



반도체 (Positive)

SK하이닉스 주가 급락. 지난해 7월의 데자뷔

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

지난해 7월의 데자뷔. P/B 1.5X 수준까지 조정 가능성 열어놓을 필요

금일 SK하이닉스 주가는 -8%대 급락 중. 연초 이후 강력한 AI 수요와 D4 종산 등으로 인한 컨벤셔널 디램 가격 강세가 실적 기대감으로 작용되며 약 73% 주가 상승, 올해 실적 기준 P/B 2.1X 수준까지 밸류에이션 레벨 확장. 그러나 내년 HBM 시장 구도의 변화 가능성이 금일 주가 하락 요소로 작용하고 있으며, 금일 급락으로 밸류에이션 레벨은 P/B 1.8X 수준까지 하락.

당사는 내년까지 AI 관련 업사이클이 지속된다는 관점에서 반도체 업종에 대한 긍정적 시각은 유지하지만, 단기적으로 1) HBM 시장 구도 변화 가능성과 2) D5 공급 증가에 따른 컨벤셔널 디램 가격 하락 가능성 등을 고려할 때 주가 추가 조정 가능성이 높다 판단. 지난해 7~9월 반도체 업종 주가 하락 구간과 유사한 상황이라고 판단되며, SK하이닉스 주가는 올해 실적 기준 P/B 1.5X 수준(지난해 9월 저점 밸류)까지 조정될 가능성을 열어둘 필요

내년 HBM 시장 1위 유지 되겠으나, 경쟁 심화는 불가피

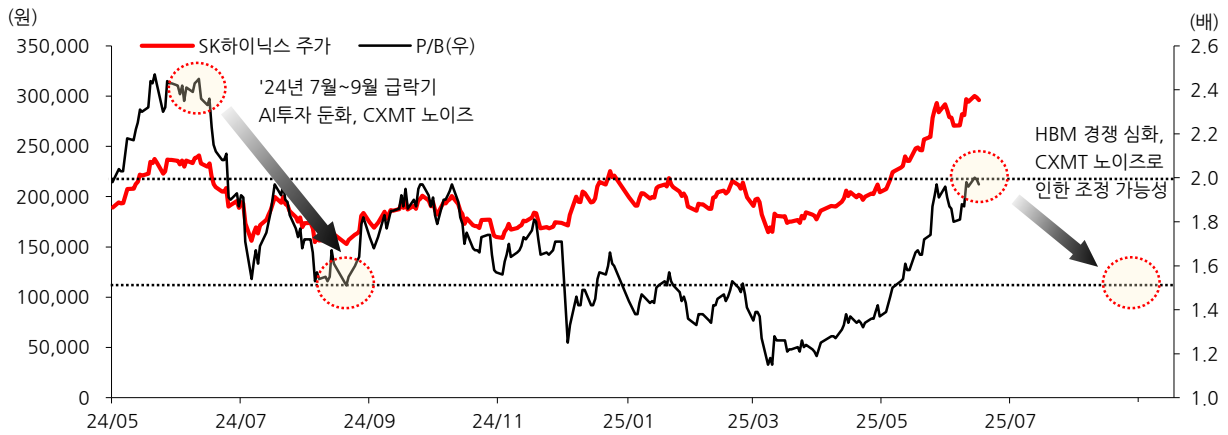
내년 HBM 시장에서의 큰 변화는 경쟁 심화. 여전히 SK하이닉스의 HBM 시장 1위 구도는 유지 되겠으나, 점유율 측면에서의 변화 예상. 당사는 내년 SK하이닉스의 HBM 출하량이 약 160억 Gb으로 올해 대비 +30% 성장하는 수준일 것으로 예상. 이는 올해 성장세(+90% YoY, 약 58억 Gb)대비 둔화되는 것.

HBM 세대 전환 속도 감소(엔비디아의 GPU 로드맵 지연이 직접 원인)와 후발주자들의 기술 격차 축소가 직접적인 원인. HBM3E 8단과, 12단 모두 시장 개화 첫 해 사실상 SK하이닉스의 독점 구도가 유지되었던 것과 달리 내년 개화가 예상되는 HBM4는 독점 구도가 아닐 가능성. 이는 SK하이닉스의 판매가와 이익률에도 영향을 미칠 것

DDR5 공급 증가 가능성도 부담 요소

D5 공급 증가 가능성도 현 시점 또 다른 부담 요소. 메모리 3사와 CXMT의 D4 EOL 선언이 컨벤셔널 디램 가격 상승의 긍정 요소로 작용되었으나, 이는 D5로의 전환을 의미하는 만큼 이제는 D5 공급 증가 가능성과 이로 인한 가격 하락 가능성을 염두에 둘 필요. 특히 CXMT의 D5로의 대대적 전환을 주목할 필요. 4Q25를 기점으로 D5 비중이 전체 웨이퍼 투입량의 50%를 넘어가기 시작할 것으로 예상. 이미 중화권 서버 업체들의 CXMT D5 채용이 진행되고 있는 것으로 파악되는 만큼 분명한 부담 요소. 지난해 CXMT의 D4 공급 확대 노이즈가 강하게 발생 했었음을 기억할 필요

[그림1] 지난해 7월의 데자뷔



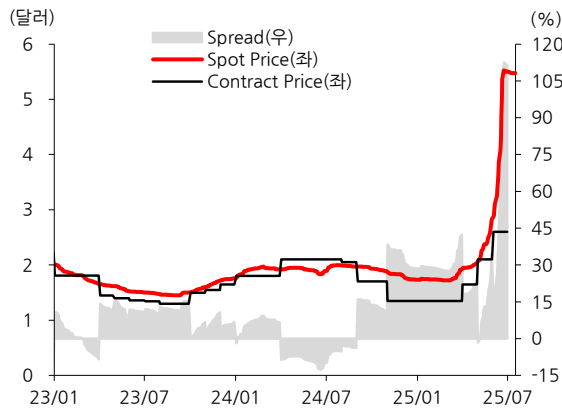
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표1] SK 하이닉스 연도별 HBM 매출 추정

	2023	2024	2025E	2026E
매출액(B \$)	1.9	9.6	21.7	28.2
HBM2E	0.3			
HBM3	1.5	3.1	0.5	
HBM3E 8Hi		6.3	5.0	0.8
HBM3E 12Hi		0.2	15.9	15.2
HBM4 12Hi			0.3	12.2
TSV Capa(K/월)	45	130	170	195
HBM Portion(%)	70%	89%	94%	94%
Mix(%)	100%	100%	100%	100%
HBM2E	25%			
HBM3	75%	40%	5%	
HBM3E 8Hi		59%	34%	5%
HBM3E 12Hi		1%	60%	60%
HBM4 12Hi			1%	35%
P&T TAT Penalty	45%	60%	60%	60%
생산량(M Gb)	1,138.8	6,460.2	12,243.3	15,964.1
HBM2E	247.8			
HBM3	890.9	2,327.0	401.8	0.0
HBM3E 8Hi		4,030.6	3,208.1	541.2
HBM3E 12Hi		102.5	8,492.0	9,740.8
HBM4 12Hi			141.5	5,682.1

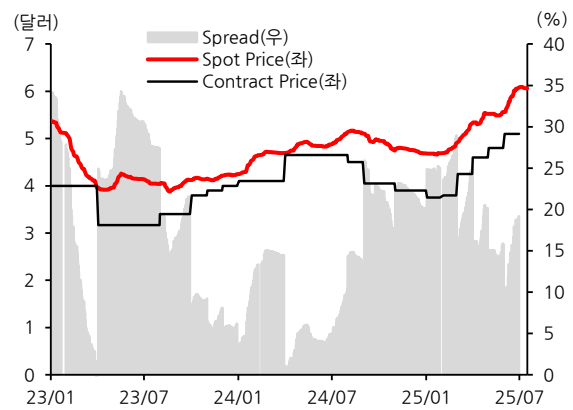
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] DDR4 8Gb(1Gx8) 2666 가격 스프레드 추이



자료: DRAMeXchange, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] DDR5 16G (2Gx8) 4800/5600 가격 스프레드 추이



자료: DRAMeXchange, 한화투자증권 리서치센터

[표2] CXMT 분기별 CAPA 추이

(단위: K/월)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
Phase1	60	75	85	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Phase2	-	-	-	-	5	15	35	50	60	80	90	100	100	100	100	100
Beijing Fab1	5	6	8	22	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Beijing Fab2	-	-	-	-	5	10	20	30	40	50	50	50	60	60	60	60
Total	65	81	93	122	140	155	185	210	230	260	270	280	290	290	290	290

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[표3] CXMT 분기별 CAPA 추이

(단위: K/월)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
19nm	92%	92%	90%	79%	65%	52%	37%	17%	6%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
17nm	8%	8%	10%	21%	35%	48%	57%	64%	58%	52%	32%	18%	11%	9%	9%	8%
16nm	0%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	19%	36%	45%	68%	82%	89%	91%	91%	92%

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 07월 17일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

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

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

[종목 투자등급]

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

[산업 투자의견]

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

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%