2026.11.19

반도체

반도체 손인준
6154 / sjj@eugenefn.com

투자는 이어질 것

업종투자의견 **OVERWEIGHT**

- **담합 소송, 패소 가능성은 낮으나 증설을 가속하는 요인:** 최근 소송 제기된 메모리 가격 인상 관련 담합 혐의가 인정될 가능성은 매우 낮을 것으로 보인다. 다만 메모리 구매 비용 급증이 AI CapEx 자금 조달 불확실성, PC·스마트폰 수요 침체의 주요 원인이라는 점을 감안하면, 삼성전자와 SK하이닉스 등 IDM 업체들이 느끼는 부담은 점차 커질 것으로 보인다. 물리적 공급 부족이 해소되지 않더라도 고객사의 예산 제약과 가격 저항 등의 요인으로 메모리 가격이 하향 조정되는 시나리오도 가능하다. 이 경우 가격 하락은 완만하게 진행되며, 가격 조정 국면에서도 증설이 지속될 가능성이 높다.

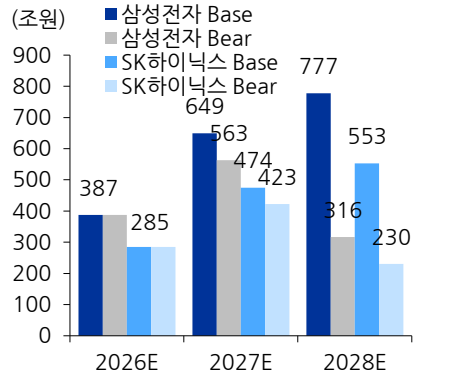
- **2018년식 다운사이클을 가정해도 대규모 이익은 지속:** 지난 11월 12일 발간한 '이미 많은 것이 반영된 주가' 자료에서, 2027년 중순부터 2018년 말과 같은 다운사이클에 진입할 경우 삼성전자와 SK하이닉스의 2028년 영업이익은 각각 316.2조원(-44% YoY), 230.1조원(-46% YoY)을 기록할 것으로 전망한 바 있다. 가능성이 낮은 이러한 시나리오에서도, 양사의 2028년 CapEx Intensity는 각각 18.0%, 28.7%에 그친다(CapEx 가정치 유지). SK하이닉스의 기존 CapEx Intensity 목표가 30% 중반 수준이었음을 감안하면, 다운사이클에서도 투자를 지속할 여력은 충분하다.

- **2026~2027년 WFE 눈높이 상향, 2030년까지 장기 업사이클 기대:** 최근 Lam Research는 WFE 시장 규모를 2026년 $150B대 중반, 2027년 $200B 이상으로 전망했다. 2027년 부문별 성장률은 DRAM, 선단 파운드리·로직, NAND 순으로 높을 것으로 예상했다. Tokyo Electron 역시 WFE 시장 전망치로 2026년 약 $160B, 2027년 $210B 이상을 제시했다. 2027년 시장 성장을 제한하는 요인은 클린룸 공간과 일부 장비 부품 부족으로, 이러한 제약이 없다면 시장 규모는 전망치를 상회할 가능성이 높다. 2027년에 충족되지 못한 수요는 2028년으로 이연될 것으로 예상되며, 이는 2030년까지 이어지는 장기 업사이클을 뒷받침할 전망이다.

- **오래 쉬어간 전공정, 2028년 반영 시 매력도 증가:** 전공정 장비 업종의 최근 3개월 평균 주가 수익률은 -30.2%로, 후공정 장비(-14.1%), 검사 장비(+5.3%), 검사 부품(-2.6%) 대비 부진했다. 컨센서스상 2027년 영업이익 성장률이 높은 후공정 관련 업종이 상대적으로 양호한 주가 흐름을 보였으나, 2028년 실적을 반영하면 전공정 장비 업종의 투자 매력도 역시 높아질 전망이다. 테스, 브이엠, 예스티의 2028년 영업이익 성장률은 각각 33%, 57%, 57%로 예상한다. 연말이 다가올수록 시장의 시선이 2028년으로 이동하며, 전공정 장비 업체들의 성장성이 부각될 것으로 판단한다.

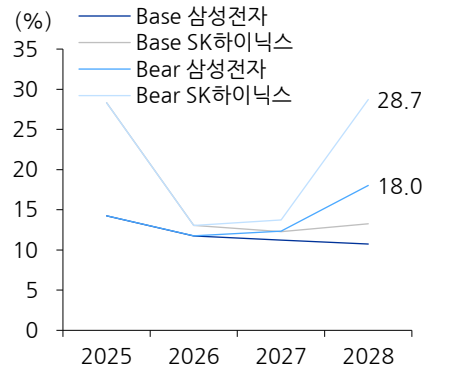
- **2028년, 기회의 해: 테스**: 파운드리 base die 생산용 BSD 납품 및 해외 고객사 추가 확보 기대 / **브이엠**: 2028년 WS 장비 납품 통해 ASP 대폭 상승, 해외 고객사 확보 예상 / **예스티**: HPA 램프업(1d DRAM, V11 NAND, 파운드리, 고객사 확대), HPO 시장 개화(4F² DRAM, V12 NAND) 기대

삼성전자, SK하이닉스 영업이익 추정치



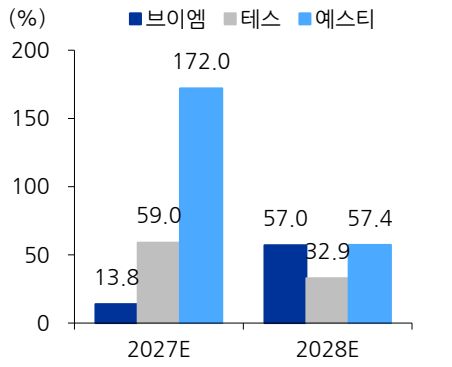
자료: 유진투자증권 / 주: Bear는 2H27 다운사이클 진입 가정

삼성전자, SK하이닉스 CapEx Intensity 추정치



자료: 유진투자증권 / 주: Bear는 2H27 다운사이클 진입 가정

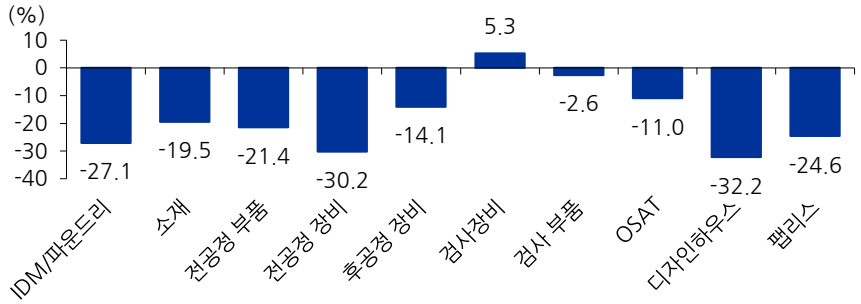
브이엠, 테스, 예스티 영업이익 성장률



자료: 유진투자증권

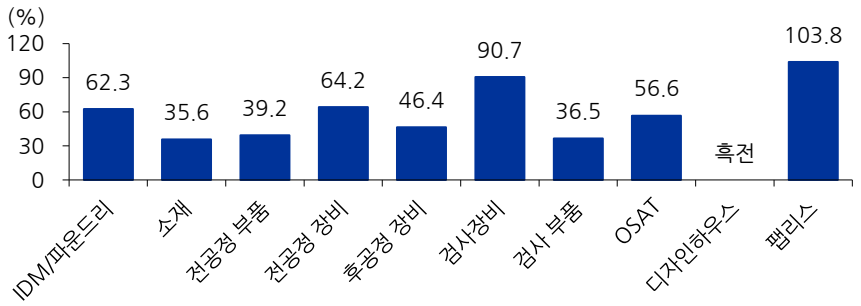
유진투자증권

반도체 벨류체인 세그먼트별 평균 주가 수익률 (최근 3 개월)



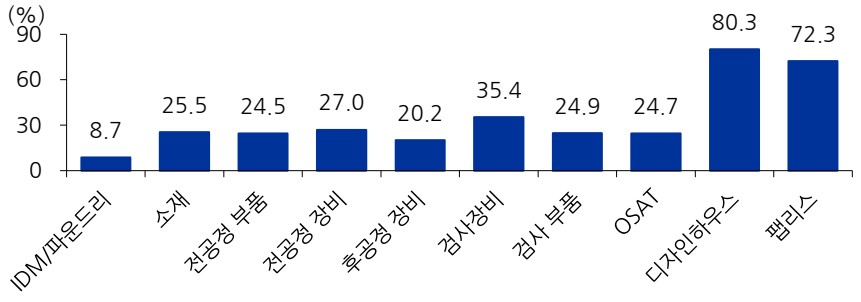
자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체 벨류체인 세그먼트별 영업이익 성장률 (2027 년)



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 컨센서스 기준

반도체 벨류체인 세그먼트별 영업이익 성장률 (2028 년)



자료: Quantiwise, 유진투자증권
주: 컨센서스 기준

삼성전자, SK 하이닉스 CapEx Intensity 시나리오

구분	시나리오		2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (조원)	Base	삼성전자	334	718	1,016	1,211
		YoY	11%	115%	42%	19%
		SK 하이닉스	97	363	580	679
		YoY	47%	273%	60%	17%
	Bear	삼성전자	334	718	925	721
		YoY	11%	115%	29%	-22%
		SK 하이닉스	97	363	519	313
		YoY	47%	273%	43%	-40%
CapEx (조원)	Base/Bear	삼성전자	48	84	114	130
		YoY	-8%	78%	35%	14%
		SK 하이닉스	28	47	71	90
		YoY	+73%	72%	51%	26%
CapEx Intensity (%)	Base	삼성전자	14.2	11.8	11.2	10.7
		SK 하이닉스	28.3	13.0	12.3	13.3
	Bear	삼성전자	14.2	11.8	12.3	18.0
		SK 하이닉스	28.3	13.0	13.7	28.7

자료: 유진투자증권

삼성전자, SK 하이닉스 실적 시나리오

구분	시나리오		1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
매출액 (조원)	Base	삼성전자	232	247	262	274	282	298	315	316	718	1,016	1,211
		QoQ/YoY	7%	6%	6%	5%	3%	5%	6%	0%	115%	42%	19%
		SK 하이닉스	137	142	147	155	155	166	176	181	363	580	679
		QoQ/YoY	8%	4%	4%	5%	0%	7%	6%	3%	273%	60%	17%
	Bear	삼성전자	232	241	239	213	179	173	183	185	718	925	721
		QoQ/YoY	7%	4%	-1%	-11%	-16%	-4%	6%	1%	115%	29%	-22%
		SK 하이닉스	138	139	130	112	78	72	76	88	363	519	313
		QoQ/YoY	9%	1%	-6%	-14%	-30%	-8%	7%	15%	273%	43%	-40%
영업이익 (조원)	Base	삼성전자	146	156	166	182	181	191	200	206	387	649	777
		QoQ/YoY	9%	7%	7%	9%	0%	5%	5%	3%	785%	68%	20%
		SK 하이닉스	112	116	120	127	126	135	144	147	285	474	553
		QoQ/YoY	8%	4%	4%	6%	-1%	7%	6%	2%	504%	66%	17%
	Bear	삼성전자	146	150	144	123	84	73	76	83	387	563	316
		QoQ/YoY	9%	3%	-4%	-14%	-32%	-13%	4%	9%	785%	45%	-44%
		SK 하이닉스	114	114	106	89	58	52	55	65	285	423	230
		QoQ/YoY	10%	1%	-7%	-16%	-34%	-11%	6%	18%	504%	48%	-46%
영업이익률 (%)	Base	삼성전자	63	63	63	66	64	64	64	65	54	64	64
		SK 하이닉스	82	82	82	82	81	82	81	81	79	82	81
	Bear	삼성전자	63	62	60	58	47	42	42	45	54	61	44
		SK 하이닉스	82	82	81	79	75	73	72	74	79	81	73

자료: 유진투자증권

삼성전자, SK 하이닉스 메모리 가격 시나리오

구분	시나리오		1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
DRAM ($/Gb)	Base	삼성전자	2.41	2.45	2.51	2.53	2.55	2.59	2.52	2.42	1.71	2.48	2.51
		QoQ/YoY	*16%*	*2%*	*2%*	*1%*	*1%*	*2%*	*-3%*	*-4%*	*289%*	*45%*	*2%*
		SK 하이닉스	2.38	2.43	2.47	2.50	2.50	2.54	2.57	2.51	1.68	2.45	2.52
		QoQ/YoY	*17%*	*2%*	*1%*	*1%*	*1%*	*2%*	*1%*	*-2%*	*186%*	*46%*	*3%*
	Bear	삼성전자	2.41	2.45	2.32	1.87	1.34	1.14	1.11	1.10	1.71	2.25	1.17
		QoQ/YoY	*16%*	*2%*	*-5%*	*-19%*	*-29%*	*-15%*	*-3%*	*-1%*	*289%*	*31%*	*-48%*
		SK 하이닉스	2.38	2.43	2.23	1.77	1.20	1.06	1.03	1.13	1.68	2.19	1.10
		QoQ/YoY	*17%*	*2%*	*-8%*	*-20%*	*-33%*	*-11%*	*-2%*	*10%*	*186%*	*31%*	*-50%*
NAND ($/Gb)	Base	삼성전자	0.40	0.41	0.41	0.40	0.37	0.35	0.35	0.34	0.30	0.41	0.35
		QoQ/YoY	*5%*	*3%*	*0%*	*-2%*	*-8%*	*-5%*	*1%*	*-3%*	*278%*	*35%*	*-12%*
		SK 하이닉스	0.37	0.38	0.37	0.37	0.37	0.34	0.32	0.33	0.28	0.37	0.33
		QoQ/YoY	*6%*	*1%*	*-2%*	*-1%*	*-1%*	*-8%*	*-5%*	*1%*	*258%*	*34%*	*-13%*
	Bear	삼성전자	0.40	0.35	0.30	0.24	0.18	0.15	0.15	0.15	0.30	0.32	0.16
		QoQ/YoY	*5%*	*-11%*	*-15%*	*-21%*	*-26%*	*-14%*	*-4%*	*5%*	*278%*	*6%*	*-51%*
		SK 하이닉스	0.38	0.33	0.29	0.23	0.16	0.11	0.12	0.12	0.28	0.31	0.13
		QoQ/YoY	*6%*	*-12%*	*-11%*	*-20%*	*-32%*	*-28%*	*3%*	*6%*	*258%*	*10%*	*-58%*

자료: 유진투자증권

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 가격 시나리오

구분	시나리오		1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E	2026E	2027E	2028E
범용 DRAM ($/Gb)	Base	삼성전자	2.31	2.33	2.33	2.33	2.35	2.38	2.26	2.12	1.71	2.32	2.27
		QoQ/YoY	*10%*	*1%*	*0%*	*0%*	*1%*	*1%*	*-5%*	*-6%*	*323%*	*36%*	*-2%*
		SK 하이닉스	2.23	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	2.18	1.69	2.27	2.20
		QoQ/YoY	*8%*	*2%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*0%*	*-4%*	*297%*	*34%*	*-3%*
	Bear	삼성전자	2.31	2.33	2.12	1.58	1.26	1.03	0.95	0.89	1.71	2.07	1.02
		QoQ/YoY	*10%*	*1%*	*-9%*	*-25%*	*-20%*	*-18%*	*-8%*	*-6%*	*323%*	*21%*	*-51%*
		SK 하이닉스	2.23	2.28	2.00	1.44	1.07	0.91	0.82	0.88	1.69	1.97	0.91
		QoQ/YoY	*8%*	*2%*	*-12%*	*-28%*	*-25%*	*-16%*	*-9%*	*7%*	*297%*	*17%*	*-54%*
HBM ($/Gb)	Base	삼성전자	3.33	3.48	3.69	3.84	3.88	4.05	4.35	4.52	1.71	3.62	4.22
		QoQ/YoY	*75%*	*4%*	*6%*	*4%*	*1%*	*4%*	*7%*	*4%*	*37%*	*112%*	*16%*
		SK 하이닉스	3.20	3.30	3.50	3.76	3.76	3.95	4.12	4.42	1.60	3.45	4.29
		QoQ/YoY	*71%*	*3%*	*6%*	*7%*	*7%*	*5%*	*4%*	*7%*	*-3%*	*115%*	*24%*
	Bear	삼성전자	3.33	3.48	3.69	3.84	1.88	1.89	2.21	2.55	1.71	3.62	2.15
		QoQ/YoY	*75%*	*4%*	*6%*	*4%*	*-51%*	*1%*	*17%*	*15%*	*37%*	*112%*	*-41%*
		SK 하이닉스	3.20	3.30	3.50	3.76	1.88	1.89	2.21	2.54	1.60	3.45	2.15
		QoQ/YoY	*71%*	*3%*	*6%*	*7%*	*-50%*	*1%*	*17%*	*15%*	*-3%*	*115%*	*-38%*

자료: 유진투자증권

반도체 기업 밸류에이션 (1)

기업명	시가총액	P/E		P/B		ROE		매출액		영업이익		영업이익률		매출액 성장률		영업이익 성장률	
		27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E
IDM/파운드리	1,950,081.0	3.9	3.5	1.1	0.8	46.6	34.3	1,592,502.6	1,788,848.1	1,083,030.4	1,176,940.5	56.4	55.5	46.7	12.3	62.3	8.7
삼성전자	1,138,270.4	2.6	2.4	1.1	0.8	54.1	40.3	1,011,240.9	1,133,121.8	616,528.6	669,297.5	61.0	59.1	40.3	12.1	60.9	8.6
SK 하이닉스	808,578.2	2.1	1.9	1.1	0.7	68.6	45.7	579,403.2	653,677.0	465,984.4	507,029.4	80.4	77.6	59.5	12.8	64.3	8.8
DB 하이텍	3,232.4	7.0	6.2	1.1	1.0	17.0	16.8	1,858.5	2,049.3	517.3	613.6	27.8	29.9	14.3	10.3	34.3	18.6
소재	6,528.7	10.0	8.2	1.4	1.2	15.9	16.9	5,801.0	6,827.2	969.0	1,216.2	16.3	17.2	19.6	17.7	35.6	25.5
솔브레인	1,968.0	9.5	7.4	1.4	1.2	15.8	17.4	1,506.8	1,791.0	268.0	348.1	17.8	19.4	21.9	18.9	33.8	29.9
한솔케미칼	1,860.9	9.4	7.7	1.4	1.2	15.8	16.7	1,120.3	1,293.2	216.5	264.6	19.3	20.5	15.0	15.4	25.5	22.2
후성	957.8	13.4	11.2	2.2	1.8	17.8	17.8	765.9	895.1	105.7	123.0	13.8	13.7	7.7	16.9	20.4	16.4
에프에스티	454.7	19.5	16.7	1.6	1.4	8.4	9.0	399.6	439.5	44.9	53.3	11.2	12.1	19.1	10.0	223.0	18.7
이엔에프테크놀로지	571.5	6.7	5.5	1.0	0.8	15.6	16.2	883.0	984.6	118.6	142.1	13.4	14.4	16.3	11.5	27.1	19.8
원익머트리얼즈	431.2	5.6	4.1	0.7	0.6	12.7	15.1	479.4	597.9	95.1	128.8	19.9	21.5	23.3	24.7	33.5	35.4
엘티씨	284.7	6.3	4.8	1.4	1.1	25.3	26.1	645.9	826.0	120.1	156.4	18.6	18.9	45.2	27.9	59.2	30.2
전공정 부품	5,375.6	9.7	7.8	1.5	1.2	18.4	19.3	4,034.0	4,726.8	818.6	1,019.6	22.9	24.2	20.3	17.2	39.2	24.5
티씨케이	1,915.0	14.0	11.4	2.7	2.3	21.2	21.9	526.8	627.5	165.1	204.0	31.3	32.5	26.0	19.1	38.4	23.5
하나머티리얼즈	822.8	8.0	6.0	1.1	0.9	14.6	16.2	470.8	573.0	136.1	177.5	28.9	31.0	24.3	21.7	33.0	30.4
코미코	942.5	13.1	10.4	2.4	2.0	19.9	21.2	851.0	1,005.0	163.0	203.0	19.2	20.2	18.9	18.1	35.8	24.5
씨엠티엑스	309.4	5.6	4.6	1.1	0.9	22.4	21.9	247.5	304.0	71.3	91.8	28.8	30.2	29.2	22.8	35.1	28.8
원익 QnC	655.9	7.6	6.2	1.0	0.9	14.6	15.5	1,251.2	1,420.7	166.1	194.7	13.3	13.7	14.0	13.5	25.7	17.2
에프에스티	454.7	19.5	16.7	1.6	1.4	8.4	9.0	399.6	439.5	44.9	53.3	11.2	12.1	19.1	10.0	223.0	18.7
케이엔제이	177.8	4.9	3.9	1.1	0.8	26.5	25.7	180.4	216.1	44.4	55.3	24.6	25.6	19.5	19.8	46.1	24.5
에프엔에스테크	97.5	4.8	3.4	0.8	0.7	19.6	23.2	106.7	141.0	27.7	40.0	26.0	28.4	61.7	32.1	60.6	44.4
전공정 장비	24,957.6	17.8	13.0	3.5	2.8	24.8	26.2	6,097.0	7,326.5	1,664.2	2,112.7	29.3	32.3	35.3	20.2	64.2	27.0
원익 IPS	3,475.1	13.9	11.7	2.5	2.1	19.8	19.6	1,584	1,845	294.4	350.3	18.6	19.0	34.5	16.4	72.9	19.0
주성엔지니어링	6,995.4	60.1	39.3	8.9	7.2	16.2	20.6	528.0	701.0	136.1	215.7	25.8	30.8	56.2	32.8	235.5	58.5
HPSP	3,115.1	17.5	15.3	5.8	4.5	38.6	33.3	394.2	448.3	220.7	250.8	56.0	56.0	57.7	13.7	60.2	13.6
이오테크닉스	3,936.1	22.4	19.7	4.2	3.6	20.3	19.6	659.7	720.4	217.1	244.5	32.9	33.9	30.1	9.2	51.7	12.6
유진테크	1,760.0	11.9	9.8	2.4	1.9	22.1	21.7	691.7	800.0	177.4	217.0	25.7	27.1	38.3	15.7	73.4	22.3
피에스케이	2,430.3	11.5	10.1	2.8	2.2	26.8	24.5	884.8	1,018.8	254.6	292.1	28.8	28.7	22.9	15.1	24.6	14.7
테스*	1,504.3	9.9	7.5	2.3	1.8	26.3	27.4	633.0	810.8	159.3	211.7	25.2	26.1	29.7	28.1	59.0	32.9
브이엠*	979.9	9.9	6.3	2.5	1.8	34.2	36.0	353.5	511.3	110.6	173.6	31.3	34.0	13.7	44.6	13.8	57.0
예스티*	512.1	8.3	5.3	2.3	1.6	30.2	36.2	250.6	327.9	68.0	107.0	27.1	32.6	59.1	30.8	172.0	57.4
넥스틴	249.4	12.3	6.3	1.6	1.3	13.7	22.9	117.3	143.2	26.0	50.0	22.2	34.9	101.3	22.0	흑전	92.1
후공정 장비	21,108.4	15.4	12.6	4.4	3.3	26.6	25.1	4,223.2	4,887.0	1,115.8	1,341.5	32.5	32.7	25.5	15.7	46.4	20.2
한화비전	1,847.9	8.2	6.7	1.5	1.2	19.4	19.5	2,315.3	2,550.5	284.0	348.0	12.3	13.6	11.6	10.2	18.5	22.5
한미반도체	15,983.9	33.3	27.6	11.5	8.5	41.4	35.6	1,100.0	1,300.0	550.0	620.0	50.0	47.7	54.9	18.2	64.8	12.7
피에스케이홀딩스	2,738.4	12.5	9.8	3.3	2.5	30.3	29.6	465.2	606.5	188.5	254.5	40.5	42.0	64.1	30.4	72.8	35.0
프로텍	538.2	7.6	6.3	1.1	0.9	15.4	16.0	342.7	430.0	93.3	119.0	27.2	27.7	15.0	25.5	17.1	27.5

자료: Quantiwise, 유진투자증권

주: 11/18 종가 기준. 테스, 브이엠, 예스티는 당사 추정치. 그 외는 컨센서스 수치

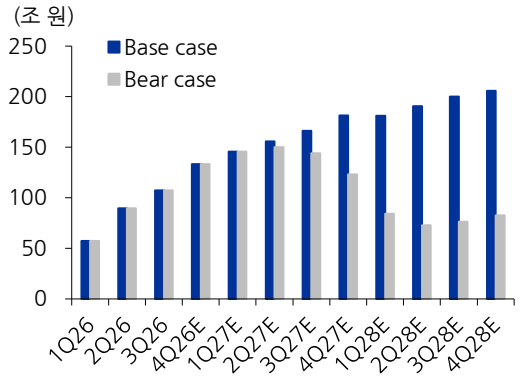
반도체 기업 밸류에이션 (2)

기업명	시가총액	P/E		P/B		ROE		매출액		영업이익		영업이익률		매출액 성장률		영업이익 성장률	
		27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E	27E	28E
검사장비	8,472.3	27.7	11.2	3.4	2.6	24.7	28.3	3,410.2	3,843.2	768.3	1,004.0	22.3	26.3	45.3	22.0	90.7	35.4
고영	1,606.2	22.0	19.0	3.6	3.1	18.1	17.8	436.2	489.0	80.4	97.2	18.4	19.9	18.1	12.1	30.8	20.9
파크시스템스	1,255.5	21.1	16.8	3.2	2.7	16.4	17.6	296.4	350.6	68.0	86.4	22.9	24.7	21.2	18.3	40.1	27.1
와이씨	1,224.9	21.2	15.2	2.6	2.2	13.2	15.9	537.0	686.8	91.5	134.4	17.0	19.6	41.0	27.9	60.0	46.9
기가비스	953.2	9.8	9.6	3.0	2.3	36.1	27.5	281.8	290.2	121.6	121.6	43.1	41.9	195.3	3.0	309.3	0.0
디아이	792.4	8.7	6.9	2.3	1.7	30.9	29.2	765.8	876.2	163.9	199.1	21.4	22.7	26.8	14.4	32.2	21.5
네오셈	571.2	13.7	8.8	3.0	2.3	25.3	30.6	171.4	247.0	49.1	82.5	28.7	33.4	28.0	44.1	34.3	67.9
넥스틴	249.4	12.3	6.3	1.6	1.3	13.7	22.9	117.3	143.2	26.0	50.0	22.2	34.9	101.3	22.0	흑전	92.1
토모큐브	300.5	167.0	15.2	7.7	5.1	4.7	40.2	34.6	66.0	1.8	19.5	5.2	29.6	73.0	90.8	흑전	983.3
엑시콘	729.5	11.7	8.2	2.5	2.1	24.0	27.8	285.2	389.0	67.5	99.7	23.7	25.6	97.8	36.4	152.6	47.8
인텍플러스	575.3	10.0	6.5	4.6	2.7	64.0	53.4	223.4	305.2	71.7	113.6	32.1	37.2	109.3	36.6	654.9	58.4
유니테스트	214.1	7.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	261.2	0.0	26.8	0.0	10.3	0.0	37.7	-	45.1	-
검사 부품	11,421.7	13.9	12.4	3.7	2.9	28.6	27.9	2,788.2	3,274.9	870.4	1,070.2	26.4	24.9	29.5	23.5	36.5	24.9
리노공업	3,681.0	17.4	15.1	3.7	3.1	22.8	22.5	508.1	594.1	248.1	291.9	48.8	49.1	17.0	16.9	17.4	17.6
ISC	2,878.6	23.8	19.2	4.0	3.4	18.1	19.1	408.4	491.8	144.3	181.0	35.3	36.8	31.6	20.4	43.8	25.4
티에스이	2,057.4	11.0	9.3	2.9	2.2	30.1	27.2	906.8	1,078.8	247.8	298.0	27.3	27.6	22.9	19.0	29.5	20.3
샘씨엔에스	853.9	15.1	11.5	3.2	2.5	24.1	24.7	172.4	218.8	56.6	74.8	32.8	34.2	39.4	26.9	49.2	32.1
티에프이	933.5	17.6	13.2	4.1	3.1	26.4	26.6	242.4	301.7	63.4	83.0	26.1	27.5	38.4	24.5	72.1	30.9
오킨스전자	336.4	7.4	4.9	2.7	1.7	44.1	42.7	244.6	377.5	56.1	88.1	22.9	23.3	72.7	54.3	92.0	57.2
타이거일렉	597.3	17.9	13.8	5.3	3.9	34.7	32.2	169.3	212.4	40.7	53.4	24.1	25.2	28.3	25.5	54.0	31.2
마이크로투나노	38.3	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	47.7	0.0	5.6	0.0	11.7	0.0	31.8	-	194.7	-
피엠티	45.3	6.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	88.5	0.0	7.8	0.0	8.8	0.0	41.6	-	254.5	-
OSAT	5,678.9	9.5	7.8	1.8	1.4	20.6	20.1	6,132.7	6,467.9	882.7	1,000.9	16.0	11.5	23.6	15.8	56.6	24.7
하나마이크론	1,549.2	6.1	5.2	1.7	1.3	32.7	28.2	2,766.5	3,117.8	420.0	481.8	15.2	15.5	14.7	12.7	7.5	14.7
두산테스나	1,407.0	15.4	12.6	2.5	2.1	17.7	18.1	492.3	560.3	109.3	131.9	22.2	23.5	46.5	13.8	207.7	20.7
SFA 반도체	1,388.0	16.4	11.7	2.5	2.1	16.4	19.2	888.1	1,142.5	99.0	151.5	11.2	13.3	59.1	28.7	흑전	53.0
네패스	427.8	9.8	7.2	2.2	1.7	25.1	26.5	711.5	836.8	78.6	104.7	11.1	12.5	13.4	17.6	41.9	33.2
네패스아크	221.1	9.4	7.1	1.0	0.9	11.6	13.5	147.6	164.5	32.4	41.0	21.9	24.9	17.5	11.5	39.4	26.7
에이팩트	296.9	8.4	0.0	2.4	0.0	33.1	0.0	361.2	0.0	44.0	0.0	12.2	0.0	62.6	-	164.0	-
LB 세미콘	150.0	4.2	2.7	0.5	0.4	11.5	15.4	582.0	646.0	63.7	90.0	11.0	13.9	9.4	11.0	101.6	41.3
큐알티	176.7	10.8	0.0	1.6	0.0	16.6	0.0	110.0	0.0	21.5	0.0	19.6	0.0	29.4	-	76.2	-
에이엘티	62.1	5.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	73.7	0.0	14.3	0.0	19.4	0.0	15.9	-	138.3	-
디자인하우스	829.7	13.7	7.9	1.7	1.3	13.5	19.0	859.5	1,273.6	63.8	115.0	7.2	8.9	35.5	48.2	흑전	80.3
에이디테크놀로지	220.5	10.6	7.2	1.3	1.1	13.6	17.2	304.9	418.7	23.8	33.5	7.8	8.0	32.5	37.3	219.5	40.8
에이직랜드	151.9	13.2	8.0	1.9	1.3	14.9	19.3	229.2	408.0	12.1	25.0	5.3	6.1	20.9	78.0	74.0	106.1
세미파이브	457.3	17.2	8.6	1.9	1.6	12.0	20.4	325.4	446.9	27.9	56.5	8.6	12.6	51.4	37.4	흑전	102.7
팹리스	2,130.5	13.6	8.9	3.8	2.1	44.3	44.5	1,040.9	1,501.9	229.0	394.6	19.6	22.4	43.7	44.3	103.8	72.3
파두	1,613.8	9.8	5.9	6.6	3.1	101.8	72.0	670.2	962.3	188.9	316.2	28.2	32.9	62.5	43.6	112.3	67.4
칩스앤미디어	226.2	22.3	19.3	2.3	2.1	12.1	12.5	33.1	36.1	8.6	10.1	26.0	28.0	9.2	9.1	19.4	17.4
사피엔반도체	177.0	14.7	4.1	5.7	2.4	53.1	82.0	72.0	217.8	12.2	45.9	16.9	21.1	120.9	202.6	1,057.1	277.8
텔레칩스	113.6	7.8	6.2	0.7	0.7	10.1	11.4	265.6	285.7	19.4	22.4	7.3	7.8	6.8	7.6	28.1	15.5

자료: Quantiwise, 유진투자증권

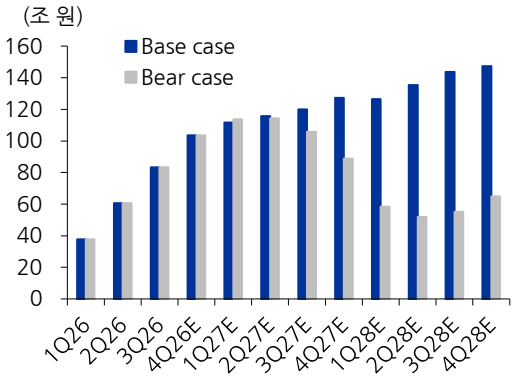
주: 11/18 종가 기준. 컨센서스 수치

삼성전자 영업이익 전망 (Base vs. Bear case)



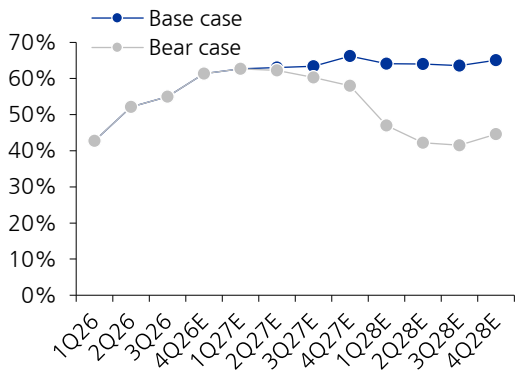
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 영업이익 전망 (Base vs. Bear case)



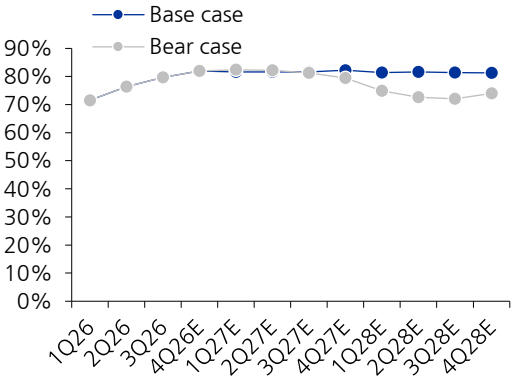
자료: 유진투자증권

삼성전자 영업이익률 전망 (Base vs. Bear case)



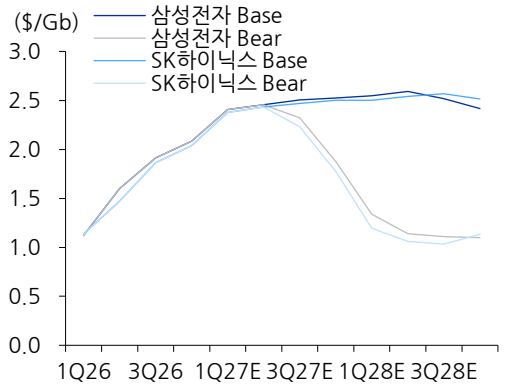
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 영업이익률 전망 (Base vs. Bear case)



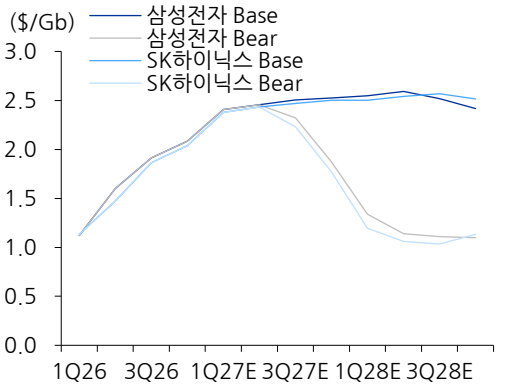
자료: 유진투자증권

DRAM 가격 전망



자료: 유진투자증권

NAND 가격 전망



자료: 유진투자증권

(095610.KQ)

테스

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

투자의견	BUY(유지)
목표주가	140,000 원(하향)
현재주가	77,700 원(11/18)

장기 사이클에 주목

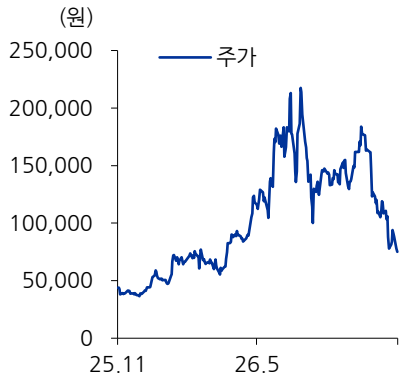
- **3Q26 실적, 일회성 비용 제외 시 추정치 부합:** 테스의 3Q26 실적은 매출액 1,241억원(flat qoq, +84%yoy), 영업이익 246억원(-5%QoQ, +192%YoY)을 기록했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 성과급 일부 반영으로 기대치를 소폭 하회했다. 영업이익률은 19.8%로 전분기 대비 1.2%p 하락했다. 연말 성과급이 3분기와 4분기에 나누어 인식되며 발생된 마진 하락으로 보인다. 해당 비용을 제외 시, 컨센서스에 부합하는 영업어익을 기록했을 것으로 추정된다. 신제품인 Tetra 매출이 반영되기 시작하는 등 제품 믹스 개선이 진행되고 있어, 본업의 수익성은 견조한 흐름을 이어가고 있는 것으로 판단된다. 순이익은 120억원으로, 금융상품 평가손실과 환 관련 손익 영향이 더해지며 감소했다.

- **4Q26 해외 고객사 및 신제품 매출 확대:** 4Q26 실적은 매출액 1,429억원(+15%qoq, +22%yoy), 영업이익 274억원(+11%qoq, +114%yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 연중 최대 분기 매출액과 함께 제품 믹스도 개선될 것으로 예상한다. 해외 고객사향 매출이 확대되고, HBM향 BSD 장비 매출이 발생하기 시작할 전망이다. 해외 매출과 신규 장비 비중 확대가 수익성에 긍정적으로 작용하겠으나, 성과금 비용이 추가 반영되며 영업이익률에 소폭 부정적 영향을 미칠 전망이다.

- **장비 구매 속도전:** 2027년 실적은 매출액 6,330억원(+30%yoy), 영업이익 1,593억원(+59%yoy)를 기록할 것으로 전망한다. 고객사의 CapEx 증가와 신규 장비의 적용처 확대가 함께 실적 성장을 이끌 것으로 예상한다. 통상 연초에 확인되던 차년도 물량의 발주가 올해는 앞당겨지는 움직임도 나타나고 있으며, 대상에는 Y1 등 신규 팹도 포함되는 것으로 추정된다. 2028년 역시 메모리 산업의 CapEx 확대 기조가 지속되며 중장기 성장세가 이어질 것으로 보인다.

- **신제품 응용처 및 고객사 확장 지속:** 신규 장비의 매출 기여도 역시 높아질 것으로 예상한다. 올해 BSD와 Tetra 등 신규 장비의 합산 매출 비중은 전사 매출의 한 자릿수 후반 수준이 될 것으로 보인다. 3분기 Tetra 매출 반영에 이어 4분기에는 HBM향 BSD 공급이 시작되며, 2027년에는 HD ACL 매출 개시도 기대된다. 파운드리 고객사의 base die 공정용 BSD 역시 내년 매출 발생 가능성이 있는 것으로 보인다. 기존 메모리 공정에서 HBM과 파운드리로 적용처가 넓어지는 점은 고객사 투자 확대와 함께 테스의 성장성을 높이는 요인이다. 복수의 해외 신규 고객사와 진행 중인 웨이퍼 데모 평가도 중장기 성장을 기대할 수 있는 요인이다.

- **중장기 업사이클 진입:** 테스의 매출액은 2027년과 2028년 연속 30% 가까운 성장세를 지속하고, 영업이익은 +59%, +33%yoy 성장할 것으로 보인다. 괴리율 및 업종 멀티플 하락을 반영해 목표 주가를 하향 조정하나, 장비 산업의 장기 슈퍼사이클 진입에 주목하며 BUY 의견을 유지한다.



시가총액(십억원)	1,504
발행주식수(천주)	19,360
52 주 최고	236,500 원
최저	35,450 원
52 주 일간 Beta	0.87
60 일 평균 거래대금	414 억원
외국인 지분율	11.4%
배당수익률(26E)	1.1%
주주구성	
주승일 (외 9 인)	29.5%
국민연금공단 (외 1 인)	8.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-38.7	-33.1	76.6
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	140,000	170,000	▼
영업이익(26E)	100	99	▲
영업이익(27E)	159	149	▲

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	351	488	633
영업이익	58	100	159
세전손익	66	116	175
당기순이익	57	97	151
EPS(원)	2,940	5,003	7,813
증감률(%)	36.3	70.2	56.2
PER(배)	15.2	15.5	9.9
ROE(%)	15.8	21.5	26.3
PBR(배)	2.2	3.0	2.3
EV/EBITDA(배)	12.5	12.1	7.4

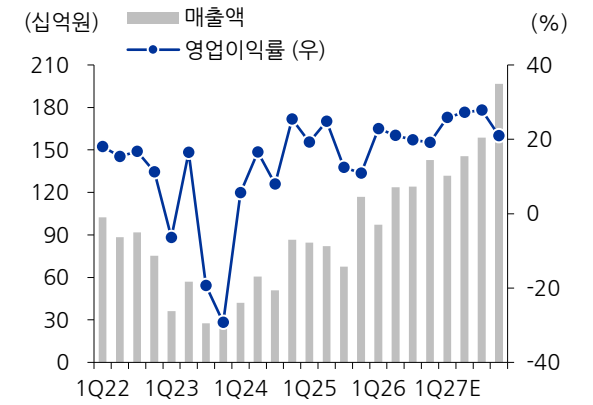
유진투자증권

테스 실적 추이 및 전망

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	**97.2**	**123.7**	**124.1**	**142.9**	**131.9**	**145.6**	**158.7**	**196.7**	**488.0**	**633.0**	**810.8**
QoQ(%)	-17%	27%	0%	15%	-8%	10%	9%	24%			
YoY(%)	15%	51%	84%	22%	36%	18%	28%	38%	39%	30%	28%
반도체	97.0	122.4	123.1	137.1	131.7	144.5	154.1	191.5	479.5	621.7	800.7
디스플레이	0.3	1.3	1.1	5.9	0.2	1.1	4.6	5.3	8.5	11.2	10.1
매출총이익	**29.7**	**36.5**	**34.9**	**44.0**	**48.6**	**56.0**	**62.1**	**63.5**	**145.1**	**230.3**	**302.8**
QoQ(%)	12%	23%	-5%	26%	10%	15%	11%	2%			
YoY(%)	30%	34%	125%	66%	64%	53%	78%	44%	58%	59%	31%
매출총이익률	31%	30%	28%	31%	37%	38%	39%	32%	30%	36%	37%
영업이익	**22.2**	**26.0**	**24.6**	**27.4**	**34.1**	**39.7**	**44.2**	**41.3**	**100.2**	**159.3**	**211.7**
QoQ(%)	74%	17%	-5%	11%	24%	16%	11%	-7%			
YoY(%)	36%	28%	192%	114%	54%	53%	80%	51%	73%	59%	33%
영업이익률	23%	21%	20%	19%	26%	27%	28%	21%	21%	25%	26%

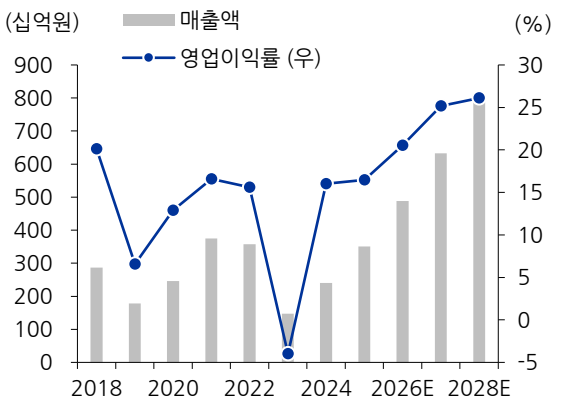
자료: 유진투자증권

테스 분기 실적 추이 및 전망



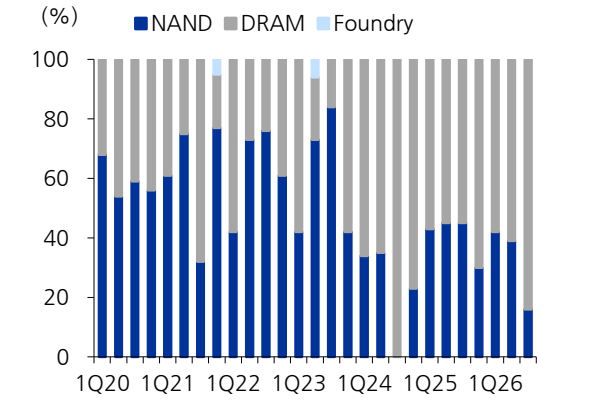
자료: 유진투자증권

테스 연간 실적 추이 및 전망



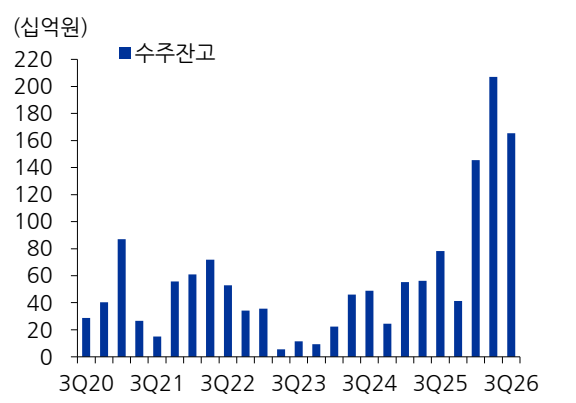
자료: 유진투자증권

테스 부문별 실적 추이



자료: 유진투자증권

테스 수주 잔고 추이



자료: 유진투자증권

테스 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	9,110	2027 년~2028 년 평균 EPS
Target P/E(배)	15	해외 장비사 12MF PER 평균 30% 할인
목표주가	**140,000**	
현재 주가	77,700	
상승 여력(%)	80.2	

자료: 유진투자증권

주요 장비사 벨류에이션 테이블

	시총	P/E		P/B		매출액		영업이익		매출액 성장률	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
글로벌 장비사 (USD, B, %)											
ASML	581.1	23.7	17.8	14.2	9.8	65.2	81.6	29.4	38.8	41.2	32.0
Applied Materials	302.3	19.2	15.7	8.7	N/A	48.7	57.4	17.8	22.0	55.9	23.6
Lam Research	292.0	21.5	17.8	12.8	9.2	38.9	44.8	16.1	19.1	93.5	18.6
Tokyo Electron	136.2	18.9	14.6	7.4	6.0	26.3	31.5	9.0	11.7	116.9	30.0
KLA	205.3	24.0	20.4	19.1	14.2	20.9	24.1	10.0	11.6	71.2	16.0
국내 장비사 (십억원, %)											
원익 IPS	3,475	13.9	11.7	2.5	2.1	1,584	1,845	294	350	72.9	3,475
주성엔지니어링	6,995	60.1	39.3	8.9	7.2	528	701	136	216	235.5	6,995
유진테크	1,760	11.9	9.8	2.4	1.9	692	800	177	217	73.4	1,760
테스*	1,504	9.9	7.5	2.3	1.8	633	811	159	212	59.0	1,504
피에스케이	2,430	11.5	10.1	2.8	2.2	885	1,019	255	292	24.6	2,430
브이엠*	980	9.9	6.3	2.5	1.8	354	511	111	174	13.8	980

자료: Bloomberg, Quantiwise, 유진투자증권
주: 테스, 브이엠은 당사 추정치

테스 12 개월 선행 PER Band 차트



자료: 유진투자증권

테스 12 개월 선행 PBR Band 차트



자료: 유진투자증권

테스(095610.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**381**	**487**	**601**	**754**	**946**
유동자산	183	215	306	436	557
현금성자산	64	118	184	269	366
매출채권	38	27	36	56	67
재고자산	41	43	59	83	96
비유동자산	198	272	295	317	389
투자자산	83	131	143	149	155
유형자산	110	136	144	159	223
기타	5	5	7	9	11
부채총계	**51**	**96**	**93**	**110**	**118**
유동부채	37	48	82	103	111
매입채무	20	12	44	61	70
유동성이자부채	6	11	10	6	6
기타	11	25	28	35	35
비유동부채	13	48	11	8	7
비유동이자부채	10	46	8	5	5
기타	3	2	2	2	2
자본총계	**331**	**392**	**508**	**643**	**828**
지배지분	331	392	508	643	828
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	57	64	79	79	79
이익잉여금	320	356	445	579	764
기타	(57)	(39)	(25)	(25)	(25)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**331**	**392**	**508**	**643**	**828**
총차입금	16	57	18	12	10
순차입금	(48)	(61)	(166)	(257)	(356)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**240**	**351**	**488**	**633**	**811**
증가율(%)	63.4	46.3	39.0	29.7	28.1
매출원가	176	259	343	403	508
매출총이익	**65**	**92**	**145**	**230**	**303**
판매 및 일반관리비	26	34	45	71	91
기타영업손익	40	31	31	58	28
영업이익	**38**	**58**	**100**	**159**	**212**
증가율(%)	흑전	50.3	73.3	58.9	32.9
EBITDA	**44**	**66**	**111**	**169**	**225**
증가율(%)	흑전	48.5	69.0	52.7	32.6
영업외손익	**11**	**8**	**16**	**15**	**21**
이자수익	7	9	20	18	23
이자비용	0	1	1	1	0
지분법손익	(2)	(2)	5	3	3
기타영업손익	6	1	(9)	(5)	(5)
세전순이익	**50**	**66**	**116**	**175**	**233**
증가율(%)	2,096.9	32.0	76.1	50.9	33.2
법인세비용	7	9	19	24	31
당기순이익	**43**	**57**	**97**	**151**	**201**
증가율(%)	2,623.8	33.4	70.2	56.2	33.2
지배주주지분	43	57	97	151	201
증가율(%)	2,623.8	33.4	70.2	56.2	33.2
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**2,158**	**2,940**	**5,003**	**7,813**	**10,407**
증가율(%)	2,623.8	36.3	70.2	56.2	33.2
수정EPS(원)	2,158	2,940	5,003	7,813	10,407
증가율(%)	2,623.8	36.3	70.2	56.2	33.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**31**	**82**	**123**	**131**	**195**
당기순이익	43	57	97	151	201
자산상각비	6	8	11	10	13
기타비현금성손익	(0)	15	(14)	(15)	(11)
운전자본증감	(25)	(4)	15	(21)	(14)
매출채권감소(증가)	(37)	14	(22)	(20)	(11)
재고자산감소(증가)	13	(5)	(14)	(24)	(13)
매입채무증가(감소)	(0)	(20)	31	17	9
기타	(1)	7	21	6	0
투자현금	**(50)**	**(118)**	**(40)**	**(69)**	**(103)**
단기투자자산감소	44	(35)	(18)	(40)	(21)
장기투자증권감소	(37)	(50)	(5)	(2)	(2)
설비투자	55	33	15	24	76
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(2)	(3)	(3)
재무현금	**10**	**36**	**(17)**	**(16)**	**(16)**
차입금증가	16	44	(4)	0	0
자본증가	(9)	(11)	(15)	(16)	(16)
배당금지급	9	11	15	16	16
현금 증감	**(9)**	**0**	**66**	**46**	**76**
기초현금	21	12	12	78	124
기말현금	12	12	78	124	200
Gross Cash flow	48	80	105	152	210
Gross Investment	119	87	6	50	96
Free Cash Flow	**(71)**	**(7)**	**99**	**102**	**114**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,158	2,940	5,003	7,813	10,407
BPS	16,721	20,235	26,257	33,221	42,778
DPS	600	850	850	850	850
밸류에이션(배,%)					
PER	7.2	15.2	15.5	9.9	7.5
PBR	0.9	2.2	3.0	2.3	1.8
EV/ EBITDA	5.9	12.5	12.1	7.4	5.1
배당수익율	3.9	1.9	1.1	1.1	1.1
PCR	6.3	10.8	14.4	9.9	7.2
수익성(%)					
영업이익율	16.0	16.5	20.5	25.2	26.1
EBITDA이익율	18.4	18.7	22.7	26.8	27.7
순이익율	17.8	16.2	19.8	23.9	24.8
ROE	13.6	15.8	21.5	26.3	27.4
ROIC	16.8	22.8	38.7	59.1	62.6
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(14.4)	(15.6)	(32.7)	(40.0)	(43.0)
유동비율	490.2	451.4	372.3	425.7	503.0
이자보상배율	490.4	91.2	96.5	309.5	586.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	10.3	10.7	15.6	13.8	13.2
재고자산회전율	5.1	8.4	9.6	8.9	9.1
매입채무회전율	14.2	22.0	17.4	12.0	12.4

자료: 유진투자증권

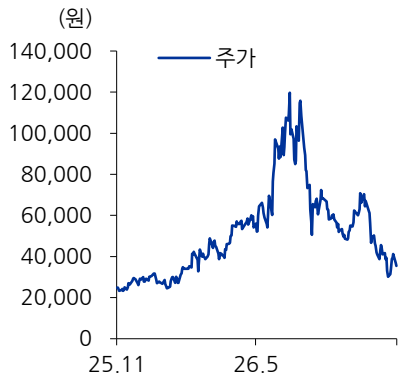
(089970.KQ)

브이엠

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

2028 년의 도약 기대

투자의견	BUY(유지)
목표주가	72,000 원(하향)
현재주가	36,900 원(11/18)



- **3Q26, 호실적 지속:** 3Q26 실적은 매출액 849억원(+17%qoq, +133%yoy), 영업이익 299억원(+49%qoq, +231%yoy)을 기록했다. 이연된 장비 매출이 반영되며 외형 성장세가 이어졌다. 성과급 비용 부담이 있었던 2분기 대비 수익성도 개선, 영업이익률은 35.2%로 확대되었다.
- **4Q26, 쉬어가는 분기:** 4Q26 실적은 매출액 629억원(-26%qoq, +24%yoy), 영업이익 171억원(-43%qoq, +83%yoy)으로 추정한다. 3분기에서 이연된 일부 장비 매출이 반영될 것으로 보이나, M15X 신규 투자가 마무리 단계에 접어들며 전분기 대비 외형은 축소될 전망이다. 성과급 등 비용 반영도 더해지며 영업이익률은 27%로 하락할 것으로 예상된다.
- **2027년, 완만한 성장 속 다음 도약을 준비:** 2027년 실적은 매출액 3,535억원(+14%YoY), 영업이익 1,106억원(+14%YoY)으로 예상한다. 2026년 성장을 주도했던 요인은 고객사의 M15X 신규 투자와 1a→1c 전환 투자였다. 2027년에는 Y1 준공에 따라 고객사의 신규 투자가 확대될 전망이며, 관련 수주도 조만간 확인되기 시작할 것으로 보인다. 다만 잔여 1a→1c 전환 투자 규모가 제한적이라는 점을 감안하면, 연간 실적 성장률은 당초 기대를 하회할 것으로 예상된다.
- **Leo WS:** 신규 식각 장비인 Leo WS는 현재 Field Test가 진행 중이며, 평가 결과에 따라 기존 고객사 내 2개 공정에 추가 진입할 수 있을 것으로 기대된다. 양산 발주는 2H27부터 가능할 전망이다. 두 공정을 모두 확보할 경우 고객사 내 식각 공정 점유율은 현재 약 10%에서 15% 수준으로 확대될 수 있다. 기존 제품 대비 ASP도 크게 높을 것으로 예상되어, 양산 전환 시 외형 성장과 제품 믹스 개선에 기여할 전망이다. 다만 발주 이후 납기를 감안하면 실제 매출 인식은 2028년으로 넘어갈 수 있어, 실적 추정치에는 2028년부터 반영했다.
- **북미 신규 고객사:** 북미 신규 고객사향 양산 매출 역시 2028년부터 발생할 수 있을 것으로 예상된다. 기존 주요 고객사에 대한 풍부한 납품 이력이 장비 성능과 양산 대응 역량을 입증하는 기반으로 작용하며, 신규 고객사 확보에 긍정적으로 기여하고 있는 것으로 보인다.
- **2028년, 약속의 해:** 2028년 실적은 매출액 5,113억원(+45%yoy), 영업이익은 1,736억원(+57%yoy)으로 추정한다. 기존 장비의 매출 성장에 Leo WS의 양산 전환과 북미 신규 고객사향 매출이 더해지며, 성장세가 다시 가팔라질 전망이다.
- **시선의 이동:** 향후 신규 장비의 평가 진척과 고객사 확보 성과가 확인될수록 시장의 시선은 점차 2027년을 넘어 2028년으로 이동할 것으로 보인다. 이는 브이엠의 투자 매력도를 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 업종 밸류에이션 하락과 현 주가 대비 괴리율을 반영해 목표주가를 하향 조정하나, 중장기 성장성을 감안해 투자의견 BUY를 유지한다.

시가총액(십억원)	980
발행주식수(천주)	26,556
52 주 최고	122,100 원
최저	22,100 원
52 주 일간 Beta	0.90
60 일 평균 거래대금	310 억원
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
최우형 (외 2 인)	9.5%
국민연금공단	6.7%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-25.0	-34.1	48.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	72,000	110,000	▼
영업이익(26E)	97	103	▼
영업이익(27E)	111	143	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	144	309	354
영업이익	25	97	111
세전손익	27	92	111
당기순이익	26	72	99
EPS(원)	1,070	2,696	3,731
증감률(%)	흑전	151.8	38.4
PER(배)	28.2	13.7	9.9
ROE(%)	17.3	30.7	29.3
PBR(배)	4.4	3.4	2.5
EV/EBITDA(배)	24.1	7.9	6.2

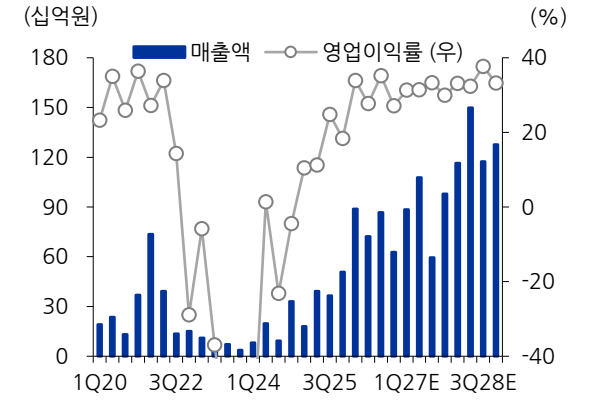
유진투자증권

브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	**88.9**	**72.3**	**84.9**	**62.9**	**88.4**	**107.7**	**59.6**	**97.9**	**310.9**	**353.5**	**511.3**
QoQ(%)	75%	-19%	17%	-26%	41%	22%	-45%	64%			
YoY(%)	396%	84%	133%	24%	-1%	49%	-30%	56%	115%	14%	45%
장비	80.7	82.6	76.8	51.8	76.8	96.0	48.0	85.8	291.9	306.6	458.8
부품 및 기타	8.2	9.8	10.0	11.0	11.6	11.7	11.6	12.1	39.0	46.9	52.5
매출총이익	**39.1**	**30.6**	**37.1**	**27.7**	**38.8**	**46.7**	**27.0**	**42.8**	**134.4**	**155.3**	**225.8**
QoQ(%)	112%	-22%	21%	-25%	40%	20%	-42%	59%			
YoY(%)	405%	139%	152%	50%	-1%	53%	-27%	55%	150%	15%	45%
매출총이익률	44%	42%	44%	44%	44%	43%	45%	44%	43%	44%	44%
영업이익	**30.1**	**20.1**	**29.9**	**17.1**	**27.6**	**33.8**	**19.8**	**29.3**	**97.2**	**110.6**	**173.6**
QoQ(%)	223%	-33%	49%	-43%	62%	22%	-41%	48%			
YoY(%)	1504%	353%	231%	83%	-8%	68%	-34%	72%	294%	14%	57%
영업이익률	34%	28%	35%	27%	31%	31%	33%	30%	31%	31%	34%

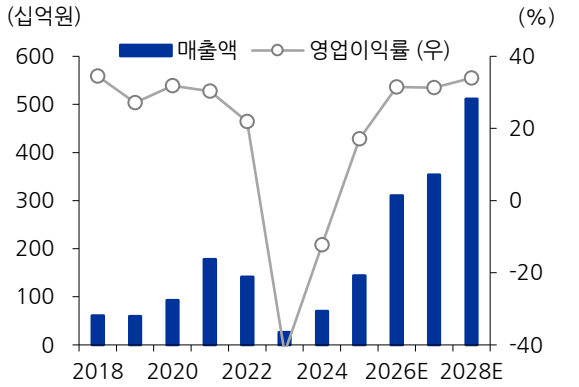
자료: 유진투자증권

브이엠 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

브이엠 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

브이엠 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	4,789	2027~2028 년 EPS 평균
Target P/E(배)	15	해외 장비사 12MF PER 평균 30% 할인
목표주가	**72,000**	
현재 주가	36,900	
상승 여력(%)	95.1	

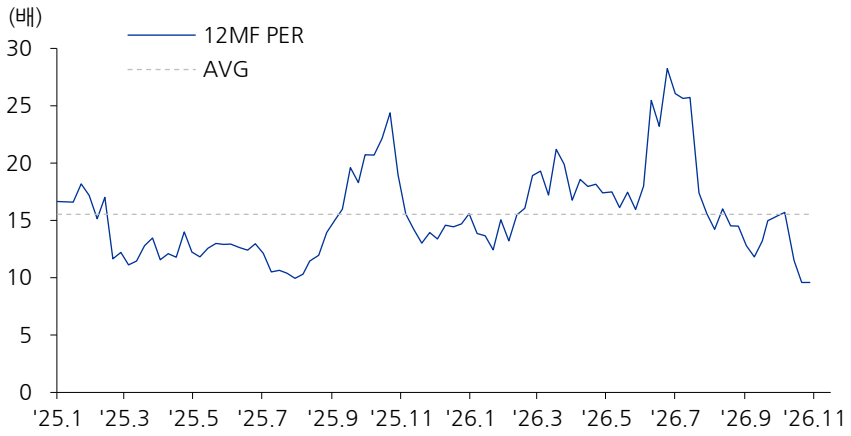
자료: 유진투자증권

주요 장비사 벨류에이션 테이블

	시총	P/E		P/B		매출액		영업이익		매출액 성장률	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
글로벌 장비사 (USD, B, %)											
ASML	581.1	23.7	17.8	14.2	9.8	65.2	81.6	29.4	38.8	41.2	32.0
Applied Materials	302.3	19.2	15.7	8.7	N/A	48.7	57.4	17.8	22.0	55.9	23.6
Lam Research	292.0	21.5	17.8	12.8	9.2	38.9	44.8	16.1	19.1	93.5	18.6
Tokyo Electron	136.2	18.9	14.6	7.4	6.0	26.3	31.5	9.0	11.7	116.9	30.0
KLA	205.3	24.0	20.4	19.1	14.2	20.9	24.1	10.0	11.6	71.2	16.0
국내 장비사 (십억원, %)											
원익 IPS	3,475	13.9	11.7	2.5	2.1	1,584	1,845	294	350	72.9	3,475
주성엔지니어링	6,995	60.1	39.3	8.9	7.2	528	701	136	216	235.5	6,995
유진테크	1,760	11.9	9.8	2.4	1.9	692	800	177	217	73.4	1,760
테스*	1,504	9.9	7.5	2.3	1.8	633	811	159	212	59.0	1,504
피에스케이	2,430	11.5	10.1	2.8	2.2	885	1,019	255	292	24.6	2,430
브이엠*	980	9.9	6.3	2.5	1.8	354	511	111	174	13.8	980

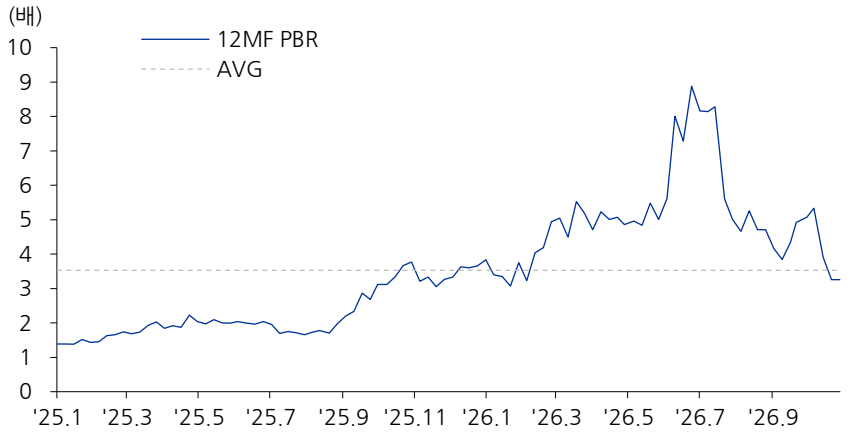
자료: Bloomberg, Quantiwise, 유진투자증권
주: 브이엠과 테스는 당사 추정치

브이엠 12 개월 선행 PER Band 차트



자료: 유진투자증권

브이엠 12 개월 선행 PBR Band 차트



자료: 유진투자증권

브이엠(089970.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**166**	**249**	**331**	**443**	**611**
유동자산	150	224	304	399	544
현금성자산	92	131	216	273	380
매출채권	9	23	23	37	48
재고자산	47	69	63	88	115
비유동자산	15	25	27	43	67
투자자산	3	5	4	5	5
유형자산	12	19	21	38	61
기타	0	1	1	1	1
부채총계	**41**	**72**	**42**	**55**	**69**
유동부채	39	68	37	51	64
매입채무	12	35	28	45	58
유동성이자부채	27	29	6	1	1
기타	1	4	3	5	5
비유동부채	2	3	5	4	4
비유동이자부채	0	0	2	0	0
기타	2	3	4	4	4
자본총계	**124**	**177**	**289**	**388**	**542**
지배지분	124	177	289	388	542
자본금	2	2	3	3	3
자본잉여금	42	48	90	90	90
이익잉여금	89	115	187	286	441
기타	(10)	12	9	9	9
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**124**	**177**	**289**	**388**	**542**
총차입금	27	29	8	2	1
순차입금	(65)	(101)	(209)	(271)	(379)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**70**	**144**	**309**	**354**	**511**
증가율(%)	170.2	105.5	113.9	14.4	44.6
매출원가	47	91	174	198	286
매출총이익	**23**	**54**	**134**	**155**	**226**
판매 및 일반관리비	32	29	37	45	52
기타영업손익	35	(9)	28	20	17
영업이익	**(9)**	**25**	**97**	**111**	**174**
증가율(%)	적지	흑전	293.8	13.8	57.0
EBITDA	**(7)**	**26**	**98**	**114**	**179**
증가율(%)	적지	흑전	269.8	16.6	57.2
영업외손익	**4**	**3**	**(5)**	**1**	**0**
이자수익	3	3	0	1	1
이자비용	2	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	3	0	(5)	(1)	(1)
세전순이익	**(5)**	**27**	**92**	**111**	**174**
증가율(%)	적지	흑전	237.8	20.9	56.2
법인세비용	(1)	1	20	12	19
당기순이익	**(3)**	**26**	**72**	**99**	**155**
증가율(%)	적지	흑전	174.0	38.4	56.2
지배주주지분	(3)	26	72	99	155
증가율(%)	적지	흑전	174.0	38.4	56.2
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**(143)**	**1,070**	**2,696**	**3,731**	**5,826**
증가율(%)	적지	흑전	151.8	38.4	56.2
수정EPS(원)	(143)	1,070	2,696	3,731	5,826
증가율(%)	적지	흑전	151.8	38.4	56.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**22**	**18**	**83**	**77**	**136**
당기순이익	(3)	26	115	99	155
자산상각비	2	2	1	3	6
기타비현금성손익	1	(2)	28	(6)	(0)
운전자본증감	21	(12)	(16)	(20)	(24)
매출채권감소(증가)	(7)	(13)	(9)	(14)	(11)
재고자산감소(증가)	20	(21)	13	(24)	(27)
매입채무증가(감소)	6	22	0	17	14
기타	2	(1)	(21)	2	0
투자현금	**(6)**	**(4)**	**(3)**	**(20)**	**(29)**
단기투자자산감소	0	4	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	6	8	4	20	29
유형자산처분	0	0	1	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
재무현금	**(0)**	**25**	**10**	**0**	**0**
차입금증가	(1)	(1)	(0)	0	0
자본증가	1	26	10	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**24**	**39**	**86**	**57**	**107**
기초현금	68	92	131	216	273
기말현금	92	131	216	273	380
Gross Cash flow	(1)	26	144	97	160
Gross Investment	(15)	21	20	40	53
Free Cash Flow	**14**	**5**	**124**	**57**	**107**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(143)	1,070	2,696	3,731	5,826
BPS	4,850	6,824	10,866	14,597	20,423
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	28.2	13.7	9.9	6.3
PBR	1.4	4.4	3.4	2.5	1.8
EV/ EBITDA	n/a	24.1	7.9	6.2	3.4
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	29.9	6.8	10.1	6.1
수익성(%)					
영업이익율	(12.2)	17.1	31.4	31.3	34.0
EBITDA이익율	(9.9)	18.3	31.6	32.2	35.0
순이익율	(4.9)	18.1	23.2	28.0	30.3
ROE	(2.8)	17.3	30.7	29.3	33.3
ROIC	(9.3)	35.5	98.0	101.3	111.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(52.5)	(57.0)	(72.3)	(70.0)	(69.8)
유동비율	382.5	328.2	826.8	784.4	845.2
이자보상배율	(4.6)	18.3	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.7	1.1	0.9	1.0
매출채권회전율	13.0	9.1	13.5	11.8	12.1
재고자산회전율	1.2	2.5	4.7	4.7	5.0
매입채무회전율	8.6	6.1	9.8	9.7	9.9

자료: 유진투자증권

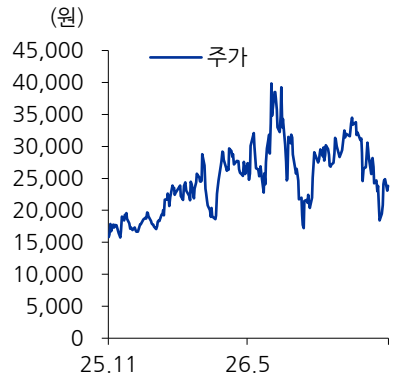
(122640.KQ)

예스티

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

고성장 구간 진입

투자의견	BUY(유지)
목표주가	57,000 원(유지)
현재주가	23,650 원(11/18)



- **3Q26, HPA 매출 첫 반영에 따른 수익성 개선:** 3Q26 실적은 매출액 438억원(+4%qoq, +134%yoy), 영업이익 110억원(+141%qoq, +887%yoy)을 기록했다. HPA 매출이 처음으로 반영되며 외형 성장과 수익성 개선을 견인했으며, e-Furnace와 NEOCON 등 기존 장비군 역시 성장세를 이어간 것으로 보인다. 특히 매출액의 전분기 대비 증가 폭이 제한적이었음에도 영업이익이 크게 확대되었다는 점은 HPA의 실적 기여도에 따른 레버리지 효과를 보여준다. 이번 실적은 HPA의 사업화 성과가 실제 이익으로 연결되었다는 점에서 의미가 있으며, 2027년 고객사 확대와 추가 매출 인식이 본격화됨에 따라 제품 믹스 개선 및 영업 레버리지 효과가 한층 강화될 전망이다.

- **HPA 저변 확대 중:** HPA의 잠재 고객군은 DRAM·파운드리·NAND 전반으로 순조롭게 확대되고 있다. JDP가 2027년 중 마무리되며, 순차적으로 매출에 기여할 것으로 예상된다. DRAM 고객사향 JDP 장비는 연내 입고가 진행될 것으로 보이며, 파운드리 고객사와의 JDP는 1H27 중 마무리될 것으로 예상된다. 이후 고객사의 2027~2028년 증설 투자에 따른 수혜가 기대된다. 해외 NAND 고객사향 추가 HPA 매출 역시 2027~2028년에 걸쳐 10대 이상 규모로 점진적으로 인식될 전망이다. 이외에도 추가 해외 고객사와의 논의가 진행 중인 것으로 파악된다. 기존 고객사의 후속 발주와 신규 고객사 확보가 맞물리며, HPA는 초기 매출 인식 단계를 넘어 본격적인 외형 확대 구간에 진입할 것으로 판단한다.

- **기존 장비와 HPA의 동반 성장, 중장기적으로 HPO까지:** 연간 영업이익은 2026년 250억원(+16%yoy), 2027년 680억원(+172%yoy), 2028년 1,070억원(+57%yoy)으로 고성장세를 이어갈 전망이다. 4Q26에는 추가 HPA 매출 인식의 부재와 성과급 등 일회성 비용 반영으로 전분기 대비 영업이익 감소가 예상된다. 다만 이는 장비 매출 인식 시점과 비용 집행에 따른 분기 변동으로, 2027년 이후의 성장 방향성은 뚜렷한 것으로 판단한다. 기존 장비군에서는 OSAT 고객사의 증설에 따른 e-Furnace 판매 증가, HBM 투자 확대에 따른 W가압 장비 수요 증가, NEOCON의 적용 확대 등이 실적 성장을 뒷받침할 전망이다. HPO는 2027년 JDP를 시작해 2028년부터 본격적인 매출 발생이 기대된다. 2027~2028년 소부장 업종 내에서 차별적인 이익 성장세를 보일 것으로 예상된다.

- **고마진 전공정 장비 업체로의 재평가 기대:** 향후 HPA 고객사 확대와 HPO 사업화가 순차적으로 진행됨에 따라, 전공정 장비의 이익 기여도가 높아지고 이에 따른 밸류에이션 재평가도 가능할 것으로 예상된다. 현 주가는 2027년 EPS 대비 PER 8.3배, 2028년 EPS 대비 PER 5.3배 수준이다. 향후 예상되는 이익 성장과 전공정 장비 중심의 사업 구조 변화를 감안하면 밸류에이션 매력이 높은 것으로 판단된다.

시가총액(십억원)	512
발행주식수(천주)	21,651
52 주 최고	44,000 원
최저	15,200 원
52 주 일간 Beta	1.22
60 일 평균 거래대금	104 억원
외국인 지분율	6.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
장동복 (외 4 인)	25.9%
자사주 (외 1 인)	3.6%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-10.9	-13.7	49.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	57,000	57,000	-
영업이익(26E)	25	26	▼
영업이익(27E)	68	72	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	87	157	251
영업이익	4	25	68
세전손익	0	26	69
당기순이익	1	21	62
EPS(원)	-27	934	2,860
증감률(%)	적전	흑전	206.0
PER(배)	na	25.3	8.3
ROE(%)	-0.5	13.9	32.4
PBR(배)	2.9	3.2	2.3
EV/EBITDA(배)	62.0	19.8	6.4

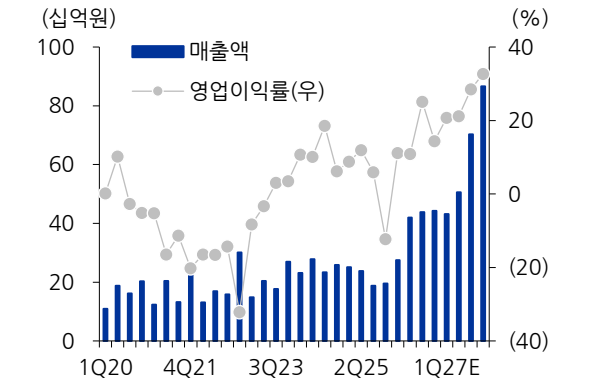
유진투자증권

예스티 실적 추이 및 전망

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E	2028E
매출액	**27.5**	**41.9**	**43.8**	**44.2**	**43.2**	**50.5**	**70.3**	**86.7**	**157.5**	**250.6**	**327.9**
QoQ(%)	41%	53%	4%	1%	-2%	17%	39%	23%			
YoY(%)	10%	76%	134%	127%	57%	20%	60%	96%	81%	59%	31%
반도체	16.7	20.5	27.8	26.7	31.8	36.1	54.3	70.1	91.7	192.2	265.8
디스플레이	5.3	15.3	8.1	9.0	5.4	7.6	7.3	7.2	37.7	27.5	28.1
기타	5.5	6.2	7.9	8.5	6.0	6.8	8.7	9.4	28.1	30.9	34.0
매출총이익	**6.7**	**8.7**	**15.6**	**12.9**	**13.3**	**15.7**	**25.9**	**36.6**	**43.8**	**91.5**	**139.5**
QoQ(%)	377%	30%	80%	-17%	3%	18%	65%	41%			
YoY(%)	8%	24%	214%	822%	99%	81%	66%	184%	124%	109%	52%
매출총이익률	24%	21%	36%	29%	31%	31%	37%	42%	28%	36%	43%
영업이익	**3.1**	**4.6**	**11.0**	**6.3**	**8.9**	**10.7**	**20.0**	**28.4**	**25.0**	**68.0**	**107.0**
QoQ(%)	-228%	49%	141%	-42%	41%	20%	87%	42%			
YoY(%)	38%	60%	887%	-366%	192%	134%	82%	347%	559%	172%	57%
영업이익률	11%	11%	25%	14%	21%	21%	28%	33%	16%	27%	33%

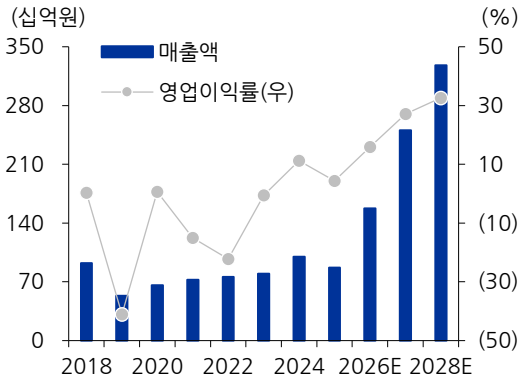
자료: 유진투자증권

예스티 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

예스티 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

예스티(122640.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**204**	**226**	**263**	**368**	**474**
유동자산	71	85	117	207	295
현금성자산	28	35	66	140	209
매출채권	19	24	19	28	52
재고자산	18	21	27	33	29
비유동자산	134	141	146	162	179
투자자산	69	70	69	72	75
유형자산	58	62	67	80	94
기타	7	9	9	9	10
부채총계	**79**	**90**	**98**	**142**	**150**
유동부채	53	60	67	99	103
매입채무	13	14	24	43	47
유동성이자부채	36	44	40	53	54
기타	4	3	3	3	3
비유동부채	26	30	31	43	47
비유동이자부채	21	26	26	38	42
기타	5	4	5	5	5
자본총계	**126**	**136**	**165**	**227**	**324**
지배지분	123	132	160	222	319
자본금	10	11	11	11	11
자본잉여금	108	115	123	123	123
이익잉여금	13	12	33	95	191
기타	(9)	(6)	(6)	(6)	(6)
비지배지분	3	4	5	5	5
자본총계	**126**	**136**	**165**	**227**	**324**
총차입금	56	70	66	91	96
순차입금	29	35	0	(49)	(114)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**100**	**87**	**157**	**251**	**328**
증가율(%)	25.4	(13.0)	80.9	59.2	30.8
매출원가	73	68	114	159	188
매출총이익	**27**	**20**	**44**	**91**	**139**
판매 및 일반관리비	15	16	19	23	33
기타영업손익	5	2	20	24	39
영업이익	**11**	**4**	**25**	**68**	**107**
증가율(%)	흑전	(66.3)	558.6	172.4	57.2
EBITDA	**14**	**7**	**26**	**72**	**112**
증가율(%)	228.7	(53.0)	286.2	178.3	54.9
영업외손익	**1**	**(4)**	**1**	**1**	**1**
이자수익	0	1	1	2	3
이자비용	5	2	3	4	5
지분법손익	(1)	(0)	3	4	4
기타영업손익	6	(2)	(0)	(0)	(0)
세전순이익	**12**	**(0)**	**26**	**69**	**108**
증가율(%)	흑전	적전	흑전	170.8	56.4
법인세비용	1	(1)	5	7	11
당기순이익	**11**	**1**	**21**	**62**	**97**
증가율(%)	흑전	(94.1)	3,058.5	194.5	56.4
지배주주지분	10	(1)	20	62	97
증가율(%)	흑전	적전	흑전	206.0	56.4
비지배지분	1	1	1	0	0
EPS(원)	**498**	**(27)**	**934**	**2,860**	**4,472**
증가율(%)	흑전	적전	흑전	206.0	56.4
수정EPS(원)	498	(27)	934	2,860	4,472
증가율(%)	흑전	적전	흑전	206.0	56.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**9**	**(7)**	**38**	**90**	**87**
당기순이익	11	1	21	62	97
자산상각비	3	3	1	4	5
기타비현금성손익	1	5	2	14	(6)
운전자본증감	(5)	(13)	13	3	(15)
매출채권감소(증가)	3	(5)	13	(9)	(23)
재고자산감소(증가)	(6)	(5)	3	(7)	4
매입채무증가(감소)	(3)	1	1	19	4
기타	1	(5)	(4)	(0)	(0)
투자현금	**(16)**	**(1)**	**(13)**	**(33)**	**(21)**
단기투자자산감소	(11)	8	(5)	(17)	(3)
장기투자증권감소	4	0	2	3	3
설비투자	8	6	8	16	18
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(3)	(1)	(1)	(1)
재무현금	**(12)**	**20**	**1**	**0**	**0**
차입금증가	(12)	20	0	0	0
자본증가	0	0	1	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**(19)**	**12**	**26**	**57**	**66**
기초현금	30	11	22	48	105
기말현금	11	22	48	105	171
Gross Cash flow	16	8	26	88	102
Gross Investment	10	22	(5)	13	33
Free Cash Flow	**6**	**(14)**	**31**	**74**	**69**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	498	(27)	934	2,860	4,472
BPS	5,847	6,149	7,388	10,248	14,720
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	19.7	n/a	25.3	8.3	5.3
PBR	1.7	2.9	3.2	2.3	1.6
EV/ EBITDA	16.4	62.0	19.8	6.4	3.6
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	13.2	46.4	19.7	5.8	5.0
수익성(%)					
영업이익율	11.3	4.4	15.9	27.1	32.6
EBITDA이익율	14.2	7.7	16.4	28.7	34.0
순이익율	11.2	0.8	13.4	24.7	29.5
ROE	10.5	(0.5)	13.9	32.4	35.8
ROIC	7.9	1.8	13.3	38.8	53.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	22.9	25.8	0.2	(21.5)	(35.1)
유동비율	133.7	142.0	174.1	209.5	285.8
이자보상배율	2.5	1.7	7.5	16.5	22.1
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.6	0.8	0.8
매출채권회전율	5.0	4.0	7.2	10.5	8.2
재고자산회전율	6.8	4.5	6.6	8.4	10.5
매입채무회전율	6.8	6.4	8.3	7.5	7.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

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

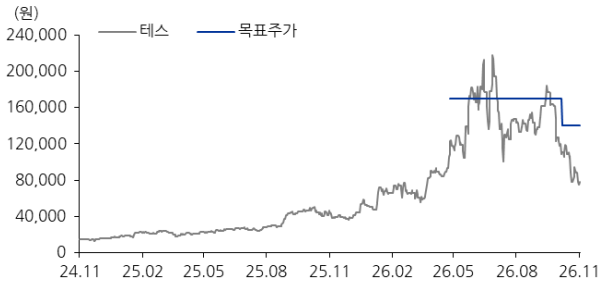
		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2026-05-18	Buy	170,000	1년	-16.0	27.9
2026-11-19	Buy	140,000	1년		

테스(095610.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 손인준



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2026-05-18	Buy	110,000	1년	-39.8	8.8
2026-11-19	Buy	72,000	1년		

브이엠(089970.KQ) 주가 및 목표주가 추이
담당 애널리스트: 손인준



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2026-06-17	Buy	48,000	1년	-39.7	-17.0
2026-10-21	Buy	57,000	1년	-57.1	-48.0
2026-11-19	Buy	57,000	1년		

예스티(122640.KQ) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준

