13%	15%
YoY%	33%	26%	9%	-13%	29%	43%	-20%	-37%	25%	24%
NP	150	192	207	189	226	319	292	257	232	276
% of Total Sales	10%	10%	9%	9%	9%	11%	10%	11%	10%	10%
YoY%	19%	28%	8%	-9%	20%	41%	-8%	-12%	-10%	19%

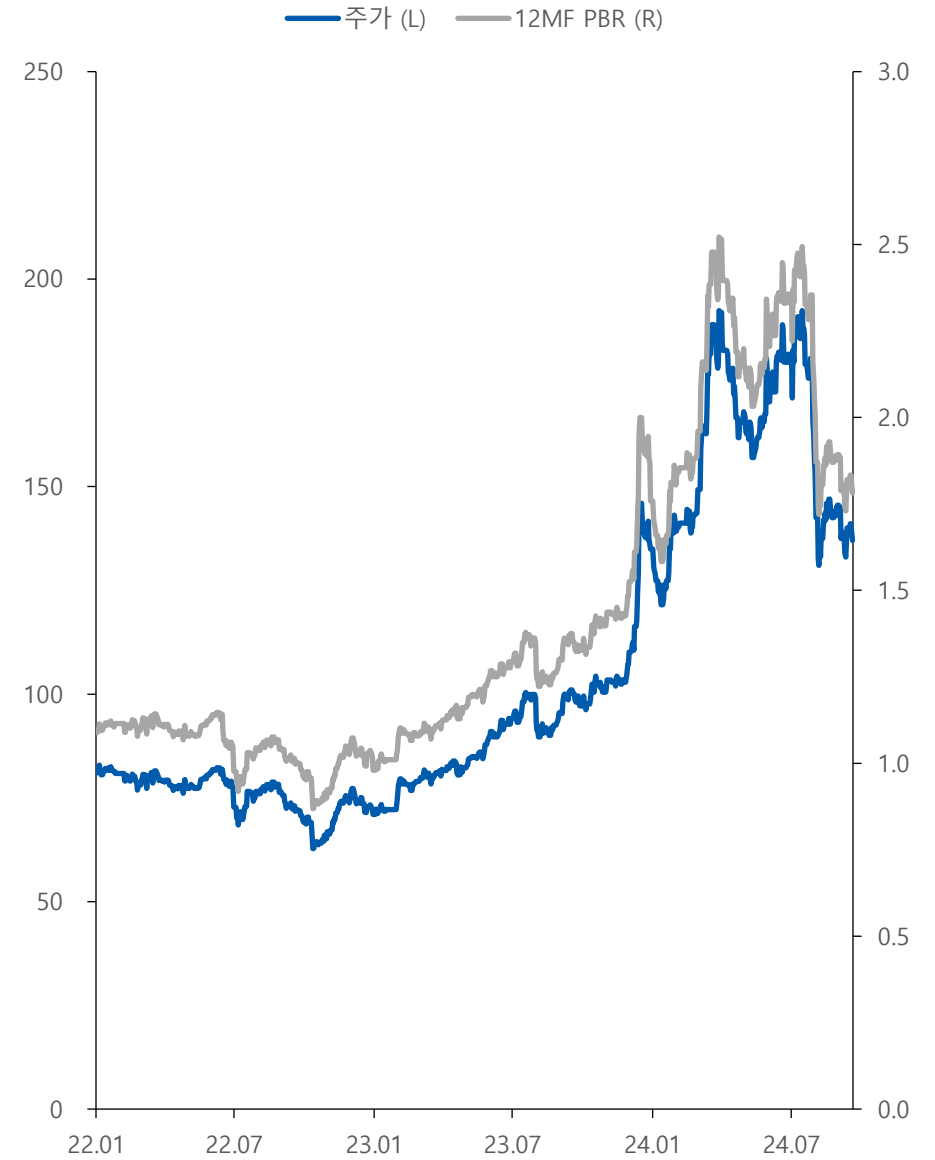
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 32] PTI 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

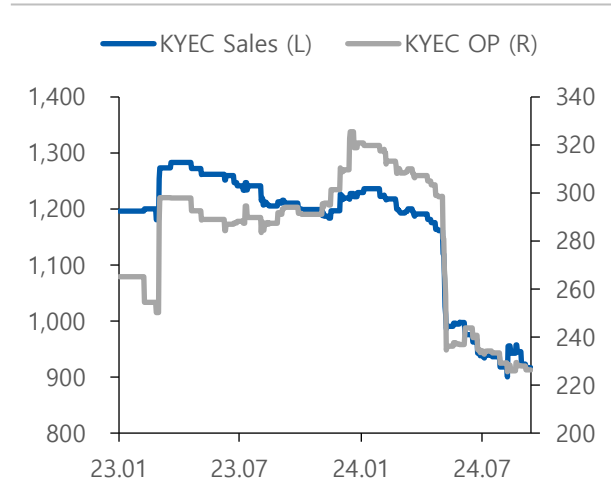
[차트 33] PTI 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

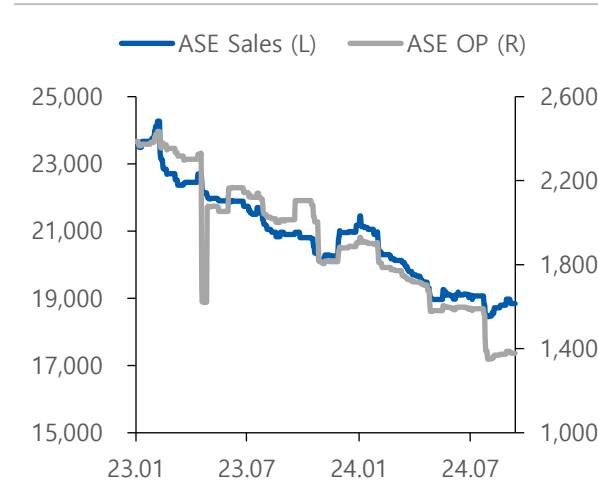
대만 주요 OSAT 현황

[차트 34] KYEC 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



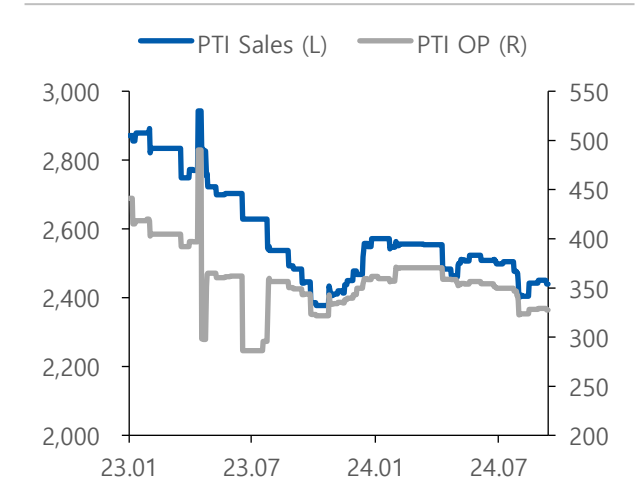
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 35] ASE 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



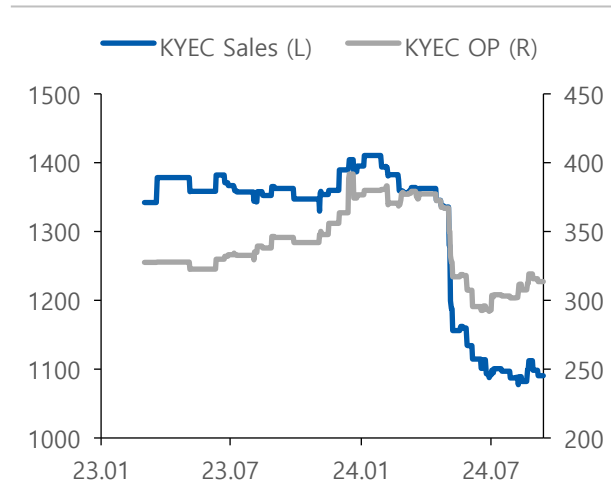
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 36] PTI 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



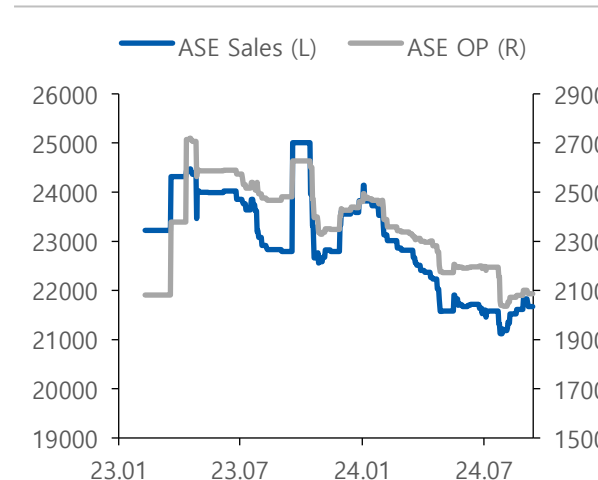
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 37] KYEC 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



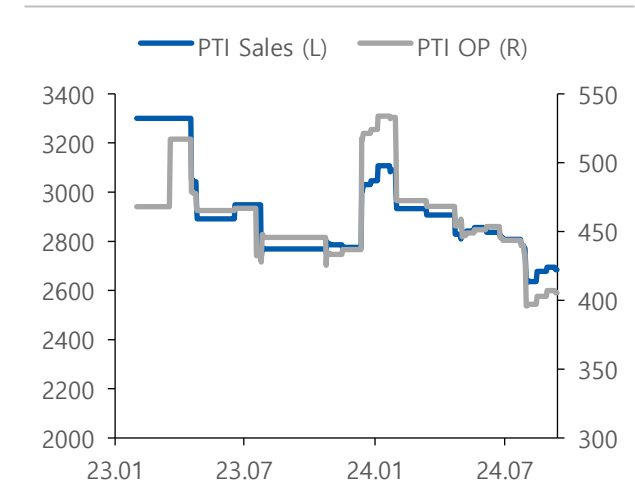
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 38] ASE 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 39] PTI 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

대만 / 한국 OSAT 현황

[표 11] 대만 및 한국의 주요 OSAT 업체 실적 및 Valuation

Company		ASE	KYEC	Powertech	Chipmos	하나미이크론	SFA반도체	두산테스나	네파스	한양디지텍	LB세미콘	네파스아크	에이엘티
Ticker		3711 TT	2449 TT	6239 TT	8150 TT	067310 KQ	036540 KQ	131970 KQ	033640 KQ	078350 KQ	061970 KQ	330860 KQ	172670 KQ
시가총액		21,204	4,205	3,263	841	725	593	486	186	186	174	157	87
2022A	Sales	22,517	1,235	2,817	789	894	699	278	588	485	525	154	44
	OP	2,691	308	418	108	104	63	67	-7	53	57	23	8
	OPM%	12%	25%	15%	14%	12%	9%	24%	-1%	11%	11%	15%	18%
	NP	2,084	229	292	113	3	43	52	78	37	40	26	15
	PER	6.5	6.5	6.8	7.2	157.3	14.7	9.0	4.7	5.0	7.2	8.5	0.0
	PBR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.7	1.4	1.5	1.4	1.5	1.1	0.9	0.0
	ROE	22.1	19.5	17.1	13.7	12.4	10.0	18.3	28.7	36.1	12.5	11.2	22.8
	EV/EBITDA	4.1	3.2	3.1	3.7	5.0	5.2	3.6	3.5	3.3	3.3	3.1	0.0
2023A	Sales	18,670	1,060	2,260	685	968	438	339	480	479	417	126	48
	OP	1,294	236	262	61	58	-17	61	-70	19	-13	-7	5
	OPM%	7%	22%	12%	9%	6%	-4%	18%	-15%	4%	-3%	-5%	10%
	NP	1,018	187	257	61	-14	-13	49	-98	13	-15	-30	5
	PER	18.3	17.8	13.2	16.3	-103.4	-78.0	20.6	-4.6	17.2	-22.3	-10.9	36.2
	PBR	2.0	2.7	1.9	1.2	4.5	2.2	2.8	3.0	1.6	1.3	1.5	1.9
	ROE	10.6	15.6	14.9	7.6	0.2	-2.9	13.8	-32.4	9.9	-4.4	-12.6	5.7
	EV/EBITDA	7.3	7.1	5.7	5.1	12.6	32.3	5.5	12.4	8.2	6.5	8.3	13.6
2024F	Sales	18,965	917	2,435	736	1,234	455	405	-	-	452	-	-
	OP	1,387	226	328	72	97	0	75	-	-	-10	-	-
	OPM%	7%	25%	13%	10%	8%	0%	18%	-	-	-2%	-	-
	NP	1,084	301	232	70	24	16	60	-	-	-	-	-
	PER	19.1	14.3	13.8	11.4	69.6	41.2	9.2	-	-	-	-	-
	PBR	2.1	3.0	1.8	1.0	2.0	1.3	1.2	-	-	0.7	-	-
	ROE	11.5	23.2	12.1	9.9	4.2	3.4	14.1	-	-	0.0	-	-
	EV/EBITDA	7.7	8.7	4.8	3.3	5.9	13.3	2.6	-	-	3.4	-	-
2025F	Sales	21,814	1,091	2,679	822	1,705	449	461	-	-	502	-	-
	OP	2,100	314	405	100	218	-1	94	-	-	23	-	-
	OPM%	10%	29%	15%	12%	13%	0%	20%	-	-	5%	-	-
	NP	1,612	255	276	90	91	3	75	-	-	18	-	-
	PER	12.9	16.4	11.7	8.9	8.0	174.4	7.4	-	-	9.9	-	-
	PBR	1.9	2.8	1.7	0.9	1.6	1.3	1.1	-	-	0.7	-	-
	ROE	16.2	17.1	13.9	12.3	20.3	0.8	15.5	-	-	5.3	-	-
	EV/EBITDA	6.1	7.3	4.1	2.9	3.4	13.6	2.0	-	-	2.5	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD/bilKRW, %, 배



백길현

반도체, USCPA

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

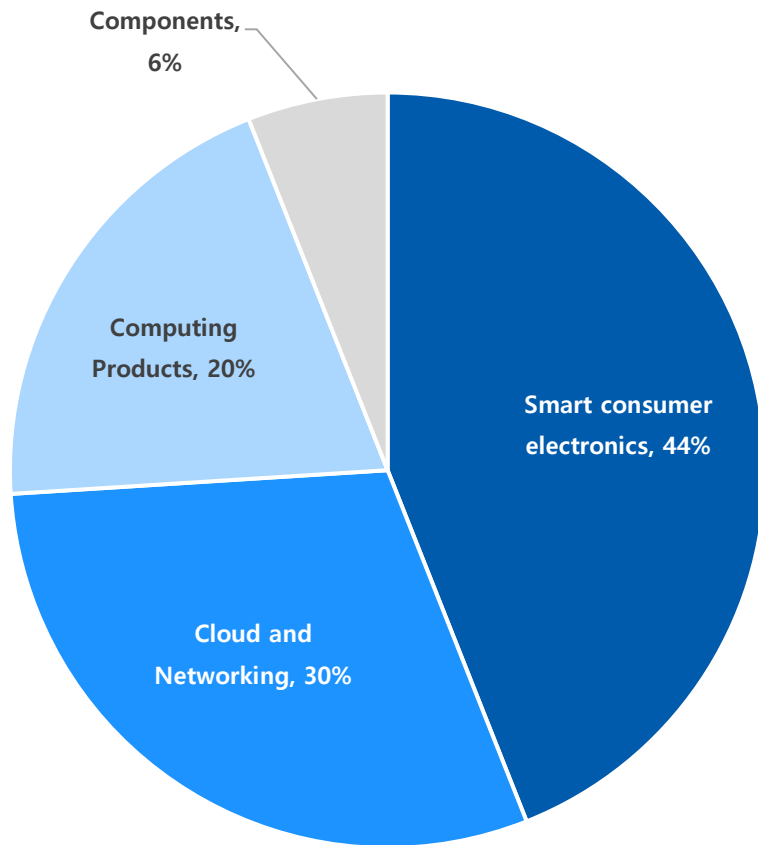
PART [2]

Server ODM / Brand

Hon Hai / 2317 TT / 시총 102조원

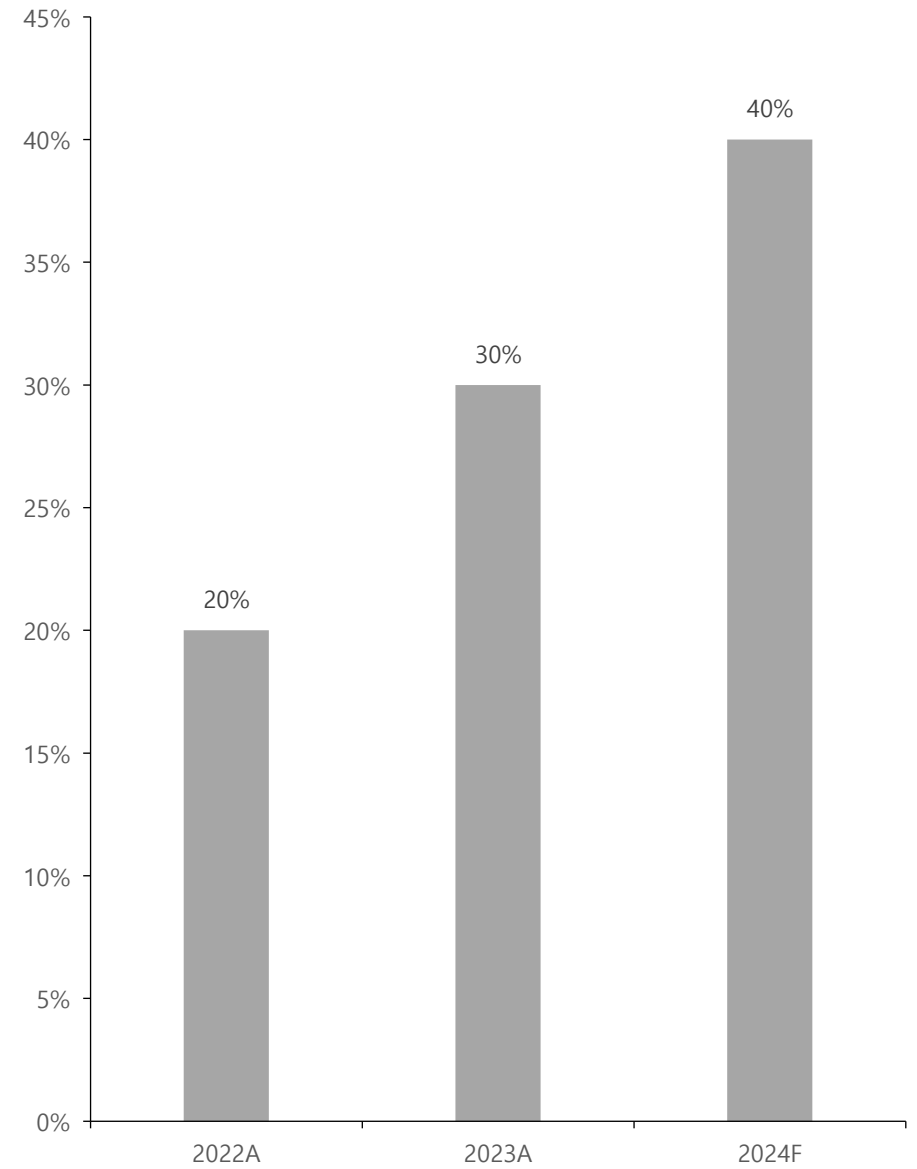
- 글로벌 1위 EMS 기업(2023년 연간 기준 점유율 46%).
- 글로벌 Server ODM 기업으로, 수직 계열화를 시도하며 지속적으로 Non-EMS 사업을 확대 중.
- 1H24 전사 매출액 기준 Cloud/Networking 비중이 30%까지 높아졌음. AI Server 관련 수요 증가가 지속되었으며, Consumer 수요 회복은 제한적이었기 때문. 참고로 동사 AI Server의 Cloud/Networking 내 비중은 2022년부터 지속 늘어나, 1H24 기준 40%를 육박.
- 최근 AI Chasm, 북미 AI GPU 공급업체의 B 시리즈 출시 지연 등 시장의 우려가 지속 높아지고 있음. 2025~2026년 AI 시장 수요에 대한 가시성은 아직 확보되지 않으나 Microsoft /Open AI 등 AI Solution들의 시장 침투율 증가 속도를 지속 모니터링 해 나갈 것. 2H24 기준으로는 H 시리즈에 대한 수요가 시장 기대치보다 높을 수 있음. B 시리즈 칩에 대한 수요는 여전히 그대로이고 강할 것으로 기대하며 4Q24말에 초도 양산을 시작할 것.
- Consumer 수요 업데이트. 2024년 글로벌 PC 수요는 전년비 3~4% 수준 회복할 것으로 전망하나, 동사의 3Q24 계절적 수요는 다소 제한적인 것으로 파악. 2025년은 올해 대비 회복 강도가 좀 더 높을 것으로 기대. 한편, 주력 Mobile 고객(EMS 사업부문 매출액의 약 50% 수준)의 신제품 판매량에 대한 시장의 기대치가 다소 공격적. 신모델의 Spec이나 외형 등 AI Solution을 구현하기 위해 바뀐 부분이 제한적이라는 점도 아쉬움.
- 글로벌 Tech 시장 내 지정학적 이슈 대응. 동사는 여전히 중국 내 생산 시설 비중이 높음. 최근 인도 및 기타 아시아 국가들로 거점 다변화를 시도 중. 특히 인도 시장의 경우 중국 내에서 생산하는 것보다 인건비가 약 ¼ 수준으로 낮은 것으로 파악.

[차트 40] Hon Hai 1H24 응용처별 매출 비중



자료: Hon Hai, 유안타증권 리서치센터

[차트 41] Hon Hai AI Server 관련 매출액 비중 추이 및 전망



자료: Hon Hai, 유안타증권 리서치센터

Hon Hai / 2317 TT

[표 12] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	48,109	42,464	48,741	58,234	42,103	47,935	55,725	66,760	52,638	57,557	67,155	82,584
YoY%	-4%	-17%	-15%	-7%	-12%	13%	14%	15%	25%	20%	21%	24%
QoQ%	-23%	-12%	15%	19%	-28%	14%	16%	20%	-21%	9%	17%	23%
CoGS	45,203	39,744	45,496	54,672	39,443	44,859	52,072	62,570	49,362	53,911	62,860	77,539
% of Total Sales	94%	94%	93%	94%	94%	94%	93%	94%	94%	94%	94%	94%
GP	2,906	2,721	3,245	3,562	2,660	3,076	3,653	4,190	3,276	3,646	4,295	5,045
% of Total Sales	6%	6%	7%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
SG&A	1,573	1,714	1,788	2,023	1,492	1,697	1,908	2,160	1,775	1,944	2,081	2,426
% of Total Sales	3%	4%	4%	3%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
OP	1,333	1,007	1,458	1,538	1,169	1,379	1,745	2,030	1,501	1,702	2,214	2,619
% of Total Sales	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
YoY%	2%	-33%	-9%	9%	-12%	37%	20%	32%	28%	23%	27%	29%
QoQ%	-6%	-24%	45%	6%	-24%	18%	27%	16%	-26%	13%	30%	18%
NP	422	1,074	1,362	1,671	700	1,083	1,430	1,714	1,243	1,331	1,786	2,170
% of Total Sales	1%	3%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	3%	3%
YoY%	-60%	-5%	7%	31%	66%	1%	5%	3%	78%	23%	25%	27%
QoQ%	-67%	155%	27%	23%	-58%	55%	32%	20%	-27%	7%	34%	22%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

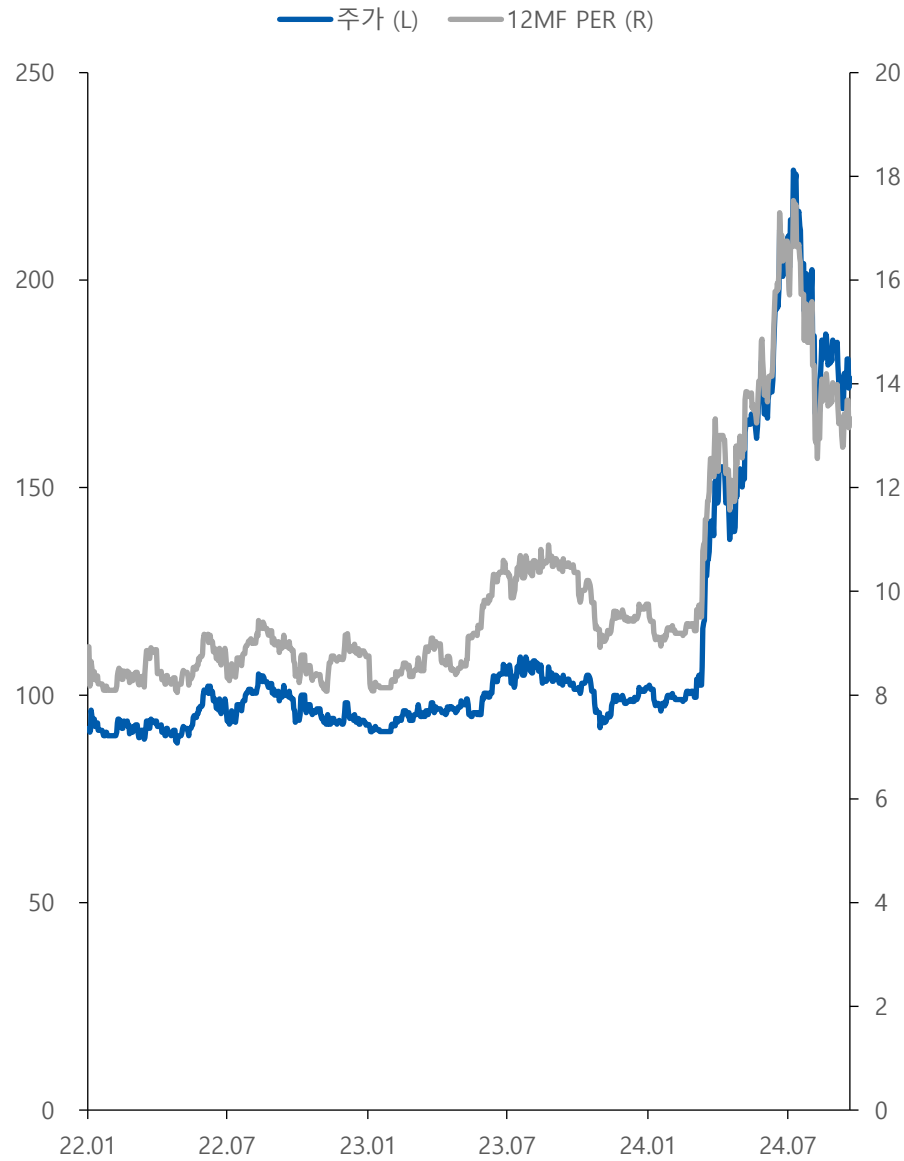
Hon Hai / 2317 TT

[표 13] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	135,274	154,732	175,699	172,944	181,983	214,612	222,431	197,712	212,704	262,565
YoY%	-4%	14%	14%	-2%	5%	18%	4%	-11%	8%	23%
CoGS	125,294	144,771	164,679	162,720	171,694	201,646	209,002	185,265	199,114	246,145
% of Total Sales	93%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
GP	9,980	9,961	11,020	10,224	10,288	12,965	13,429	12,447	13,590	16,421
% of Total Sales	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
SG&A	4,551	6,261	6,501	6,505	6,524	7,632	7,596	7,104	7,297	8,378
% of Total Sales	3%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	4%	3%	3%
OP	5,429	3,701	4,519	3,719	3,764	5,333	5,833	5,343	6,293	8,043
% of Total Sales	4%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%
YoY%	5%	-32%	22%	-18%	1%	42%	9%	-8%	18%	28%
NP	4,614	4,561	4,284	3,732	3,457	4,988	4,749	4,559	4,985	6,541
% of Total Sales	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
YoY%	0%	-1%	-6%	-13%	-7%	44%	-5%	-4%	9%	31%

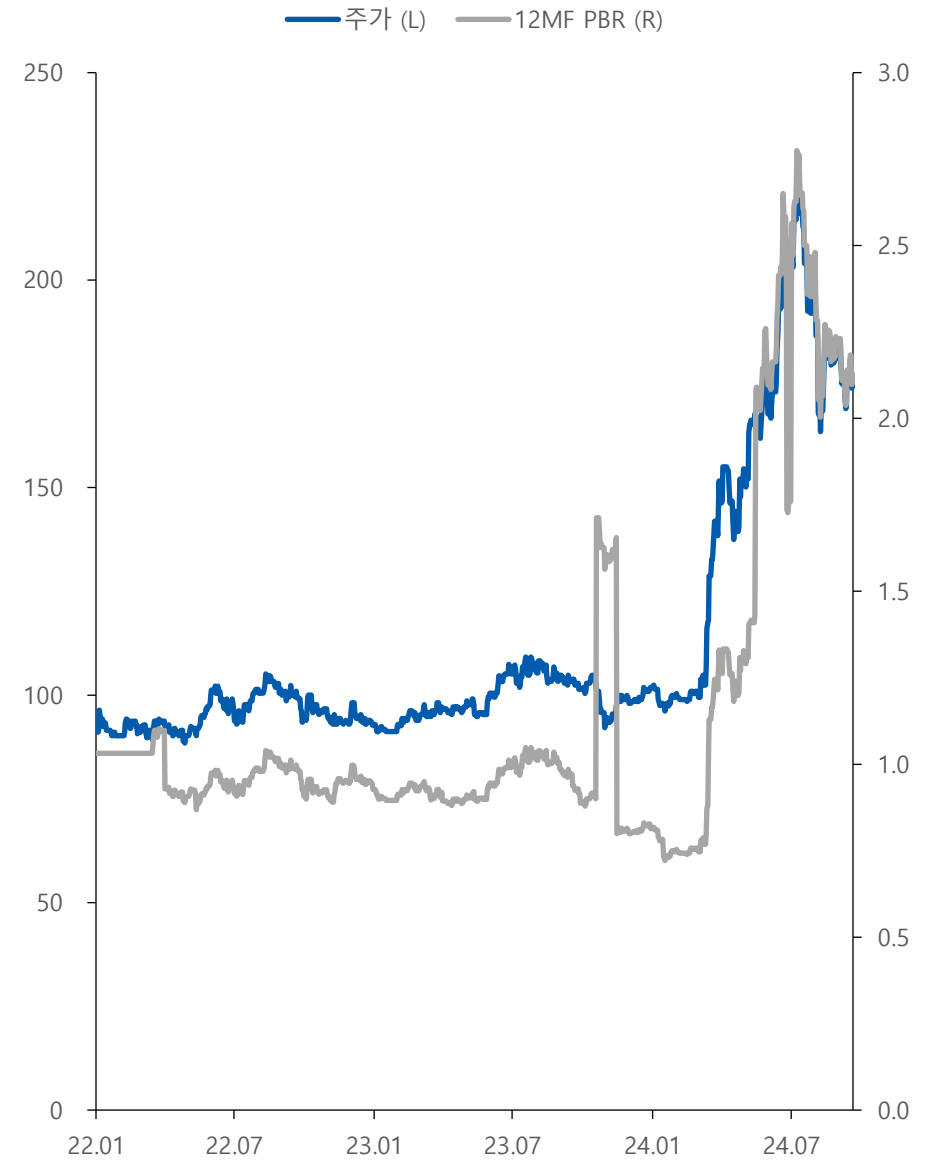
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 42] Hon Hai 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 43] Hon Hai 주가 및 12MF PBR 추이

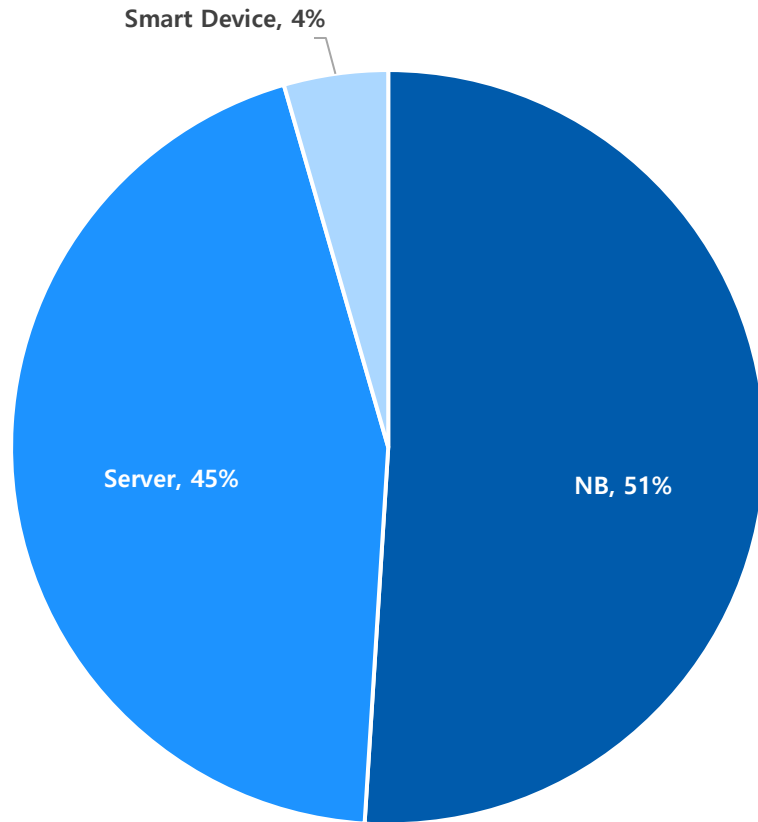


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

Inventec Corporation / 2356 TT / 시총 7조원

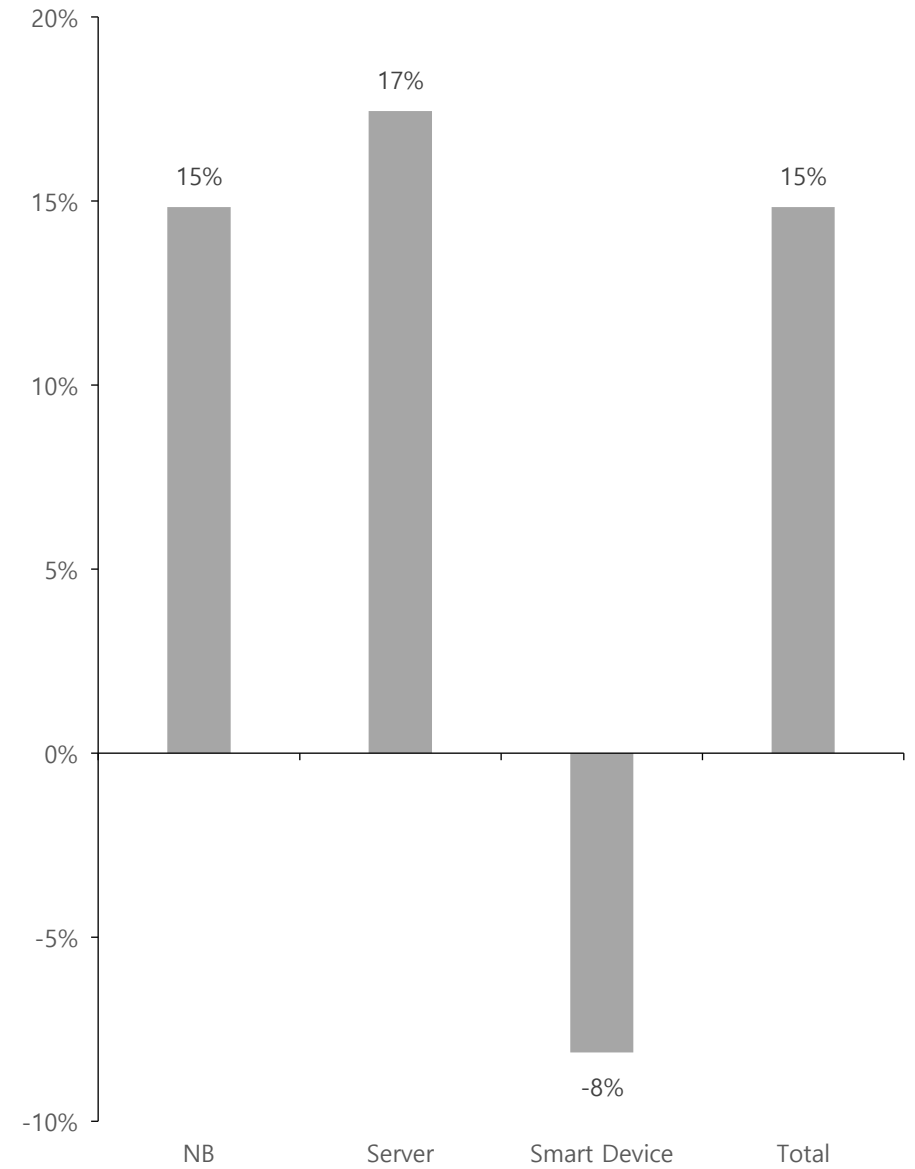
- Inventec은 노트북 및 서버 ODM 생산 업체.
- 1H24 전사 매출액은 Notebook 51%, Server 45%, Smart Device 4%로 구성.
- Notebook 시장은, 3Q24 계절적 수요가 제한적이겠지만, 2024년 연간 수요는 전년대비 개선되면서 출하량은 전년비 3~4% 정도 증가할 것. 2024년 AI PC 침투율은 예상대비 저조한 바 있음.
- 다만 2025년은 추가적인 개선이 가능할 것으로 기대. AI PC 스펙 업그레이드와 합리적인 판매 가격이 소비자 구매 심리를 자극할 것이기 때문. 2025년 NPU 등 AI 구현을 위한 주요 부품 가격 하락이 시작되면 전반적인 AI PC 구매 가격 부담이 줄어들 것. AMD/Intel의 신규 CPU 양산은 4Q24부터 시작되고, 2H25부터는 시장에 본격적인 AI PC로의 교체 수요가 발생할 것으로 기대.
- 1H24 Server 수요는 예상대비 강했음. 다른 응용처와 달리, 3Q24는 전분기대비 성장하며 올해 분기별 최고 실적을 기록할 것. 4Q24는 북미 N사 제품 수율 이슈로 인한 물량 일부 지연과 Server의 계절적 수요 트렌드를 고려하면 전분기대비 소폭 감소할 가능성 배제할 수 없음.
- 2025년 Server 수요는 올해 대비 증가할 것. 1)1H25 북미 N사향 B시리즈 물량 공급을 본격 확대하고, 2)Datacenter 고객 내 점유율 확대를 통해, Enterprise에 대한 매출 비중을 지속 축소시켜 나갈 것으로 기대하기 때문.
- 중화권 고객에 대한 노출도는 동사 Server 매출액 기준 10% 정도. 1Q24 Conventional Server 수요 개선세를 보이기 시작했으며, 2Q24 AI Server 투자를 시작한 것으로 파악. 최근 Rack 관련 중화권 고객의 수요는 견조하며, H20에 대한 수요도 지속될 것으로 기대.

[차트 44] Inventec 1H24 응용처별 매출 비중



자료: Inventec, 유안타증권 리서치센터

[차트 45] Inventec 2Q24 응용처별 매출액 QoQ 증감률



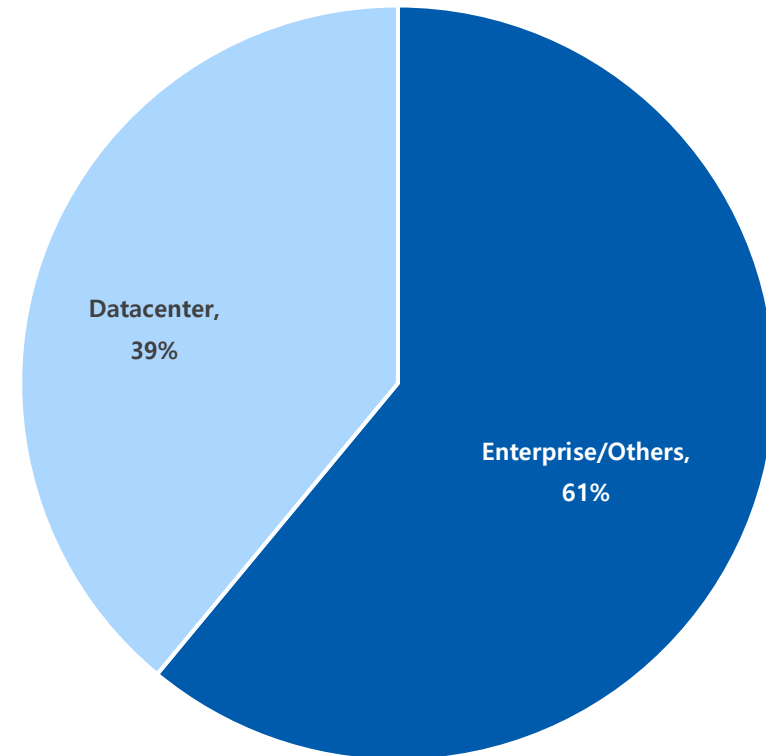
자료: Inventec, 유안타증권 리서치센터

[표 14] Nvidia Blackwell 제품별 스펙

	B100 Blackwell	B200 Blackwell	B200A Blackwell	B200 Blackwell Ultra	B200A Blackwell Ultra	B20 Blackwell
Codename	B100	B200	B102 / B200A	B210	B102 Ultra / B210A	B102 / B200A
Packaging	CoWoS-L	CoWoS-L	CoWoS-S	CoWoS-L	CoWoS-S	CoWoS-S
HBM (GB)	Up to 192	192	Up to 144	288	144	-
Logic Dies	2	2	1	2	1	1
Power (W)	700	1000(HGX) / 1200(GB NVL)	700 / 1000	1000(HGX) / 1200(GB NVL)	1000(HGX) / 700(GB NVL)	~300
Supported Form Factors						
8-GPU HGX	Small Volume	Small Volume	Yes	Yes	Yes	Yes
GB NVL	N/A	72/36	N/A	72/36	36 (air-cooled)	Yes

자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[차트 46] Inventec Server 매출액 기준 고객군 분류



자료: Inventec, 유안타증권 리서치센터

Inventec Corporation / 2356 TT

[표 15] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	3,954	4,253	4,291	4,027	4,150	4,766	4,997	4,998	4,631	5,241	5,699	5,847
YoY%	-14%	-8%	-8%	-6%	5%	12%	16%	24%	12%	10%	14%	17%
QoQ%	-8%	8%	1%	-6%	3%	15%	5%	0%	-7%	13%	9%	3%
CoGS	3,759	4,057	4,067	3,797	3,931	4,526	4,732	4,732	4,386	4,970	5,401	5,544
% of Total Sales	95%	95%	95%	94%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%
GP	195	196	224	230	219	239	265	266	246	271	299	303
% of Total Sales	5%	5%	5%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
SG&A	153	148	156	150	151	159	166	167	162	165	179	179
% of Total Sales	4%	3%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
OP	42	48	68	80	68	80	98	99	84	106	120	124
% of Total Sales	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
YoY%	5%	-10%	-8%	46%	61%	67%	45%	24%	24%	32%	22%	24%
QoQ%	-23%	14%	41%	18%	-15%	18%	22%	1%	-15%	26%	13%	3%
NP	29	45	59	62	35	56	77	80	65	80	93	105
% of Total Sales	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	2%
YoY%	-45%	-11%	3%	40%	20%	24%	30%	28%	87%	44%	20%	31%
QoQ%	-35%	56%	31%	6%	-45%	62%	38%	4%	-19%	24%	15%	13%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

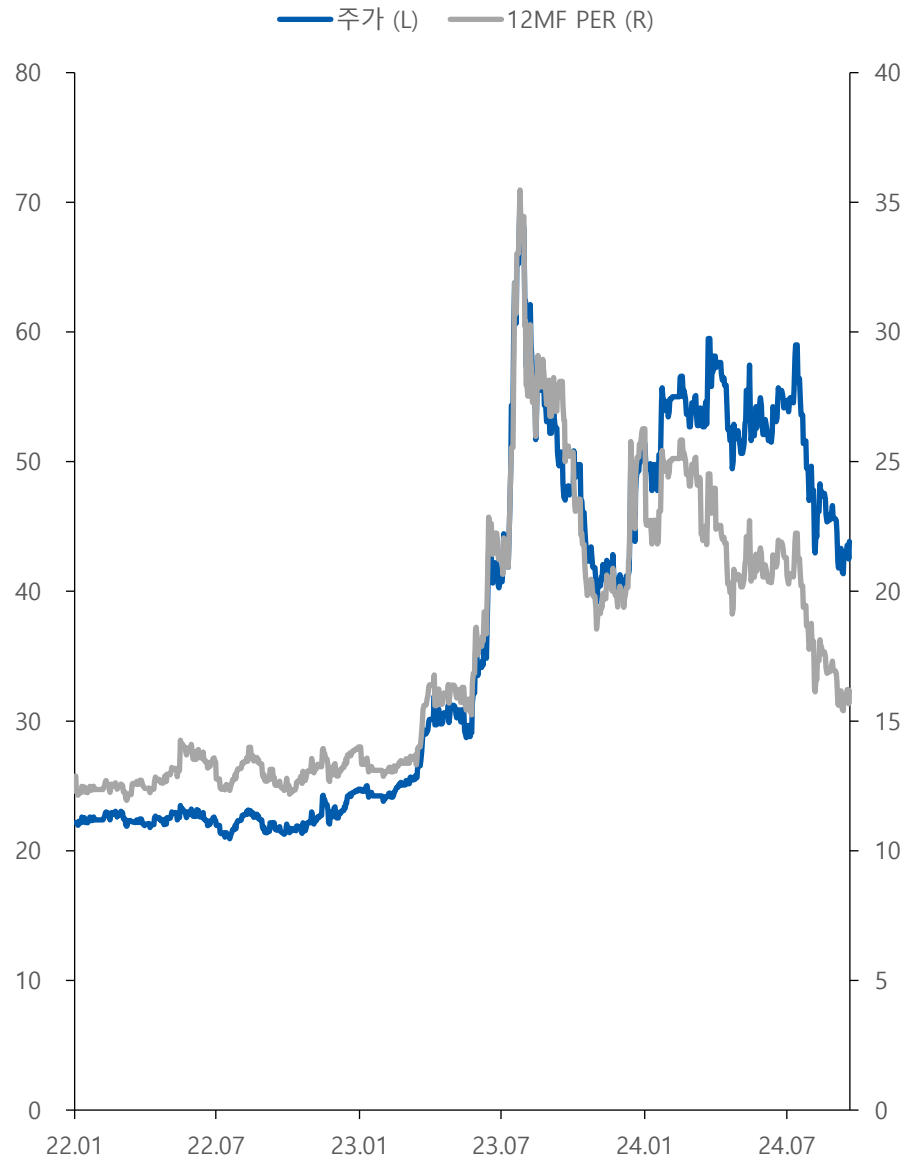
Inventec Corporation / 2356 TT

[표 16] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	13,298	15,369	16,823	16,216	17,264	18,608	18,183	16,515	18,767	21,314
YoY%	7%	16%	9%	-4%	6%	8%	-2%	-9%	14%	14%
CoGS	12,554	14,546	16,031	15,477	16,547	17,810	17,311	15,670	17,780	20,201
% of Total Sales	94%	95%	95%	95%	96%	96%	95%	95%	95%	95%
GP	744	823	793	739	717	798	873	845	987	1,113
% of Total Sales	6%	5%	5%	5%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
SG&A	490	536	544	532	566	629	649	606	640	677
% of Total Sales	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	3%
OP	254	287	249	207	151	169	224	239	347	436
% of Total Sales	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
YoY%	49%	13%	-13%	-17%	-27%	12%	32%	7%	45%	26%
NP	175	222	216	178	256	234	206	197	251	344
% of Total Sales	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
YoY%	0%	27%	-3%	-17%	44%	-9%	-12%	-4%	27%	37%

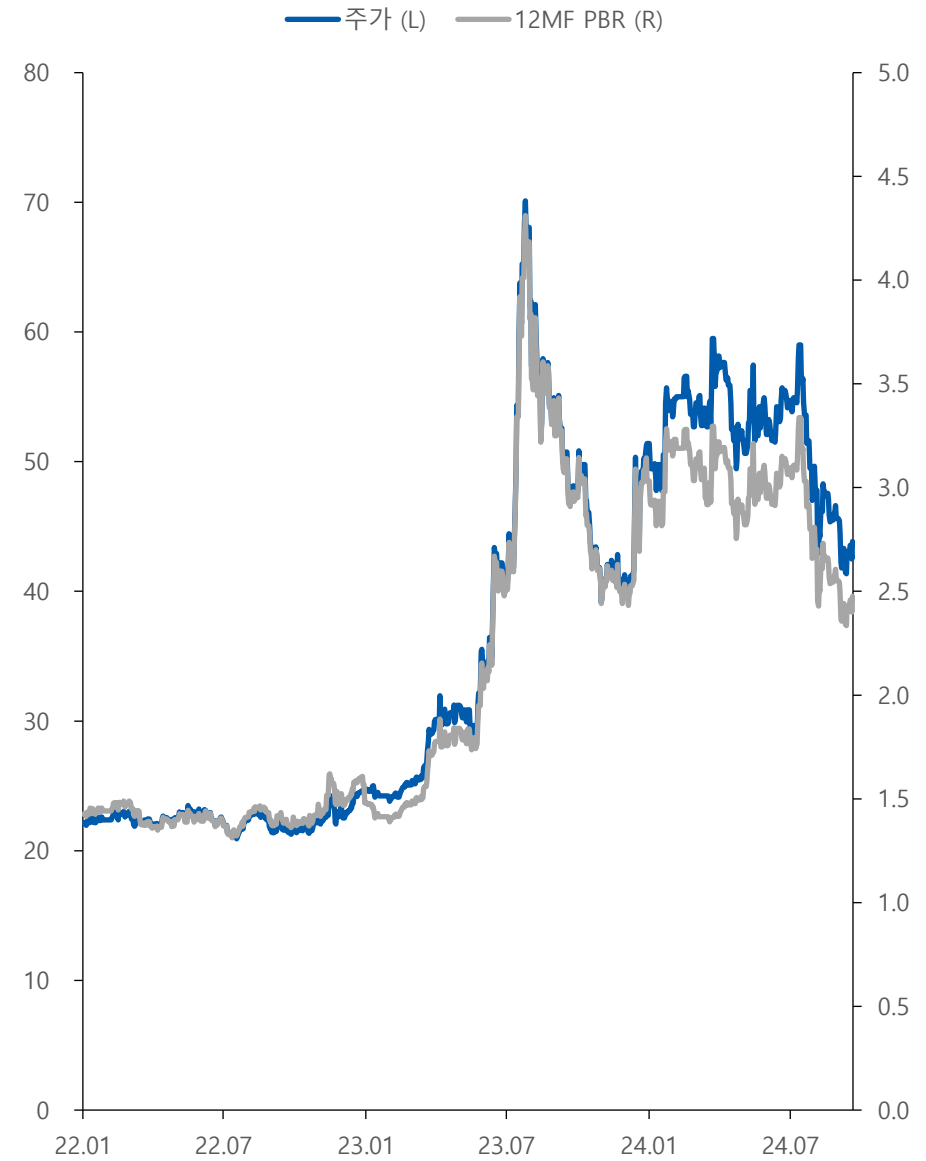
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 47] Inventec 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 48] Inventec 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

Gigabyte Technology / 2376 TT / 7조원

- 동사는 Server Brand 업체.
- 주요 대만 ODM 공급업체와 달리, 2nd Tier Server 고객을 대상으로 AI Server Solution을 제공. 금번 북미 AI GPU 공급업체의 B 시리즈 출시 지연으로, H 시리즈의 수요가 시장 컨센서스 대비 증가할 것으로 예상된다는 점이 동사에 긍정적일 것. 현재 동사 주요 2nd Tier Cloud Service Provider들의 AI Server 대기 수요가 여전히 매우 강한 것으로 파악되기 때문.
- 북미 AI GPU 업체의 B 시리즈 제품은 4Q24에 샘플 출하를 예상하며, 1Q25 공급이 본격 확대될 것. 최근에는 AI Server 중심으로 미국보다는 유럽/아시아 수요가 빠르게 올라오고 있는 것으로 파악. 현재 GPU 핵심 부품에 대한 수급 이슈는 없음.
- 액침 냉각 시장의 성장성에 대해서는 긍정적으로 평가. 동사는 글로벌 1위 Foundry 기업과 함께 3년 전부터 POC를 진행해왔으며, 현재까지 결과가 긍정적인 것으로 파악. 시장 확대에 있어서 가격/스펙보다는 액침 냉각 기술에 대한 잠재 고객의 신뢰성을 쌓아가는 것이 선제적으로 진행 되어야 하고, 이후에는 Horizontal Integration을 통한 Total Solution 공급 업체로 성장해 나갈 것으로 기대.
- PC 사업부문은 전년대비 소폭 성장할 것. 현재 여타 업체 대비 PC 재고는 상대적으로 건전할 것으로 추정. 동사 PC 제품은 맞춤형 시장 중심으로 대응 중이기 때문. 2H24~2025년 신규 Game/AI Software 공급이 증가하여 올해 대비 PC 실적 성장이 이어질 것으로 기대.

Gigabyte Technology / 2376 TT

[표 17] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	922	851	1,169	1,434	1,754	2,285	2,344	2,394	2,325	2,449	2,609	2,625
YoY%	-21%	11%	47%	61%	90%	169%	100%	67%	33%	7%	11%	10%
QoQ%	4%	-8%	37%	23%	22%	30%	3%	2%	-3%	5%	7%	1%
CoGS	805	750	1,014	1,276	1,556	2,039	2,086	2,129	2,070	2,186	2,322	2,337
% of Total Sales	87%	88%	87%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%	89%
GP	117	101	155	158	198	247	258	265	255	263	287	289
% of Total Sales	13%	12%	13%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%	11%
SG&A	75	69	120	110	100	128	155	153	130	141	161	155
% of Total Sales	8%	8%	10%	8%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
OP	42	32	35	48	98	119	103	112	125	122	126	134
% of Total Sales	5%	4%	3%	3%	6%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
YoY%	-66%	-32%	289%	102%	132%	272%	193%	135%	28%	3%	22%	19%
QoQ%	79%	-24%	10%	35%	105%	22%	-13%	8%	12%	-2%	3%	6%
NP	34	29	47	42	64	92	84	94	97	94	101	107
% of Total Sales	4%	3%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
YoY%	-69%	-13%	21%	1%	91%	216%	80%	121%	51%	2%	20%	14%
QoQ%	-20%	-14%	61%	-9%	52%	42%	-8%	11%	4%	-4%	8%	6%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

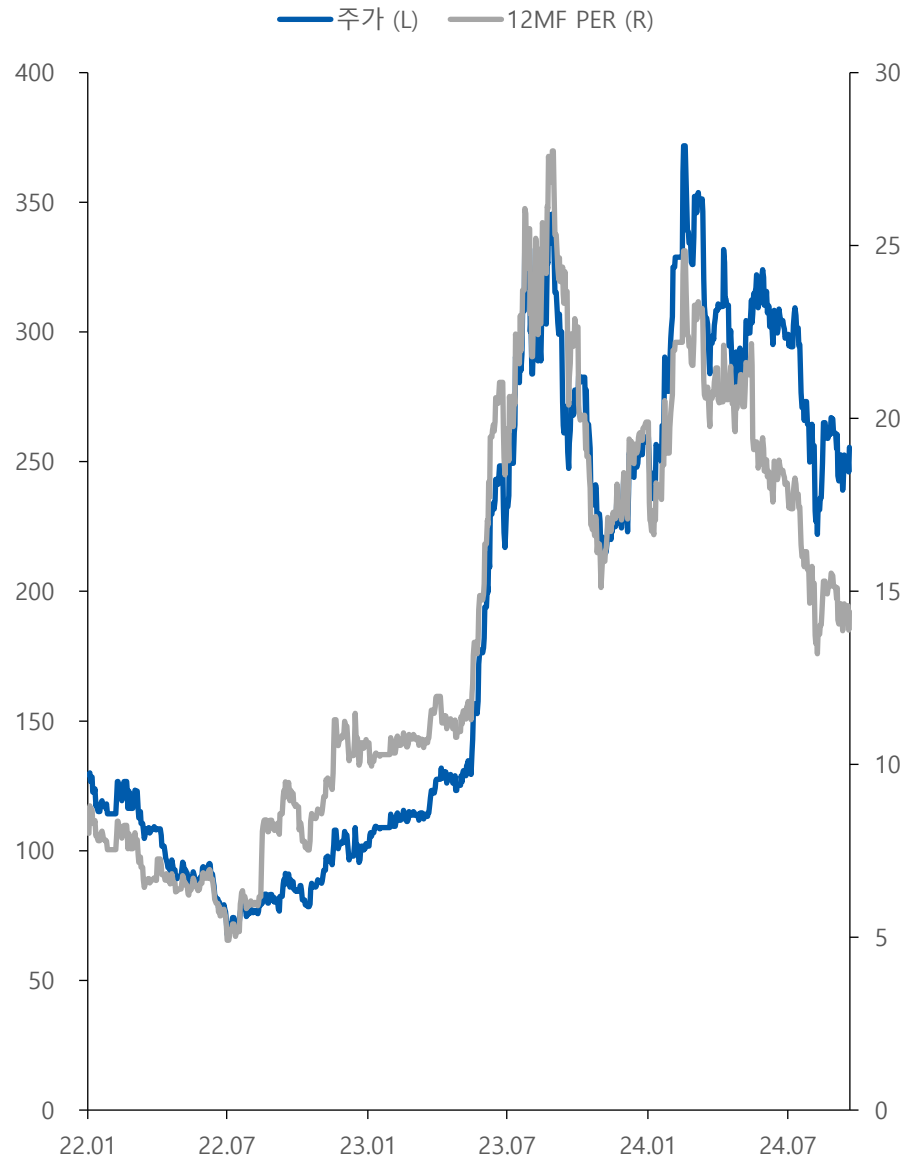
Gigabyte Technology / 2376 TT

[표 18] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	1,625	1,969	2,022	2,000	2,873	4,365	3,600	4,388	8,695	10,080
YoY%	1%	21%	3%	-1%	44%	52%	-18%	22%	98%	16%
CoGS	1,343	1,633	1,686	1,689	2,382	3,305	3,043	3,856	7,737	8,988
% of Total Sales	83%	83%	83%	84%	83%	76%	85%	88%	89%	89%
GP	281	335	336	310	491	1,059	558	532	958	1,092
% of Total Sales	17%	17%	17%	16%	17%	24%	15%	12%	11%	11%
SG&A	229	262	260	264	348	541	362	375	524	580
% of Total Sales	14%	13%	13%	13%	12%	12%	10%	9%	6%	6%
OP	52	73	76	47	143	519	196	157	435	513
% of Total Sales	3%	4%	4%	2%	5%	12%	5%	4%	5%	5%
YoY%	33%	40%	3%	-38%	206%	262%	-62%	-20%	177%	18%
NP	71	92	85	63	149	478	219	152	335	403
% of Total Sales	4%	5%	4%	3%	5%	11%	6%	3%	4%	4%
YoY%	18%	29%	-7%	-26%	137%	221%	-54%	-31%	120%	20%

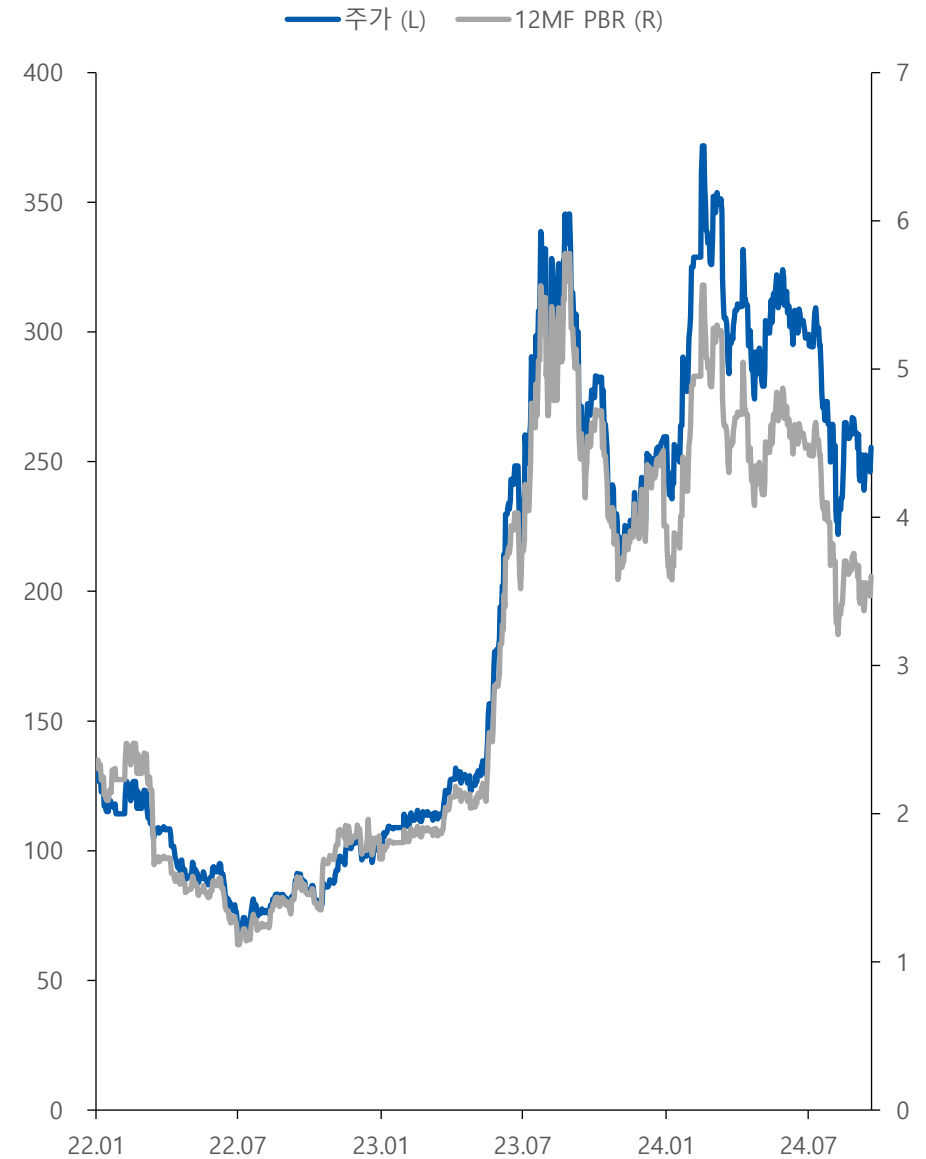
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 49] Gigabyte 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

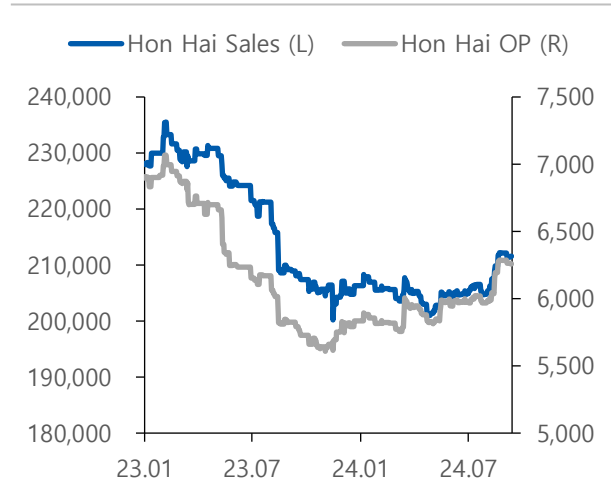
[차트 50] Gigabyte 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

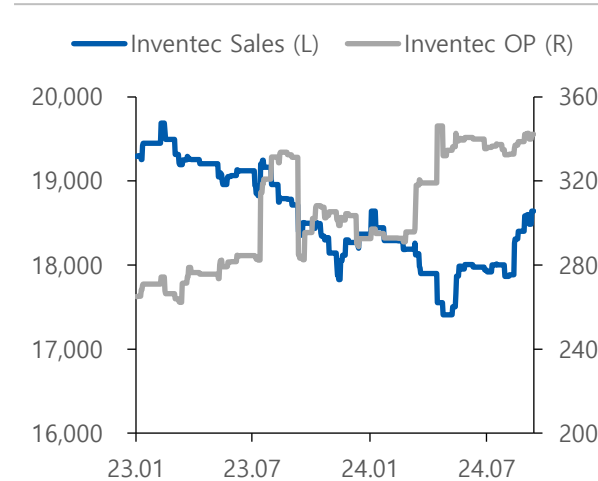
대만 Server ODM / Brand 현황 (1)

[차트 51] Hon Hai 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



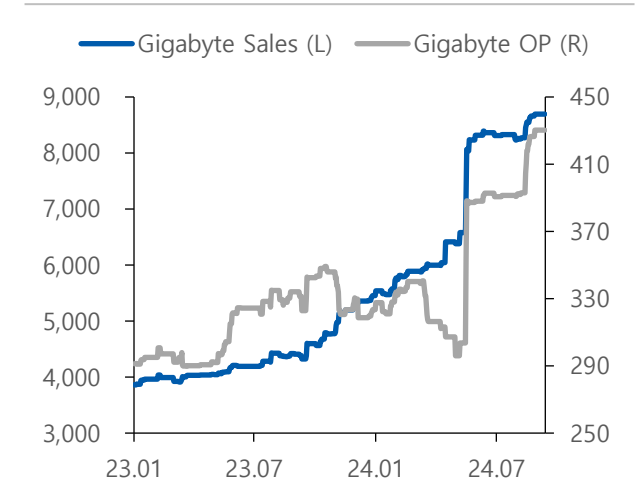
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 52] Inventec 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



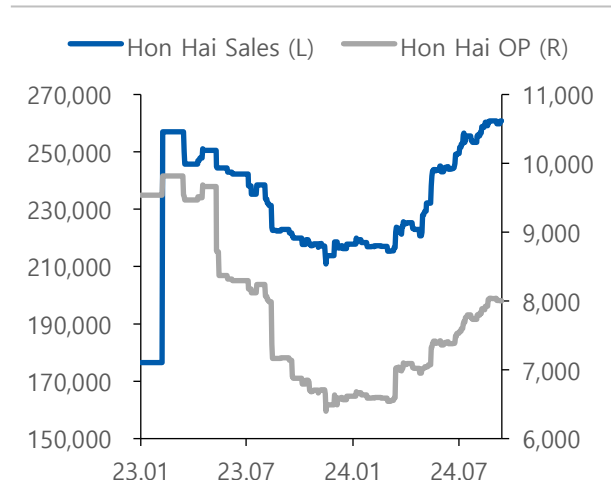
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 53] Gigabyte 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



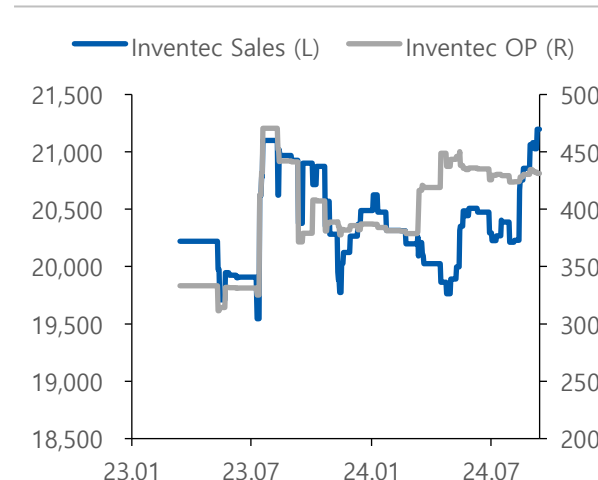
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 54] Hon Hai 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



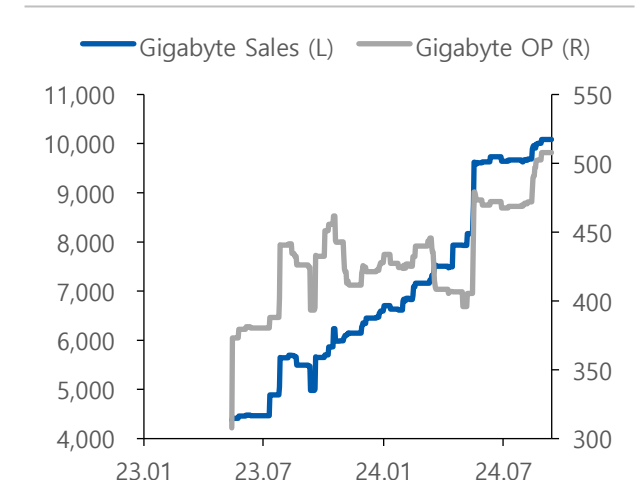
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 55] Inventec 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 56] Gigabyte 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

대만 Server ODM / Brand 현황 (2)

[표 19] 대만 Server ODM 업체 실적 및 Valuation

Company		Hon Hai	Quanta	Wiwynn	Wistron	Gigabyte	Inventec	MiTAC Holdings
Ticker		2317 TT	2382 TT	6669 TT	3231 TT	2376 TT	2356 TT	3706 TT
시가총액		76,708	30,490	10,283	9,147	5,340	4,845	1,712
2022A	Sales	222,431	42,977	9,830	33,048	3,600	18,183	1,605
	OP	5,833	1,047	599	922	196	224	-40
	OPM%	3%	2%	6%	3%	5%	1%	-2%
	NP	4,749	972	476	375	219	206	312
	PER	9.8	9.6	9.8	7.3	10.3	15.4	3.8
	PBR	1.0	1.6	3.6	0.9	1.9	1.6	0.6
	ROE	10.0	17.5	42.9	12.8	17.8	10.5	16.4
	EV/EBITDA	5.9	8.0	6.6	4.5	7.7	11.7	-
2023A	Sales	197,712	34,831	7,761	27,819	4,388	16,515	1,140
	OP	5,343	1,397	509	879	157	239	2
	OPM%	3%	4%	7%	3%	4%	1%	0%
	NP	4,559	1,273	386	368	152	197	57
	PER	10.2	21.8	26.5	24.2	35.7	30.9	30.1
	PBR	1.0	4.6	7.6	2.7	4.5	3.1	0.9
	ROE	9.7	22.3	29.7	11.4	12.9	10.2	2.9
	EV/EBITDA	5.0	15.0	17.5	9.1	27.2	19.1	38.4
2024F	Sales	212,704	45,314	10,880	32,009	8,695	18,767	-
	OP	6,293	2,001	851	1,240	435	347	-
	OPM%	3%	4%	8%	4%	5%	2%	-
	NP	4,985	1,833	664	594	335	251	-
	PER	15.5	16.7	15.1	15.2	15.6	19.4	-
	PBR	1.5	4.9	4.9	2.3	3.6	2.4	-
	ROE	9.7	30.0	40.6	16.6	25.1	12.8	-
	EV/EBITDA	7.9	12.6	11.2	7.4	12.1	11.6	-
2025F	Sales	262,565	69,482	14,447	37,406	10,080	21,314	-
	OP	8,043	2,671	1,034	1,637	513	436	-
	OPM%	3%	4%	7%	4%	5%	2%	-
	NP	6,541	2,208	810	756	403	344	-
	PER	11.8	13.7	12.5	11.9	13.0	14.2	-
	PBR	1.4	4.3	4.1	2.0	3.2	2.2	-
	ROE	11.7	33.7	38.1	18.3	25.3	15.8	-
	EV/EBITDA	6.5	9.5	9.2	5.8	10.2	9.5	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD, %, 배



백길현

반도체, USCPA

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

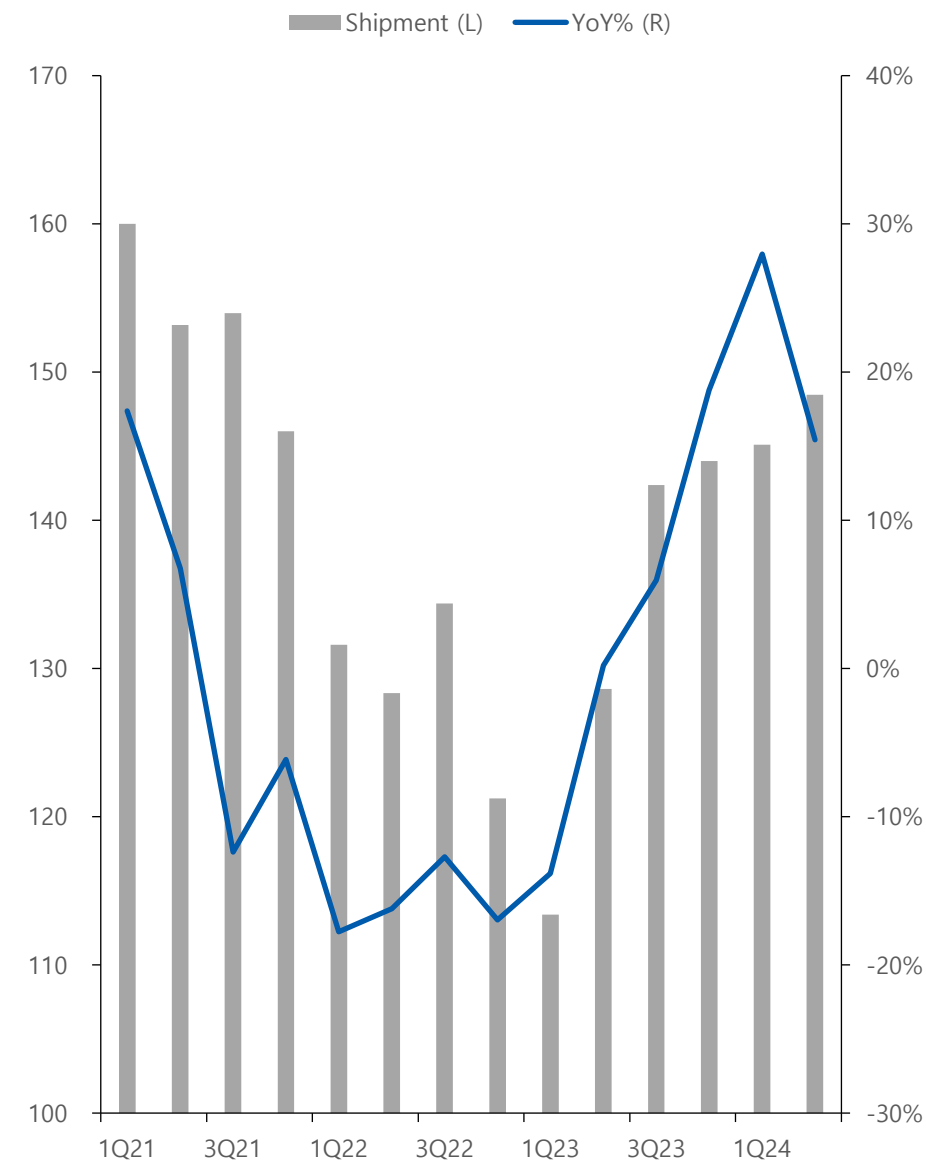
PART [3]

Fabless / Design house

Mediatek (MTK) / 2454 TT / 시총 73조원

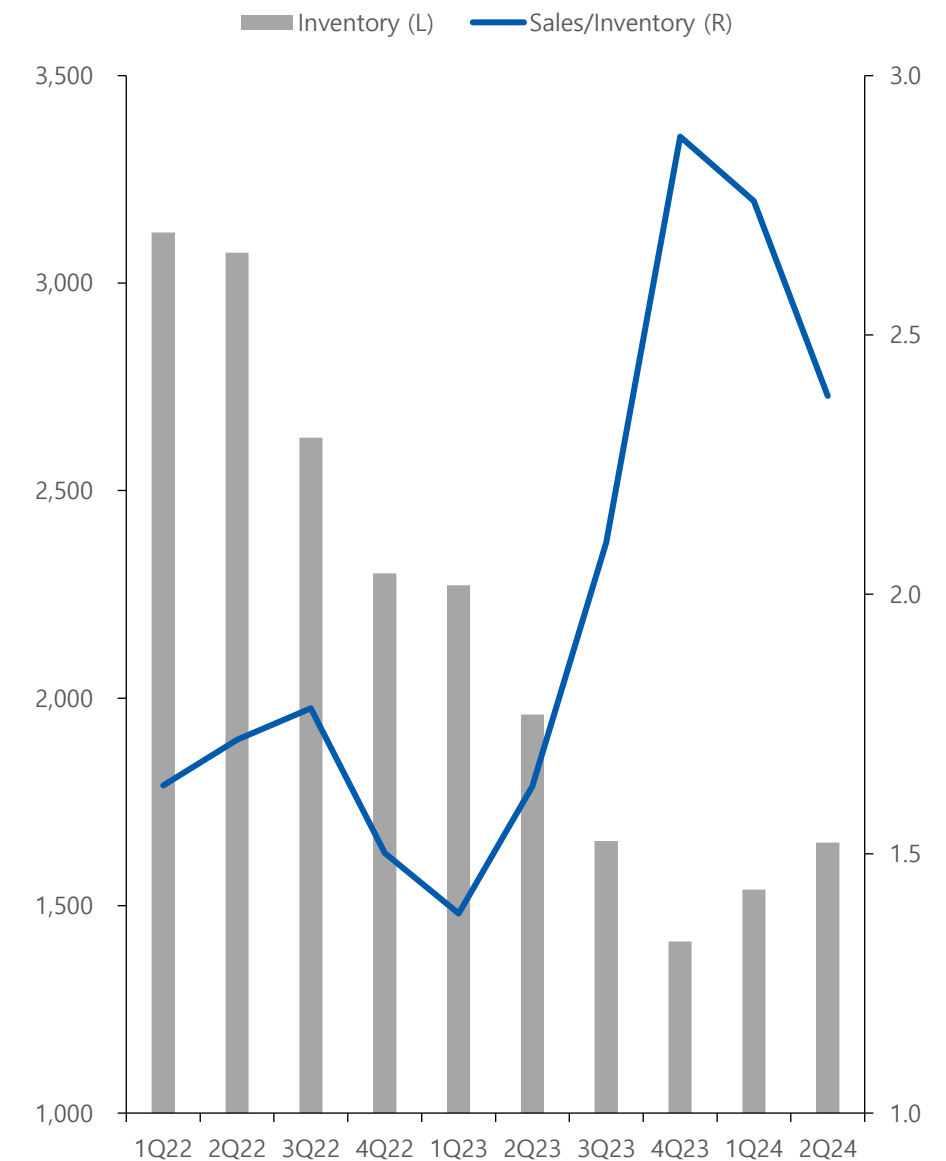
- Mobile AP 중심의 Fabless 기업.
- 2H24는 상반기대비 성장폭이 둔화될 것으로 전망. 중화권 Mobile 고객들은 3Q23부터 Build-up 시작했으며 현재 약 3개월 수준의 재고를 확보하고 있기 때문. 동사 재고는 약 2개월 수준임을 고려하면 전반적으로 재고 부담은 제한적.
- 동사는 Flagship 비중(2024년 연말기준 50%에 육박할 것)을 점진적으로 늘려가며 외형 성장을 도모할 것. 최근 Low-end 보다는 Flagship 중심의 수요 회복이 발생하고 있으며 2025년에도 AI 등 신규 기능을 탑재한 High-end 스마트폰 위주의 수요 개선세가 이어질 가능성이 높다는 판단임. 참고로 2024년 Flagship 부문 증가율은 대략 10% 중반 수준으로 시장 성장률을 상회.
- 참고로 2025년 iPhone 17(예상) 내 Spec 업그레이드와 AI 기능 탑재가 본격적으로 이루어질 것으로 전망된다는 점은 최근 중국 내 대기 수요를 발생시키고 있는 것. 중국 Brand 기준으로는 Huawei 중심의 성장 둔화로 이어질 가능성을 배제할 수 없다는 판단이며, ex-Huawei 스마트폰 Brand 대응 중인 동사 수요는 양호할 것.
- 동사는 중장기적 관점에서 ASIC 사업 진출을 도모하고 있는 것으로 파악. Mobile AP 공급업체로서 Leading edge node에 대한 경험을 기반으로 사업 확장을 해 나갈 것. 최근 AI ASIC 서비스에 대한 시장 수요가 폭발적으로 늘어나고 있는 초입 국면이기 때문에 다수의 프로젝트에 참여하면서 사업 기회를 확보해 나갈 것으로 기대.

[차트 57] 중화권 Smartphone 세트 분기 출하량 및 YoY% 증감률 추이



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만대

[차트 58] MediaTek 분기별 재고자산 및 매출액/재고자산 비율 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

Mediatek (MTK) / 2454 TT

[표 20] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	3,147	3,194	3,477	4,074	4,244	3,935	4,016	3,890	4,133	4,422	4,945	5,053
YoY%	-38%	-40%	-26%	18%	35%	23%	15%	-5%	-3%	12%	23%	30%
QoQ%	-9%	2%	9%	17%	4%	-7%	2%	-3%	6%	7%	12%	2%
CoGS	1,636	1,676	1,829	2,105	2,021	2,014	2,106	2,053	2,160	2,306	2,577	2,636
% of Total Sales	52%	52%	53%	52%	48%	51%	52%	53%	52%	52%	52%	52%
GP	1,510	1,518	1,649	1,969	2,223	1,921	1,910	1,837	1,972	2,116	2,369	2,417
% of Total Sales	48%	48%	47%	48%	52%	49%	48%	47%	48%	48%	48%	48%
SG&A	1,038	1,038	1,082	1,191	1,200	1,149	1,198	1,165	1,189	1,260	1,338	1,364
% of Total Sales	33%	33%	31%	29%	28%	29%	30%	30%	29%	28%	27%	27%
OP	473	480	567	778	1,023	772	713	672	783	856	1,030	1,053
% of Total Sales	15%	15%	16%	19%	24%	20%	18%	17%	19%	19%	21%	21%
YoY%	-64%	-64%	-48%	35%	116%	61%	26%	-14%	-23%	11%	45%	57%
QoQ%	-18%	2%	18%	37%	32%	-25%	-8%	-6%	17%	9%	20%	2%
NP	555	520	584	807	1,003	795	700	666	767	820	975	1,007
% of Total Sales	18%	16%	17%	20%	24%	20%	17%	17%	19%	19%	20%	20%
YoY%	-53%	-57%	-43%	37%	81%	53%	20%	-17%	-24%	3%	39%	51%
QoQ%	-6%	-6%	12%	38%	24%	-21%	-12%	-5%	15%	7%	19%	3%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

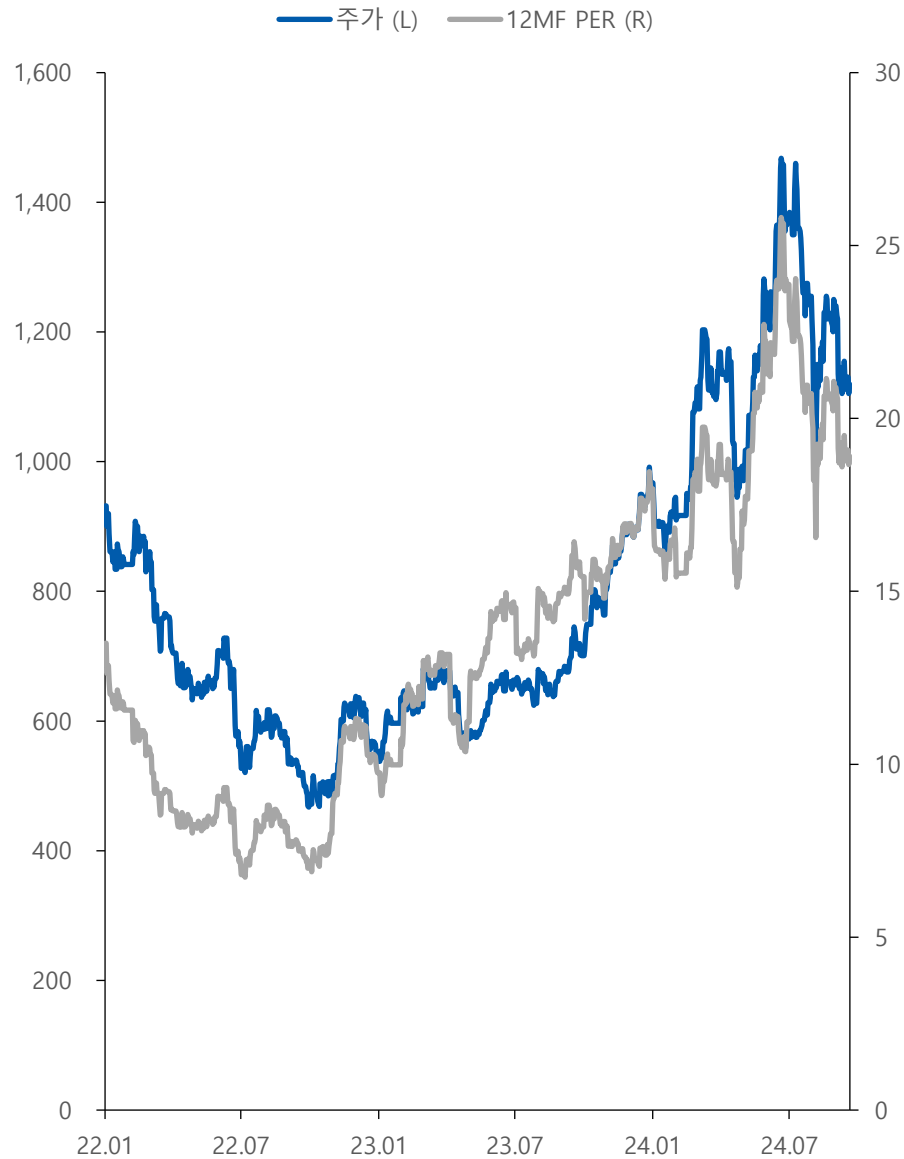
Mediatek (MTK) / 2454 TT

[표 21] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	8,551	7,831	7,901	7,970	10,942	17,666	18,420	13,907	16,076	18,495
YoY%	27%	-8%	1%	1%	37%	61%	4%	-25%	16%	15%
CoGS	5,503	5,041	4,857	4,635	6,134	9,374	9,327	7,254	8,197	9,667
% of Total Sales	64%	64%	61%	58%	56%	53%	51%	52%	51%	52%
GP	3,047	2,791	3,044	3,336	4,807	8,292	9,093	6,653	7,879	8,828
% of Total Sales	36%	36%	39%	42%	44%	47%	49%	48%	49%	48%
SG&A	2,331	2,468	2,507	2,605	3,339	4,424	4,837	4,350	4,715	5,156
% of Total Sales	27%	32%	32%	33%	31%	25%	26%	31%	29%	28%
OP	716	323	537	730	1,468	3,868	4,256	2,304	3,164	3,673
% of Total Sales	8%	4%	7%	9%	13%	22%	23%	17%	20%	20%
YoY%	-12%	-55%	66%	36%	101%	164%	10%	-46%	37%	16%
NP	736	800	689	746	1,390	3,989	3,965	2,470	3,137	3,533
% of Total Sales	9%	10%	9%	9%	13%	23%	22%	18%	20%	19%
YoY%	-10%	9%	-14%	8%	86%	187%	-1%	-38%	27%	13%

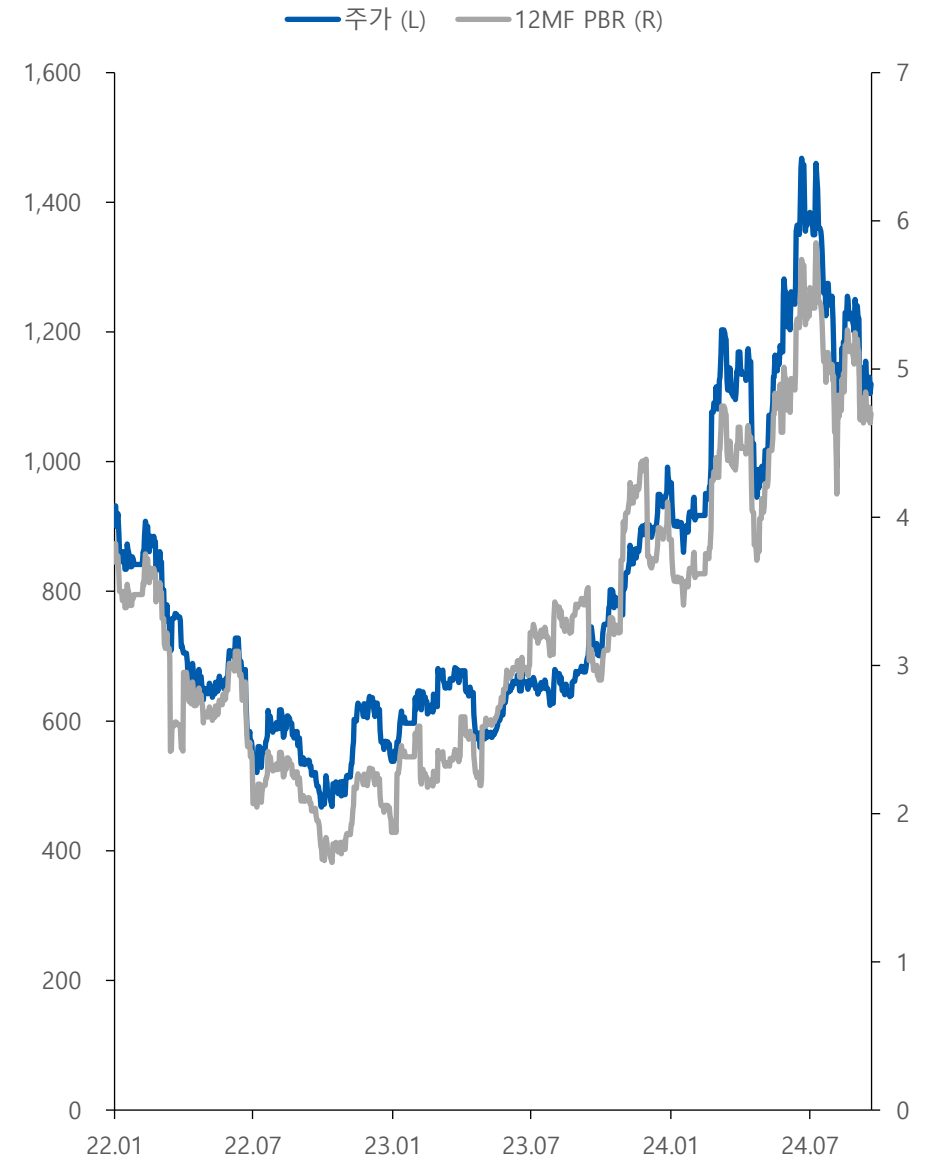
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 59] MediaTek 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 60] MediaTek 주가 및 12MF PBR 추이

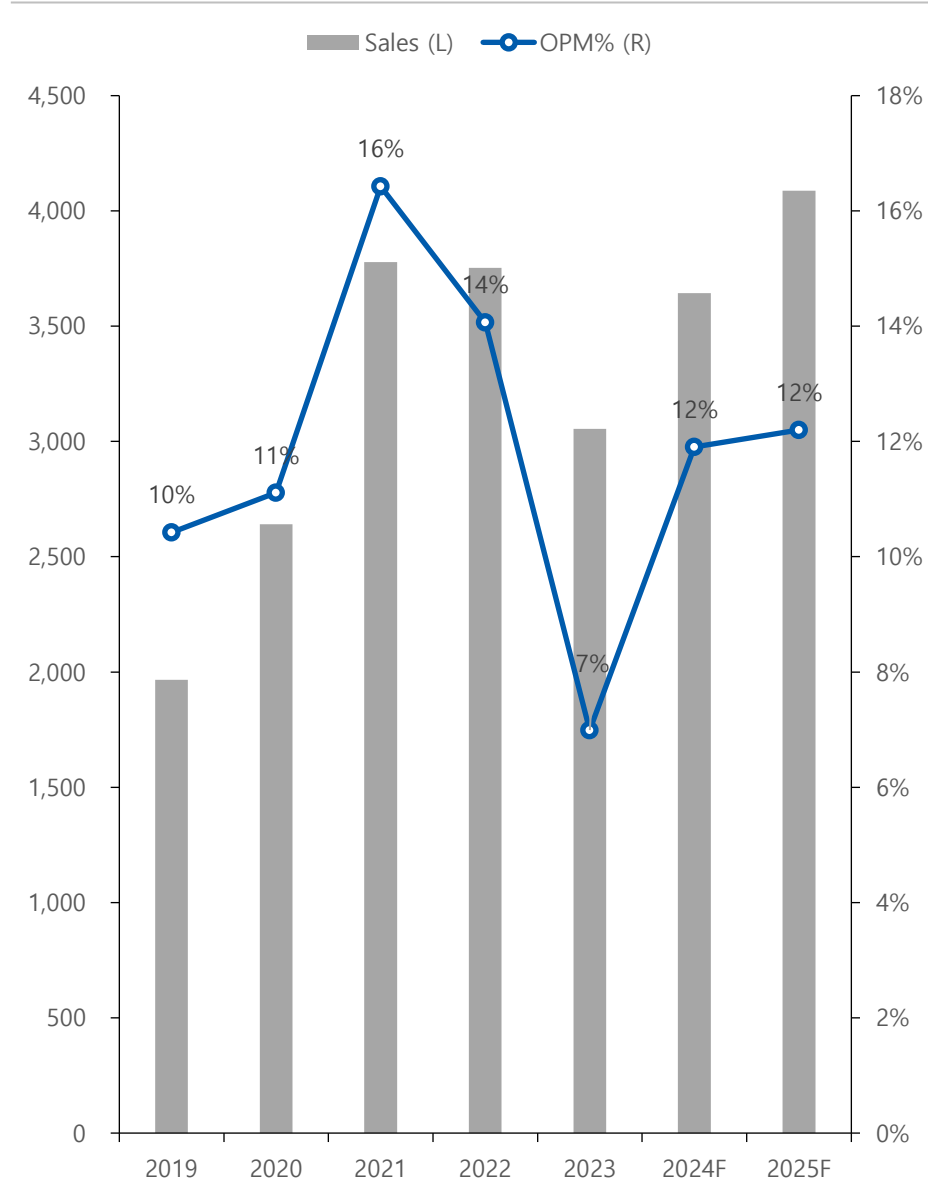


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

Realtek (RT) / 2379 TT / 시총 10조원

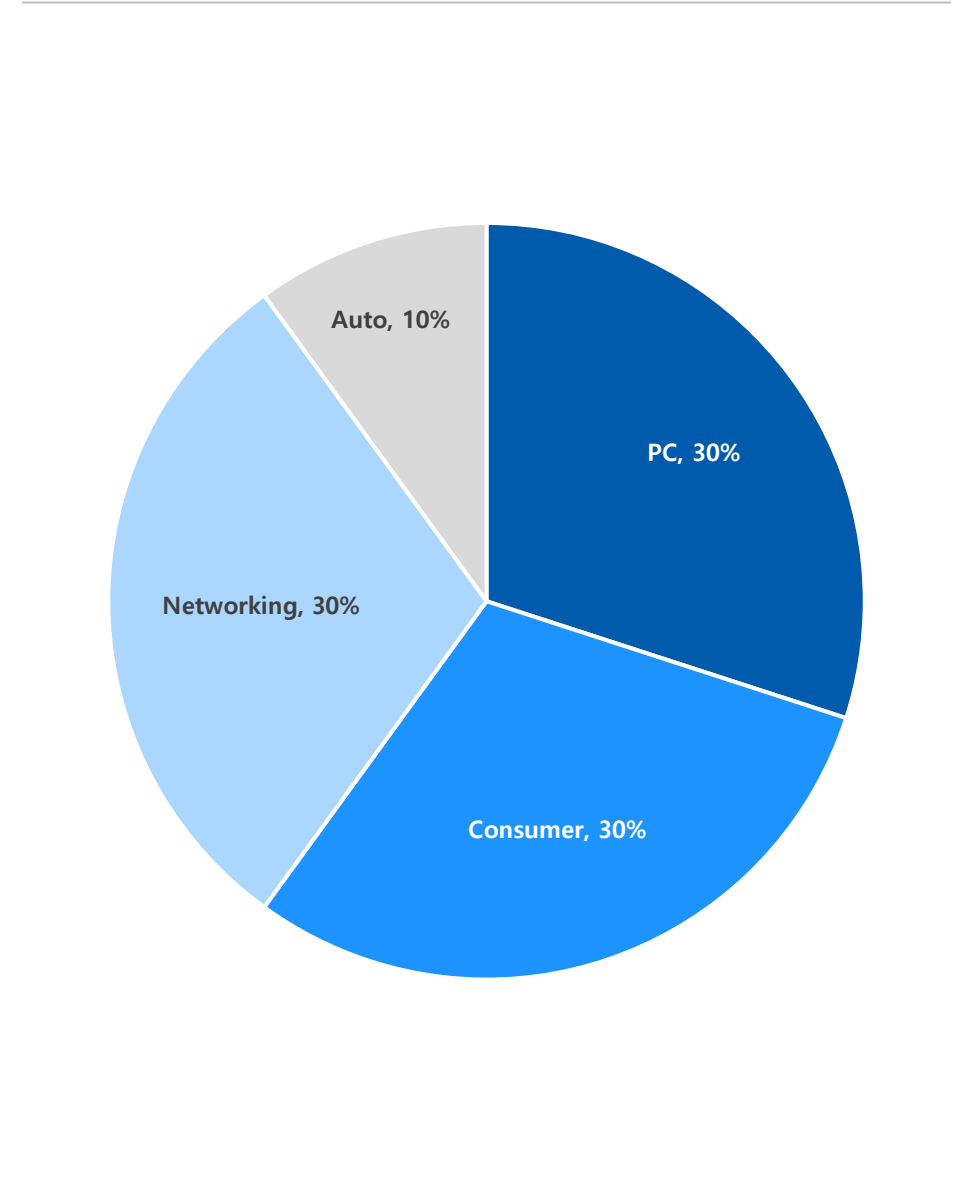
- 글로벌 Fabless (Connectivity Wifi, Audio Code, Ethernet 등) 기업.
- 1H24 전사 매출액 기준 전방시장별 비중은, PC 30%, Consumer 30%, Networking 30%, Auto 10%로 구성.
- PC 고객들은 연초 Build-up 수요가 있었으나 현재 추가적인 주문에는 다소 보수적. 다만 보유 중인 재고 레벨은 건전한 것으로 파악. 2H24 신규 AI PC 제품 런칭 일정을 앞두고 있지만 동사에 기여도는 제한적일 것. 상반기와 비슷한 수준의 실적을 예상.
- 1H24 Consumer 수요는 점진적으로 회복하는 모습을 보였음. 특히 TV Panel 가격 인상이 일부 반영되며 고객들의 Pull-in 주문이 있었던 것으로 파악. 다만 향후 해당 고객들은 1~2개 분기 수준의 재고 조정을 해 나갈 것. IoT Solution의 수요 또한 상반기는 양호했음. 중국 정부의 보조금 정책이 수요를 일부 진작 시킨 것으로 추정. 다만 단기 재고 소화 구간에 진입할 것
- Networking 부문은 작년 기저효과로 올해 높은 성장률을 보이고 전사 성장을 견일 할 것. 다만 Telecommunication 시장 내 경쟁 심화로 예상대비 수익성은 다소 부진할 것. 2H24 성장은 Routers 시장이 주도해 나갈 것으로 기대. 최근 시장 내 Server ODM 고객들의 4Q24 계절적 수요 기대감이 있긴 하지만 아직 가시성이 확보되지 않고 있다는 점을 고려하면 예상치를 하회할 가능성을 배제할 수 없을 것.
- Auto 시장은 북미 경쟁사의 약진이 감지되고 있음. 동사와의 합산 점유율이 대략 80% 수준에 달함. 향후 성장하는 시장으로 보고 있지만 단기적으로 시장 전반적인 재고 소화가 마무리되진 않은 것으로 파악.
- 2025년에도 전사 성장세는 이어질 것. 특히 북미 주요 스마트폰 브랜드의 Wifi 세대 전환은 여타 IT 기기 내 Wifi 교체를 요구할 것. 이에 따른 PC/Router/IoT 제품들의 교체수요가 내년부터 점진적으로 나타나고 시장의 Wifi 7 침투율은 10% 수준에 육박하게 될 것으로 기대.

[차트 61] Realtek 연간 매출액/OPM% 추이 및 전망



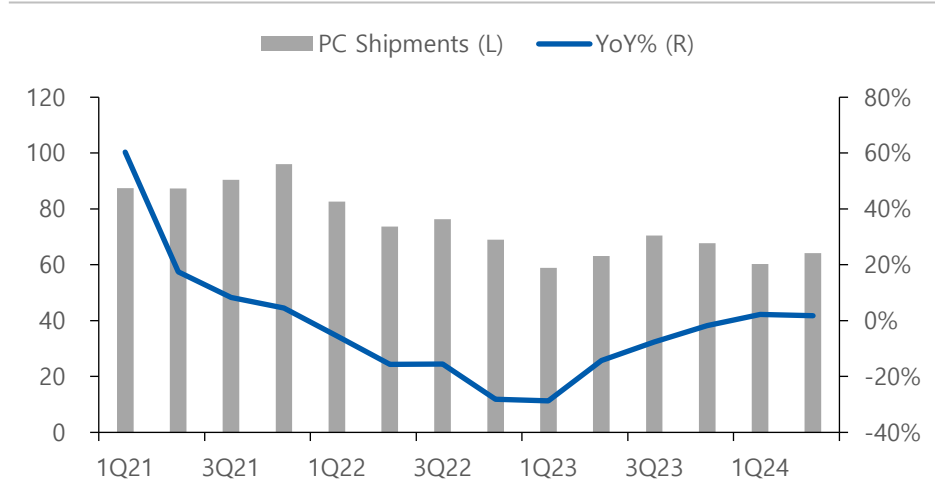
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 62] Realtek 1H24 응용처별 매출 비중



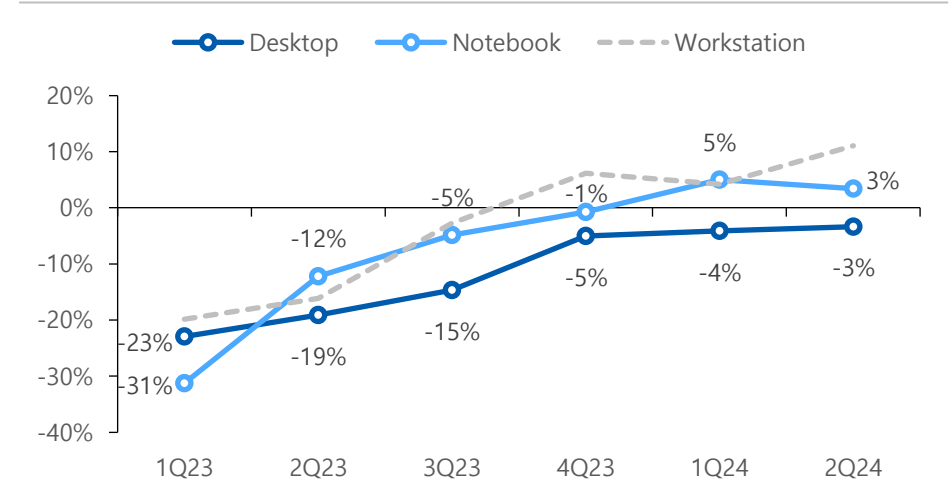
자료: Realtek, 유안타증권 리서치센터

[차트 63] 글로벌 PC 분기 출하량 및 YoY% 증감률 추이



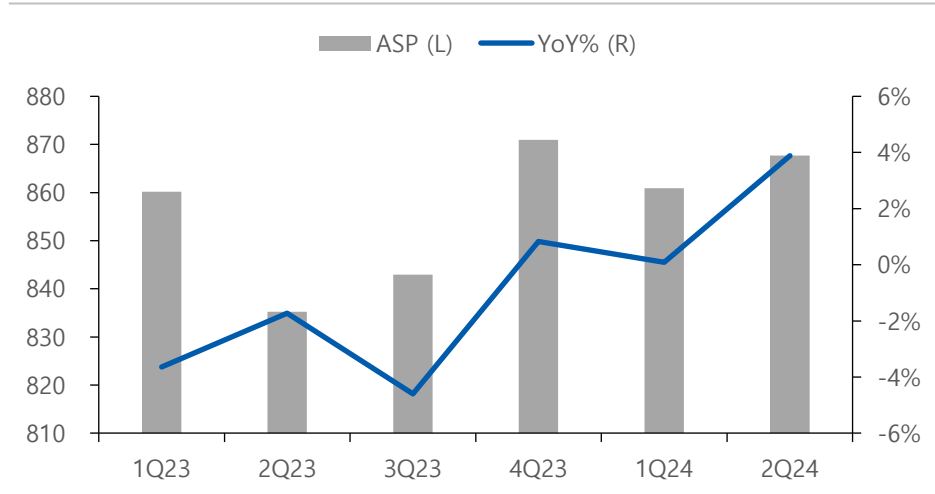
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만대

[차트 64] 글로벌 PC 제품별 분기 출하량 YoY% 증감률 추이



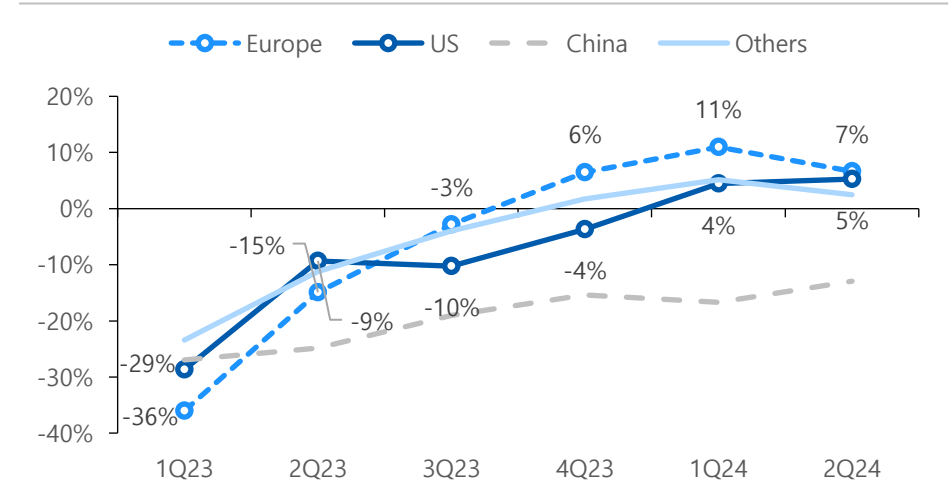
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[차트 65] 글로벌 PC 분기 ASP 및 YoY% 증감률 추이



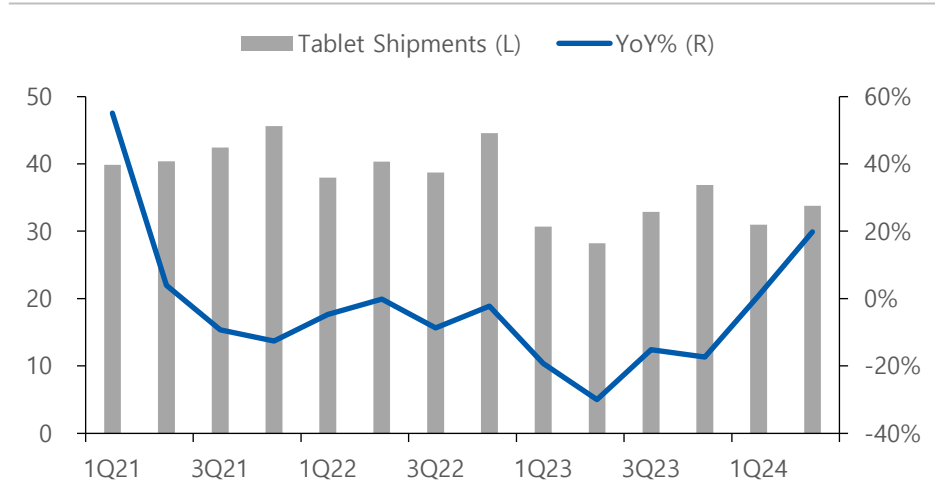
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 USD

[차트 66] 글로벌 PC 지역별 분기 출하량 YoY% 증감률 추이



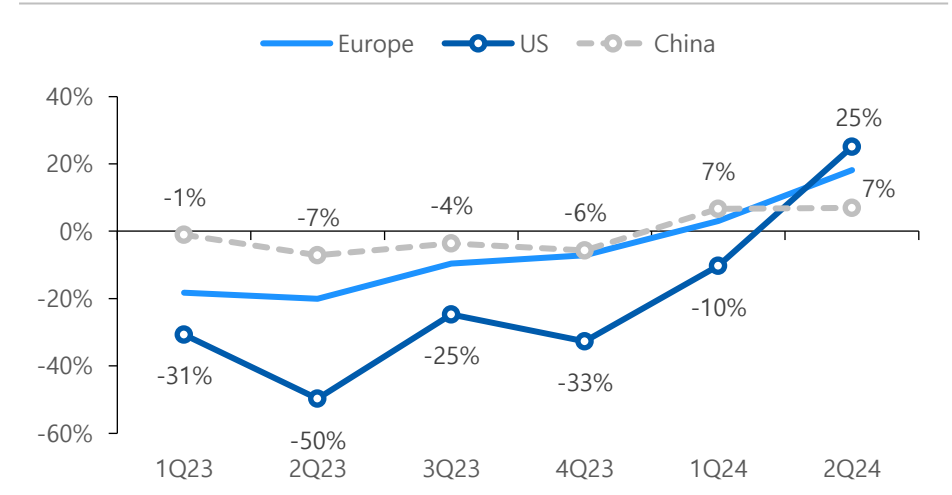
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[차트 67] 글로벌 Tablet 분기 출하량 및 YoY% 증감률 추이



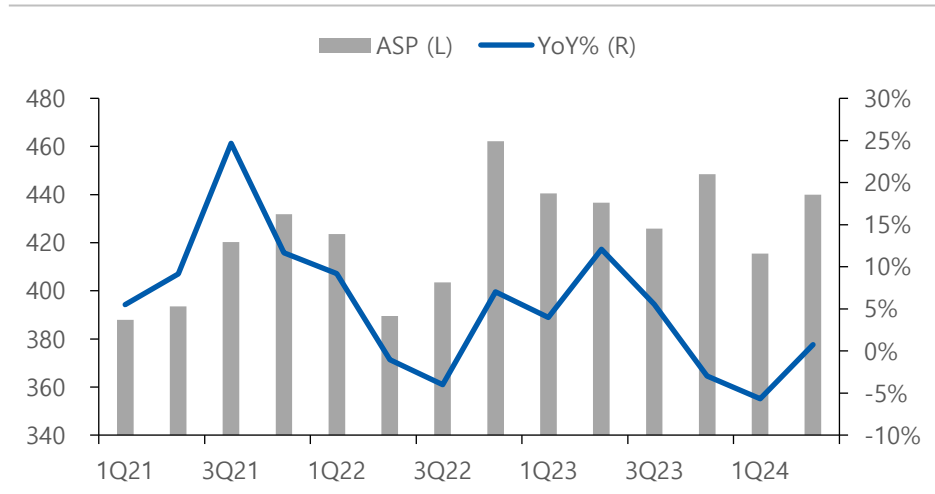
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만대

[차트 68] 글로벌 Tablet 지역별 분기 출하량 YoY% 증감률 추이



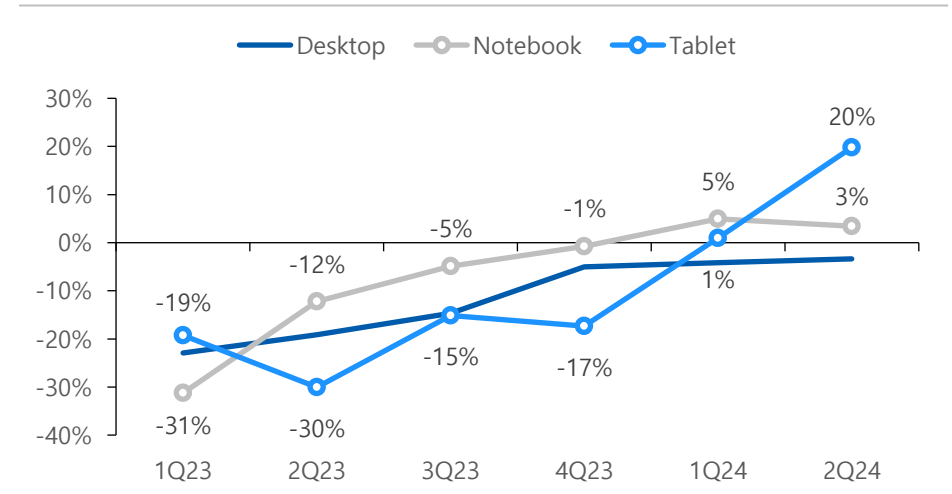
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

[차트 69] 글로벌 Tablet 분기 ASP 및 YoY% 증감률 추이



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 USD

[차트 70] 글로벌 PC/Tablet 제품 분기 출하량 YoY% 증감률 추이



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

Realtek (RT) / 2379 TT

[표 22] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	646	856	843	710	815	948	980	898	879	979	1,069	1,032
YoY%	-39%	-17%	-14%	2%	26%	11%	16%	27%	8%	3%	9%	15%
QoQ%	-7%	33%	-2%	-16%	15%	16%	3%	-8%	-2%	11%	9%	-4%
CoGS	367	499	489	392	401	466	493	460	462	514	560	543
% of Total Sales	57%	58%	58%	55%	49%	49%	50%	51%	53%	52%	52%	53%
GP	278	357	354	318	414	482	487	439	417	466	509	489
% of Total Sales	43%	42%	42%	45%	51%	51%	50%	49%	47%	48%	48%	47%
SG&A	232	289	291	281	327	360	366	340	320	349	369	359
% of Total Sales	36%	34%	35%	40%	40%	38%	37%	38%	36%	36%	35%	35%
OP	47	68	63	36	87	123	121	99	97	116	140	129
% of Total Sales	7%	8%	7%	5%	11%	13%	12%	11%	11%	12%	13%	13%
YoY%	-75%	-57%	-53%	-36%	87%	80%	92%	172%	12%	-5%	16%	31%
QoQ%	-18%	46%	-8%	-42%	140%	41%	-2%	-18%	-2%	19%	21%	-8%
NP	59	85	81	69	100	136	131	110	109	127	150	141
% of Total Sales	9%	10%	10%	10%	12%	14%	13%	12%	12%	13%	14%	14%
YoY%	-68%	-47%	-41%	1%	69%	60%	61%	60%	9%	-6%	15%	28%
QoQ%	-13%	44%	-4%	-16%	45%	36%	-4%	-16%	-1%	17%	18%	-6%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

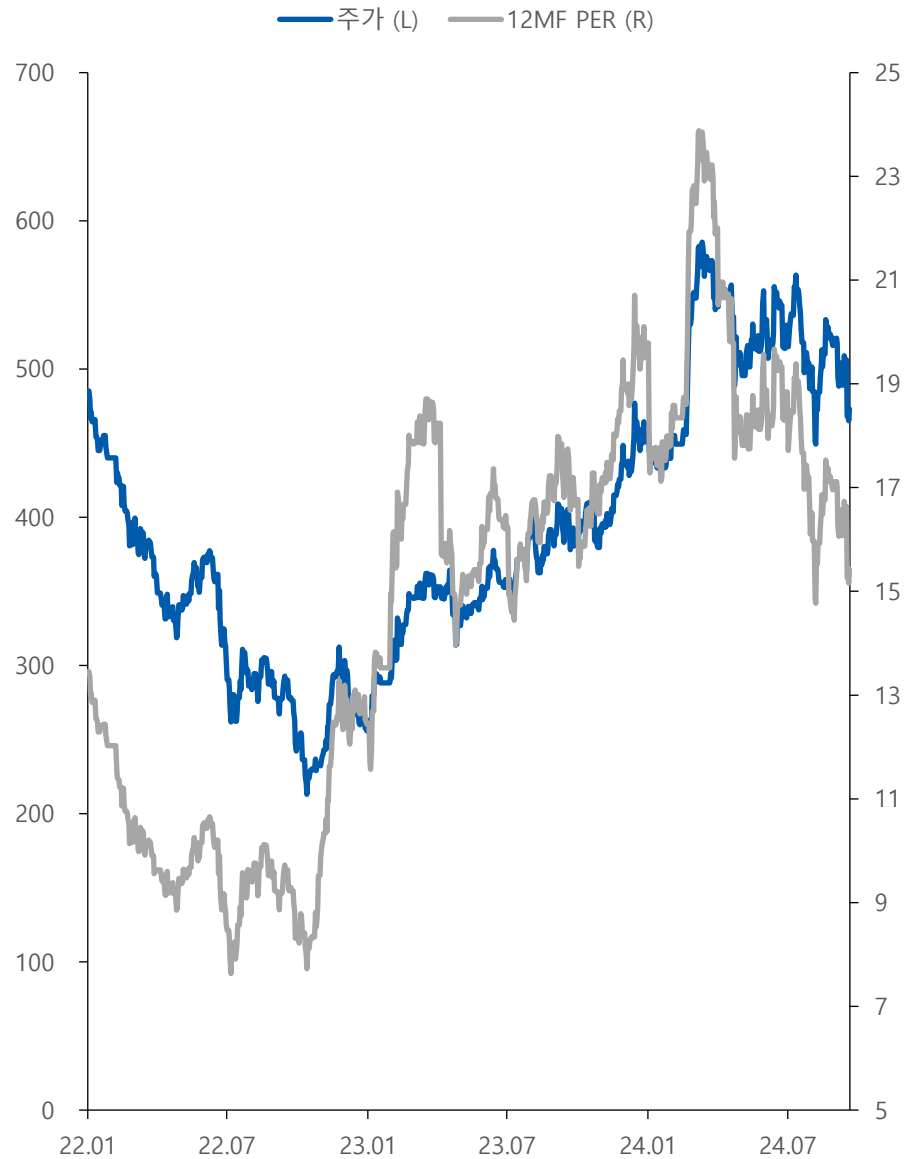
Realtek (RT) / 2379 TT

[표 23] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	1,208	1,370	1,520	1,966	2,641	3,777	3,752	3,054	3,638	4,052
YoY%	21%	13%	11%	29%	34%	43%	-1%	-19%	19%	11%
CoGS	683	782	841	1,106	1,512	1,873	1,918	1,746	1,815	2,114
% of Total Sales	57%	57%	55%	56%	57%	50%	51%	57%	50%	52%
GP	524	589	679	860	1,129	1,904	1,834	1,307	1,824	1,938
% of Total Sales	43%	43%	45%	44%	43%	50%	49%	43%	50%	48%
SG&A	421	483	554	656	836	1,284	1,306	1,094	1,389	1,443
% of Total Sales	35%	35%	36%	33%	32%	34%	35%	36%	38%	36%
OP	104	105	125	205	293	620	528	214	435	495
% of Total Sales	9%	8%	8%	10%	11%	16%	14%	7%	12%	12%
YoY%	81%	2%	19%	64%	43%	111%	-15%	-60%	104%	14%
NP	94	112	144	220	299	603	544	294	482	541
% of Total Sales	8%	8%	9%	11%	11%	16%	14%	10%	13%	13%
YoY%	23%	18%	29%	52%	36%	102%	-10%	-46%	64%	12%

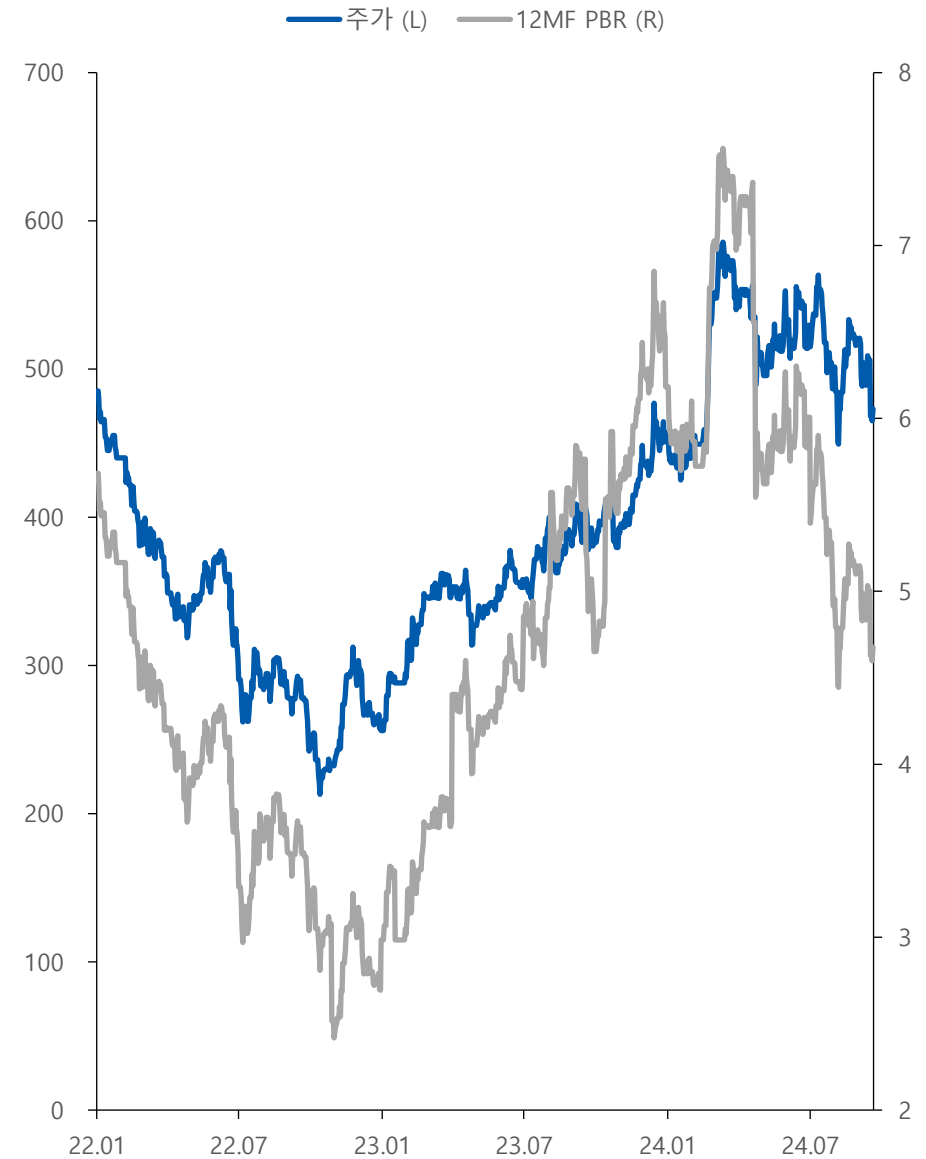
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 71] Realtek 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 72] Realtek 주가 및 12MF PBR 추이

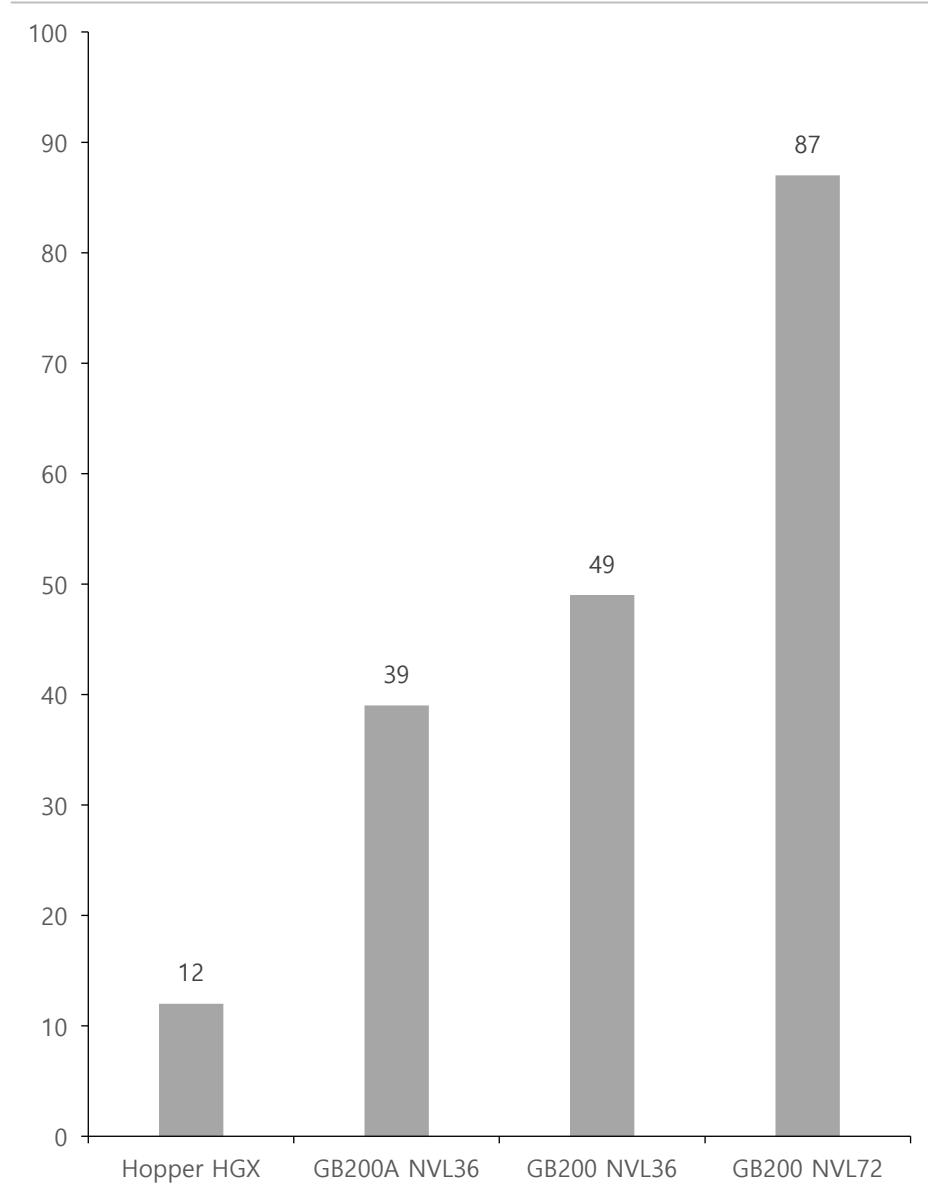


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

ASPEED / 5274 TT / 시총 8조원

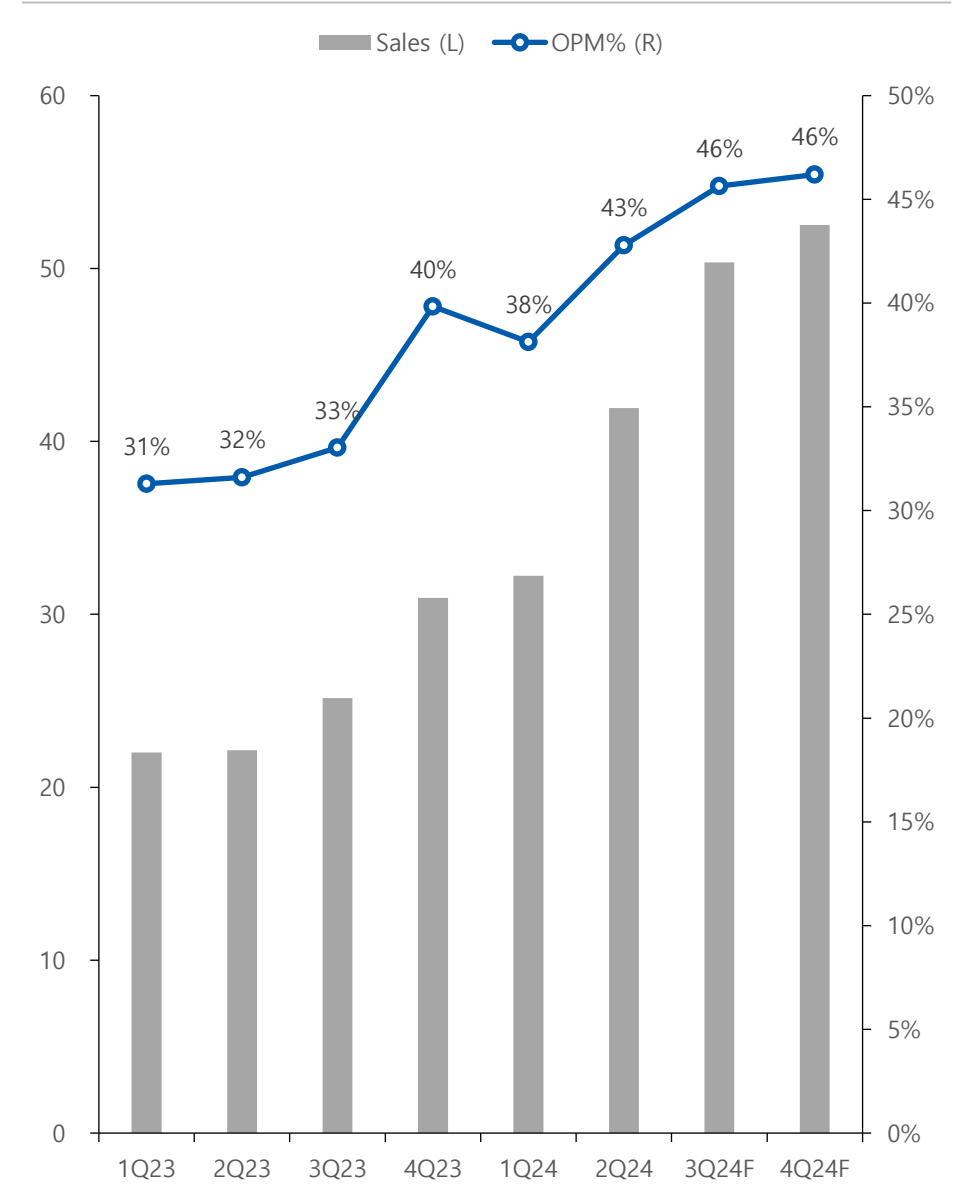
- 글로벌 1위 BMC(Baseboard Management Controller) 중심의 Fabless 업체. 글로벌 시장 내 점유율은 70%에 육박.
 - 전사 매출액 기준으로 BMC와 Mini BMC외 기타 매출 비중은 각각 80%, 20%. 중장기적 관점에서 I/O Expander 등 신제품 출시로 높은 수준의 외형성장을 이어 나갈 것으로 기대.
 - AI Server 시장 성장의 최대 수혜주. Conventional Server와 달리 AI Server 내 탑재되는 BMC 개수는 폭발적으로 증가 중(차트 73). 고가의 AI Server 내 BMC의 역할이 중요성이 재차 높아질 것으로 예상하기 때문. 참고로 BMC는 Sensor를 활용하여 Server의 하드웨어 장치의 물리적 상태에 대한 데이터를 수집하고 문제가 발생했을 경우 이를 사전에 Server 관리자에게 통보하는 역할을 함.
 - 2024년 Conventional Server 시장은 전년대비 4~5%, AI Server는 15% 수준 성장할 것으로 전망.
- 1) Conventional Server향 제품은 2H24 지나면서 성장세가 재차 부각될 것. 북미 주력 2개 고객의 신규 Server Platform(Eagle stream, Genoa generation, etc.) 출시를 기대하기 때문.
 - 2) 연초부터 점진적으로 회복 중. 최근 북미 AI Server GPU 공급업체의 B 시리즈 출시 지연 이슈가 있었지만 4Q24말부터 점진적으로 공급 물량은 확대될 것. 동사 및 Enterprise 고객의 재고는 건전.
 - 3) 2H22부터 중화권 고객 중심으로는 4개 분기의 재고 조정을 진행했으며, 2023년말부터 점진적인 수요 개선세를 보인 것으로 파악. 다만 여전히 중국은 과거 평균대비 Volume 회복이 안되었음. 2H24에도 추가적인 회복세를 기대. 동사 BMC의 경우 20nm대 후반의 Tech Node를 활용한다는 점을 고려하면 중국 수출 제재에 대한 영향은 제한적일 가능성이 높음.

[차트 73] Nvidia 제품별 BMC 개수



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[차트 74] ASPEED 분기별 매출액/OPM% 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

ASPEED / 5274 TT

[표 24] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	22	22	25	31	32	42	52	54	54	60	67	70
YoY%	-46%	-54%	-41%	-27%	46%	89%	106%	74%	67%	43%	30%	30%
QoQ%	-48%	1%	14%	23%	4%	30%	24%	4%	0%	11%	13%	4%
CoGS	8	8	9	11	12	15	19	19	19	21	24	25
% of Total Sales	36%	34%	37%	36%	37%	37%	36%	36%	36%	35%	35%	35%
GP	14	15	16	20	20	27	33	35	35	39	44	45
% of Total Sales	64%	66%	63%	64%	63%	63%	64%	64%	64%	65%	65%	65%
SG&A	7	8	7	8	8	9	9	10	10	10	10	11
% of Total Sales	33%	34%	30%	25%	25%	21%	18%	18%	18%	16%	15%	16%
OP	7	7	8	12	12	18	24	25	25	29	33	34
% of Total Sales	31%	32%	33%	40%	38%	43%	46%	46%	46%	48%	49%	49%
YoY%	-65%	-70%	-57%	-37%	78%	156%	186%	102%	103%	61%	40%	38%
QoQ%	-65%	2%	19%	48%	0%	46%	33%	5%	0%	16%	15%	3%
NP	6	8	9	10	12	16	21	22	21	24	29	30
% of Total Sales	28%	35%	34%	31%	39%	37%	40%	40%	39%	41%	42%	43%
YoY%	-63%	-59%	-57%	-36%	103%	101%	144%	121%	71%	56%	37%	39%
QoQ%	-60%	28%	9%	14%	28%	26%	33%	4%	-1%	15%	17%	4%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

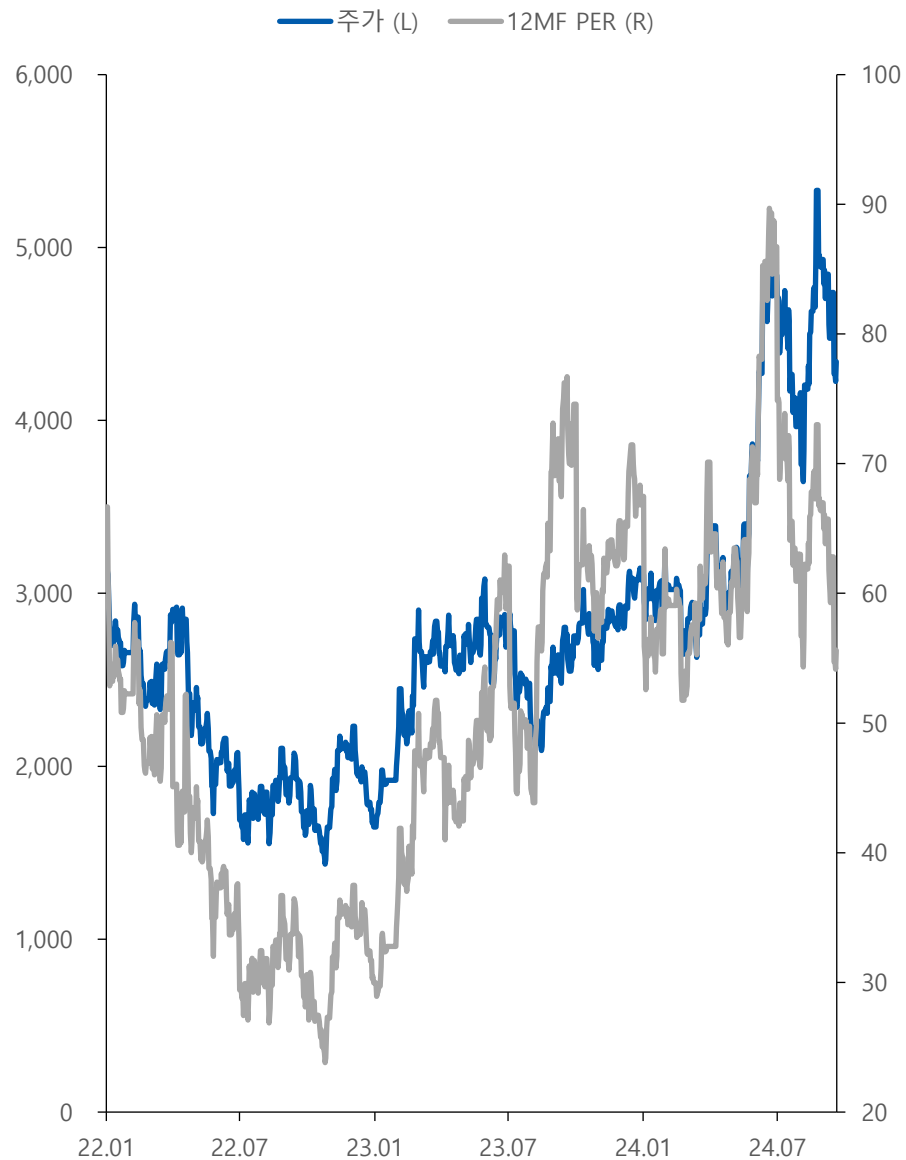
ASPEED / 5274 TT

[표 25] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	42	62	71	80	104	130	175	100	181	256
YoY%	34%	49%	15%	13%	29%	25%	34%	-43%	80%	41%
CoGS	18	26	29	30	38	45	61	36	65	90
% of Total Sales	43%	42%	40%	37%	37%	35%	35%	36%	36%	35%
GP	24	36	43	51	66	85	114	64	116	166
% of Total Sales	57%	58%	60%	63%	63%	65%	65%	64%	64%	65%
SG&A	7	15	16	18	23	26	32	30	35	41
% of Total Sales	17%	24%	23%	23%	22%	20%	18%	30%	20%	16%
OP	17	21	27	33	43	59	82	35	80	125
% of Total Sales	40%	34%	37%	41%	41%	45%	47%	34%	44%	49%
YoY%	43%	28%	25%	23%	32%	37%	39%	-58%	132%	56%
NP	14	17	23	27	34	47	71	32	71	107
% of Total Sales	33%	28%	32%	33%	33%	36%	40%	32%	39%	42%
YoY%	29%	26%	30%	18%	27%	38%	50%	-54%	119%	51%

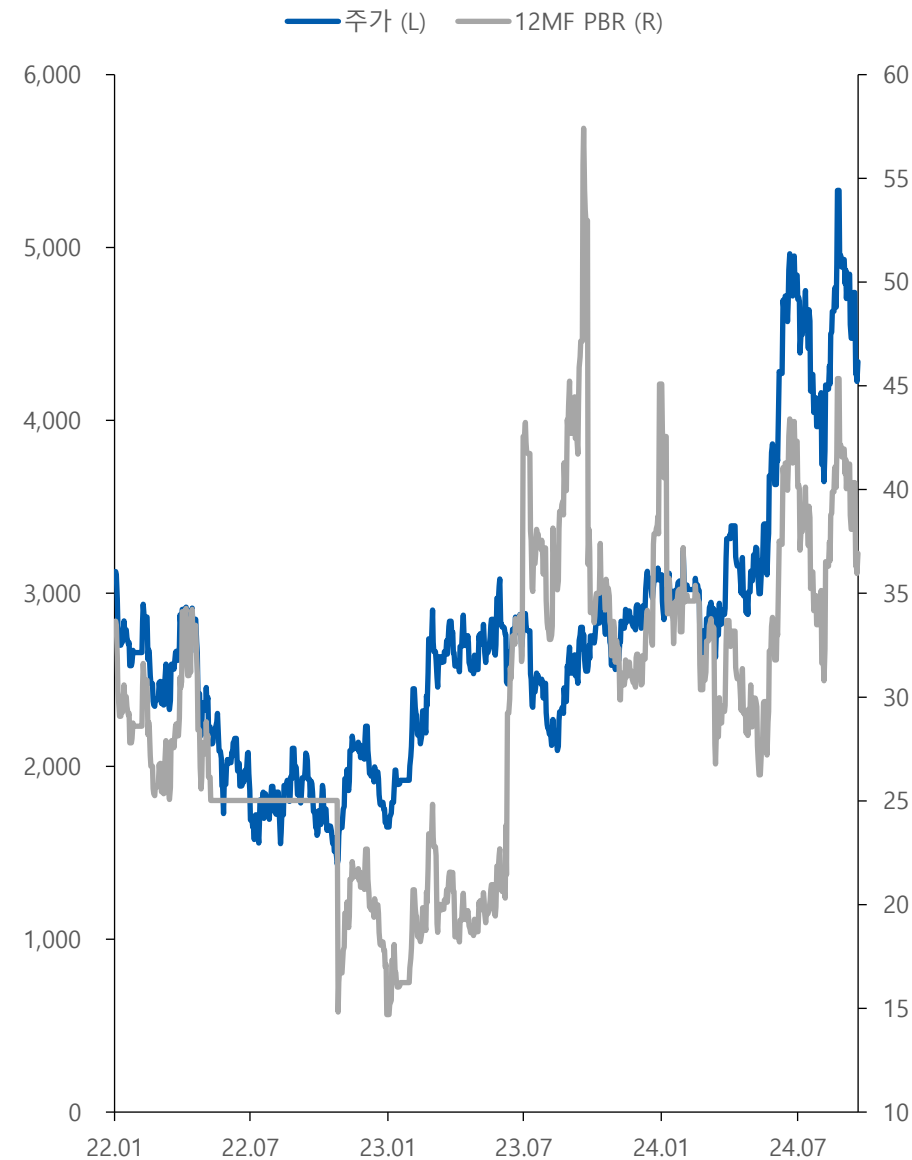
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 75] ASPEED 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 76] ASPEED 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

글로벌 Fabless 현황

[표 26] 글로벌 주요 Fabless 업체 실적 및 Valuation

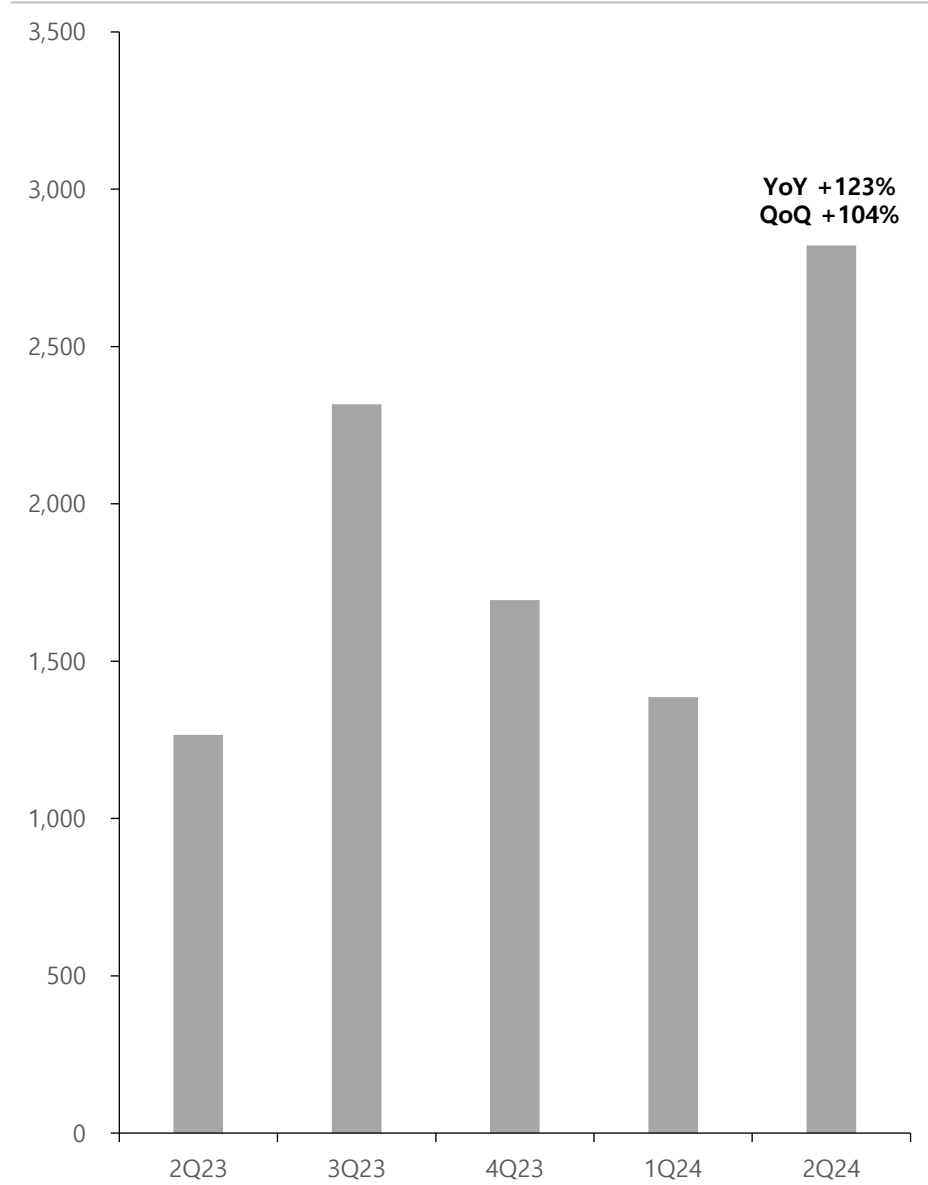
Company		Nvidia	Broadcom	Qualcomm	Marvell	MediaTek	Novatek	Realtek	ASPEED	Nuvoton	Will Semi	GigaDevice
Ticker		NVDA US	AVGO US	QCOM US	MRVL US	2454 TT	3034 TT	2379 TT	5274 TT	4919 TT	603501 CH	603986 CH
시가총액		2,891,351	781,948	193,747	64,861	56,331	9,683	7,536	5,031	1,073	14,548	6,165
2022A	Sales	26,914	33,203	44,200	4,462	18,420	3,691	3,752	175	1,405	2,986	1,209
	OP	10,041	14,225	15,860	-348	4,256	1,099	528	82	150	126	272
	OPM%	37%	43%	36%	-8%	23%	30%	14%	47%	11%	4%	22%
	NP	9,752	11,495	12,936	-421	3,965	939	544	71	142	147	305
	PER	57.4	17.3	9.9	-	8.4	6.9	8.9	30.2	11.4	91.8	33.1
	PBR	21.5	8.7	7.5	3.6	2.3	2.9	3.1	14.2	2.7	5.0	4.5
	ROE	44.8	51.1	92.5	-3.5	27.1	41.1	37.8	52.4	25.5	5.8	14.3
	EV/EBITDA	45.5	11.6	8.0	53.7	6.0	4.2	5.6	22.5	7.2	49.5	24.9
2023A	Sales	26,974	35,819	35,820	5,920	13,907	3,543	3,054	100	1,134	2,968	814
	OP	4,224	16,207	7,788	238	2,304	855	214	35	54	148	-31
	OPM%	16%	45%	22%	4%	17%	24%	7%	34%	5%	5%	-4%
	NP	4,368	14,082	7,232	-164	2,470	748	294	32	78	78	23
	PER	78.7	24.8	14.5	78.7	20.9	13.5	26.4	117.0	24.6	227.0	385.0
	PBR	22.7	14.5	5.6	2.4	4.4	4.7	5.7	30.8	3.6	6.0	4.1
	ROE	17.9	60.3	36.5	-1.0	19.0	35.1	20.6	24.2	14.1	2.8	1.1
	EV/EBITDA	58.8	18.1	11.5	22.7	16.2	9.3	21.3	83.8	18.3	68.5	93.4
2024F	Sales	125,555	51,595	38,625	5,536	16,076	3,309	3,638	181	1,028	3,765	1,064
	OP	82,170	30,647	13,160	1,573	3,164	722	435	80	21	534	140
	OPM%	65%	59%	34%	28%	20%	22%	12%	44%	2%	14%	13%
	NP	70,296	23,603	11,406	1,282	3,137	661	482	71	33	453	157
	PER	41.7	34.5	17.3	50.9	17.8	14.6	15.6	71.1	32.6	31.9	38.6
	PBR	30.6	11.9	7.6	4.6	4.7	4.5	4.7	30.8	2.1	4.2	2.7
	ROE	93.9	44.8	44.5	1.5	26.9	32.1	32.6	49.0	5.5	13.6	7.0
	EV/EBITDA	34.6	26.6	14.2	41.8	13.7	10.1	12.0	58.1	17.7	21.2	29.4
2025F	Sales	180,350	60,721	42,173	7,355	18,495	3,596	4,052	256	1,176	4,458	1,336
	OP	116,629	38,041	13,852	2,376	3,673	821	495	125	67	741	219
	OPM%	65%	63%	33%	32%	20%	23%	12%	49%	6%	17%	16%
	NP	100,559	30,250	12,498	2,145	3,533	722	541	107	65	636	239
	PER	29.1	26.9	15.6	29.8	15.9	13.4	13.9	47.5	16.1	22.8	25.8
	PBR	16.1	10.2	6.4	4.5	4.2	4.0	4.2	24.1	2.1	3.6	2.5
	ROE	73.8	39.5	41.6	4.2	28.2	33.6	31.7	56.8	12.5	16.0	9.7
	EV/EBITDA	23.7	22.0	12.8	26.1	12.2	8.9	10.8	38.1	7.9	16.4	19.8

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD, %, 배

Global Unichip (GUC) / 3443 TT / 시총 6조원

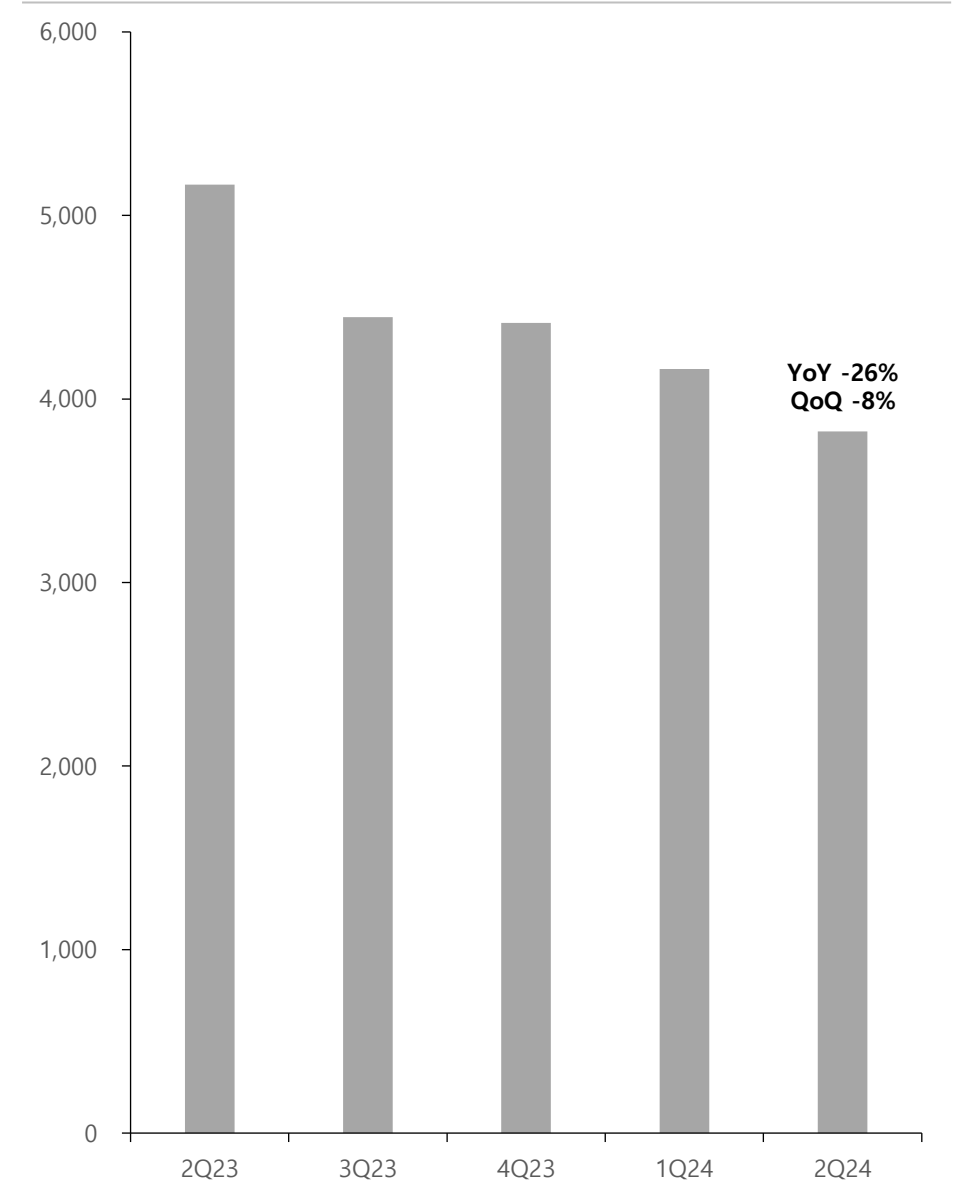
- Pure ASIC 서비스 공급업체. Customized AI ASIC 시장 성장에 따른 수혜주.
- 1H24 전사 매출액 기준 부문별 비중은 각각, Digital Consumer 37%, AI/ML 15%, Networking 24%, Industry 8%, Others 16%으로 구성.
- 연초 예상대비 전사 성장률은 다소 낮을 것으로 전망. AI/ML 고객들의 수주는 견조했지만, Digital Consumer 고객들의 수요 개선세는 예상대비 저조했기 때문. 특히 SSD Controller for Conventional Server, Digital Camera, Game Console 주문이 예상대비 부진했을 것으로 추정.
- HBM Base die 프로젝트에 대한 시장의 관심이 지속되고 있는 것으로 추정. 12nm 기반의 Base die는 다소 Standard type이라는 점을 고려하면, 향후 5nm 수준으로 전환 시 각 고객들의 Customized 설계 수요가 발생할 가능성이 높다는 판단임. 현재에도 이러한 요구는 지속 발생하고 있는 것으로 파악.
- 단기적으로 NRE/Turnkey 수주 변동 가능성은 있지만, 중장기적 관점에서 글로벌 Cloud Server Provider를 포함한 AI ASIC 시장의 성장 가시성이 재차 높아지고 있는 국면일 것. 최근 미국 M사향 NRE 프로젝트 지연 등의 노이즈가 있으나, 여타 NRE 수주 증가 가능성을 고려하면 이는 기우일 것.

[차트 77] GUC NRE 분기 매출 추이



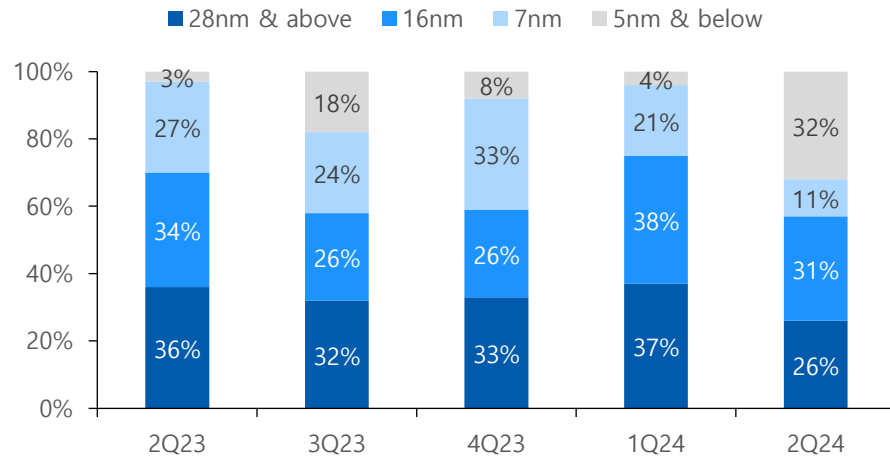
자료: GUC 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnNTD

[차트 78] GUC Turnkey 분기 매출 추이



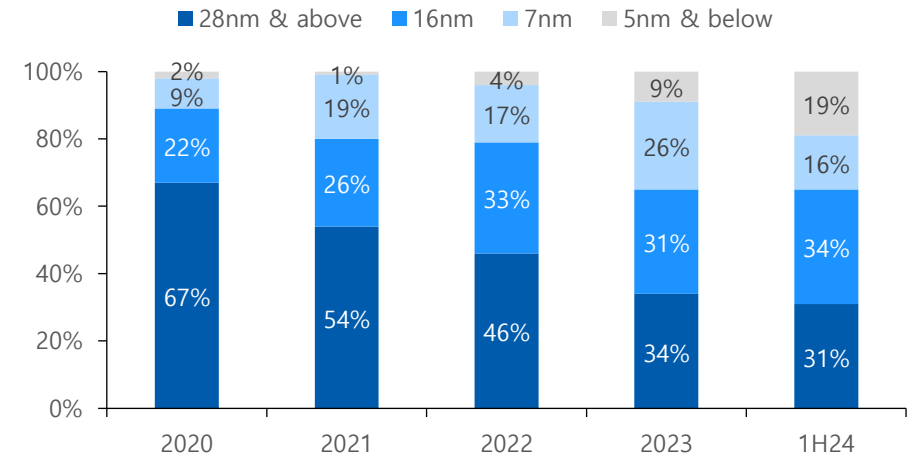
자료: GUC 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnNTD

[차트 79] GUC Node별 분기 매출 비중 추이



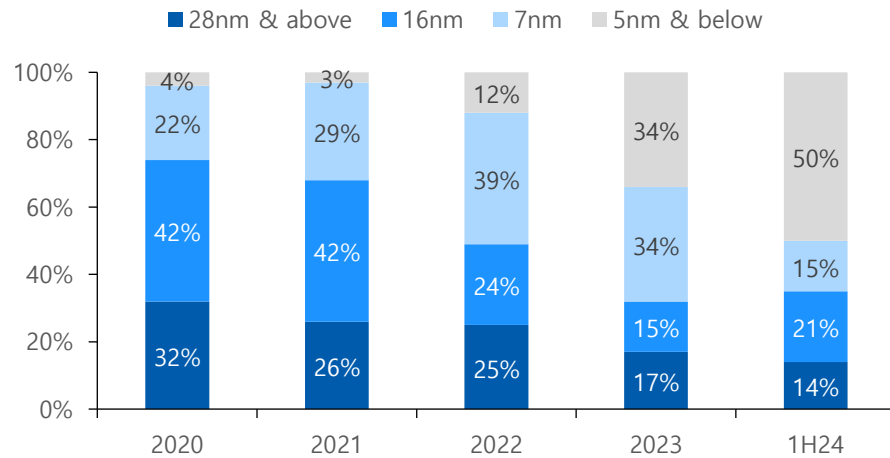
자료: GUC, 유안타증권 리서치센터

[차트 80] GUC Node별 연간 매출 비중 추이



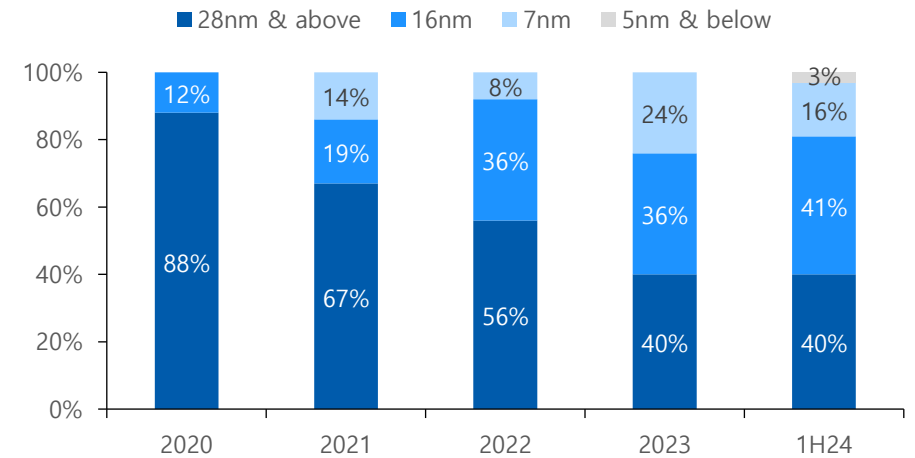
자료: GUC, 유안타증권 리서치센터

[차트 81] GUC NRE Node별 연간 매출 비중 추이



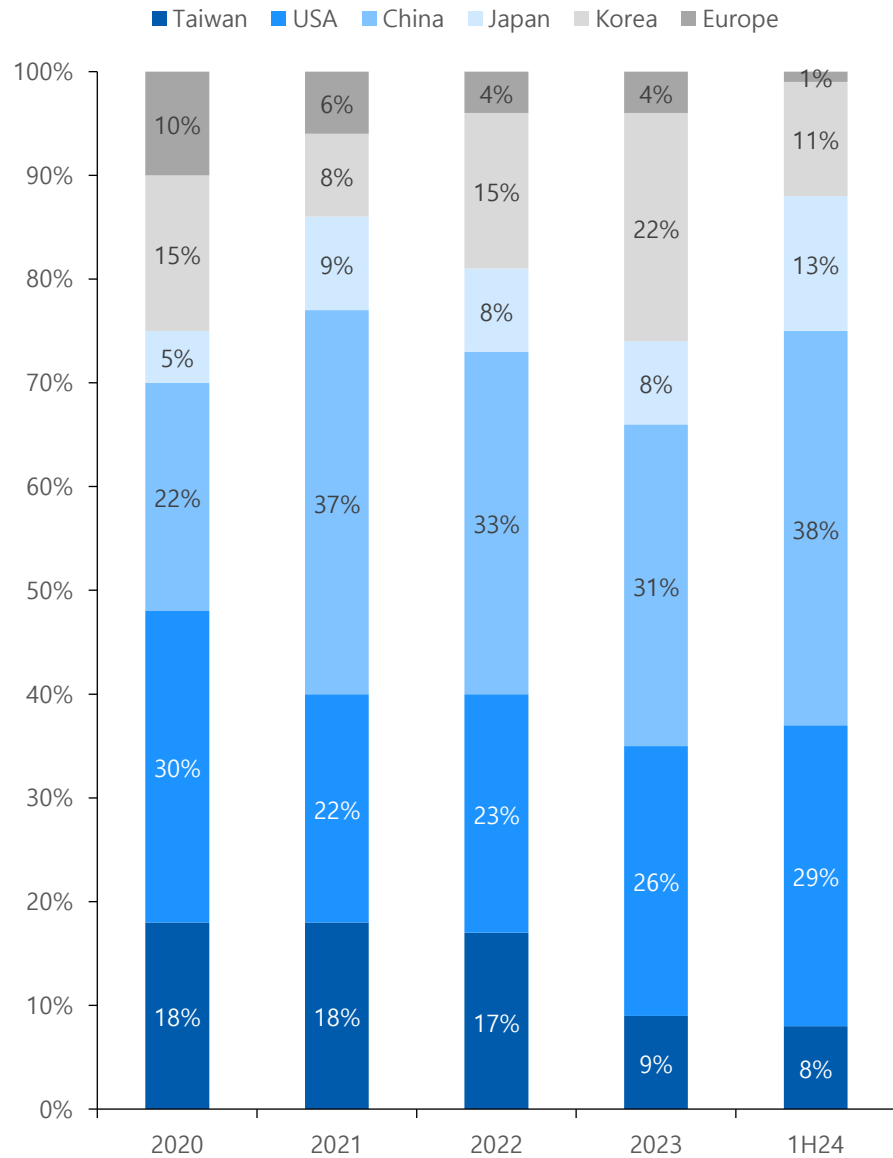
자료: GUC, 유안타증권 리서치센터

[차트 82] GUC Turnkey Node별 연간 매출 비중 추이



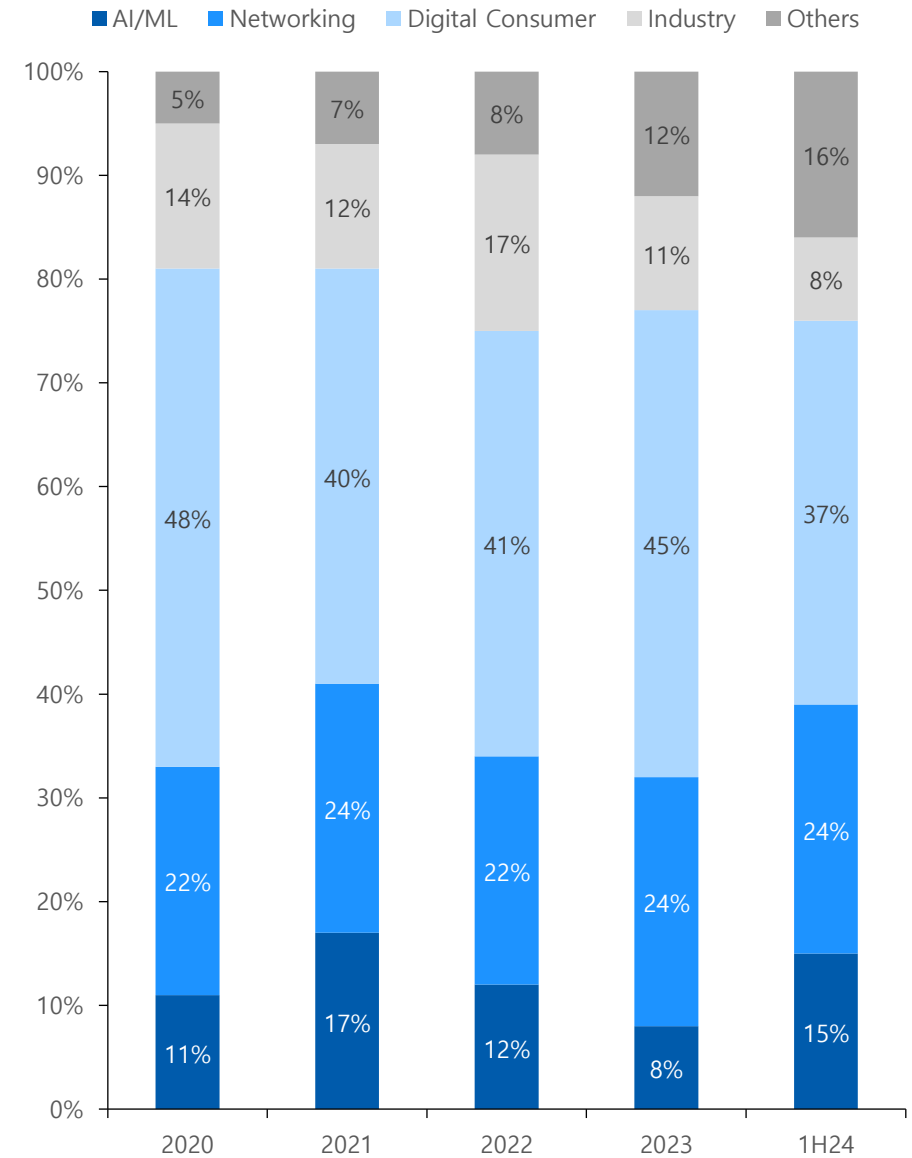
자료: GUC, 유안타증권 리서치센터

[차트 83] GUC 지역별 연간 매출 비중 추이



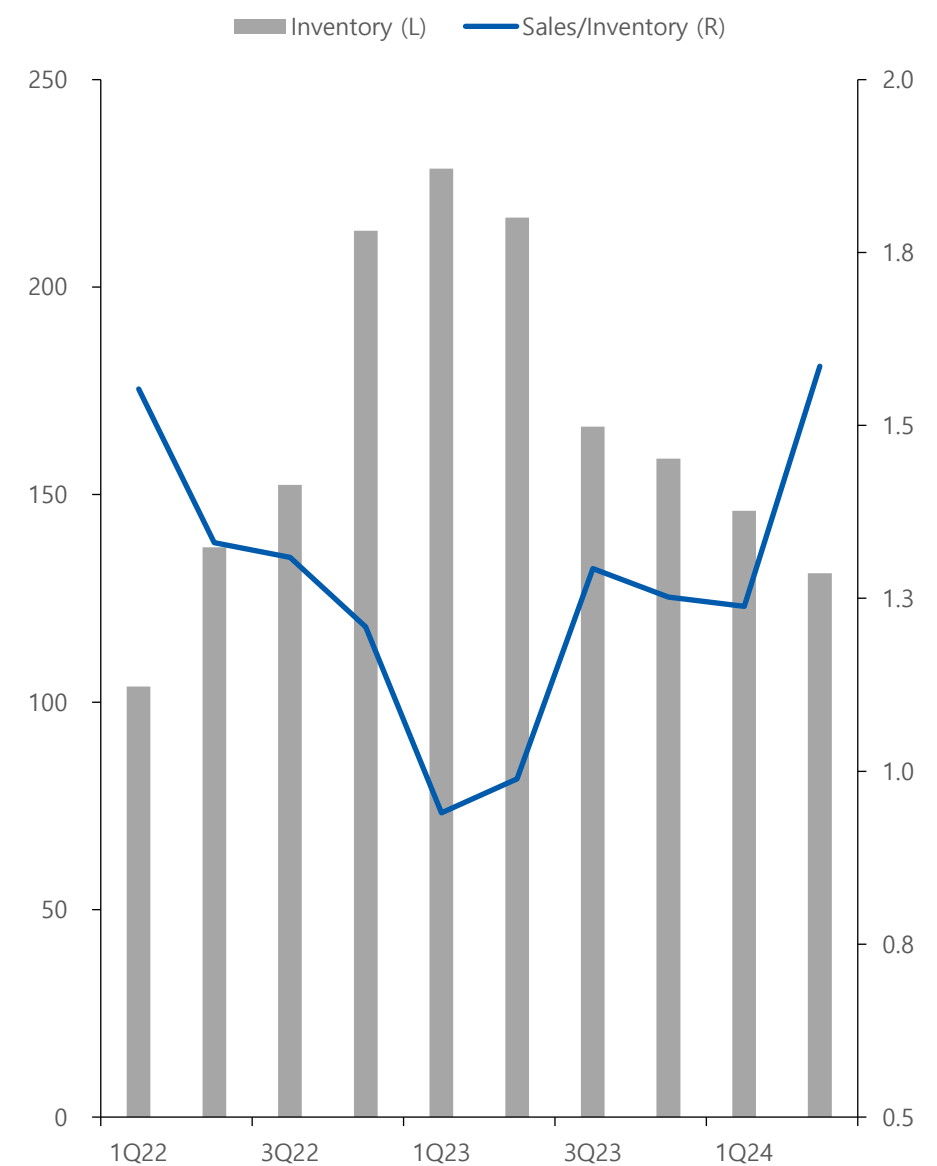
자료: GUC, 유안타증권 리서치센터

[차트 84] GUC 응용처별 연간 매출 비중 추이



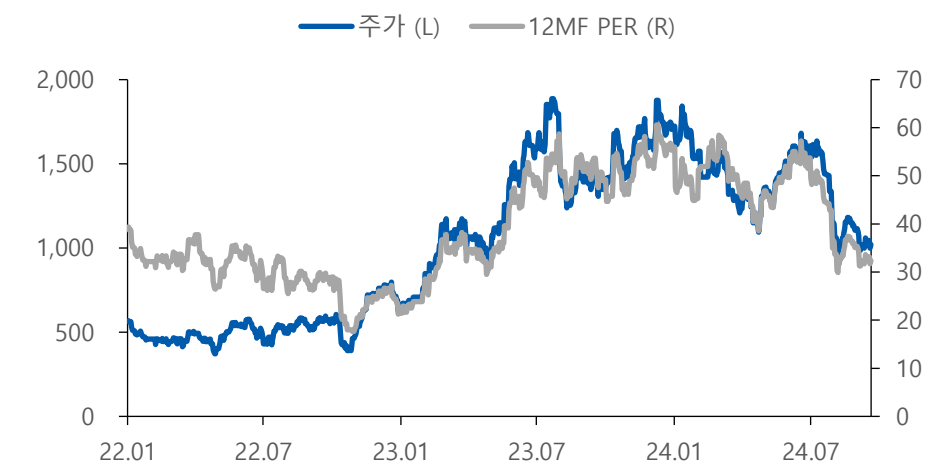
자료: GUC, 유안타증권 리서치센터

[차트 85] GUC 분기별 재고자산 및 매출액/재고자산 비율 추이



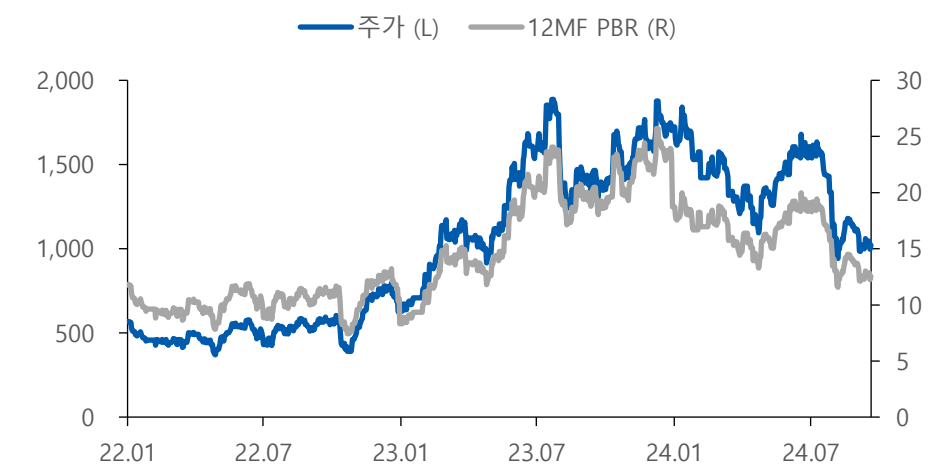
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 86] GUC 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 87] GUC 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

Global Unichip (GUC) / 3443 TT

[표 27] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	215	214	215	199	181	208	203	239	222	248	270	299
YoY%	33%	17%	8%	-23%	-16%	-3%	-6%	20%	22%	19%	33%	25%
QoQ%	-17%	0%	0%	-8%	-9%	15%	-2%	18%	-7%	12%	9%	11%
CoGS	146	152	146	142	127	144	137	161	153	172	189	207
% of Total Sales	68%	71%	68%	72%	70%	69%	67%	67%	69%	69%	70%	69%
GP	69	62	69	57	54	63	66	79	69	76	81	92
% of Total Sales	32%	29%	32%	28%	30%	31%	33%	33%	31%	31%	30%	31%
SG&A	32	32	34	31	31	32	34	35	34	36	35	40
% of Total Sales	15%	15%	16%	15%	17%	15%	17%	15%	16%	14%	13%	13%
OP	36	31	35	26	22	32	32	43	34	40	46	53
% of Total Sales	17%	14%	16%	13%	12%	15%	16%	18%	16%	16%	17%	18%
YoY%	61%	8%	-8%	-45%	-38%	4%	-7%	67%	54%	26%	41%	21%
QoQ%	-24%	-16%	14%	-25%	-14%	42%	2%	34%	-21%	17%	14%	14%
NP	31	27	32	22	21	28	29	38	31	35	40	46
% of Total Sales	14%	13%	15%	11%	12%	14%	14%	16%	14%	14%	15%	15%
YoY%	58%	6%	-7%	-48%	-31%	3%	-11%	69%	48%	26%	39%	21%
QoQ%	-29%	-11%	18%	-31%	-6%	33%	3%	31%	-17%	13%	14%	14%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

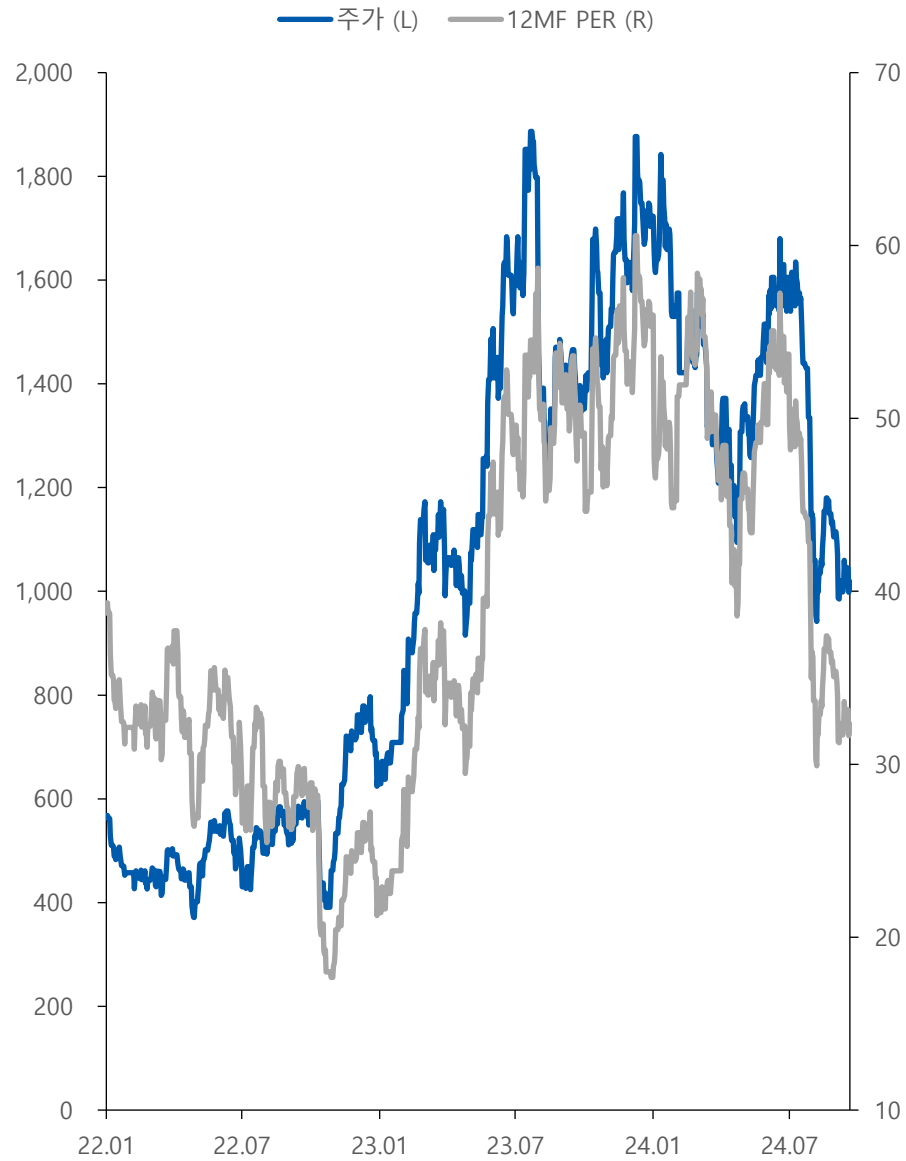
Global Unichip (GUC) / 3443 TT

[표 28] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	288	400	447	347	461	541	807	842	826	1,042
YoY%	18%	39%	12%	-22%	33%	17%	49%	4%	-2%	26%
CoGS	214	296	313	232	323	354	527	586	567	727
% of Total Sales	74%	74%	70%	67%	70%	65%	65%	70%	69%	70%
GP	74	104	133	114	138	187	280	256	259	315
% of Total Sales	26%	26%	30%	33%	30%	35%	35%	30%	31%	30%
SG&A	55	73	97	92	106	127	142	129	129	142
% of Total Sales	19%	18%	22%	26%	23%	24%	18%	15%	16%	14%
OP	19	31	36	23	33	60	138	127	130	174
% of Total Sales	7%	8%	8%	7%	7%	11%	17%	15%	16%	17%
YoY%	9%	58%	19%	-38%	45%	83%	130%	-7%	2%	33%
NP	17	28	33	21	29	52	125	113	116	152
% of Total Sales	6%	7%	7%	6%	6%	10%	15%	13%	14%	15%
YoY%	10%	64%	17%	-37%	41%	81%	138%	-10%	3%	31%

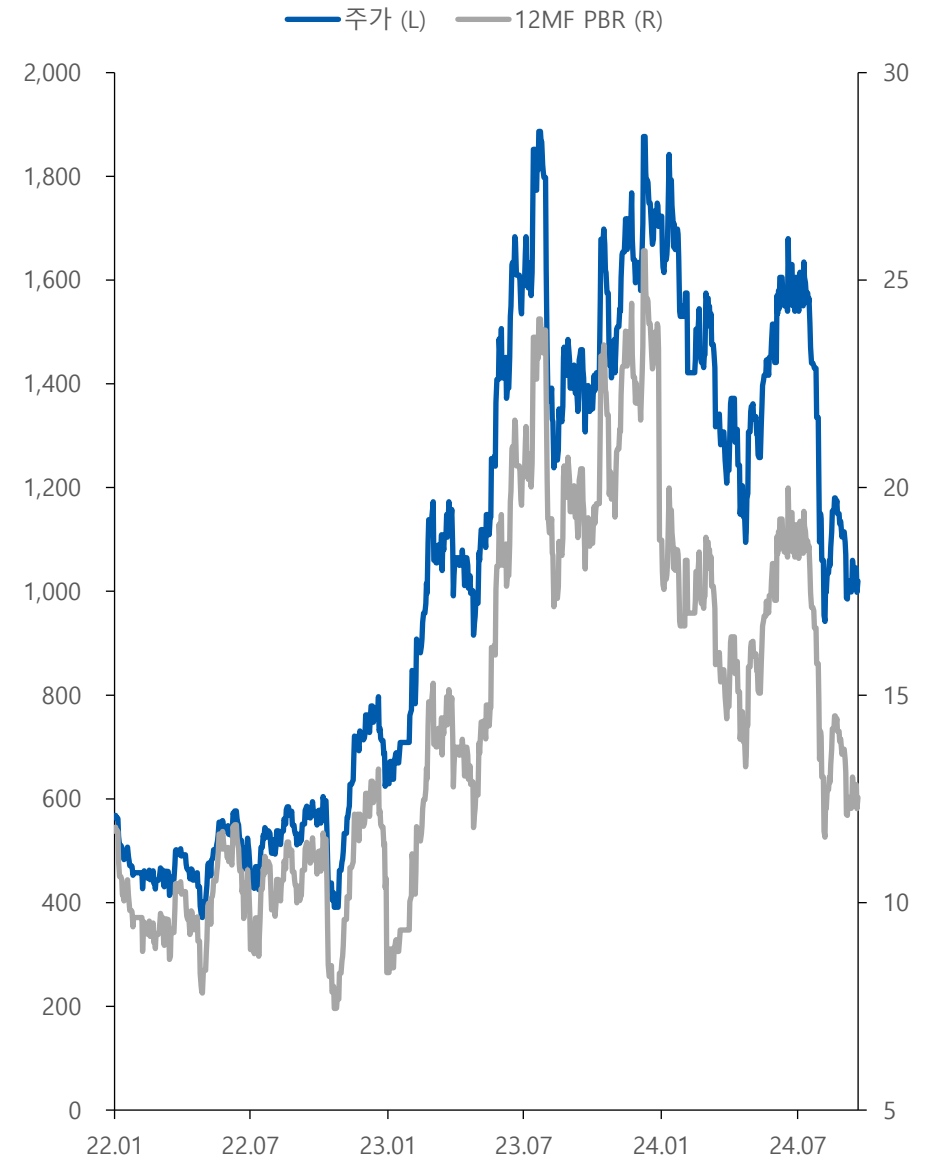
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 88] GUC 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 89] GUC 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

글로벌 ASIC / Design house 현황

[표 29] 글로벌 ASIC / Design house 업체 실적 및 Valuation

Company		Broadcom	Marvell	Socionext	Alchip	GUC	Faraday	MediaTek	파두	가온칩스	에이직랜드	오픈엠텐테크놀로지
Ticker		AVGO US	MRVL US	6526 JP	3661 TT	3443 TT	3035 TT	2454 TT	440110 KS	399720 KS	445090 KS	394280 KS
시가총액		781,948	64,861	3,691	5,806	4,357	2,126	56,331	788	470	289	275
2022A	Sales	33,203	4,462	1,042	461	807	439	18,420	56	43	70	10
	OP	14,225	-348	75	78	138	98	4,256	2	4	11	-25
	OPM%	43%	-8%	7%	17%	17%	22%	23%	3%	9%	16%	-252%
	NP	11,495	-421	67	62	125	82	3,965	-227	4	5	-25
	PER	17.3	-	-	30.7	23.1	14.4	8.4	-	34.5	-	-5.4
	PBR	8.7	3.6	-	4.4	10.7	4.1	2.3	-	3.0	-	4.9
	ROE	51.1	-3.5	8.7	15.7	55.7	29.9	27.1	380.2	-	-	-95.6
	EV/EBITDA	11.6	53.7	-	11.1	16.5	9.2	6.0	-	21.3	-	-5.7
2023A	Sales	35,819	5,920	1,426	978	842	384	13,907	22	64	74	20
	OP	16,207	238	161	121	127	63	2,304	-59	4	4	-16
	OPM%	45%	4%	11%	12%	15%	16%	17%	-261%	7%	5%	-81%
	NP	14,082	-164	146	107	113	51	2,470	-57	6	4	-15
	PER	24.8	78.7	16.6	72.0	66.5	55.9	20.9	-18.4	103.6	134.9	-36.8
	PBR	14.5	2.4	3.0	13.5	24.1	9.3	4.4	6.2	10.6	6.5	26.8
	ROE	60.3	-1.0	19.8	21.4	39.5	17.5	19.0	-50.0	10.9	7.2	-56.3
	EV/EBITDA	18.1	22.7	8.4	38.3	48.8	34.0	16.2	-20.8	75.3	106.4	-43.7
2024F	Sales	51,595	5,536	1,573	1,609	827	366	16,076	-	99	99	33
	OP	30,647	1,573	238	211	130	52	3,164	-	7	5	-2
	OPM%	59%	28%	15%	13%	16%	14%	20%	-	7%	5%	-6%
	NP	23,603	1,282	180	192	116	46	3,137	-	10	3	-2
	PER	34.5	50.9	20.9	29.4	37.7	46.0	17.8	-	45.0	89.9	-138.2
	PBR	11.9	4.6	3.7	6.0	12.8	6.1	4.7	-	6.5	2.9	15.6
	ROE	44.8	1.5	18.5	25.4	34.8	13.9	26.9	-	15.5	3.2	-10.4
	EV/EBITDA	26.6	41.8	9.6	18.1	27.8	23.7	13.7	-	33.4	26.5	0.0
2025F	Sales	60,721	7,355	1,626	1,914	1,050	512	18,495	-	177	126	61
	OP	38,041	2,376	247	299	176	102	3,673	-	17	9	18
	OPM%	63%	32%	15%	16%	17%	20%	20%	-	9%	7%	29%
	NP	30,250	2,145	185	255	154	87	3,533	-	21	7	17
	PER	26.9	29.8	20.3	22.6	28.3	24.6	15.9	-	22.4	41.9	18.8
	PBR	10.2	4.5	3.3	5.1	10.3	5.3	4.2	-	5.0	2.7	9.5
	ROE	39.5	4.2	16.5	25.2	38.2	21.5	28.2	-	25.3	6.6	62.6
	EV/EBITDA	22.0	26.1	9.5	13.9	21.2	14.1	12.2	-	16.8	18.9	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD/bilKRW, %, 배



백길현

반도체, USCPA

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

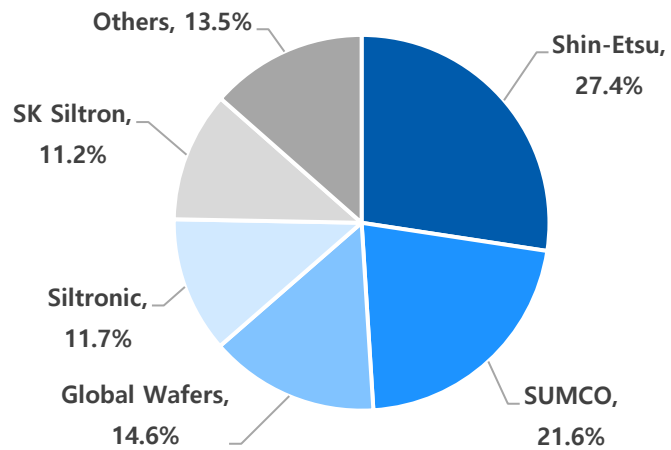
PART [4]

Equipment / Materials / Services

Global Wafers / 6488 TT / 시총 9조원

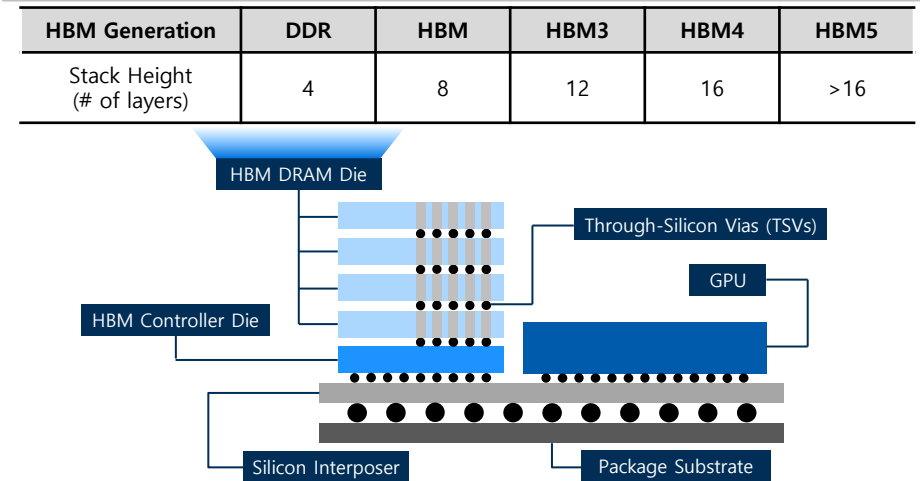
- SAS Group의 자회사로서, 글로벌 Wafer 공급업체 3위.
- 전사 매출액은 응용처별로, Memory 30%, Logic 30%, IDM 30%로 구성되어 있음.
- 대만 주요 Logic 고객의 경우 Wafer 수요가 여전히 강하며 재고 레벨이 상당히 낮은 반면, 12인치 Legacy 제품은 2~3개월 수준의 재고를 보유 중. 메모리 고객의 경우 HBM 수요가 매우 강함. Legacy 제품의 수요는 점진적으로 회복 중이며 재고 수준이 높지 않은 것으로 추정. 일부 북미/유럽의 Auto 고객 수요는 여전히 강하지는 않음.
- 중화권 고객 중심으로는 여전히 재고 수준이 높음. 특히 6/5인치 고객들의 재고는 10개월까지 높은 재고를 보유중인 것이 일반적. 다만 전사 매출에서 해당 부문이 차지하는 비중은 10% 이하로 제한적.
- 최근 전사 2024년 매출액 가이드스를 하향 조정한 바 있음. AI 관련 수요 외에 기타 시장에 대한 가시성이 낮아졌으며 연초 예상대비 수요가 약할 것으로 예상하기 때문. 다만 2025년에 대해서도 12인치 시장 기준으로는 성장세가 이어질 것으로 전망. HBM, CoWoS를 포함한 Advance PKG와 같은 신규 Technology의 도입으로 Wafer 수요는 지속 높아질 것으로 기대하기 때문.
- AI 관련 노출도는 지속 높아질 것. 1)HBM은 기존에 메모리 고객들이 사용하는 Wafer 종류와 동일하지만 스펙이 다소 차이가 있고, 상대적으로 고부가 제품. 최근 강한 수요는 지속되고 있음. 또한, 2)현재 대만 고객 중심의 CoWoS용 Wafer 공급에 있어서 입지가 독보적이며 경쟁업체들의 Qualification은 현재 진행 중인 것으로 파악.
- 동사는 과거 Toshiba, MEMC 등 M&A를 통한 Inorganic 성장을 추구해왔으며, 최근 독일 Siltronic의 Singapore 팹 인수를 하려고 했으나 지정학적 이슈로 인해 독일에서 해당 건의 승인을 반대. 향후 1)반도체 시장 내 점진적 수요 회복, 2)반도체 시장 내 기술 변화에 따른 성장을 이어 나갈 것으로 기대.

[차트 90] 글로벌 Wafer 공급업체 점유율



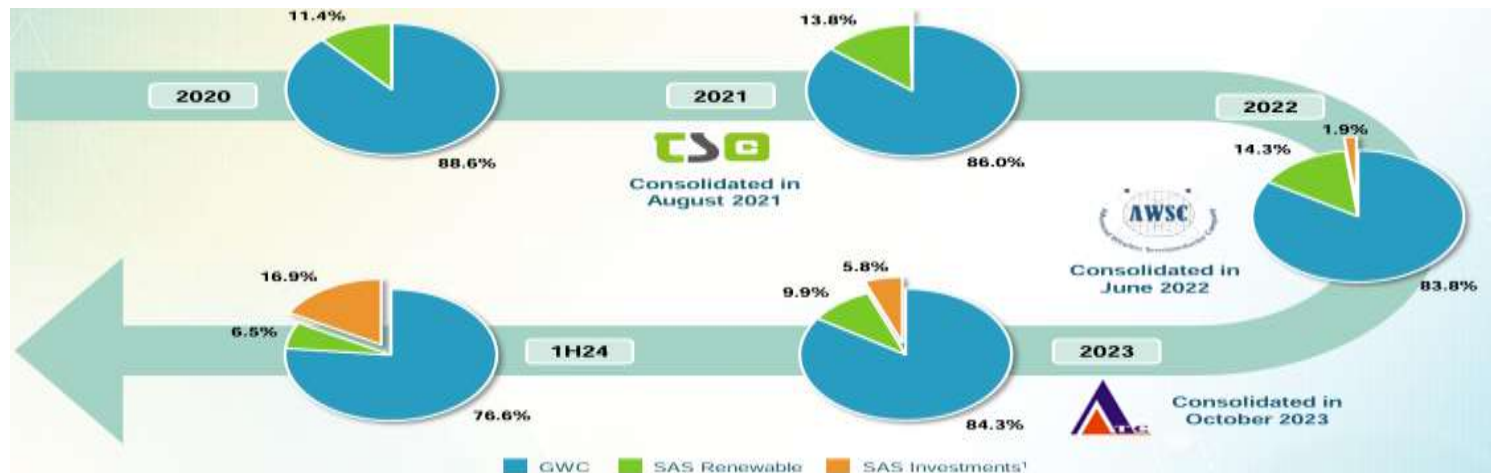
자료: 산업 자료, 유안타증권 리서치센터

[그림 01] HBM 세대 전환과 Wafer 수요 증가 전망



자료: Global Wafers, 유안타증권 리서치센터

[그림 02] SAS Group의 History



자료: Global Wafers, 유안타증권 리서치센터

Global Wafers / 6488 TT

[표 30] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	612	583	549	527	480	474	522	548	537	568	600	619
YoY%	5%	-2%	-8%	-10%	-22%	-19%	-5%	4%	12%	20%	15%	13%
QoQ%	4%	-5%	-6%	-4%	-9%	-1%	10%	5%	-2%	6%	6%	3%
CoGS	364	363	348	345	315	321	338	353	351	368	384	396
% of Total Sales	59%	62%	63%	65%	66%	68%	65%	64%	65%	65%	64%	64%
GP	248	220	201	182	164	153	184	195	186	200	215	223
% of Total Sales	41%	38%	37%	35%	34%	32%	35%	36%	35%	35%	36%	36%
SG&A	48	63	49	46	38	49	46	48	45	49	51	53
% of Total Sales	8%	11%	9%	9%	8%	10%	9%	9%	8%	9%	9%	9%
OP	201	157	152	136	126	104	138	147	141	151	164	170
% of Total Sales	33%	27%	28%	26%	26%	22%	26%	27%	26%	27%	27%	27%
YoY%	-5%	-28%	-27%	-33%	-37%	-34%	-9%	8%	12%	45%	19%	16%
QoQ%	-1%	-22%	-3%	-11%	-7%	-18%	33%	6%	-4%	7%	9%	4%
NP	164	156	175	140	112	89	117	127	119	126	137	142
% of Total Sales	27%	27%	32%	27%	23%	19%	23%	23%	22%	22%	23%	23%
YoY%	164%	69%	4%	-25%	-32%	-43%	-33%	-9%	6%	41%	17%	12%
QoQ%	-11%	-5%	12%	-20%	-20%	-21%	32%	8%	-6%	6%	9%	3%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

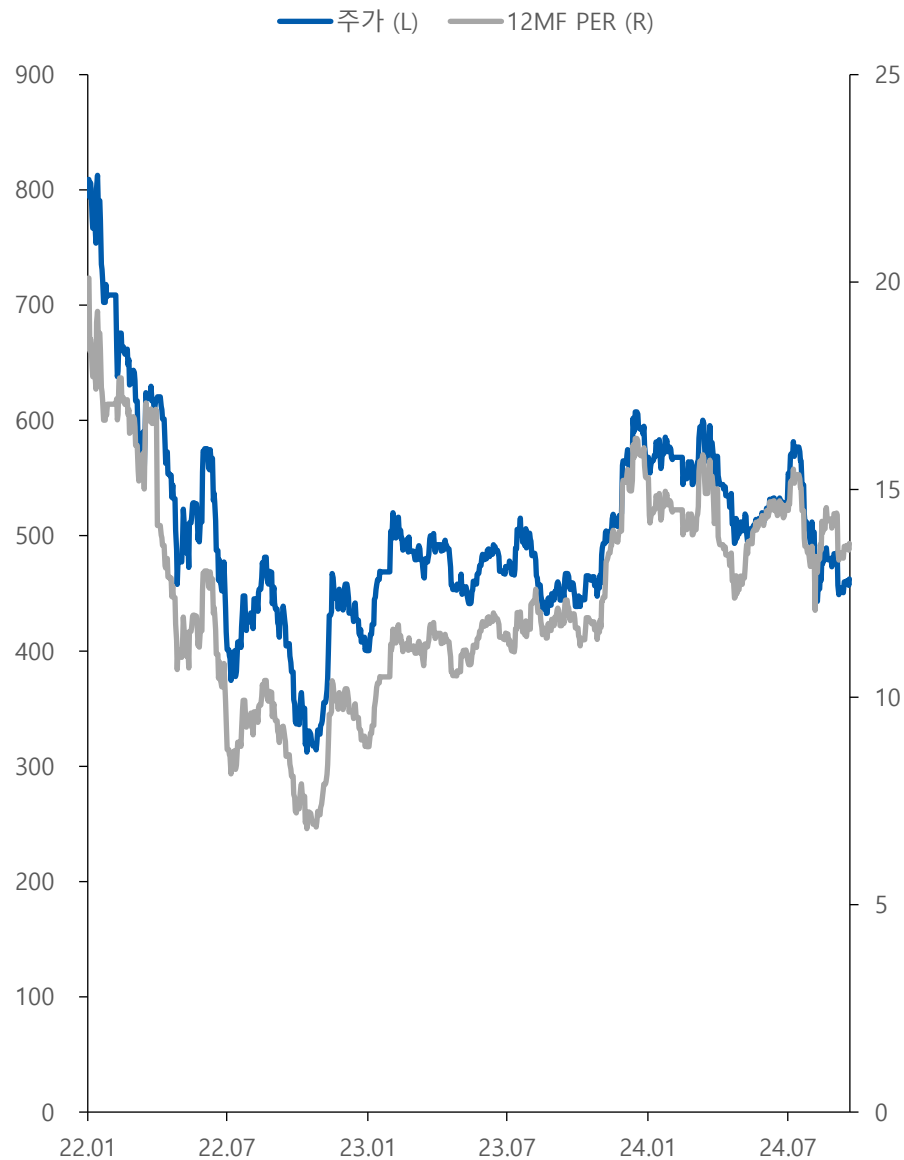
Global Wafers / 6488 TT

[표 31] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	572	1,519	1,960	1,880	1,880	2,189	2,359	2,267	2,034	2,343
YoY%	19%	166%	29%	-4%	0%	16%	8%	-4%	-10%	15%
CoGS	444	1,131	1,220	1,141	1,182	1,355	1,341	1,418	1,338	1,516
% of Total Sales	78%	74%	62%	61%	63%	62%	57%	63%	66%	65%
GP	128	388	740	740	699	834	1,018	848	696	827
% of Total Sales	22%	26%	38%	39%	37%	38%	43%	37%	34%	35%
SG&A	85	144	157	160	179	200	180	205	187	200
% of Total Sales	15%	10%	8%	9%	10%	9%	8%	9%	9%	9%
OP	43	244	583	579	519	633	839	644	509	628
% of Total Sales	7%	16%	30%	31%	28%	29%	36%	28%	25%	27%
YoY%	-49%	470%	139%	-1%	-10%	22%	32%	-23%	-21%	23%
NP	29	173	452	442	445	425	516	634	440	531
% of Total Sales	5%	11%	23%	23%	24%	19%	22%	28%	22%	23%
YoY%	-55%	495%	161%	-2%	1%	-5%	21%	23%	-31%	21%

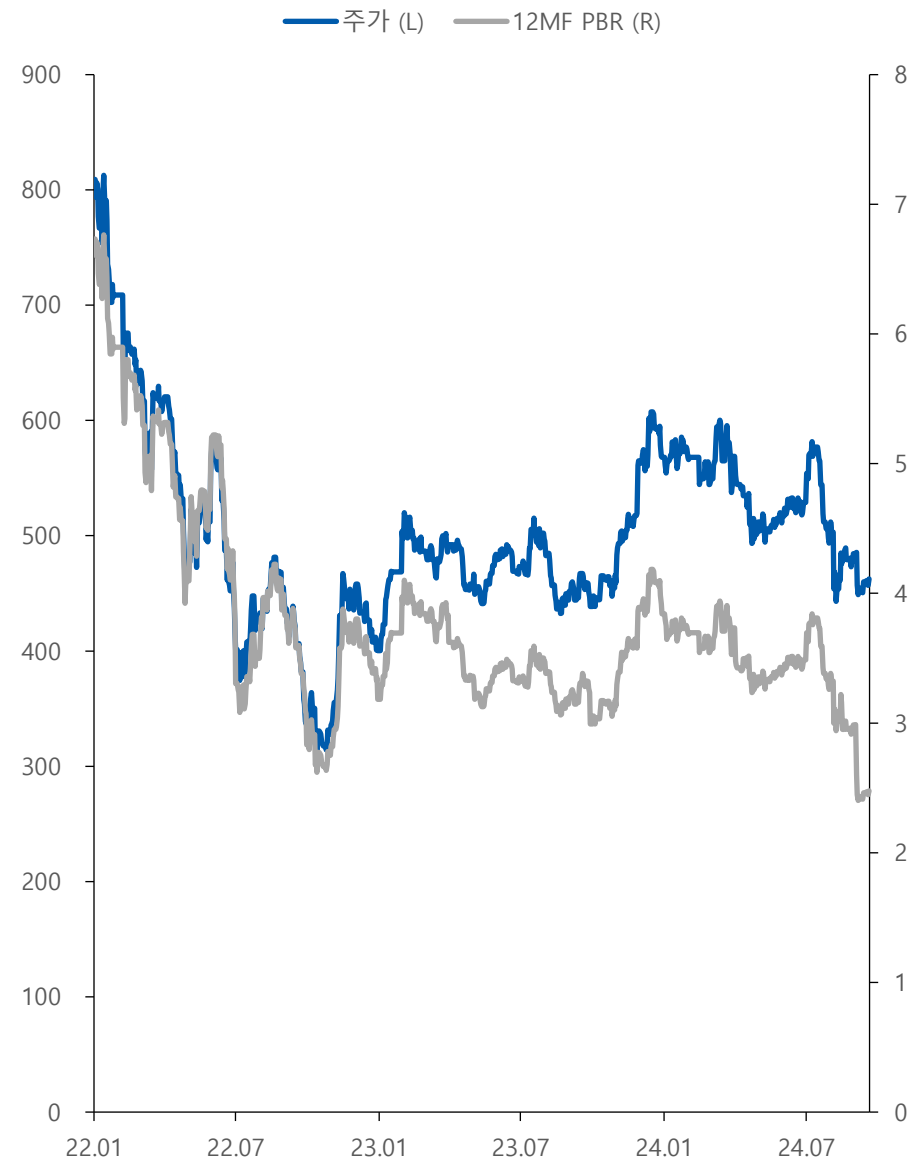
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 91] Global Wafers 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 92] Global Wafers 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

글로벌 Wafer 공급업체 현황

[표 32] 글로벌 주요 Wafer 공급업체 실적 및 Valuation

Company		Shin-Etsu	SUMCO	Global Wafers	Siltronic
Ticker		4063 JP	3436 JP	6488 TT	WAF GR
시가총액		81,627	3,644	6,935	2,234
2022A	Sales	18,474	3,376	2,359	1,901
	OP	6,023	839	839	544
	OPM%	33%	25%	36%	29%
	NP	4,454	537	516	411
	PER	15.6	8.8	12.1	5.2
	PBR	2.3	1.2	3.4	1.1
	ROE	16.3	13.9	30.7	25.4
	EV/EBITDA	7.7	3.3	5.0	2.9
2023A	Sales	20,777	3,037	2,267	1,637
	OP	7,384	521	644	232
	OPM%	36%	17%	28%	14%
	NP	5,239	456	634	199
	PER	12.3	11.6	12.9	14.4
	PBR	2.2	1.3	3.9	1.4
	ROE	19.7	11.6	32.7	9.7
	EV/EBITDA	6.0	6.0	10.6	8.0
2024F	Sales	18,405	2,908	2,034	1,533
	OP	5,593	312	509	60
	OPM%	30%	11%	25%	4%
	NP	4,148	187	440	22
	PER	20.1	19.7	15.0	85.4
	PBR	2.6	0.9	2.8	1.0
	ROE	13.2	4.5	19.5	0.6
	EV/EBITDA	9.8	6.2	9.8	8.9
2025F	Sales	19,965	3,335	2,343	1,791
	OP	6,346	356	628	95
	OPM%	32%	11%	27%	5%
	NP	4,657	178	531	29
	PER	17.5	20.7	12.6	91.4
	PBR	2.4	0.9	2.5	1.0
	ROE	14.2	3.7	20.1	0.9
	EV/EBITDA	8.6	4.3	8.3	6.1

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD, %, 배

Chroma ATE / 2360 TT / 6조원

- 글로벌 Tester/Handler 공급업체.
- 전사 매출액은 부문별로 각각, Automatic Testing System 47%, Semi/Photonics 41%, Subsidiary 12%로 구성.
- 최근까지 대부분의 반도체 고객들은 ATE(Automatic Testing System) 테스트 장비 중심으로 수요가 제한적이었으나, SLT(System Level Test)에 대한 필요성이 증가하여 동사의 입지가 시장 내에서 강화되고 있다는 점에 주목. SLT는 기존과 다르게 칩 개별 소자 테스트를 하는 것이 아닌, 시스템 레벨에서 전체 반도체의 성능을 검사하는 역할을 함. 동사 라인업 기준 고부가 장비이며, AI GPU 뿐만 아니라 향후 반도체 고객들의 SLT 도입 니즈가 재차 높아질 것으로 예상된다는 점이 고무적이라는 판단임. 참고로 올해 전사 매출에서 AI Semi향 비중은 약 50%에 육박하는 것으로 추정하며, 2025년에는 재차 높아질 것.
- 2025~2026년 Metrology 장비 런칭을 기대. 동사는 RDL(Re-Distribution Layer), TSV(Through Silicon Via) 등을 계측할 수 있는 차세대 장비에 대한 연구 개발을 마쳤으며, 대만 주력 고객사향 Qualification을 진행 중인 것으로 추정. 2025년 장비 납품을 개시하며 외형 성장을 추구할 것. 2025년에는 Panel Level PKG을 포함한 Advanced PKG, 2026~2027년 CPO(Co-Packaged Optics) 시장 본격 개화에 따른 수요를 대응해 나갈 전망.

Chroma ATE / 2360 TT

[표 33] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	144	144	153	158	140	170	184	179	173	209	226	216
YoY%	-8%	-14%	-30%	-19%	-3%	19%	20%	13%	23%	23%	23%	20%
QoQ%	-26%	0%	7%	3%	-11%	21%	8%	-3%	-4%	21%	8%	-5%
CoGS	57	54	66	77	59	70	76	74	72	85	91	87
% of Total Sales	39%	38%	43%	49%	42%	41%	41%	42%	41%	40%	40%	40%
GP	88	90	87	81	82	101	108	105	101	125	135	129
% of Total Sales	61%	62%	57%	51%	58%	59%	59%	58%	59%	60%	60%	60%
SG&A	49	50	48	49	53	54	55	53	54	62	64	60
% of Total Sales	34%	35%	31%	31%	38%	32%	30%	30%	31%	30%	28%	28%
OP	39	40	39	33	29	47	53	51	47	63	72	69
% of Total Sales	27%	27%	26%	21%	20%	27%	29%	29%	27%	30%	32%	32%
YoY%	31%	-15%	-33%	-4%	-27%	18%	35%	58%	64%	34%	36%	34%
QoQ%	16%	1%	-1%	-17%	-12%	63%	13%	-2%	-9%	33%	14%	-4%
NP	31	33	39	25	30	44	45	44	40	53	60	58
% of Total Sales	21%	23%	25%	16%	22%	26%	24%	24%	23%	25%	26%	27%
YoY%	1%	-41%	-32%	-9%	-1%	31%	16%	75%	31%	21%	33%	31%
QoQ%	12%	8%	17%	-35%	21%	43%	3%	-2%	-9%	32%	13%	-3%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

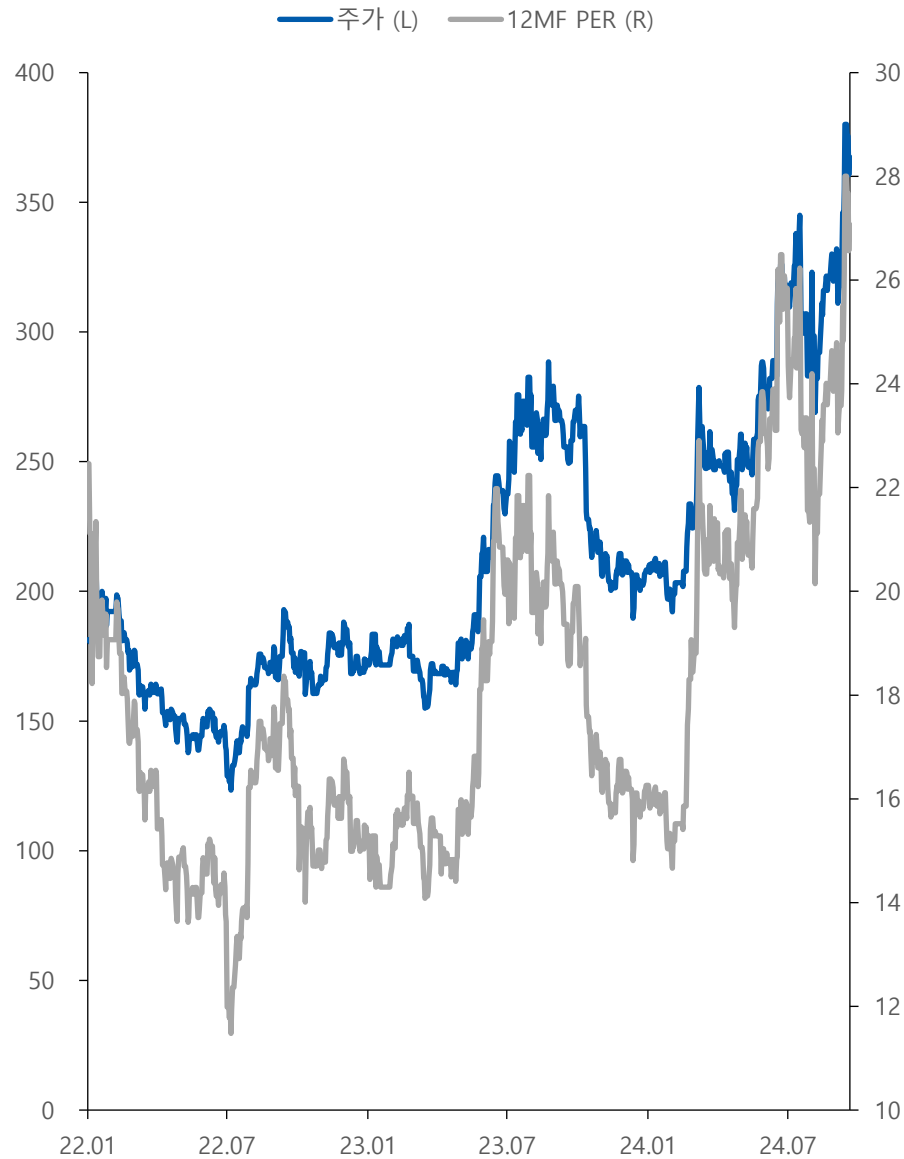
Chroma ATE / 2360 TT

[표 34] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	361	490	562	450	528	630	741	599	670	795
YoY%	18%	36%	15%	-20%	17%	19%	18%	-19%	12%	19%
CoGS	192	257	314	237	271	327	359	254	277	322
% of Total Sales	53%	53%	56%	53%	51%	52%	49%	42%	41%	41%
GP	168	232	248	213	256	303	381	345	392	472
% of Total Sales	47%	47%	44%	47%	49%	48%	51%	58%	59%	59%
SG&A	106	132	147	146	161	192	212	195	213	233
% of Total Sales	29%	27%	26%	33%	31%	31%	29%	33%	32%	29%
OP	62	100	101	67	95	110	169	150	180	239
% of Total Sales	17%	20%	18%	15%	18%	17%	23%	25%	27%	30%
YoY%	63%	60%	1%	-34%	43%	16%	54%	-11%	20%	33%
NP	53	84	85	60	79	150	171	128	163	203
% of Total Sales	15%	17%	15%	13%	15%	24%	23%	21%	24%	26%
YoY%	37%	58%	0%	-29%	31%	90%	15%	-26%	28%	25%

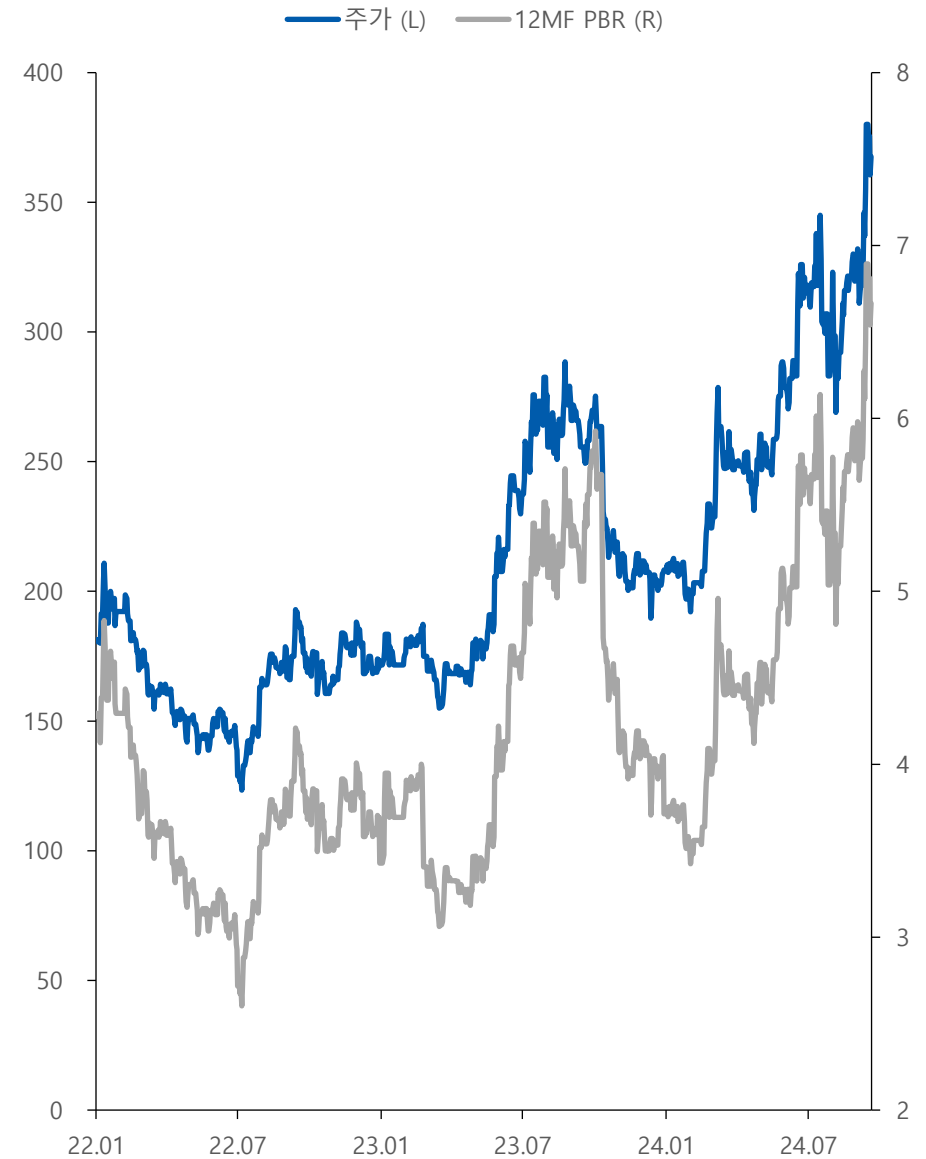
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 93] Chroma ATE 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 94] Chroma ATE 주가 및 12MF PBR 추이

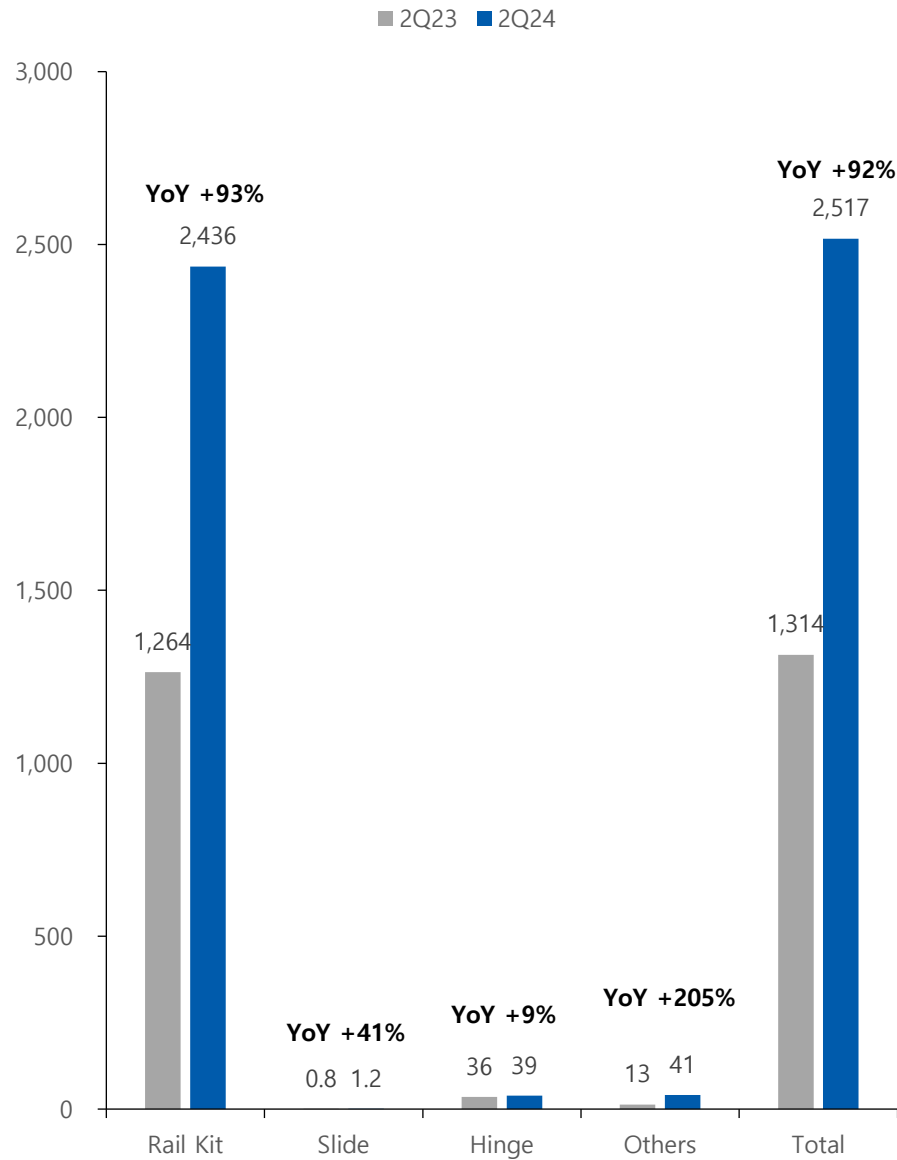


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

King Slide Works Corporation / 2059 TT / 시총 4조원

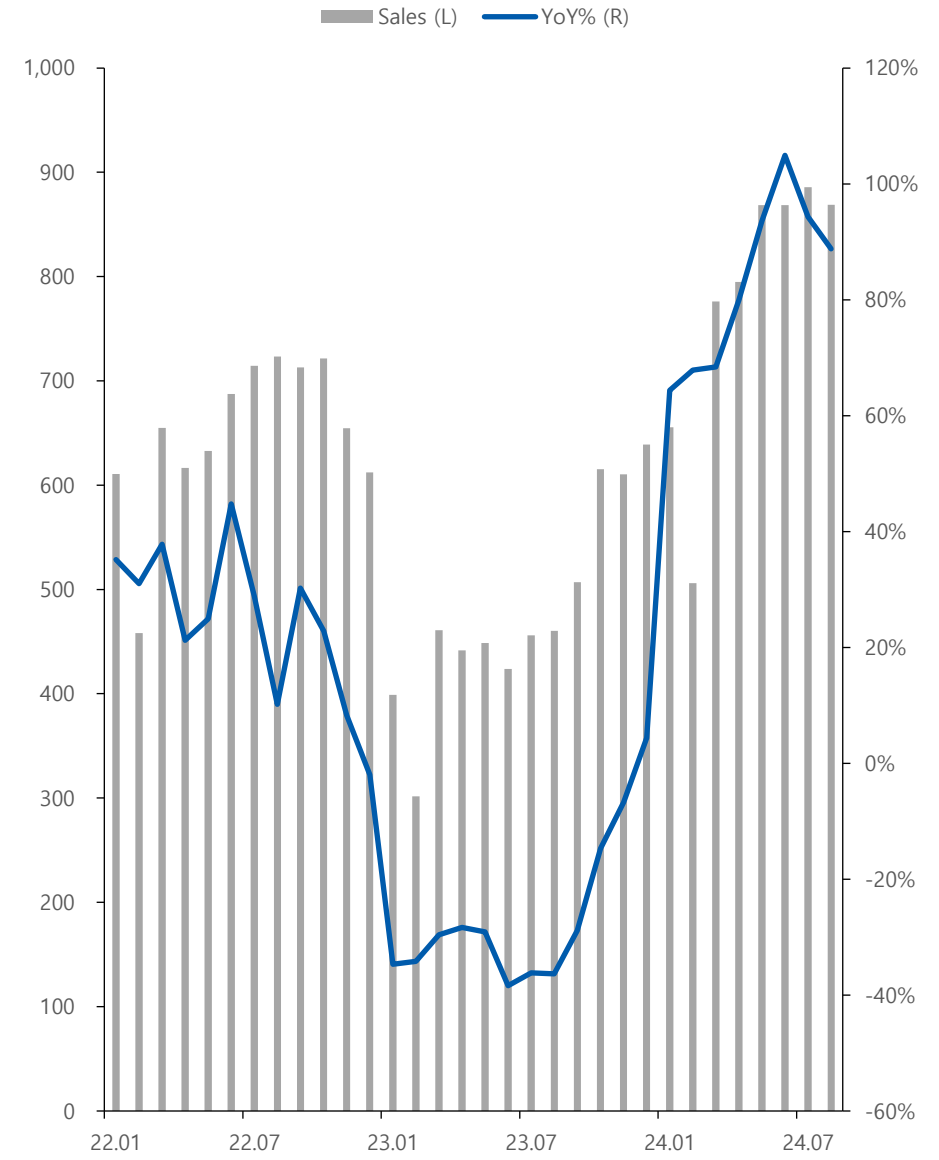
- 글로벌 Rail Provider.
- 2024년 전사 매출 비중은 응용처별로 각각, Server 82%, Consumer/Industrial 12%로 구성. 사업 초기에는 부엌 용품을 포함한 Consumer 수요를 대응하며 성장해왔으나, 2014년부터 Hyper-scaler 중심의 시장 성장에 따라 Server rack rail solution을 본격적으로 공급하기 시작. 최근 북미 AI GPU Server Rack 내 독점적인 입지를 확보.
- AI Server 세대 전환 수혜주. 북미 AI GPU Server의 경우 세대별로 Rack당 필요한 Rail 개수가 빠르게 증가하고 있음. H시리즈 내 Rack당 4개의 Rail이 요구되었다면, B시리즈의 경우 Rack당 27개가 필요함. 고객 내 높은 입지 기반으로 차세대 제품 내 높은 점유율을 유지해 나갈 가능성을 배제할 수 없을 것으로 판단. 평년대비 세대 전환 및 개발 리드 타임이 짧아지고 있다는 점도 긍정적.
- 북미 AI GPU 공급업체의 B시리즈 출시 지연은 약 2~3개월 수준. 4Q24에 출하를 예상. Cloud Server Provider들의 수요는 강하기 때문에 H시리즈의 수요가 예상대비 강한 것으로 추정. 현재 동사 가동률은 60% 수준이며, 분기별로 재차 높아질 것. 미국 Huston의 신규 팜 확장 계획을 발표했으며, 내년초 오픈 준비가 될 것. 1Q25 초기 양산 돌입 예정.

[차트 95] King Slide 제품별 분기 매출액 추이



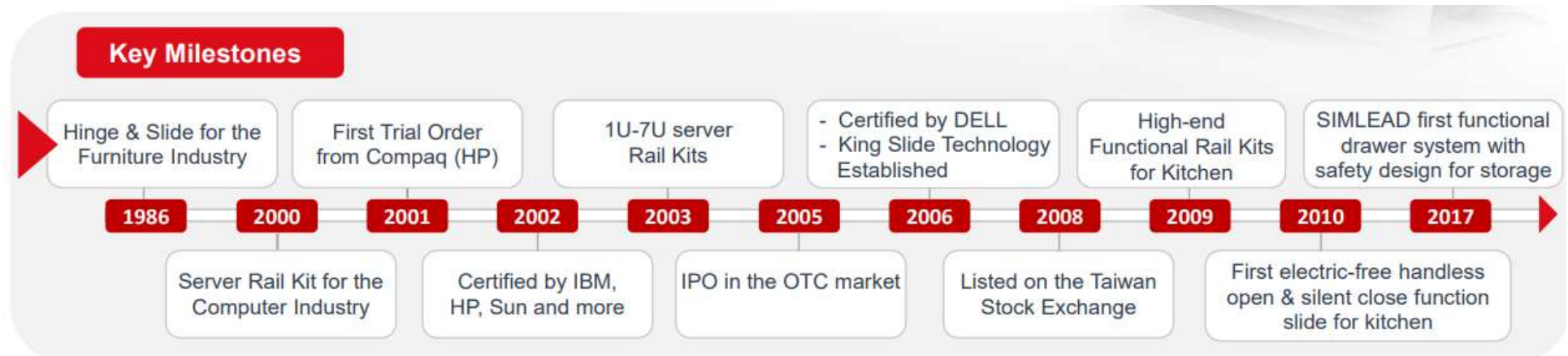
자료: King Slide, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnNTD

[차트 96] King Slide 월별 매출액 및 YoY% 증감률 추이



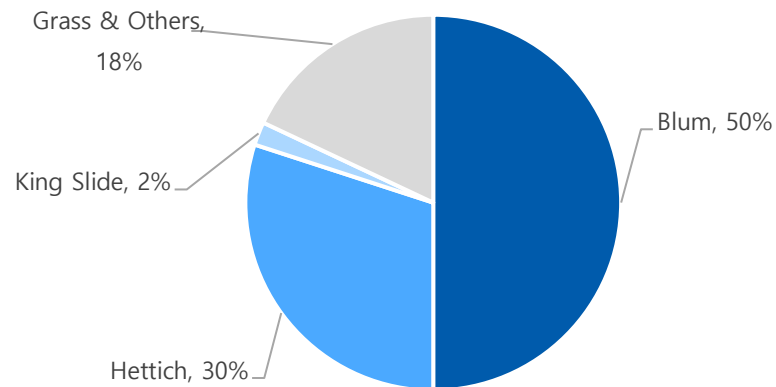
자료: King Slide, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnNTD

[그림 03] King Slide 연혁



자료: King Slide, 유안타증권 리서치센터

[차트 97] 글로벌 주방용 슬라이딩 선반 공급업체 점유율



자료: King Slide, 유안타증권 리서치센터

[그림 04] King Slide의 Server Rail 사진



자료: King Slide, 유안타증권 리서치센터

King Slide Works Corporation / 2059 TT

[표 35] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	38	43	45	59	62	78	83	90	83	92	97	100
YoY%	-38%	-35%	-36%	-8%	61%	82%	85%	53%	35%	18%	17%	12%
QoQ%	-40%	12%	5%	30%	5%	26%	7%	8%	-7%	10%	5%	3%
CoGS	16	17	19	19	23	24	27	29	28	30	31	33
% of Total Sales	42%	41%	42%	33%	38%	30%	32%	32%	34%	33%	32%	33%
GP	22	25	26	39	38	54	56	61	55	62	66	67
% of Total Sales	58%	59%	58%	67%	62%	70%	68%	68%	66%	67%	68%	67%
SG&A	5	6	5	6	6	7	8	7	8	8	8	8
% of Total Sales	12%	13%	11%	10%	10%	9%	9%	8%	9%	9%	8%	8%
OP	18	20	21	34	32	47	49	54	48	54	58	59
% of Total Sales	47%	46%	47%	57%	52%	61%	59%	60%	57%	59%	60%	59%
YoY%	-35%	-38%	-38%	5%	81%	140%	130%	60%	49%	14%	18%	10%
QoQ%	-44%	11%	8%	58%	-4%	48%	3%	10%	-11%	13%	7%	2%
NP	15	23	31	17	44	45	42	44	42	46	49	48
% of Total Sales	39%	54%	69%	29%	72%	58%	51%	49%	50%	50%	50%	48%
YoY%	-54%	-31%	-36%	-19%	193%	94%	35%	153%	-6%	1%	16%	11%
QoQ%	-29%	54%	33%	-44%	155%	2%	-7%	4%	-5%	9%	7%	-1%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

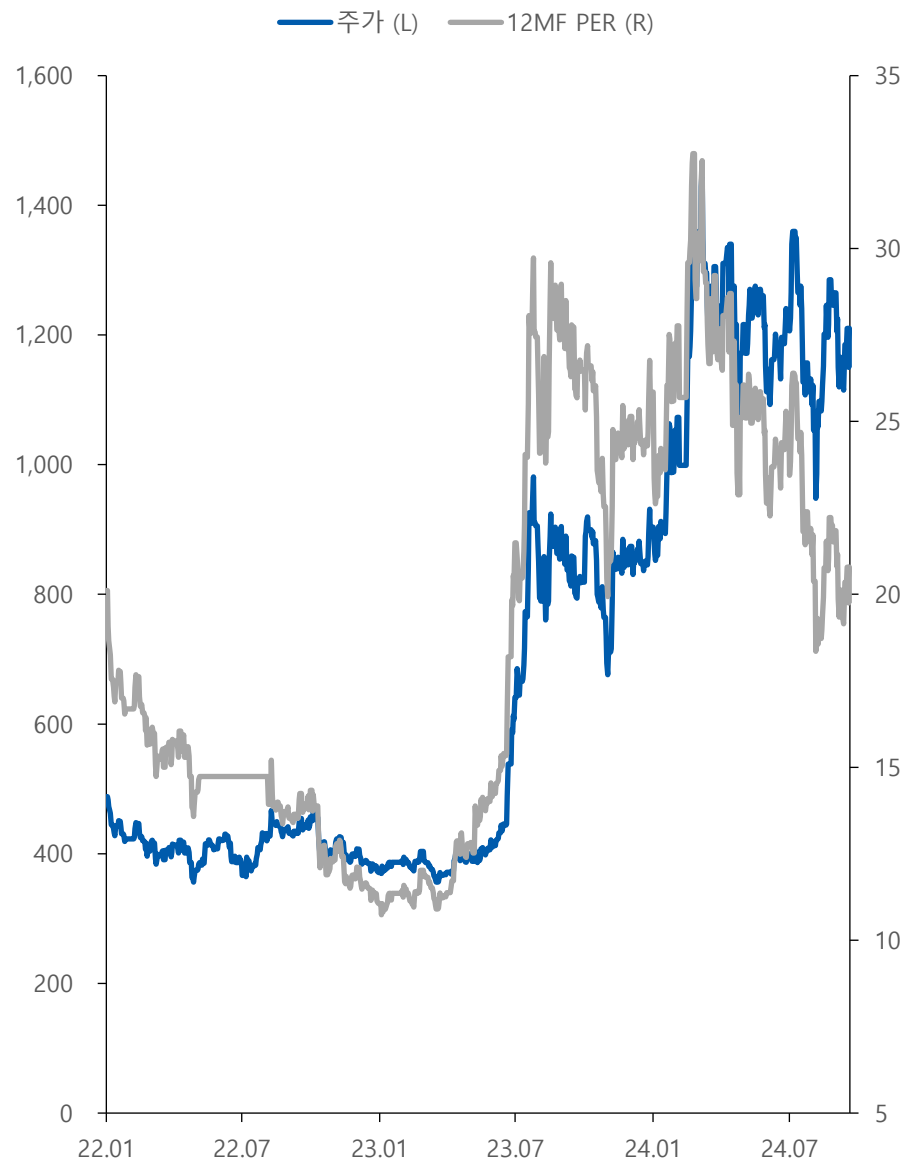
King Slide Works Corporation / 2059 TT

[표 36] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	139	135	147	158	163	227	262	185	314	377
YoY%	-2%	-3%	9%	7%	3%	39%	15%	-29%	70%	20%
CoGS	59	63	70	73	78	107	112	72	102	124
% of Total Sales	43%	47%	48%	46%	48%	47%	43%	39%	33%	33%
GP	79	72	77	85	85	120	150	113	212	253
% of Total Sales	57%	53%	52%	54%	52%	53%	57%	61%	67%	67%
SG&A	16	17	20	19	19	23	24	21	29	32
% of Total Sales	12%	13%	13%	12%	12%	10%	9%	11%	9%	9%
OP	63	55	58	65	67	97	126	93	183	221
% of Total Sales	45%	41%	39%	41%	41%	43%	48%	50%	58%	59%
YoY%	-1%	-13%	5%	13%	2%	46%	29%	-26%	97%	21%
NP	49	30	59	50	40	74	136	87	175	188
% of Total Sales	35%	22%	40%	32%	24%	33%	52%	47%	56%	50%
YoY%	-19%	-39%	97%	-14%	-22%	88%	83%	-36%	102%	7%

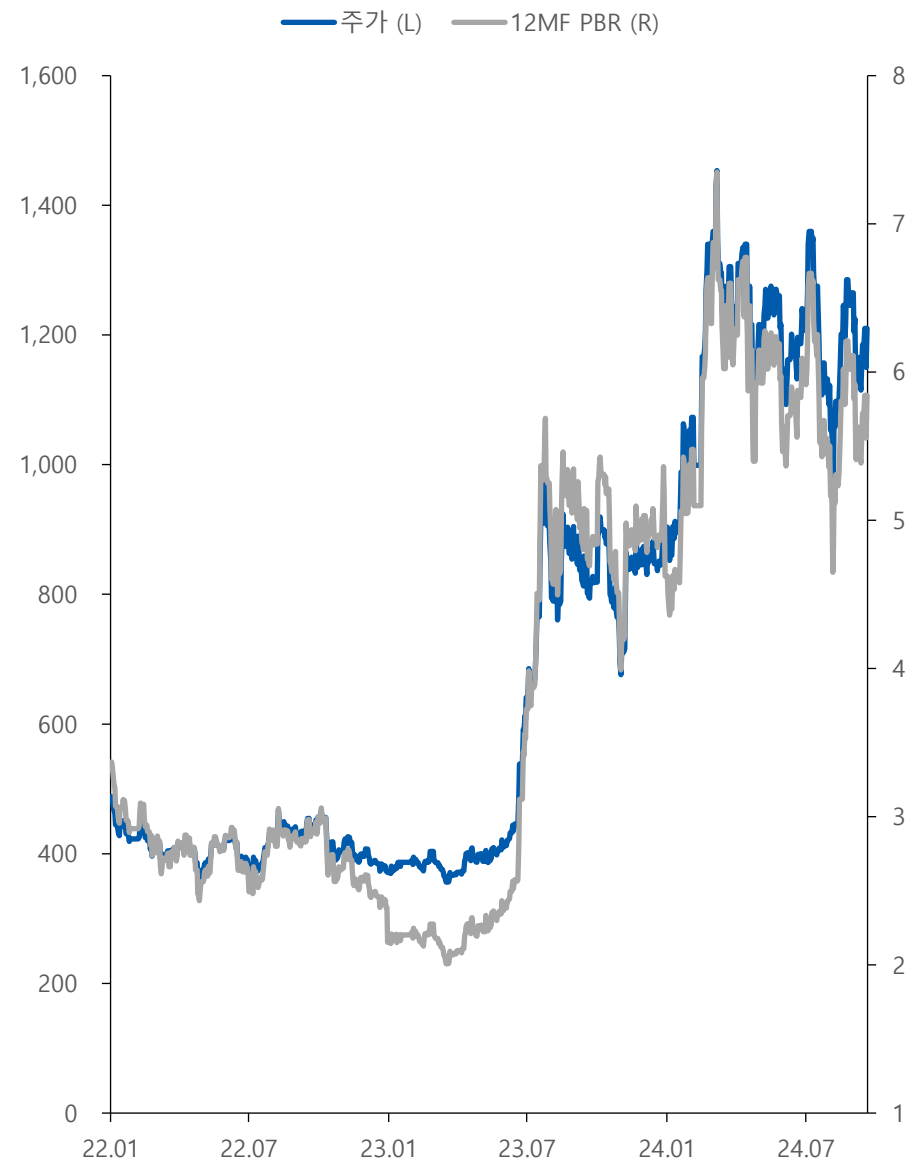
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 98] King Slide 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 99] King Slide 주가 및 12MF PBR 추이

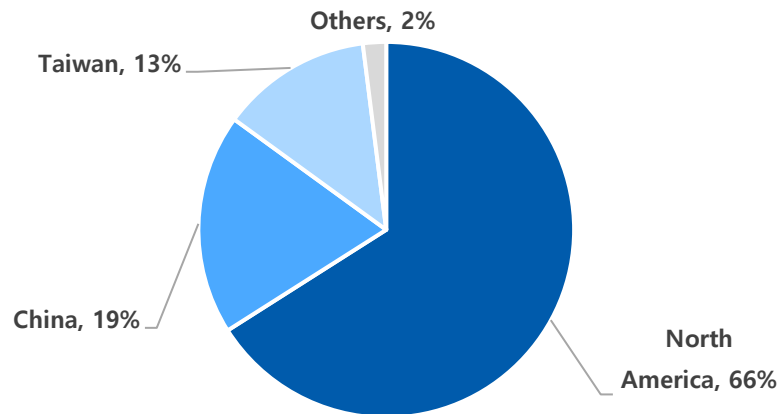


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

WinWay Technology Corporation / 6515 TT / 시총 2조원

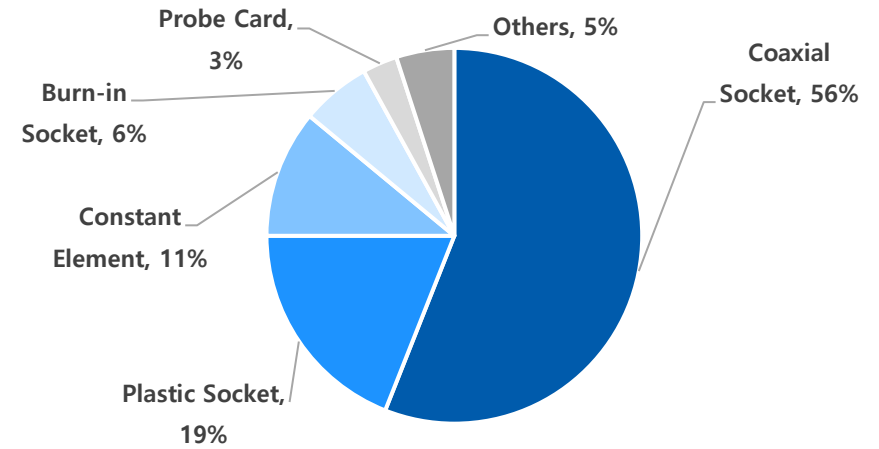
- 동사는 Test Socket 및 Probe card 공급업체. 글로벌 Test Socket 3위, Test/Burn-in Socket 5위, Probe Card 20위 기업.
- 1H24 기준 제품별 매출 비중은 각각, Co-axial/Plastic Socket 75%, Contact Element 11%, Burn-in 6%, Probe card 3%, Others 5%로 구성.
- 1H24 기준 지역별 매출 비중은 각각, 북미 66%, 중국 19%, 대만 13%, 기타 2%로 구성.
- 1H24 기준 전방시장별 매출 비중은 각각, AI/HPC 60%, PC/Gaming 12%, Smartphone 11%, Networking/Others 17%로 구성.
- 2H24 AI Server 수요 증가세가 이어지고 동사 고부가 제품(Co-axial socket)이 전사 성장을 견인할 것으로 예상. 한편 Plastic Socket의 경우, Mobile 고객의 수요 개선 강도가 예상대비 약한 것으로 파악. 4Q24는 Mobile 기준 계절적 비수기라는 점을 고려해야 할 것.
- Interposer 면적의 증가, 새로운 Chip design 요청 증가로 Pin count가 빠르게 증가하고 있다는 점에 주목. Mobile의 경우 세대 전환에 따른 Pin count 증가 속도는 제한적인 반면, HPC/AI Solution은 기존 예상대비 더 빠르게 증가 중. 세대 전환에 따라 Pin count는 2~3배 증가하고 있는 것으로 파악. 특히 동사는 SLT(System Level Test) 시장에 보다 집중하고 독보적인 입지를 확보하고 있다는 점이 긍정적이라는 판단임.
- 북미 AI GPU 고객의 B 시리즈 생산 차질 영향 제한적. 해당 고객의 이슈는 Mask 변화로 연결되었기 때문에, 동사의 Socket interface의 변화는 없을 것으로 추정. 4Q24 지나면서 물량 확대가 시작될 것으로 예상.

[차트 100] WinWay 1H24 지역별 매출 비중



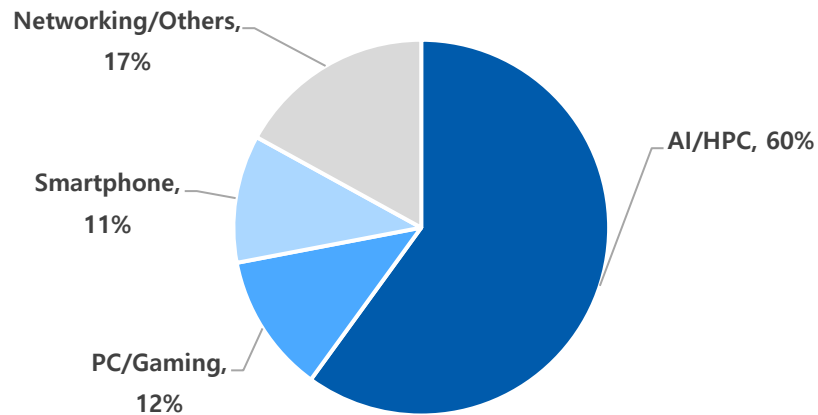
자료: WinWay, 유안타증권 리서치센터

[차트 101] WinWay 1H24 제품별 매출 비중



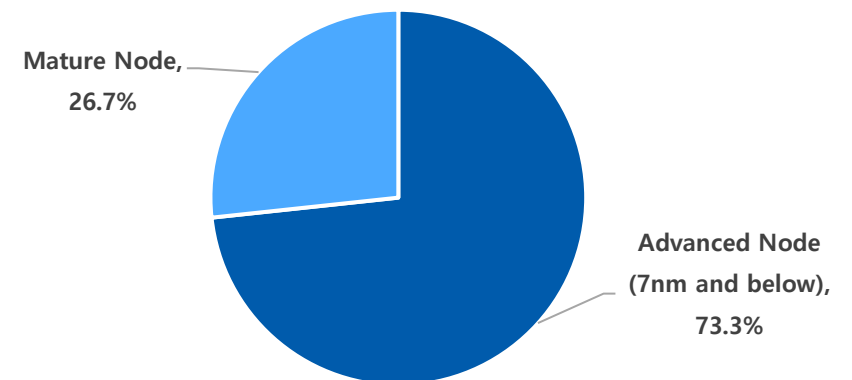
자료: WinWay, 유안타증권 리서치센터

[차트 102] WinWay 1H24 응용처별 매출 비중



자료: WinWay, 유안타증권 리서치센터

[차트 103] WinWay 1H24 Node별 매출 비중



자료: WinWay, 유안타증권 리서치센터

WinWay Technology Corporation / 6515 TT

[표 37] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	33	33	31	21	34	39	52	54	41	51	66	77
YoY%	16%	-8%	-39%	-61%	3%	17%	68%	154%	21%	31%	26%	44%
QoQ%	-39%	0%	-6%	-32%	61%	14%	35%	3%	-23%	23%	29%	17%
CoGS	21	22	20	12	19	22	29	30	22	27	35	40
% of Total Sales	62%	65%	65%	57%	57%	57%	55%	56%	54%	53%	53%	51%
GP	13	12	11	9	15	17	23	24	19	24	31	38
% of Total Sales	38%	35%	35%	43%	43%	43%	45%	44%	46%	47%	47%	49%
SG&A	6	6	7	7	8	9	10	10	9	10	12	14
% of Total Sales	20%	18%	21%	32%	23%	22%	19%	18%	21%	20%	18%	18%
OP	6	5	4	2	7	8	14	14	10	14	19	24
% of Total Sales	18%	16%	13%	11%	21%	21%	26%	26%	24%	27%	29%	31%
YoY%	29%	-37%	-71%	-86%	17%	50%	224%	498%	42%	69%	41%	68%
QoQ%	-64%	-10%	-23%	-44%	201%	15%	67%	3%	-28%	36%	40%	23%
NP	5	4	4	2	6	7	11	11	8	11	15	19
% of Total Sales	14%	13%	13%	9%	19%	18%	21%	21%	20%	22%	23%	25%
YoY%	11%	-38%	-67%	-86%	35%	57%	174%	519%	28%	60%	41%	67%
QoQ%	-63%	-6%	-9%	-54%	248%	9%	58%	3%	-28%	37%	40%	23%

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

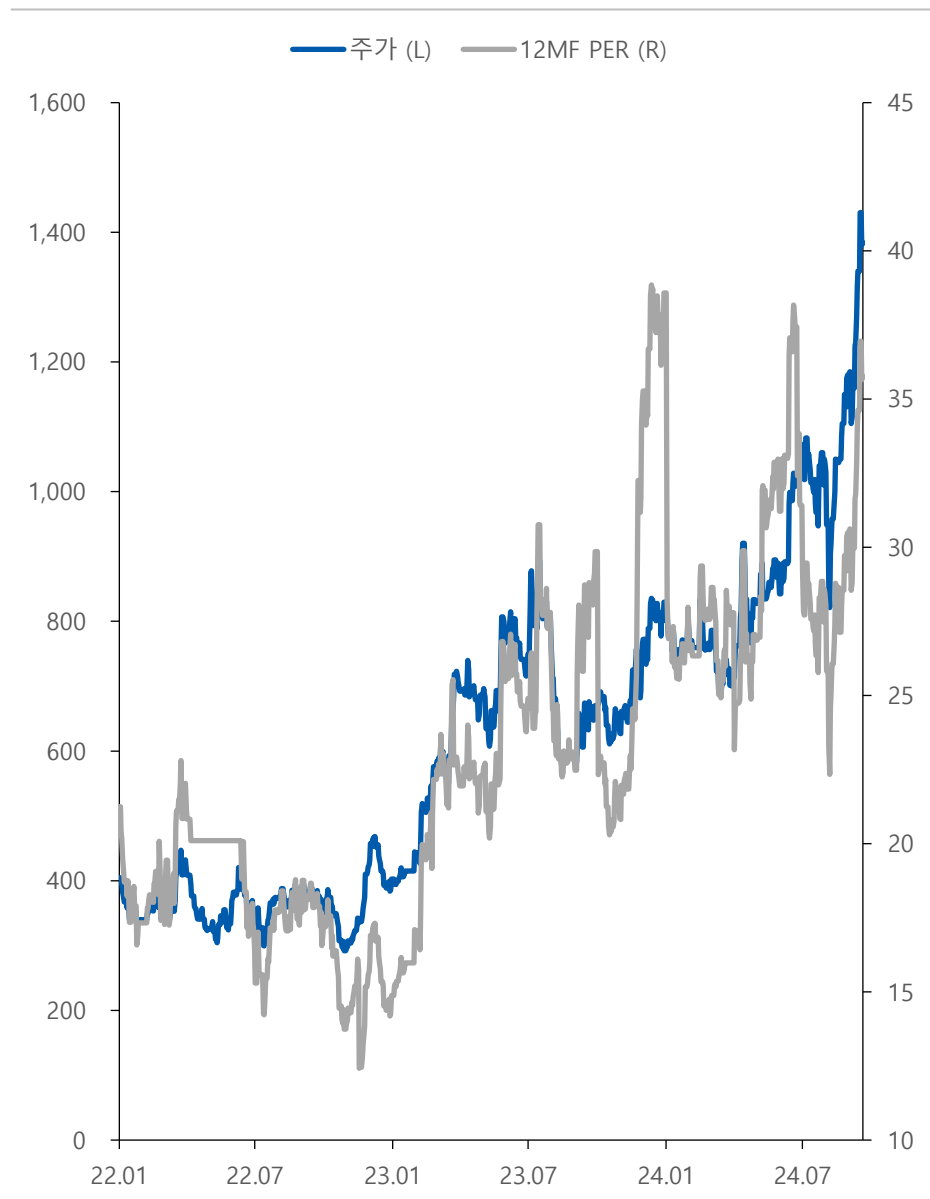
WinWay Technology Corporation / 6515 TT

[표 38] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	51	41	56	91	99	103	172	118	179	227
YoY%	-	-19%	37%	62%	9%	5%	66%	-31%	51%	27%
CoGS	30	24	33	51	59	60	94	74	100	125
% of Total Sales	60%	59%	59%	56%	60%	58%	55%	63%	56%	55%
GP	20	17	23	40	40	43	78	44	79	102
% of Total Sales	40%	41%	41%	44%	40%	42%	45%	37%	44%	45%
SG&A	11	10	13	18	17	22	33	26	36	43
% of Total Sales	22%	26%	23%	20%	17%	21%	19%	22%	20%	19%
OP	9	6	10	22	23	21	45	18	43	59
% of Total Sales	18%	16%	17%	25%	23%	21%	26%	15%	24%	26%
YoY%	-	-30%	52%	130%	2%	-7%	113%	-60%	140%	38%
NP	8	5	8	18	18	17	37	15	36	48
% of Total Sales	16%	11%	15%	20%	18%	17%	21%	13%	20%	21%
YoY%	-	-43%	77%	121%	0%	-3%	112%	-60%	139%	34%

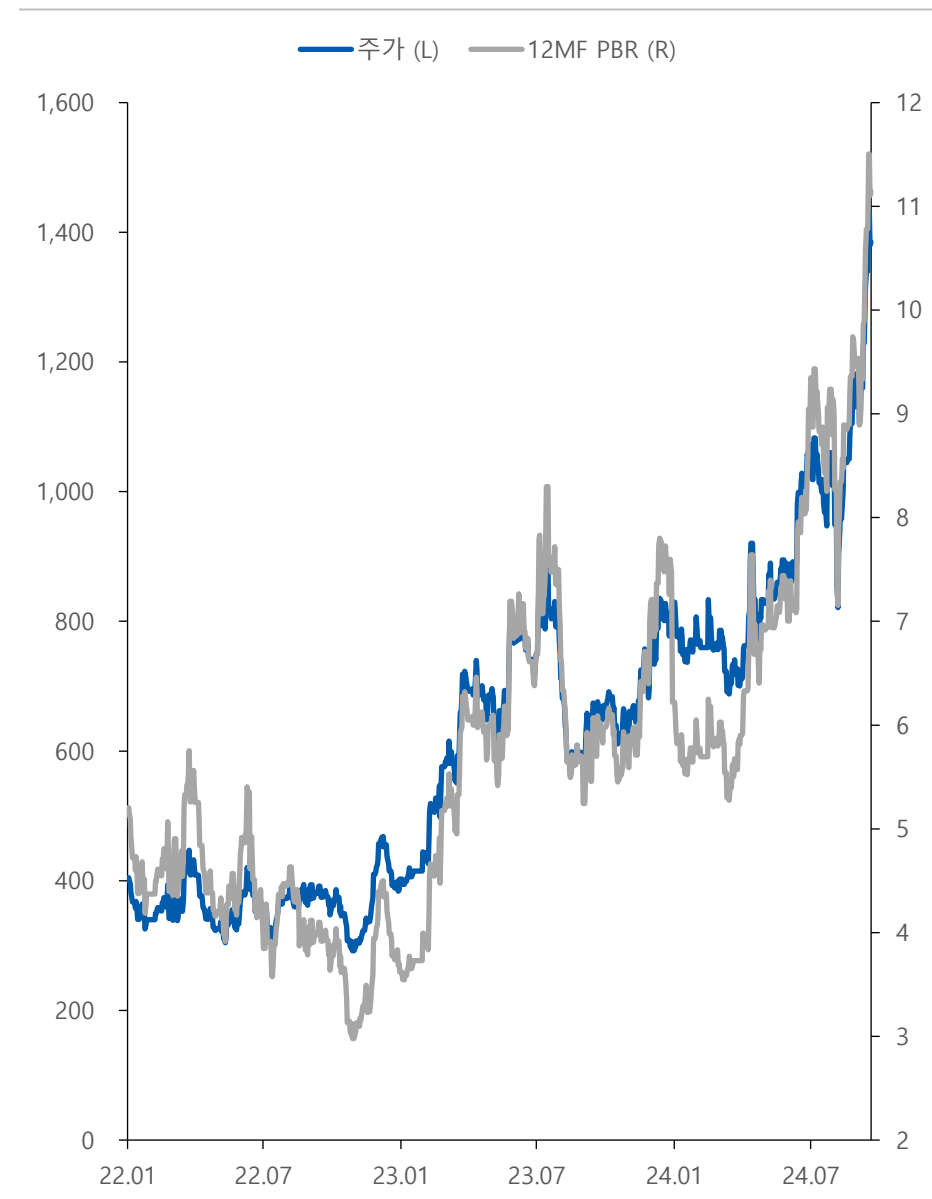
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 104] WinWay 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

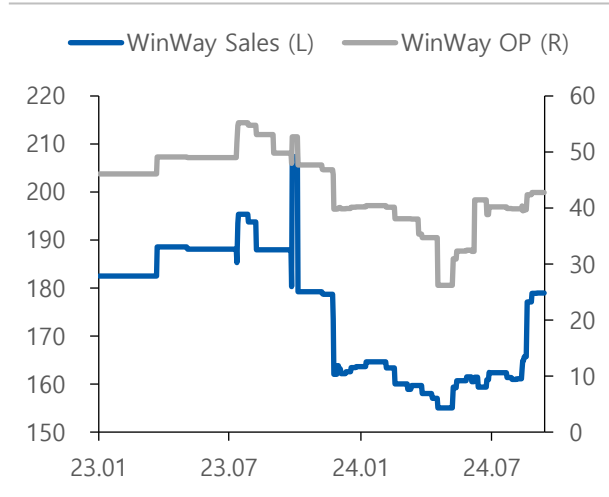
[차트 105] WinWay 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

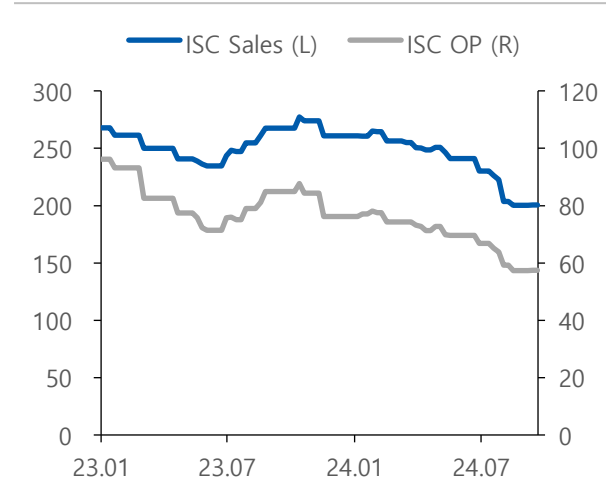
글로벌 Socket / Probe card 현황 (1)

[차트 106] Winway 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



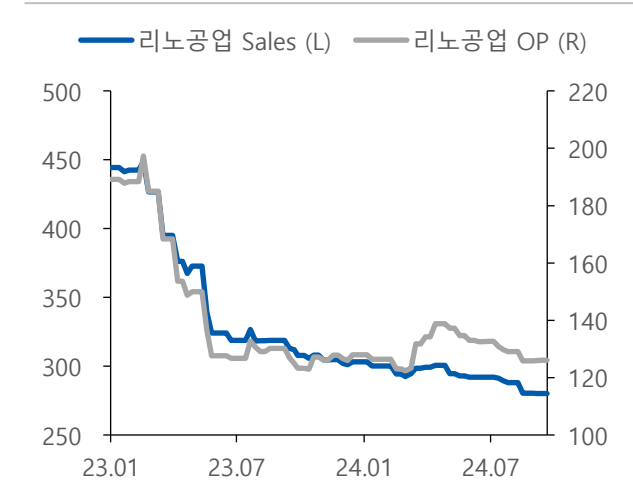
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 107] ISC 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



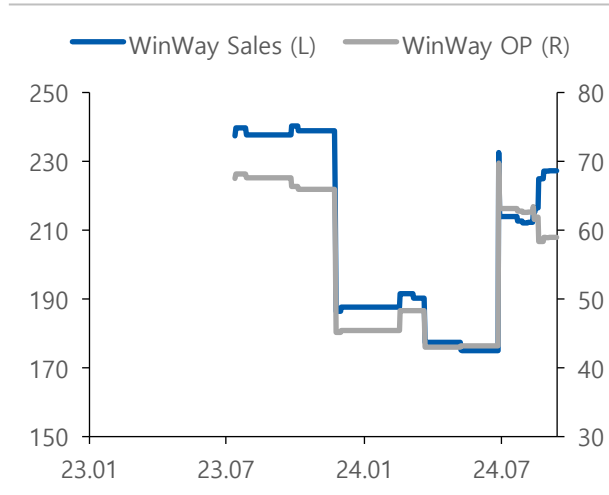
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

[차트 108] 리노공업 2024년 연간 실적 컨센서스 추이



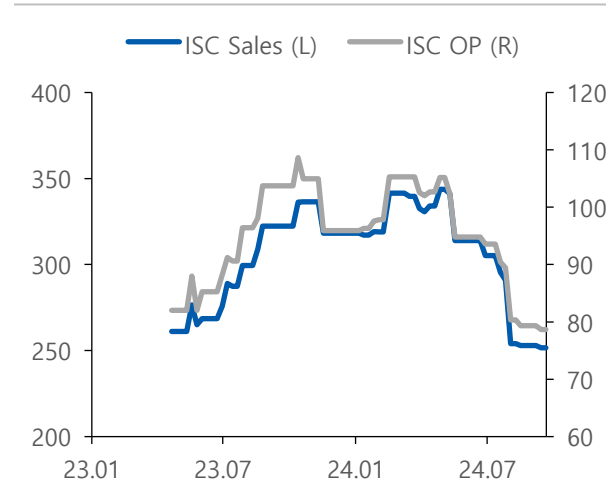
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

[차트 109] Winway 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



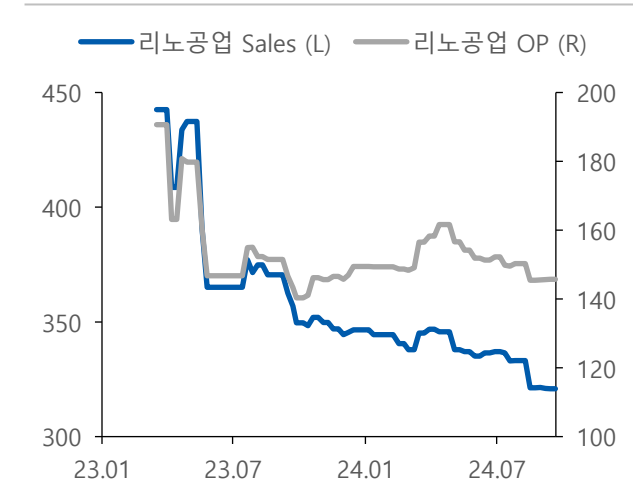
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 110] ISC 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

[차트 111] 리노공업 2025년 연간 실적 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

글로벌 Socket / Probe card 현황 (2)

[표 39] 글로벌 주요 Socket / Probe card 공급업체 실적 및 Valuation

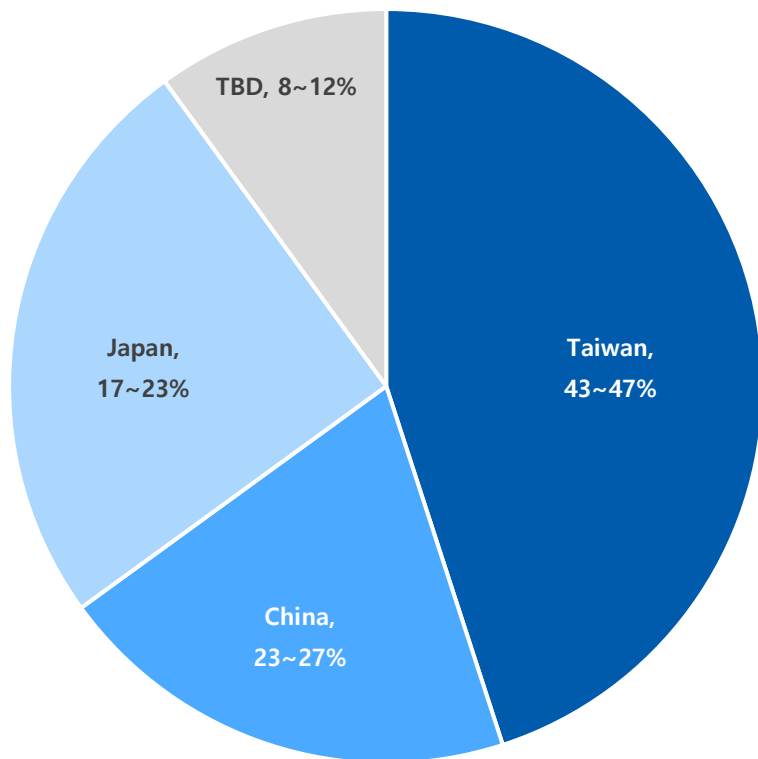
Company		Form Factor	Micronics Japan	Technoprobe	MPI	WinWay	리노공업	ISC	티에스이	마이크로투나노	피엠티
Ticker		FORM US	6871 JP	TPRO IM	6223 TT	6515 TT	058470 KS	095340 KS	131290 KS	424980 KS	147760 KS
시가총액		3,400	1,034	4,599	2,351	1,446	2,728	1,147	467	36	35
2022A	Sales	748	339	428	249	172	322	179	339	41	38
	OP	55	71	164	42	45	137	56	57	6	-5
	OPM%	7%	21%	38%	17%	26%	42%	31%	17%	15%	-14%
	NP	51	58	130	41	37	114	44	50	6	-5
	PER	26.3	6.7	-	8.7	13.0	20.7	12.4	8.2	0.0	-9.0
	PBR	2.1	1.3	-	1.5	3.9	4.8	2.0	1.4	0.0	1.0
	ROE	6.2	21.0	21.7	18.8	33.2	25.1	17.9	17.8	25.2	-10.2
	EV/EBITDA	12.9	2.6	-	5.4	8.9	12.6	6.4	3.8	0.0	-39.6
2023A	Sales	663	273	355	261	118	256	140	249	9	33
	OP	83	38	62	47	18	114	11	-2	-13	-5
	OPM%	12%	14%	18%	18%	15%	45%	8%	-1%	-134%	-16%
	NP	82	29	130	42	15	111	13	0	-8	-6
	PER	767.2	34.3	-	15.5	62.1	27.8	111.5	4,523.9	-11.2	-10.1
	PBR	3.6	3.4	-	2.7	8.4	5.5	3.5	1.8	2.8	1.2
	ROE	9.6	10.3	16.3	18.1	12.9	21.1	3.7	-0.6	-26.3	-11.5
	EV/EBITDA	51.1	16.6	-	9.9	42.0	19.1	62.7	22.7	-7.7	-121.9
2024F	Sales	766	385	621	309	179	280	201	321	-	-
	OP	96	83	103	74	43	126	57	31	-	-
	OPM%	13%	22%	17%	24%	24%	45%	29%	10%	-	-
	NP	94	59	87	65	36	114	58	29	-	-
	PER	37.1	16.9	51.6	36.3	39.7	24.0	19.9	16.9	-	-
	PBR	-	3.0	3.2	8.3	10.7	4.3	2.1	1.4	-	-
	ROE	8.7	18.9	6.8	25.4	29.3	19.3	11.6	8.0	-	-
	EV/EBITDA	24.2	8.6	23.9	24.2	28.6	16.8	12.4	7.0	-	-
2025F	Sales	837	474	749	366	227	321	252	373	-	-
	OP	156	114	169	93	59	146	79	56	-	-
	OPM%	19%	24%	23%	25%	26%	45%	31%	15%	-	-
	NP	146	81	144	78	48	130	68	47	-	-
	PER	24.5	12.4	31.2	30.1	30.2	20.9	16.9	9.9	-	-
	PBR	-	2.5	2.9	7.0	8.7	3.8	1.9	1.2	-	-
	ROE	14.3	24.0	9.6	26.3	37.3	19.6	12.2	12.2	-	-
	EV/EBITDA	16.1	5.8	16.3	20.7	21.6	14.3	9.0	4.7	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD/bilKRW, %, 배

Materials Analysis Technology (Ma-Tek) / 3587 TT / 시총 0.8조원

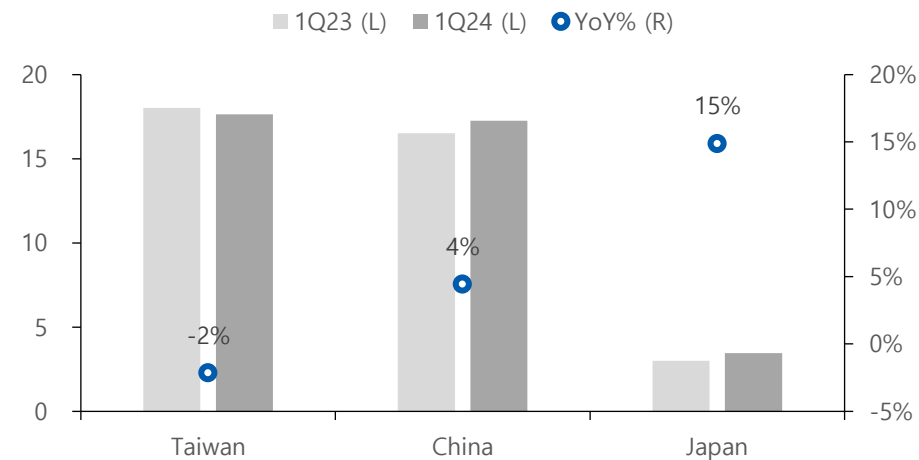
- Analysis service provider. 반도체를 포함한 주요 기업들에게 2nd opinion을 주는 역할.
- 동사의 서비스 영역은, RA(Reliability), FA(Failure Analysis), 그리고 MA(Material Analysis)까지 포함. 실제 고객들의 IC Design, Wafer processing, System Integration등 다양한 단계에서 발생하는 이슈에 대해서 분석하고 외부 Fab 입장에서 객관적인 결과를 제공하여 고객의 수율 관리에 기여.
- 1H24 전사 매출액 기준 지역별 비중은, 대만 45%, 중국 46%, 일본 9%로 구성. 2024년 연간으로 일본 내 수요 증가가 전사 실적 성장을 견인해 나갈 것으로 기대. 다만 일본 지역내 주요 고객의 Kumamoto 프로젝트가 지연됨에 따라 연초대비 가이드언스를 하향 조정한 바 있음.
- 주요 해외 고객들은 반도체 시장 내 지정학적 이슈를 고려하여 중국 외 대만/일본을 선호하고 있음. 2019년에 일본 Nagoya Lab을 오픈했으며, 2023년 Kumamoto Lab으로 확대한 바 있음. 이런 수요에 더해, 일본 내 Rapidus 및 주요 장비/소재 업체들의 수요가 증가하고 있는 것도 향후 성장 가시성을 높여줄 것으로 기대.

[차트 112] Ma-Tek 2024년 지역별 Capex 비중



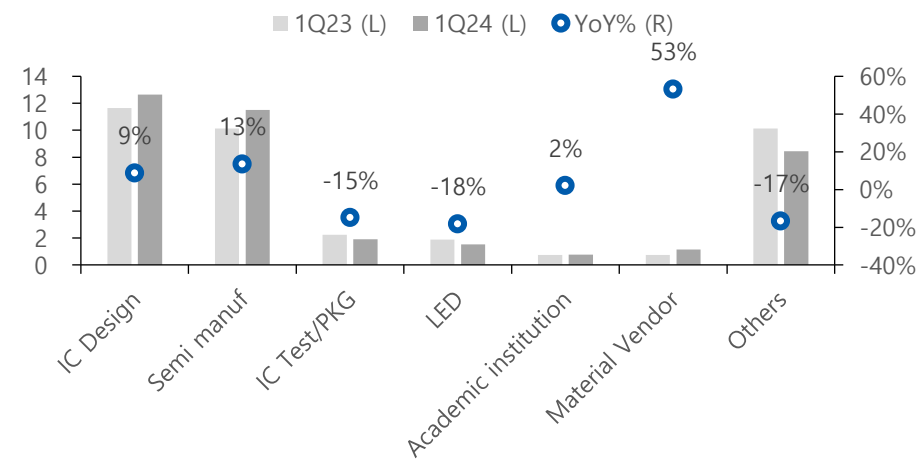
자료: Ma-Tek, 유안타증권 리서치센터

[차트 113] Ma-Tek 지역별 분기 매출액 및 YoY% 증감률 추이



자료: Ma-Tek, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 114] Ma-Tek 고객군별 분기 매출액 및 YoY% 증감률 추이



자료: Ma-Tek, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

Materials Analysis Technology (Ma-Tek) / 3587 TT

[표 40] 분기 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Total Sales	38	40	39	39	38	39	41	44	-	-	-	-
YoY%	18%	31%	12%	7%	2%	-1%	7%	14%	-	-	-	-
QoQ%	3%	5%	-2%	0%	-1%	2%	6%	7%	-	-	-	-
CoGS	24	24	26	26	27	25	27	28	-	-	-	-
% of Total Sales	63%	61%	66%	68%	70%	63%	64%	64%	-	-	-	-
GP	14	15	13	12	12	14	15	16	-	-	-	-
% of Total Sales	37%	39%	34%	32%	30%	37%	36%	36%	-	-	-	-
SG&A	7	7	7	8	6	7	7	8	-	-	-	-
% of Total Sales	20%	18%	18%	19%	17%	18%	18%	18%	-	-	-	-
OP	6	8	6	5	5	7	7	8	-	-	-	-
% of Total Sales	17%	21%	16%	12%	13%	18%	18%	18%	-	-	-	-
YoY%	18%	74%	-8%	-39%	-20%	-14%	23%	74%	-	-	-	-
QoQ%	-18%	34%	-28%	-23%	8%	43%	3%	10%	-	-	-	-
NP	5	7	5	5	4	7	6	7	-	-	-	-
% of Total Sales	13%	17%	14%	13%	12%	17%	15%	16%	-	-	-	-
YoY%	10%	95%	-9%	-29%	-11%	0%	15%	48%	-	-	-	-
QoQ%	-27%	35%	-19%	-11%	-9%	53%	-7%	14%	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

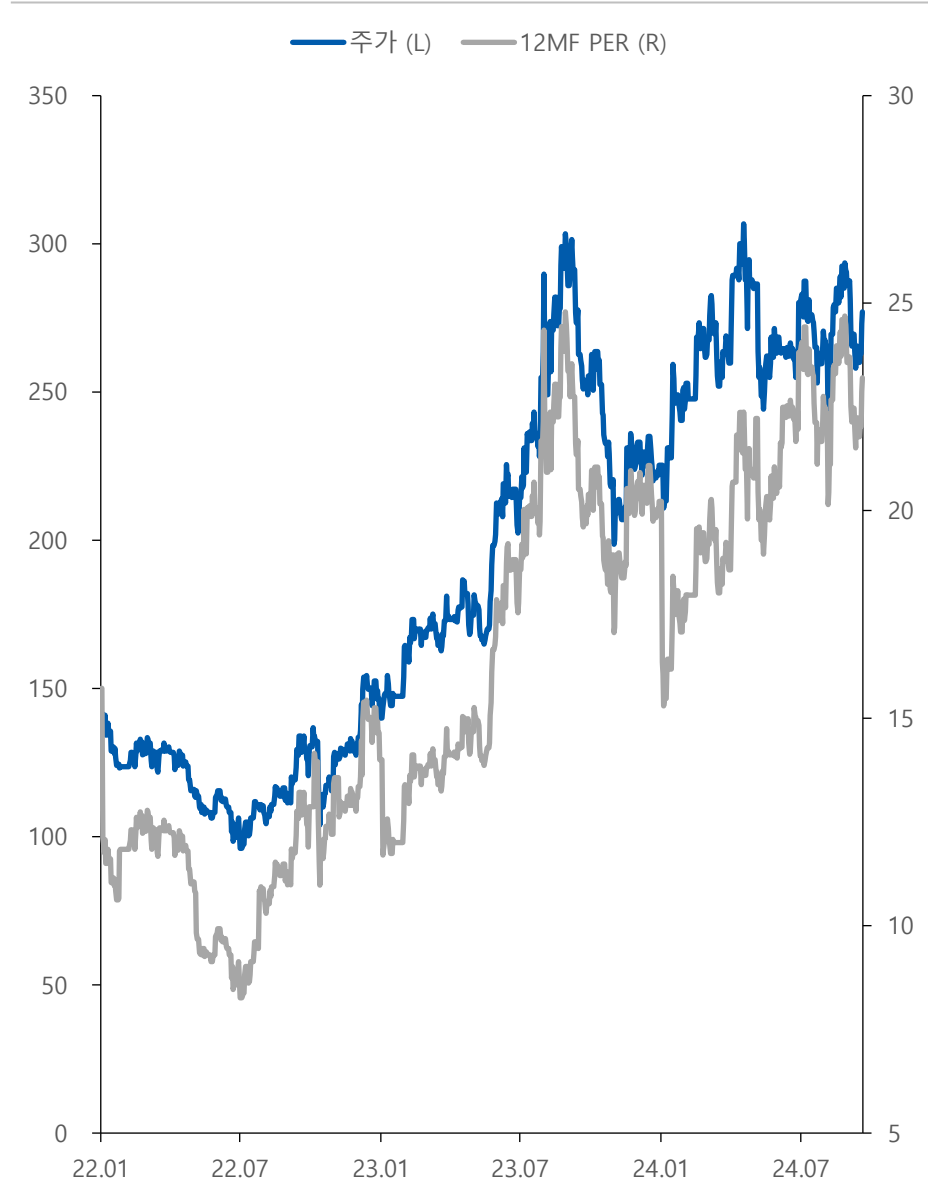
Materials Analysis Technology (Ma-Tek) / 3587 TT

[표 41] 연간 실적 추이 및 전망

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
Total Sales	45	56	69	82	104	120	133	154	164	194
YoY%	28%	24%	23%	19%	26%	16%	11%	16%	6%	18%
CoGS	28	38	48	60	73	77	84	100	107	124
% of Total Sales	62%	68%	69%	73%	70%	64%	63%	65%	65%	64%
GP	17	18	21	22	31	43	49	54	57	70
% of Total Sales	38%	32%	31%	27%	30%	36%	37%	35%	35%	36%
SG&A	7	9	11	12	16	19	25	29	29	48
% of Total Sales	16%	16%	16%	14%	15%	16%	18%	19%	18%	25%
OP	10	9	10	11	15	24	25	25	28	22
% of Total Sales	22%	16%	15%	13%	14%	20%	18%	16%	17%	11%
YoY%	32%	-8%	15%	1%	43%	59%	3%	3%	11%	-22%
NP	7	7	9	8	13	21	21	22	25	32
% of Total Sales	16%	13%	12%	10%	13%	17%	16%	14%	15%	16%
YoY%	28%	-1%	21%	-6%	64%	61%	0%	5%	12%	28%

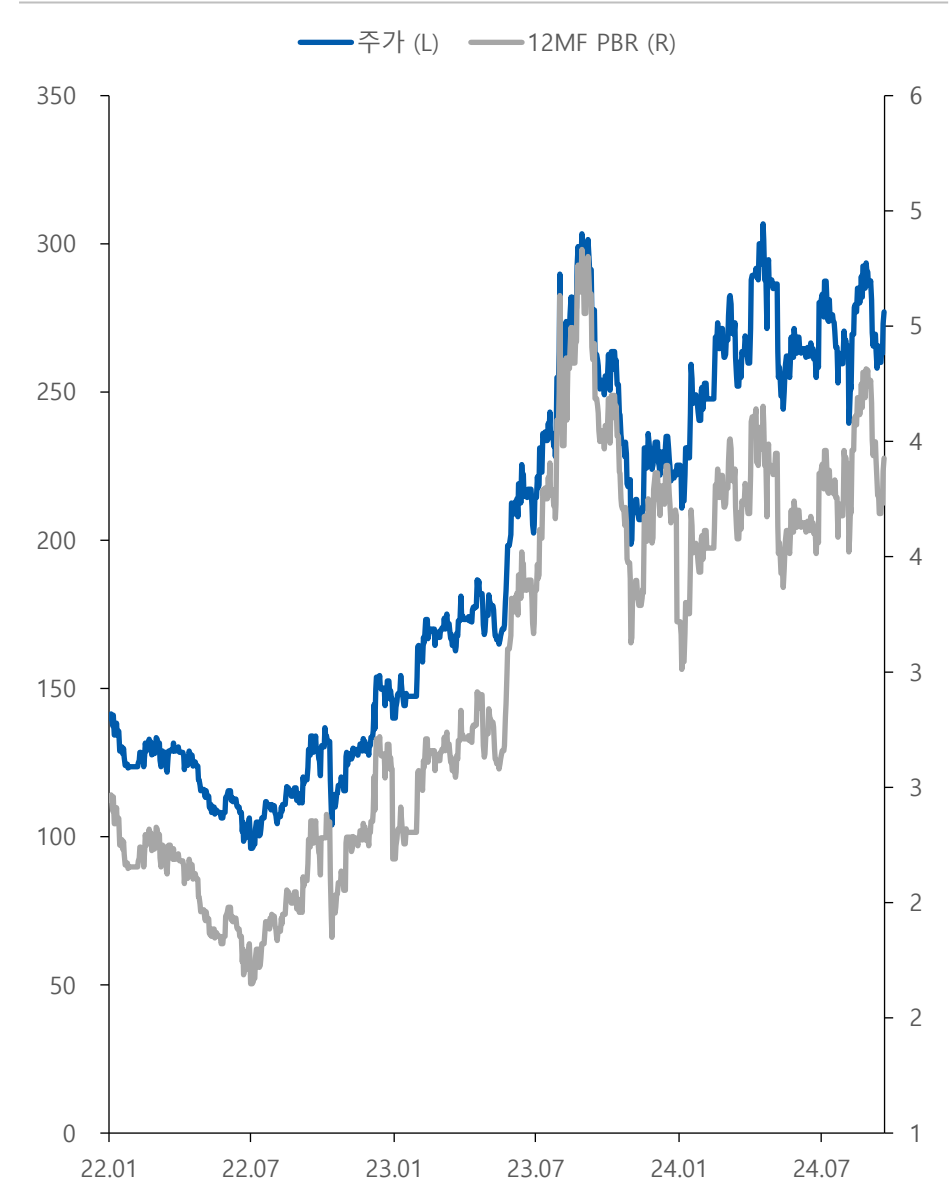
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD

[차트 115] Ma-Tek 주가 및 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PER 단위는 배

[차트 116] Ma-Tek 주가 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 주가 단위는 NTD, PBR 단위는 배

글로벌 Analysis Service 업체 현황

[표 42] 글로벌 주요 Analysis Service 업체 실적 및 Valuation

Company		Ma-Tek	IST	큐알티
Ticker		3587 TT	3289 TT	405100 KS
시가총액		576	405	163
2022A	Sales	133	126	60
	OP	25	11	10
	OPM%	18%	9%	17%
	NP	21	14	6
	PER	15.0	13.2	16.7
	PBR	2.6	1.6	1.4
	ROE	18.4	12.5	9.3
	EV/EBITDA	6.1	6.3	4.8
2023A	Sales	154	122	53
	OP	25	10	1
	OPM%	16%	8%	1%
	NP	22	12	3
	PER	21.5	18.0	68.3
	PBR	3.4	2.1	1.8
	ROE	17.1	11.7	2.6
	EV/EBITDA	8.0	8.4	14.9
2024F	Sales	164	133	75
	OP	28	13	11
	OPM%	17%	10%	15%
	NP	25	18	11
	PER	23.2	23.1	14.8
	PBR	3.9	-	1.4
	ROE	-	13.9	10.5
	EV/EBITDA	-	11.0	6.5
2025F	Sales	194	147	-
	OP	22	20	-
	OPM%	11%	14%	-
	NP	32	20	-
	PER	18.3	20.9	-
	PBR	3.6	-	-
	ROE	-	14.1	-
	EV/EBITDA	-	10.8	-

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 mnUSD/bilKRW, %, 배



백길현

반도체, USCPA

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

PART [5]

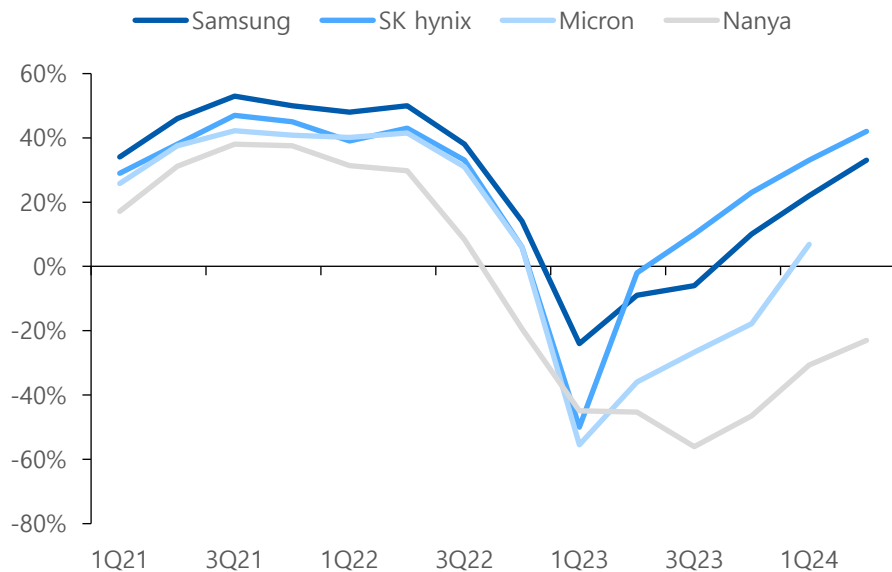
반도체 업황 점검

메모리반도체 현황 점검 & 투자 전략 (1)

• 2H24 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 배제할 수 없을 것.

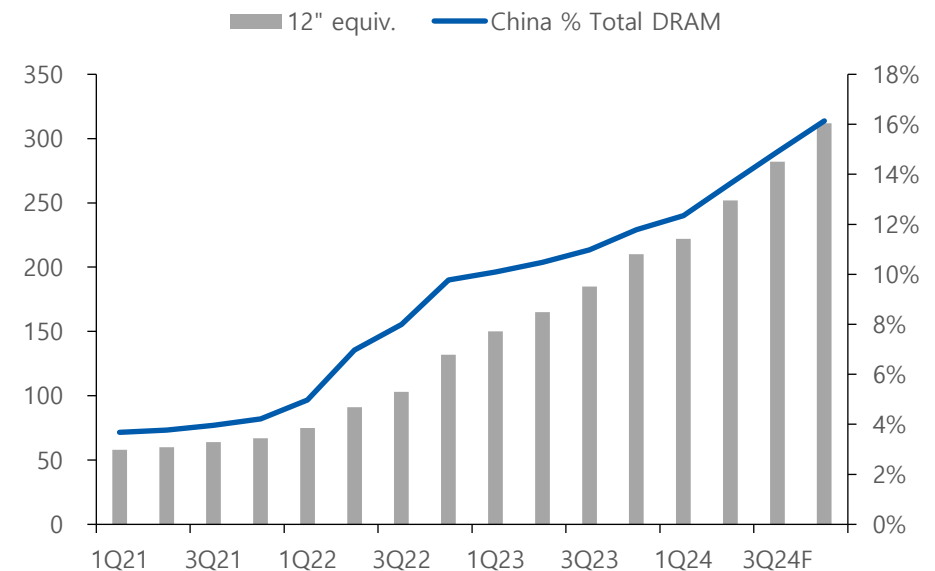
- 1) Consumer(PC, Mobile) 제품 중심의 IT 수요가 예상대비 부진한 것으로 파악되며,
- 2) 여타 IT부품대비 상대적으로 DRAM/NAND의 YTD기준 ASP 상승폭이 50%에 육박한다는 점까지 고려하면 Channel을 포함한 고객들의 일부 재고 조정을 요할 수 있을 것으로 추정.
- 3) 중국 CXMT의 DRAM 시장 진입으로, LPDDR4 가격 경쟁이 예상대비 빠르게 시작되었기 때문. CXMT는 1H24 Low-end Mobile 중심의 LPDDR4 수요를 대응하고 있으며, 중국 Xiaomi를 포함한 일부 브랜드와의 검증 절차를 마치고 LPDDR5 출시를 앞두고 있는 것으로 파악.

[차트 117] 메모리반도체 업체별 DRAM 수익성 추이



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터

[차트 118] 중국 메모리반도체 공급 Capa 기준 점유율 추이 및 전망



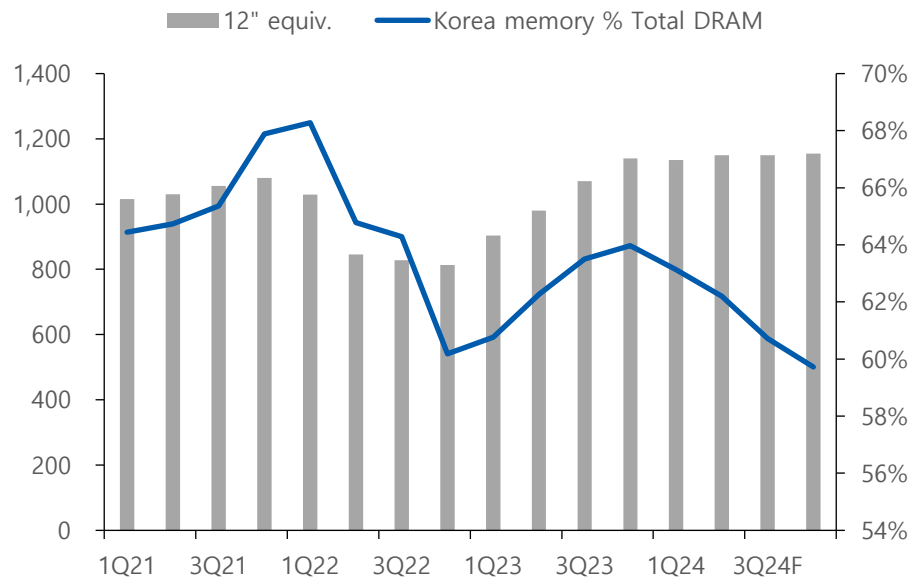
자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 K/Month

메모리반도체 현황 점검 & 투자 전략 (2)

• 1H25 DRAM 가격 반등을 전망.

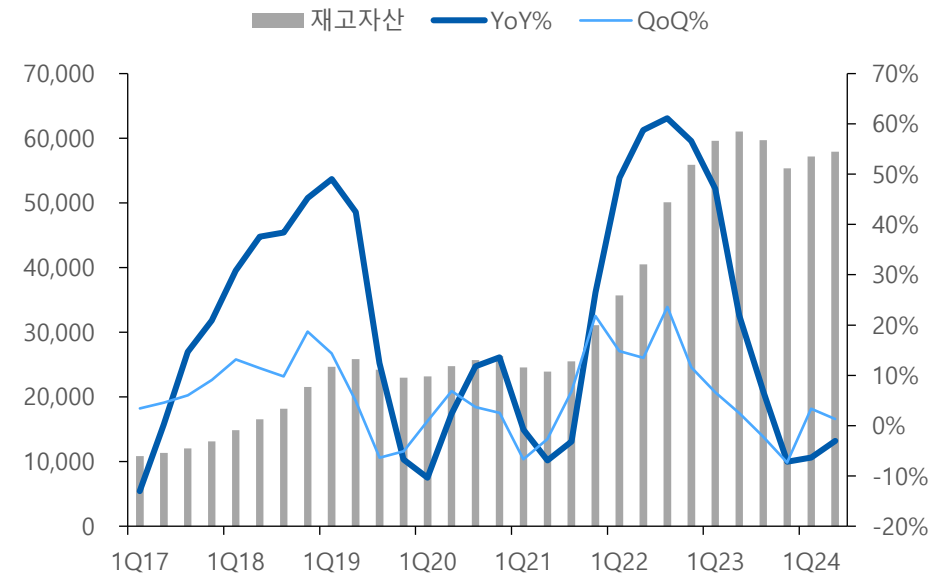
- 1) 2H24 일부 응용처 중심으로 DRAM 3사는 재고 조정을 진행하는 가운데, 중국 메모리반도체의 시장 진입 및 Consumer 수요 부진을 고려하여 2025년 Capex를 예상대비 하향 조정하는 전략을 택할 것으로 예상하고,
- 2) HBM의 견조한 수요는 지속될 것으로 전망. 여전히 CSP 고객들의 AI Server 수요는 강하고, Hopper에 대한 추가 주문이 감지되고 있음. 4Q24부터 Blackwell 시리즈 출하가 시작되어 2025년에도 제한적인 공급 증가로 HBM에 대한 높은 성장률은 지속될 것으로 전망하기 때문.
- 3) 2025년은 High-end IT 기기 중심의 수요가 집중되고 선단 공정(1a/bnm) 중심의 수요가 재차 증가할 것. AI 기기들의 스펙 업그레이드와 합리적인 판매 가격이 소비자 구매 심리를 자극할 것. NPU 등 AI 구현을 위한 주요 부품 가격 하락이 시작될 것으로 예상하기 때문.

[차트 119] 한국 메모리반도체 공급 Capa 기준 점유율 추이 및 전망



자료: 업계 자료, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 K/Month

[차트 120] 메모리3사 재고 자산 및 증감율 추이

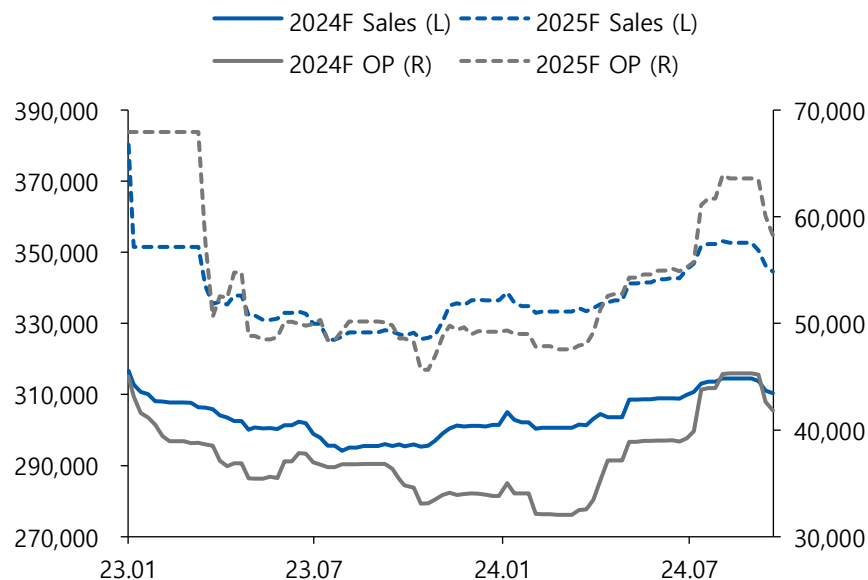


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

메모리반도체 현황 점검 & 투자 전략 (3)

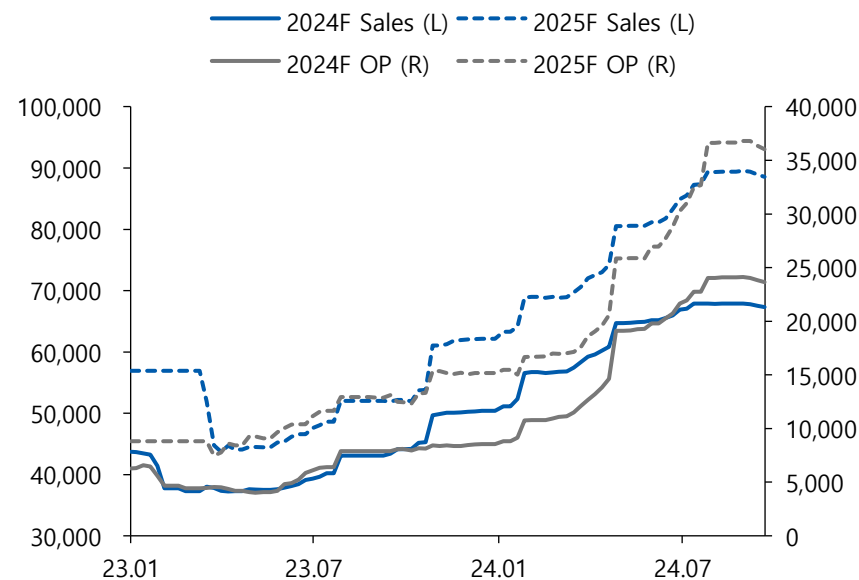
- 국내 메모리반도체 기업의 합산 기준 3Q24 예상 매출액과 영업이익은 각각 41.5조원(YoY +116%, QoQ +9%), 13.4조원(OPM 32%, YoY 흑전, QoQ +11%)으로 하향 조정하지만, 국내 반도체 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지. 삼성전자/SK하이닉스에 대한 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 각각 10만원(2024~2025년 예상 BPS 평균치에 PBR 1.5배 적용), 22만원(2024~2025년 예상 BPS 평균값에 PBR 1.8배 적용)으로 하향 조정.
- 1) 단기적으로 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 고려하여 2H24~2025년 실적 추정치를 하향 조정하였으나, 2) 중국 메모리반도체 기업들의 High-end 시장 진입 가능성은 극히 제한적일 것으로 판단하며, 3) 1H25 재고 조정 종료 및 AI 기반 IT 수요 회복에 따른 실적 성장세와 Valuation 매력이 재차 부각될 것으로 기대하기 때문. 특히 SK하이닉스의 HBM 및 선단공정 DRAM 시장 내 경쟁력이 지속 강화될 것으로 전망된다는 점에 주목.

[차트 121] 삼성전자 2024, 2025년 실적 추정치 변화 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

[차트 122] SK하이닉스 2024, 2025년 실적 추정치 변화 추이



자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW



백길현

반도체/USCPA

02 3770 5635

gilhyun.baik@yuantakorea.com

PART [6]

기업 보고서

삼성전자 (005930) / Legacy 반도체 단기 실적 부진 불가피

반도체



백길현 반도체/USCPA
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	90,000원 (D)
현재주가 (09/20)	63,000 원
상승여력	43%

시가총액	4,196,270억원
총발행주식수	6,792,669,250주
60일 평균 거래대금	16,329억원
60일 평균 거래량	21,184,511주
52주 고	87,800원
52주 저	63,000원
외인지분율	54.55%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 20.08%
주가수익률(%)	1개월 3개월 12개월
절대	(20.2) (22.8) (9.5)
상대	(17.0) (16.4) (10.7)
절대(달러환산)	(19.9) (19.6) (9.4)

- 2H24 반도체 부문 예상 영업이익은 12.7조원(OPM 20%, YoY 흑전, HoH +55%)으로 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 배제할 수 없을 것. 1) Consumer(PC, Mobile) 제품 중심의 IT 수요가 예상대비 부진한 것으로 파악되며, 2) 여타 IT부품대비 상대적으로 DRAM/NAND의 YTD기준 ASP 상승폭이 50%에 육박한다는 점까지 고려하면 Channel을 포함한 고객들의 일부 재고 조정을 요할 수 있을 것으로 추정하고, 3) 중국 CXMT의 시장 진입이 일부 이루어지며 LPDDR4 가격 경쟁이 심화되고 있기 때문.
- 삼성전자에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 9만원(2024~2025년 예상 BPS 평균치에 PBR 1.5배 적용)으로 하향 조정. 1) 단기적으로 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 고려하여 동사 메모리반도체 및 파운드리 부문의 2H24~2025년 실적 추정치를 하향 조정하였으나, 2) 중국 메모리반도체 기업들의 High-end 시장 진입 가능성은 극히 제한적일 것으로 판단하며, 3)1H25 재고 조정 종료 및 AI 기반 IT 수요 회복에 따른 실적 성장세와 Valuation 매력에 재차 부각될 것으로 기대하기 때문.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	279,605	302,231	258,935	330,610	382,131
매출액증가율	18.1	8.1	-14.3	27.7	15.6
영업이익	51,634	43,377	6,567	38,852	49,768
영업이익률	18.5	14.4	2.5	11.8	13.0
지배주주귀속순이익	39,244	54,730	14,473	33,361	39,158
지배주주 귀속 EPS	6,375	8,969	2,225	5,389	6,360
증가율	50.4	39.5	-73.6	130.5	17.4
PER	12.4	7.1	30.3	11.7	9.9
PBR	1.8	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.1	4.1	8.4	3.9	3.1
ROA	9.8	12.5	3.2	6.8	7.0
ROE	13.9	17.1	4.1	8.9	9.3

자료: 유안타증권 리서치센터

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망 (1)

[표 43] 삼성전자 분기 실적 추이 및 전망 (1)

		1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Sales	Total	71,920	74,070	92,591	92,035	92,633	92,550	99,756	97,192
	DRAM	10,402	13,192	14,670	15,294	15,138	15,783	16,136	16,495
	ASP	23%	19%	10%	4%	1%	3%	2%	2%
	B/G	-15%	5%	3%	1%	-2%	2%	1%	1%
	NAND	7,326	8,548	8,887	9,087	8,727	9,010	9,394	9,697
	ASP	33%	21%	7%	2%	-2%	1%	2%	1%
	B/G	-3%	-5%	-1%	1%	-2%	3%	3%	3%
	LSI/Foundry	5,650	6,820	7,366	7,439	5,933	7,161	7,734	7,886
	SD	5,390	7,650	9,124	10,298	5,929	7,880	10,493	11,843
	IM/NW	33,530	27,380	30,300	25,541	34,201	28,475	31,512	26,052
	CE/VD	13,480	14,420	14,258	14,973	13,750	14,853	14,686	15,123
	Harman	3,200	3,620	3,838	3,959	3,296	3,729	4,030	4,157
Sales YoY%	Total	13%	23%	37%	36%	29%	25%	8%	6%
	DRAM	104%	143%	128%	58%	46%	20%	10%	8%
	NAND	92%	133%	137%	62%	19%	5%	6%	7%
	LSI/Foundry	17%	18%	25%	24%	5%	5%	5%	6%
	SD	-18%	18%	11%	8%	10%	3%	15%	15%
	IM/NW	5%	7%	1%	2%	2%	4%	4%	2%
	CE/VD	-4%	0%	4%	5%	2%	3%	3%	1%
	Harman	1%	3%	1%	1%	3%	3%	5%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망 [2]

[표 44] 삼성전자 분기 실적 추이 및 전망 (2)

		1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
OP	Total	6,610	10,440	10,994	10,808	11,457	11,370	13,807	13,134
	DRAM	1,924	4,353	4,548	4,894	4,693	5,051	5,325	5,443
	NAND	916	2,231	1,955	2,217	2,269	2,379	2,489	2,424
	LSI/Foundry	(915)	(300)	(442)	(446)	(237)	(215)	650	741
	SD	340	1,010	1,460	1,545	652	1,103	1,784	2,013
	IM/NW	3,510	2,230	2,727	2,171	3,420	2,278	2,836	2,084
	CE/VD	530	490	499	150	481	520	441	151
	Harman	240	320	338	348	257	336	363	353
OPM%	Total	9%	14%	12%	12%	12%	12%	14%	14%
	DRAM	19%	33%	31%	32%	31%	32%	33%	33%
	NAND	13%	26%	22%	24%	26%	26%	27%	25%
	LSI/Foundry	-16%	-4%	-6%	-6%	-4%	-3%	8%	9%
	SD	6%	13%	16%	15%	11%	14%	17%	17%
	IM/NW	10%	8%	9%	9%	10%	8%	9%	8%
	CE/VD	4%	3%	4%	1%	4%	4%	3%	1%
	Harman	8%	9%	9%	9%	8%	9%	9%	9%
OP YoY%	Total	933%	1462%	352%	283%	73%	9%	26%	22%
	DRAM	흑전	흑전	흑전	360%	144%	16%	17%	11%
	NAND	흑전	흑전	흑전	흑전	148%	7%	27%	9%
	LSI/Foundry	적지	적지	적지	적지	0%	0%	0%	0%
	SD	-56%	20%	-25%	-23%	0%	0%	0%	0%
	IM/NW	-11%	-27%	-17%	-20%	-3%	2%	4%	-4%
	CE/VD	179%	-34%	31%	흑전	-9%	6%	-12%	1%
	Harman	85%	28%	-25%	2%	7%	5%	7%	1%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망 (1)

[표 45] 삼성전자 연간 실적 추이 및 전망 (1)

		2021	2022	2023	2024F	2025F
Sales	Total	279,605	302,231	258,936	330,616	382,131
	DRAM	44,760	42,143	26,644	53,557	63,552
	NAND	27,536	26,162	16,818	33,848	36,828
	LSI/Foundry	21,580	29,392	22,462	27,275	28,713
	SD	31,710	33,542	30,845	32,462	36,144
	IM	109,250	119,200	112,410	116,751	120,239
	CE	55,840	60,630	56,440	57,131	58,411
	Harman	10,040	13,220	14,390	14,617	15,212
Sales YoY%	Total	18%	8%	-14%	28%	16%
	DRAM	36%	-6%	-37%	101%	19%
	NAND	24%	-5%	-36%	101%	9%
	LSI/Foundry	25%	36%	-24%	21%	5%
	SD	4%	6%	-8%	5%	11%
	IM	10%	9%	-6%	4%	3%
	CE	16%	9%	-7%	1%	2%
	Harman	9%	32%	9%	2%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망 [2]

[표 46] 삼성전자 연간 실적 추이 및 전망 (2)

		2021	2022	2023	2024F	2025F
OP	Total	51,634	43,375	6,562	38,852	49,768
	DRAM	20,929	17,443	(2,264)	15,719	20,512
	NAND	6,916	3,656	(9,529)	7,319	9,561
	LSI/Foundry	1,330	2,542	(2,803)	(2,104)	939
	SD	4,450	5,963	5,570	4,355	5,552
	IM	13,650	11,380	13,010	10,638	10,618
	CE	3,640	1,350	1,310	1,669	1,593
	Harman	592	753	1,170	1,246	1,309
OPM%	Total	18%	14%	3%	12%	13%
	DRAM	47%	41%	-8%	29%	32%
	NAND	25%	14%	-57%	22%	26%
	LSI/Foundry	6%	9%	-12%	-8%	3%
	SD	14%	18%	18%	13%	15%
	IM	12%	10%	12%	9%	9%
	CE	7%	2%	2%	3%	3%
	Harman	6%	6%	8%	9%	9%
OP YoY%	Total	43%	-16%	-85%	492%	28%
	DRAM	68%	-17%	적전	흑전	30%
	NAND	39%	-47%	적전	흑전	31%
	LSI/Foundry	1%	91%	적전	적지	흑전
	SD	100%	34%	-7%	-22%	28%
	IM	19%	-17%	14%	-18%	0%
	CE	2%	-63%	-3%	27%	-5%
	Harman	996%	27%	55%	7%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

삼성전자 (005930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액	279,605	302,231	258,935	330,610	382,131	
매출원가	166,411	190,042	180,389	209,279	235,760	
매출총이익	113,193	112,190	78,547	121,331	146,370	
판매비	61,560	68,813	71,980	82,478	96,602	
영업이익	51,634	43,377	6,567	38,852	49,768	
EBITDA	85,881	82,484	45,234	78,065	90,721	
영업외손익	1,718	3,064	4,439	2,821	1,469	
외환관련손익	40	-272	-102	-539	-514	
이자손익	847	1,957	3,428	4,448	6,096	
관계기업관련손익	730	1,091	888	-1,434	-4,406	
기타	102	288	226	345	293	
법인세비용차감전순손익	53,352	46,440	11,006	41,673	51,237	
법인세비용	13,444	-9,214	-4,481	7,628	11,272	
계속사업순손익	39,907	55,654	15,487	34,045	39,965	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	39,907	55,654	15,487	34,045	39,965	
지배자분순이익	39,244	54,730	14,473	33,361	39,158	
포괄순이익	49,910	59,660	18,837	51,908	57,123	
지배자분포괄이익	49,038	58,745	17,846	50,772	55,812	

주영업이익인식 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	65,105	62,181	44,137	83,126	88,340	
당기순이익	39,907	55,654	15,487	34,045	39,965	
감가상각비	31,285	35,952	35,532	36,323	38,356	
외환손익	0	0	0	305	514	
중속, 관계기업관련손익	-730	-1,091	-888	1,434	4,406	
자산부채의 증감	-16,287	-16,999	-5,459	10,589	929	
기타현금흐름	10,929	-11,335	-536	429	4,170	
투자활동 현금흐름	-33,048	-31,603	-16,923	-45,309	-55,416	
투자자산	1,606	2,634	6,092	-3,802	-895	
유형자산 증가 (CAPEX)	-47,122	-49,430	-57,611	-55,362	-60,000	
유형자산 감소	358	218	98	46	0	
기타현금흐름	12,110	14,976	34,498	13,809	5,479	
재무활동 현금흐름	-23,991	-19,390	-8,973	-7,742	-9,809	
단기차입금	-2,866	-8,540	1,967	3,512	0	
사채 및 장기차입금	1,040	482	385	283	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-20,510	-9,814	-9,809	-10,880	-9,809	
기타현금흐름	-1,655	-1,517	-1,517	-657	0	
연결법외변동 등 기타	1,582	-539	0	18,696	-4,482	
현금의 증감	9,649	10,649	18,241	48,772	18,633	
기초 현금	29,383	39,031	49,681	69,081	117,853	
기말 현금	39,031	49,681	69,081	117,853	136,486	
NOPLAT	38,622	51,982	9,241	29,944	38,866	
FCF	17,983	12,751	-13,474	27,764	28,340	

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
유동자산	218,163	218,471	195,937	247,885	281,307	
현금및현금성자산	39,031	49,681	69,081	117,853	136,486	
매출채권 및 기타채권	45,211	41,871	43,281	46,143	49,099	
재고자산	41,384	52,188	51,626	50,951	53,806	
비유동자산	208,458	229,954	259,969	282,561	302,504	
유형자산	149,929	168,045	187,256	206,734	228,378	
관계기업등 지분관련자산	8,932	10,894	11,767	15,978	16,874	
기타투자자산	15,491	12,802	8,913	10,562	10,562	
자산총계	426,621	448,425	455,906	530,446	583,812	
유동부채	88,117	78,345	75,719	104,119	109,240	
매입채무 및 기타채무	58,260	58,747	53,550	72,712	76,787	
단기차입금	13,688	5,147	7,115	10,627	10,627	
유동성장기부채	1,330	1,089	1,309	2,115	2,115	
비유동부채	33,604	15,330	16,509	20,368	21,300	
장기차입금	2	34	0	0	0	
사채	508	536	538	21	21	
부채총계	121,721	93,675	92,228	124,488	130,540	
자본지분	296,238	345,186	353,234	395,749	442,255	
자본금	898	898	898	898	898	
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404	
이익잉여금	293,065	337,946	346,652	370,228	399,577	
비지배자분	8,662	9,563	10,444	10,209	11,016	
자본총계	304,900	354,750	363,678	405,958	453,271	
순차입금	-105,758	-104,894	-79,721	-122,600	-149,556	
총차입금	18,392	10,333	12,686	16,481	16,481	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
EPS	6,375	8,969	2,225	5,389	6,360	
BPS	43,611	50,817	52,002	58,261	65,108	
EBITDAPS	12,643	12,143	6,659	11,493	13,356	
SPS	41,163	44,494	38,120	48,672	56,256	
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444	
PER	12.4	7.1	30.3	11.7	9.9	
PBR	1.8	1.3	1.3	1.1	1.0	
EV/EBITDA	5.1	4.1	8.4	3.9	3.1	
PSR	1.9	1.4	1.8	1.3	1.1	

재무비율						(단위: 배, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	18.1	8.1	-14.3	27.7	15.6	
영업이익 증가율 (%)	43.5	-16.0	-84.9	491.6	28.1	
지배순이익 증가율 (%)	50.4	39.5	-73.6	130.5	17.4	
매출총이익률 (%)	40.5	37.1	30.3	36.7	38.3	
영업이익률 (%)	18.5	14.4	2.5	11.8	13.0	
지배순이익률 (%)	14.0	18.1	5.6	10.1	10.2	
EBITDA 마진 (%)	30.7	27.3	17.5	23.6	23.7	
ROIC	21.8	25.3	4.0	12.2	15.1	
ROA	9.8	12.5	3.2	6.8	7.0	
ROE	13.9	17.1	4.1	8.9	9.3	
부채비율 (%)	39.9	26.4	25.4	30.7	28.8	
순차입금/자기자본 (%)	-34.7	-29.6	-21.9	-30.2	-33.0	
영업이익/금융비용 (배)	119.7	56.8	7.1	46.3	62.0	

SK하이닉스 (000660) / 메모리반도체 Leadership 강화

반도체



백길현 반도체/USCPA
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	220,000원 (D)
현재주가 (09/20)	157,100원
상승여력	40%

시가총액	1,143,692억원		
총발행주식수	728,002,365주		
60일 평균 거래대금	10,799억원		
60일 평균 거래량	5,723,433주		
52주 고	241,000원		
52주 저	114,700원		
외인지분율	53.39%		
주요주주	에스케이스퀘어 외 8 인 20.07%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(21.3)	(33.9)	33.1
상대	(18.2)	(28.4)	31.4
절대(달러환산)	(21.1)	(31.1)	33.2

- 2H24 예상 영업이익은 14조원(OPM 39%, YoY 흑전, HoH +68%)으로 2H24 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 배제할 수 없을 것. 1) Consumer(PC, Mobile) 제품 중심의 IT 수요가 예상대비 부진한 것으로 파악되며, 2) 여타 IT부품대비 상대적으로 DRAM/NAND의 YTD기준 ASP 상승폭이 50%에 육박한다는 점까지 고려하면 Channel을 포함한 고객들의 일부 재고 조정을 요할 수 있을 것으로 추정하고, 3) 중국 CXMT의 시장 진입이 일부 이루어지며 LPDDR4 가격 경쟁이 심화되고 있기 때문.
- SK하이닉스에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 22만원(2024~2025년 예상 BPS 평균값에 PBR 1.8배 적용)으로 하향 조정. 1) 단기적으로 Legacy 메모리반도체 가격 상승 모멘텀이 둔화될 가능성을 고려하여 2H24~2025년 실적 추정치를 하향 조정하였으나, 2) 중국 메모리반도체 기업들의 High-end 시장 진입 가능성은 극히 제한적일 것으로 판단하며, 3) 1H25 재고 조정 종료 및 AI 기반 IT 수요 회복에 따른 실적 성장세와 Valuation 매력ity 재차 부각될 것으로 기대하기 때문. 특히 SK하이닉스의 HBM 및 선단공정(1b/1nm) DRAM 시장 내 경쟁력이 지속 강화될 것으로 전망된다는 점에 주목.

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	65,004	80,411
매출액증가율	34.8	3.8	-26.6	98.4	23.7
영업이익	12,410	6,809	-7,730	22,373	34,311
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	34.4	42.7
지배주주귀속순이익	9,602	2,230	-9,112	16,860	26,923
지배주주 귀속 EPS	13,190	3,063	-12,517	23,159	36,982
증가율	101.9	-76.8	-508.7	-285.0	59.7
PER	9.2	33.3	-8.6	6.8	4.2
PBR	1.3	1.1	1.4	1.5	1.1
EV/EBITDA	4.3	4.4	17.5	3.5	2.2
ROA	11.5	2.2	-8.9	15.1	19.3
ROE	16.8	3.6	-15.6	27.1	31.7

자료: 유안타증권 리서치센터

SK하이닉스 분기 실적 추이 및 전망

[표 47] SK하이닉스 분기 실적 추이 및 전망

		1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F
Sales	Total	12,430	16,423	17,958	18,194	17,898	19,271	20,813	22,430
	DRAM	7,574	11,195	12,617	12,824	12,722	13,892	15,170	16,566
	NAND	4,363	5,062	5,174	5,212	5,018	5,220	5,485	5,706
	Others	494	166	166	158	158	158	158	158
	DRAM ASP	22%	20%	12%	5%	2%	4%	5%	5%
	DRAM B/G	-15%	20%	1%	-1%	-2%	5%	4%	4%
	NAND ASP	32%	17%	8%	2%	-1%	1%	2%	1%
	NAND B/G	0%	-3%	-5%	1%	-2%	3%	3%	3%
Sales YoY%	Total	144%	125%	98%	61%	44%	17%	16%	23%
	DRAM	155%	146%	107%	75%	68%	24%	20%	29%
	NAND	158%	122%	114%	58%	15%	3%	6%	9%
	Others	16%	-66%	-70%	-76%	0%	0%	0%	0%
Sales Mix%	DRAM	61%	68%	70%	70%	71%	72%	73%	74%
	NAND	35%	31%	29%	29%	28%	27%	26%	25%
	Others	4%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
OP	Total	2,886	5,469	6,851	7,167	6,898	8,316	9,184	9,913
	DRAM	2,348	4,702	5,678	5,963	5,852	7,280	8,040	8,780
	NAND	676	1,012	1,190	1,220	1,054	1,044	1,152	1,141
	Others	(138)	(245)	(17)	(16)	(8)	(8)	(8)	(8)
OPM%	Total	23%	33%	38%	39%	39%	43%	44%	44%
	DRAM	31%	42%	45%	47%	46%	52%	53%	53%
	NAND	16%	20%	23%	23%	21%	20%	21%	20%
	Others	-28%	-148%	-10%	-10%	-5%	-5%	-5%	-5%
OP YoY%	Total	흑전	흑전	흑전	1971%	139%	52%	34%	38%
	DRAM	흑전	흑전	892%	306%	149%	55%	42%	47%
	NAND	흑전	흑전	흑전	흑전	56%	3%	-3%	-6%
	Others	적전	적지	적지	적지	0%	0%	0%	0%
OP Contribution	DRAM	81%	86%	83%	83%	85%	88%	88%	89%
	NAND	23%	19%	17%	17%	15%	13%	13%	12%
	Others	-5%	-4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

SK하이닉스 연간 실적 추이 및 전망

[표 48] SK하이닉스 연간 실적 추이 및 전망

		2021	2022	2023	2024F	2025F
Sales	Total	42,998	44,622	32,766	65,004	80,411
	DRAM	30,836	28,450	20,949	44,210	58,351
	NAND	10,638	14,305	9,678	19,810	21,429
	Others	1,524	1,867	2,138	984	632
Sales YoY%	Total	35%	4%	-27%	98%	24%
	DRAM	33%	-8%	-26%	111%	32%
	NAND	40%	34%	-32%	105%	8%
	Others	29%	11%	27%	-54%	0%
Sales Mix%	DRAM	72%	64%	64%	68%	73%
	NAND	25%	32%	30%	30%	27%
	Others	4%	4%	7%	2%	1%
OP	Total	12,410	6,809	(7,730)	22,373	34,311
	DRAM	10,904	7,502	463	18,691	29,952
	NAND	163	(1,783)	(7,971)	4,098	4,391
	Others	(77)	818	(223)	(416)	(32)
OPM%	Total	29%	15%	-24%	34%	43%
	DRAM	35%	26%	2%	42%	51%
	NAND	2%	-12%	-82%	21%	20%
	Others	-5%	44%	-10%	-42%	-5%
OP YoY%	Total	148%	-45%	적전	흑전	53%
	DRAM	72%	-31%	-94%	3933%	60%
	NAND	흑전	적지	적지	흑전	흑전
	Others	적전	흑전	-127%	87%	0%
OP Contribution	DRAM	88%	110%	-6%	84%	87%
	NAND	1%	-26%	103%	18%	13%
	Others	-1%	12%	3%	-2%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 bilKRW

SK하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액	42,998	44,622	32,766	65,004	80,411	
매출원가	24,046	28,994	33,299	34,456	36,648	
매출총이익	18,952	15,628	-533	30,549	43,764	
판매비	6,542	8,818	7,197	8,176	9,453	
영업이익	12,410	6,809	-7,730	22,373	34,311	
EBITDA	23,067	20,961	5,943	35,035	47,795	
영업외손익	1,006	-2,807	-3,928	-1,423	-421	
외환관련손익	489	-405	-319	-540	-249	
이자손익	-238	-444	-1,252	-961	-244	
관계기업관련손익	162	131	15	9	3	
기타	592	-2,089	-2,372	69	69	
법인세비용차감전순손익	13,416	4,003	-11,658	20,949	33,891	
법인세비용	3,800	1,761	-2,520	4,093	6,970	
계속사업순손익	9,616	2,242	-9,138	16,857	26,921	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	16,857	26,921	
지배자분순이익	9,602	2,230	-9,112	16,860	26,923	
포괄순이익	10,688	2,822	-9,037	18,255	28,480	
지배자분포괄이익	10,669	2,802	-9,015	18,255	28,476	

주영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	19,798	14,781	4,278	37,432	43,577	
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	16,857	26,921	
감가상각비	9,861	13,372	13,121	12,118	13,013	
외환손익	61	1,057	332	741	249	
중속, 관계기업관련손익	-162	-131	-15	-2	-3	
자산부채의 증감	-3,018	-2,690	794	4,099	-5	
기타현금흐름	3,440	931	-816	3,620	3,401	
투자활동 현금흐름	-22,392	-17,884	-7,335	-19,161	-19,828	
투자자산	-74	198	-19	-961	-638	
유형자산 증가 (CAPEX)	-12,487	-19,010	-8,325	-18,166	-20,400	
유형자산 감소	80	324	1,540	0	0	
기타현금흐름	-9,911	604	-531	-35	1,210	
재무활동 현금흐름	4,492	2,822	7,271	-4,236	-36	
단기차입금	8	3,579	2,141	-1,312	791	
사채 및 장기차입금	6,162	2,063	7,043	-1,781	0	
자본	191	2	36	48	0	
현금배당	-805	-1,681	-826	-826	-826	
기타현금흐름	-1,064	-1,141	-1,124	-364	0	
연결법위변동 등 기타	184	200	0	-106	-4,280	
현금의 증감	2,082	-81	4,214	13,929	19,433	
기초 현금	2,976	5,058	4,977	7,587	21,516	
기말 현금	5,058	4,977	9,191	21,516	40,949	
NOPLAT	12,410	6,809	-7,730	22,373	34,311	
FCF	7,311	-4,230	-4,047	19,266	23,177	

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER는 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

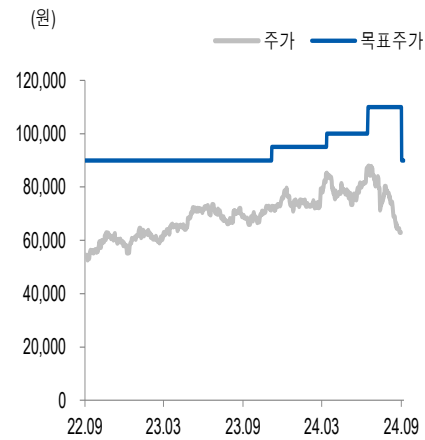
자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표						(단위: 십억원)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
유동자산	26,907	28,733	30,468	45,047	70,750	
현금및현금성자산	5,058	4,977	7,587	21,516	40,949	
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	6,942	7,664	10,511	
재고자산	8,950	15,665	13,481	12,133	14,957	
비유동자산	69,439	75,138	69,862	77,529	85,084	
유형자산	53,226	60,229	52,705	60,156	67,543	
관계기업등 지분관련자산	1,410	1,353	1,367	2,200	2,713	
기타투자자산	7,049	6,130	4,441	4,466	4,592	
자산총계	96,347	103,872	100,330	122,576	155,834	
유동부채	14,735	19,844	21,008	24,219	28,397	
매입채무 및 기타채무	8,379	10,807	7,026	11,306	13,938	
단기차입금	233	3,833	4,146	1,548	1,548	
유동성장기부채	2,648	3,590	5,712	4,727	4,727	
비유동부채	19,420	20,737	25,819	27,341	28,767	
장기차입금	7,529	9,074	10,121	6,530	6,530	
사채	7,214	6,498	9,490	12,424	12,424	
부채총계	34,155	40,581	46,826	51,560	57,164	
자배지분	62,157	63,266	53,504	71,020	98,676	
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658	
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,420	4,420	
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	62,709	88,805	
비지배지분	34	24	-1	-4	-6	
자본총계	62,191	63,291	53,504	71,016	98,670	
순차입금	10,471	18,373	24,960	7,287	-11,570	
총차입금	19,155	24,797	33,981	30,888	31,679	

Valuation 지표						(단위: 원, 배, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
EPS	13,190	3,063	-12,517	23,159	36,982	
BPS	90,394	92,004	77,752	103,134	143,295	
EBITDAPS	31,685	28,792	8,164	48,125	65,652	
SPS	59,063	61,293	45,008	89,291	110,455	
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200	
PER	9.2	33.3	-8.6	6.8	4.2	
PBR	1.3	1.1	1.4	1.5	1.1	
EV/EBITDA	4.3	4.4	17.5	3.5	2.2	
PSR	2.1	1.7	2.4	1.8	1.4	

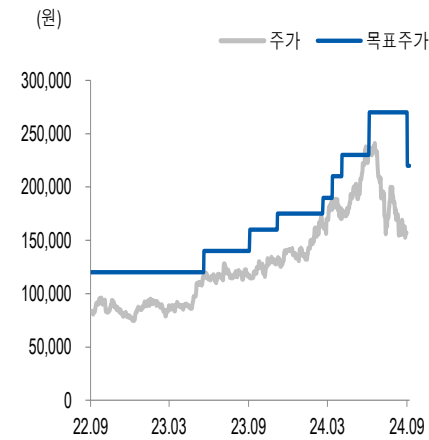
재무비율						(단위: 배, %, %)
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	34.8	3.8	-26.6	98.4	23.7	
영업이익 증가율 (%)	147.6	-45.1	0.0	0.0	53.4	
지배순이익 증가율 (%)	101.9	-76.8	0.0	0.0	59.7	
매출총이익률 (%)	44.1	35.0	-1.6	47.0	54.4	
영업이익률 (%)	28.9	15.3	-23.6	34.4	42.7	
지배순이익률 (%)	22.3	5.0	-27.8	25.9	33.5	
EBITDA 마진 (%)	53.6	47.0	18.1	53.9	59.4	
ROIC	15.4	5.5	-8.5	26.0	36.2	
ROA	11.5	2.2	-8.9	15.1	19.3	
ROE	16.8	3.6	-15.6	27.1	31.7	
부채비율 (%)	54.9	64.1	87.5	72.6	57.9	
순차입금/자기자본 (%)	16.8	29.0	46.7	10.3	-11.7	
영업이익/금융비용 (배)	47.7	12.8	-5.3	15.5	28.1	

삼성전자 (005930) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-23	BUY	90,000	1년		
2024-07-08	BUY	110,000	1년	-29.95	-20.18
2024-04-04	BUY	100,000	1년	-20.88	-12.90
2023-11-29	BUY	95,000	1년	-21.31	-10.53
2023-09-20	1년 경과 이후		1년	-22.73	-19.11
2022-09-20	BUY	90,000	1년	-28.86	-18.44

SK하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-09-23	BUY	220,000	1년		
2024-06-28	BUY	270,000	1년	-28.97	-10.74
2024-04-26	BUY	230,000	1년	-12.14	3.26
2024-04-04	BUY	210,000	1년	-14.38	-10.29
2024-03-13	BUY	190,000	1년	-9.36	-1.95
2023-11-29	BUY	175,000	1년	-18.68	-1.77
2023-09-26	BUY	160,000	1년	-21.23	-16.19
2023-06-12	BUY	140,000	1년	-16.17	-8.57
2022-09-20	BUY	120,000	1년	-26.37	-3.83

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	Strong Buy	Buy	Hold	Sell	Total
비율	0.0%	87.1%	12.9%	0.0%	100.0%

주: 기준일 2024-09-22

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 백길현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

