

HBM

 SK hynix

BUY

반도체 (Positive)

이제 다시 SK하이닉스!

반도체 김광진 | kwangjin.kim@hanwha.com | 3772-7583

| C o n t e n t s |

I. 핵심 요약.....	03
II. 파이 조각 개수보다 크기를 따져볼 시기.....	04
1. HBM 공급 구도 변화 가능성 부각	04
2. 파이의 크기는 내년에도 충분히 커진다.....	05
3. HBM4 벤더 다변화가 그렇게 악재일까?	07
4. HBM4 전환 효과가 컨벤셔널 디램 가격 하락을 상쇄할 것	09
5. HBM4E까지의 방향성도 고려 필요.....	12
III. AI수요는 여전히 강력한 성장 구간.....	13
1. 빅테크들의 투자 수요는 여전히 강력.....	13
2. 소버린 AI, 국가 단위 투자로의 진화.....	16
IV. 투자전략.....	18
1. 대형주 : 이제 다시 SK하이닉스!.....	18
2. 소부장 : SK하이닉스 장비 체인 주목	19
V. 기업분석.....	21
1. 삼성전자 (005930).....	22
2. SK하이닉스 (000660)	27
3. 한화비전 (489790).....	31
4. 브이엠 (089970)	35

I. 핵심 요약

경쟁 심화 우려 다소 과도	최근 반도체 업종 화두는 HBM 공급 구도 변화 가능성이다. 내년부터 경쟁이 심화됨에 따라 시장 구도에 변화가 생길 가능성이 제기되며, 이는 그동안 시장을 주도한 SK하이닉스 및 관련 밸류체인 전반의 주가 약세 요인으로 작용하고 있다. 다만, 당사는 공급망 관련 우려가 다소 과도하다고 판단한다. 파이(HBM 총 수요)를 몇 개의 조각으로 나누어야 하는가에 몰입되어 파이의 크기가 얼마나 커질 것인가를 간과하는 구간이다.
시장은 내년에도 충분히 성장	우선 HBM 총 수요는 내년에도 충분히 성장한다. 글로벌 AI 수요는 빅테크들의 공격적인 투자를 중심으로 여전히 강력한 성장 구간에 있으며, 소버린AI의 등장으로 개별 기업 중심에서 국가 단위의 투자로 진화하는 구간에 있다. 당사는 이로 인해 내년 HBM 총 수요가 290억 Gb 수준으로 올해 190억 Gb 대비 약 53% 수준 성장할 것으로 전망한다. 그 중 엔비디아 수요가 190억 Gb에 달할 것으로 예상하며, 약 80억 Gb은 R200 대응을 위한 HBM4가 차지할 것으로 전망한다. 비 엔비디아 진영 수요도 올해 대비 2배 가량 성장하며 100억 Gb에 달할 것으로 예상된다.
SK하이닉스 매출도 충분히 성장	SK하이닉스의 HBM 매출도 내년에 충분히 성장할 것이다. 표면적인 시장 점유율은 올해 64%에서 55% 수준으로 하락하겠으나, 시장 성장으로 인해 오히려 출하량은 올해 122억 Gb에서 내년 160억 Gb으로 크게 증가함에 따라 매출 규모도 217억불(30조원)에서 282억불(40조원)로 증가 예상한다. 이는 시장에서 우려하는 가격에 대해서도 보수적(HBM3E 12hi \$1.56/Gb, 4 12hi \$2.15/Gb)으로 산정한 것으로, 보수적 조건에서도 충분히 높은 성장이 가능하다는 점에서 의미가 있다. 또한 단기적으로 내년 HBM 시장 변화도 중요하겠으나, 중장기적으로 HBM4E에서의 경쟁력도 고려할 필요가 있다. HBM4E부터는 베이스 다이 커스터마이징을 통해 커스텀 HBM의 형태가 등장하며, 고객 맞춤형 구조의 특성상 1대1 수주의 형태가 될 가능성이 높다. 당연히 HBM4에서 유일하게 TSMC 로직 다이를 베이스 다이로 활용하는 SK하이닉스가 해계모니를 질 가능성이 높다.
이제 SK하이닉스와 관련 밸류체인을 살 때	내년에도 여전히 강력한 AI 투자 기조가 유지된다는 측면에서 반도체 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. <u>대형주는 SK하이닉스를 선호한다.</u> 최근 주가 부진의 원인되었던 HBM 경쟁 심화에 대한 노이즈는 시간이 지날수록 무뎌질 것이며, 오히려 시장은 경쟁 심화에도 높은 실적 성장이 지속된다는 점에 좀 더 집중할 것이다. 소부장은 SK하이닉스 장비 체인을 주목한다. 최근 SK하이닉스 실적 발표회에서도 언급되었듯 투자 계획이 상향됨에 따른 기대감이 관련 업체들 주가에 긍정적으로 작용될 수 있는 시기다. <u>당사는 커버리지 종목들 중 한화비전과 브이엠(신규)을 추천한다.</u>

II. 파이 조각 개수보다 크기를 따져볼 시기

1. HBM 공급 구도 변화 가능성 부각

HBM 공급 구도 변화 조짐 최근 반도체 업종 내 주요 화두는 HBM 공급 구도 변화 가능성이다. 올해까지는 SK하이닉스의 독주 체제가 유지되나, 내년부터는 후발업체들의 약진으로 경쟁이 심화됨에 따라 시장 구도에 변화가 생길 가능성이 제기된다. 이는 최근 SK하이닉스 및 관련 밸류체인 전반의 주가 약세 요인으로 작용하고 있다.

두 가지 요인 시장이 공급 구도 변화 가능성을 예상하는 이유는 두 가지다. 첫 번째는 엔비디아의 GPU 로드맵 지연으로 인한 HBM 세대 전환 속도 감소다. 엔비디아 GPU 로드맵은 HBM 시장 측면에서 중요하다. HBM 총 수요에서 절대적인 비중(올해 약 70%)을 차지할 뿐만 아니라 성능 요구 조건이 높아 세대 전환의 필요성을 자극하기 때문이다. 그런데 블랙웰 전환이 공정 난이도 상승으로 당초 계획보다 지연(GB300 기준 1H25 대량 공급 → 4Q25 대량 공급)되고, 루빈 전환도 당초 1H26에서 2H26으로 지연됨에 따라 HBM 세대 전환도 예상대비 지연이 불가피해졌다. 이는 빠른 세대 전환 구조에서 기술 격차의 강점을 누릴 수 있는 SK하이닉스에게 불리한 요소일 수밖에 없다.

두 번째는 후발주자들의 기술 격차 축소다. HBM3에서는 SK하이닉스와 후발업체들 간 기술격차가 1년 이상으로 추정되었다. 그러나 HBM3E에서는 1년 이내로 축소, HBM4에서는 CS일정을 고려할 때 6개월 이내로 좁혀질 가능성이 존재한다. 이는 엔비디아의 벤더 선택지를 늘리고 SK하이닉스에게는 가격 협상력을 떨어트릴 수 있는 요소다.

공급망 다변화 우려가 다소 과도하게 반영 다만, 최근 관련 종목들의 주가 흐름을 보면 공급망 다변화 우려가 다소 과도하게 반영된 측면이 있다. 파이(HBM 총 수요)를 몇 개의 조각으로 나누어야 하는가에 몰입되어 파이의 크기가 얼마나 커질 것인가에 대해 간과하는 구간으로 판단된다.

[표1] 엔비디아 GPU 로드맵과 HBM 세대 진화

Ampere				Hopper				Blackwell				Blackwell Ultra				Rubin				Rubin Ultra											
A100				H100				H200		B100		GB200		GB300				R200				R300									
HBM2 8hi				HBM2E 8hi				HBM3 8hi				HBM3E 8hi				HBM3E 12hi				HBM4 12hi				HBM4E 16hi							
1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
2020 년				2021 년				2022 년				2023 년				2024 년				2025 년				2026 년				2027 년			

2. 파이의 크기는 내년에도 충분히 커진다

내년 HBM 총 수요
290억 Gb

HBM 경쟁 심화에 대해 과도한 우려를 경계하는 이유는 HBM 총 수요가 내년에도 충분히 성장함에 따라 개별 기업의 성장을 저해할 가능성이 낮기 때문이다. 당사는 내년 글로벌 HBM 총 수요가 290억 Gb 수준으로 올해 190억 Gb 대비 약 53% 수준의 높은 성장이 가능할 것으로 전망한다. 이는 300억 Gb 이상의 수요를 전망했던 당초 기대 대비로는 다소 낮아진 수치이나, 경쟁 심화로 성장성 자체를 의심할 수준은 아니다.

엔비디아 총 수요
190억 Gb

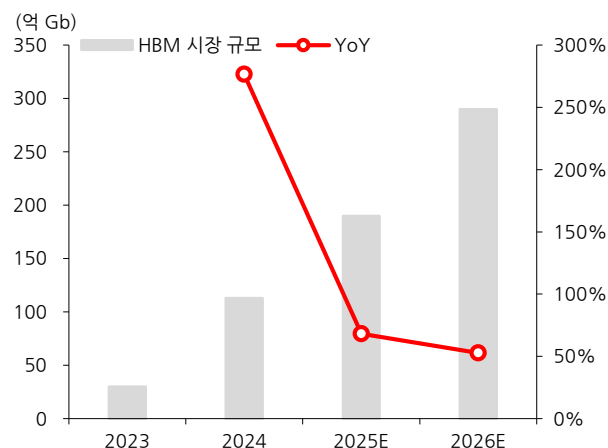
내년 수요의 핵심은 여전히 엔비디아다. 4Q25부터 본격적인 서버 고객단 공급이 시작되는 GB300 양산 효과가 내년엔 온기로 반영되고, 루빈 시리즈 첫 GPU인 R200에 대한 TSMC의 양산 진입이 2Q26부터 진행되면서 수요 성장을 견인할 것이다.

당사는 내년 엔비디아의 HBM 총 수요가 190억 Gb 수준에 달할 것으로 예상하며, 이 중 약 80억 Gb은 R200 대응을 위한 HBM4 12hi 제품이 차지할 것으로 전망한다. 이는 내년 글로벌 HBM 총 수요의 약 66%를 차지하는 규모이며 올해(140억 Gb) 대비 36% 성장하는 것이다.

비 엔비디아 진영 수요
100억 Gb

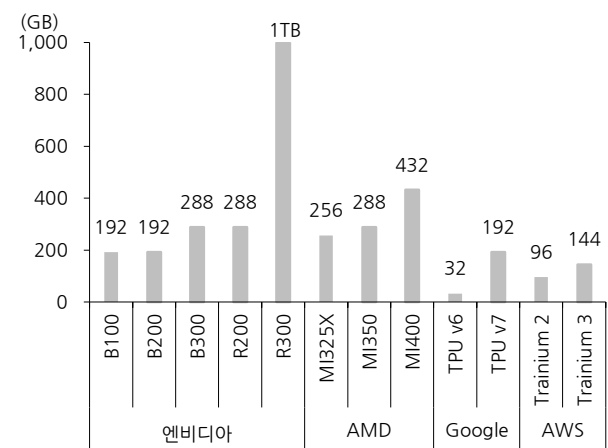
비 엔비디아 진영(ASIC 생태계와 AMD 등)의 수요 성장도 괄목할만하다. 올해 비 엔비디아 진영의 HBM 총 수요는 약 50억 Gb 수준이지만 내년에는 100억 Gb으로 두 배 가량 성장할 것으로 예상된다. 가성비 수요의 증가와 세대 전환 과정에서의 채용량 증가 효과가 중첩된 것에 기인한다. 일례로 내년부터 판매가 본격화될 AMD의 MI350은 HBM을 288GB 채용, 엔비디아의 GB300과 동일한 용량이며, 전작 MI325 대비 12% 증가한 것이다. 그 외 주요 ASIC들도 세대 전환 과정에서 채용량이 증가한다.

[그림1] 글로벌 HBM 수요 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 프로젝트 별 HBM 채용량 변화



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] GPU, ASIC 제품별 HBM 세대 및 채용량

	2022				2023				2024				2025				2026				2027			
제품명	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	-			
엔비디아																								
A100	HBM2E 8hi 80GB(2021-)																							
H100					HBM3 8hi 80GB																			
H200									HBM3E 8hi 141GB															
B100													HBM3E 8hi 192GB											
B200																	HBM3E 8hi 192GB							
B300																	HBM3E 12hi 288GB							
R200																					HBM4 12hi 288GB+			
R300																					HBM4E 16hi 1TB+			
AMD																								
MI200	HBM2E 8hi 128GB																							
MI300A									HBM3 8hi 128GB															
MI300X									HBM3 12hi 192GB															
MI325X													HBM3E 12hi 256GB											
MI350																	HBM3E 12hi 288GB							
MI400																	HBM4 12hi 432GB							
Intel																								
Gaudi 2	HBM2E 8hi 96GB																							
GPU Max					HBM2E 8hi 128GB																			
Gaudi 3									HBM2E 8hi 128GB															
Google																								
TPU v4	HBM2 8hi 32GB																							
TPU v5e					HBM2(E) 8hi 16GB																			
TPU v5p					HBM2E 8hi 95GB																			
TPU v6e													HBM3E 8hi 32GB											
TPU v7																	HBM3E 12hi 192GB							
AWS																								
Trainium 1	HBM2E 8hi 32GB																							
Inferentia 2					HBM2E 8hi 32GB																			
Trainium 2													HBM3 8hi 96GB											
Trainium 3																	HBM3E 12hi 144GB							
Microsoft																								
Maia 100									HBM2E 8hi 64GB															
Maia 200																	HBM3E 96GB							
Maia 300																	HBM4							
Meta																								
MTIA 1					LPDDR5(SRAM) 64GB																			
MTIA 2									LPDDR5(SRAM) 128GB															

주: Mass production 시기 기준

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

3. HBM4 벤더 다변화가 그렇게 악재일까?

표면적인 점유율보다
성장 가능성을 볼 필요

시장은 내년 HBM 경쟁 심화와 HBM4 벤더 다변화로 인해 시장을 주도했던 SK하이닉스의 점유율 타격이 불가피한 점을 가장 우려한다. 그러나 당사는 표면적인 점유율의 변화보다 좀 더 이성적으로 시장 수요의 성장과 그로 인한 절대적인 매출 규모의 성장 가능성에 집중할 필요가 있다고 판단한다.

점유율은 하락하지만,
매출은 크게 성장

당사의 내년 HBM 수요 분배 가정(표3 참조)을 보면, SK하이닉스의 표면적인 HBM 시장 점유율은 올해 64% 수준에서 내년 55% 수준으로 감소 예상되지만, 전체 출하량은 올해 약 122억 Gb에서 약 160억 Gb으로 증가함에 따라 HBM을 통한 매출 규모가 올해 217억불(30조원)에서 내년 282억불(40조원 규모)로 크게 증가한다. 이는 판가를 매우 보수적으로 가정(HBM3E 12hi \$1.56/Gb, HBM4 12hi \$2.15/Gb)한 조건에서도 충분히 높은 성장이 가능하다는 점에서 의미가 있다.

HBM4는 7:3 분배 예상

특히 1Q26부터 공급이 시작되는 HBM4의 경우, 당사는 각 사의 엔비디아 인증 일정과 생산 Capa 등을 종합적으로 고려할 때 내년 수요 약 80억 Gb을 SK하이닉스와 마이크론이 7:3 정도의 비율로 담당하게 되는 시나리오가 가장 유력하다고 판단한다. 삼성전자의 진입 가능성을 감안해도 3벤더로써 진입할 확률이 높기 때문에 SK하이닉스의 점유율이 크게 훼손될 가능성은 낮다. 지난해 HBM3E 8hi, 올해 HBM3E 12hi를 사실상 독점하던 구도와는 달라지는 것이 맞지만, 70% 점유율도 충분히 높은 수치다. 경쟁 심화 우려가 이미 어느정도 주가에 반영된 현 시점부터는 여전히 시장을 주도 중이라 평가할만한 높은 점유율과 매출 성장에 좀 더 집중할 때다.

[표3] 내년 HBM 수요 분배 가정

	2025E				2026E			
	Total	SK하이닉스	마이크론	삼성전자	Total	SK하이닉스	마이크론	삼성전자
총 수요(억 Gb)	190	122	35	33	290	160	60	70
M/S(%)	100	64	18	17	100	55	21	24
엔비디아 수요	140	100	33	7	190	120	50	20
M/S(%)	100	71	24	5	100	63	26	11
HBM4 12hi	-	-	-	-	80	57	23	-
M/S(%)	-	-	-	-	100	71	29	-

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 업체별 HBM 출하 및 매출 추정

SK 하이닉스				
	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	200
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%
출하량(M Gb)	1,139	6,460	12,243	15,964
HBM2E	248			
HBM3	891	2,327	402	
HBM3E 8Hi		4,031	3,208	541
HBM3E 12Hi		102	8,492	9,741
HBM4 12Hi			142	5,682

삼성전자				
	2023	2024	2025E	2026E
매출액(B \$)	1.7	6.7	5.1	10.8
HBM2E	1.7	0.7	0.0	0.0
HBM3	0.0	3.3	0.7	0.0
HBM3E 8Hi		2.6	2.9	1.4
HBM3E 12Hi		0.1	1.5	9.4
HBM4 12Hi				
Capa(K/월)	50	140	150	170
Mix(%)	100%	100%	100%	100%
HBM2E	100%	20%		
HBM3		50%	20%	
HBM3E 8Hi		29%	60%	20%
HBM3E 12Hi		1%	20%	80%
HBM4 12Hi				
P&T TAT Penalty	45%	60%	60%	60%
출하량(M Gb)	1,259	5,051	3,318	7,026
HBM2E	1,259	822		
HBM3		2,464	528	
HBM3E 8Hi		1,678	1,860	1,004
HBM3E 12Hi		87	930	6,023
HBM4 12Hi				

자료: 한화투자증권 리서치센터

4. HBM4 전환 효과가 컨벤셔널 디램 가격 하락을 상쇄할 것

HBM은 제품 Mix
측면에서 중요

AI 사이클이 시작된 이후 HBM은 제품 Mix와 Blended ASP 측면에서 매우 중요한 역할을 한다. 실제 HBM 가격 프리미엄을 오롯이 누린 SK하이닉스의 디램 Gb당 ASP는 1Q24부터 경쟁사 대비 확연한 차이를 보이기 시작, 현재까지 프리미엄이 유지되고 있다. 또한 1Q25 컨벤셔널 디램 가격 하락 구간에서 HBM 판매 비중이 감소한 삼성전자는 디램 Blended ASP가 QoQ -19% 급락한 반면, HBM3E 12hi로의 전환이 시작된 SK하이닉스는 동일한 환경에서도 Blended ASP가 QoQ 플랫 수준으로 방어된 바 있다.

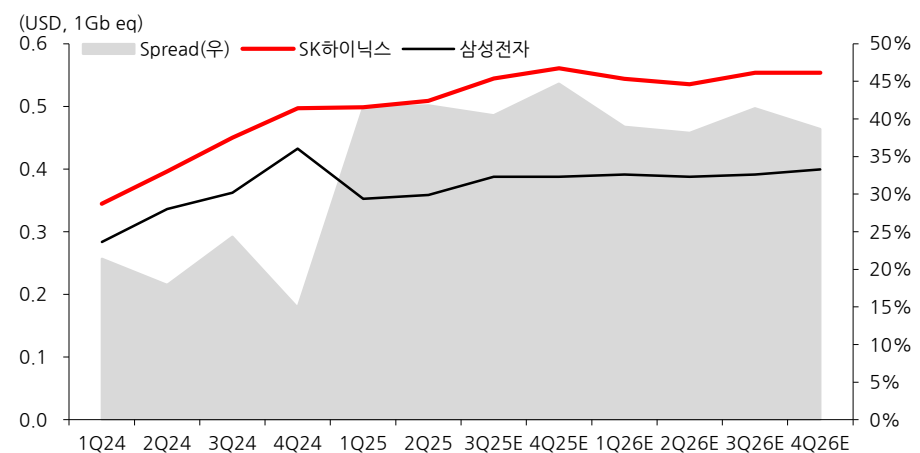
내년 제품 Mix
핵심은 HBM4

내년 제품 Mix 측면에서의 핵심은 당연히 HBM4다. HBM3E 12hi의 경우 과거에도 그랬듯 세대 전환 과정에서 가격 하락이 불가피(당사는 올해 \$1.9/Gb 수준에서 내년 \$1.56/Gb으로 하락 가정)하며, 컨벤셔널 디램 가격도 2Q25~3Q25까지 강세였던 만큼 PC, 모바일 등 전통 수요처에서의 수요 개선 시그널이 확인되지 않는 가운데 4Q25를 기점으로 하락 추세에 접어들 가능성이 높다. 특히 CXMT의 D5 전환이 활발하며 4Q25부터 D5 WF 투입비가 50%를 넘어가기 시작하는 점도 부담 요소다. 따라서 내년 디램 ASP 방어를 위해서는 HBM4로의 전환이 매우 중요하다.

70% 점유 가정시
가격 방어 가능

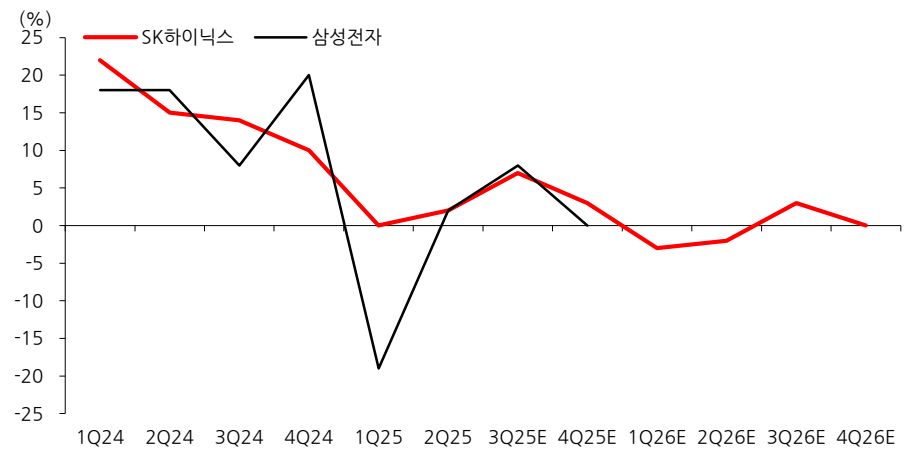
당사는 SK하이닉스가 내년 HBM4 수요의 70%를 점유할 경우 HBM3E 12hi 가격 하락과 컨벤셔널 디램 가격 하락을 감안해도 제품 Mix 효과에 의해 Blended ASP가 방어될 것으로 판단한다. 특히 HBM4 비중이 본격적으로 확대되는 2Q26부터 전환 효과가 두드러질 것으로 판단한다.

[그림3] 디램 Gb 당 Blended ASP 추이 비교



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 디램 Blended ASP 분기별 변동률 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] 디램 주요 제품별 계약 가격 추이

(단위: \$, %)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26F
DDR5 16Gb (2Gx8)	3.9	4.8	5.5	5.5	4.9	4.6	4.5	4.5
QoQ	-0.4	22.9	13.7	0.0	-11.0	-5.1	-3.2	0.0
DDR4 16Gb (2Gx8)	2.6	4.1	7.0	7.6	7.0	6.7	6.5	6.5
QoQ	-7.8	60.8	70.7	8.6	-8.0	-4.5	-2.8	0.0

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[표6] CXMT 생산능력 추이

	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

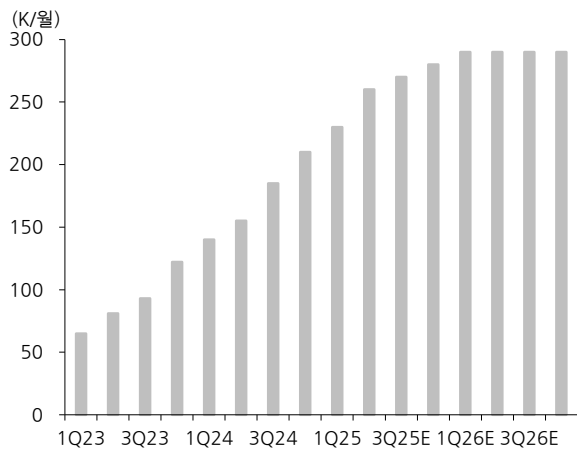
자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[표7] CXMT 디램 공정 비중

	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%

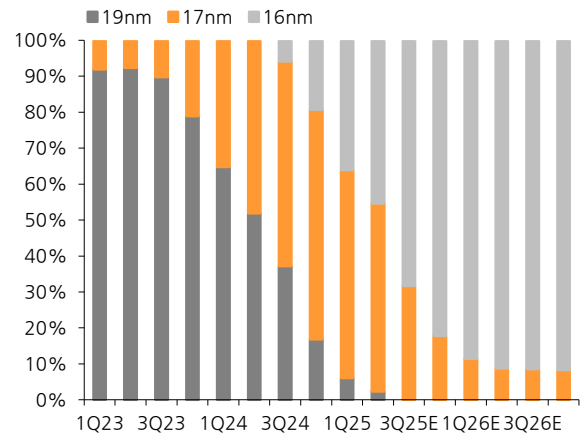
자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] CXMT 분기별 CAPA 추이



자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] CXMT 분기별 노드 비중 추이



자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

5. HBM4E까지의 방향성도 고려 필요

커스텀 HBM 시장
고려 필요

단기적으로 내년 HBM 시장 변화도 중요하겠으나, HBM의 근본적인 경쟁력을 가늠하는 데 있어 HBM4E까지의 준비 방향성도 고려할 필요가 있다. HBM4E부터는 제품의 형태가 고객 맞춤형(커스텀 HBM)으로 진화하는 점이 가장 중요한 변화점이며 '27년~28년 경 도입이 예상된다.

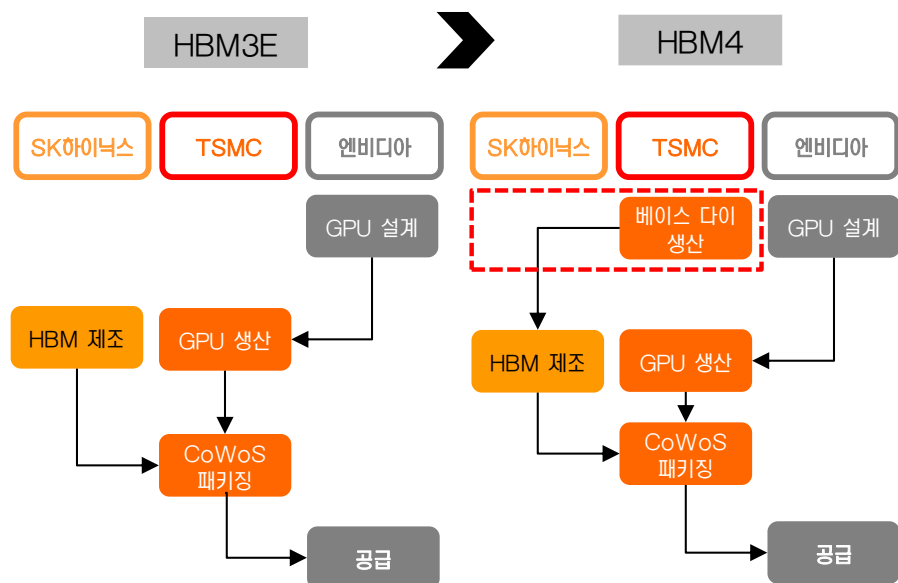
다시 수주산업으로
전환될 가능성

커스텀 HBM의 핵심은 고객 맞춤으로 각기 다른 요구 조건들을 고려한다는 점에 있기 때문에 초기 개발 단계부터 고객과의 소통이 중요해진다. 메모리 업체와 고객 간 결속력이 강화될 수밖에 없는 구조이며, '23년 HBM 시장 개화 초기 단계처럼 고객과의 1대1 바인딩 계약 형태의 수주 산업으로 다시 전환될 가능성이 높다.

SK하이닉스만
TSMC 로직 활용

고객 커스터마이징은 로직 다이를 통해 진행한다. 고객이 원하는 전력, 스피드 등의 각기 다른 특성 조건을 고려해 맞춤형으로 설계가 이루어질 가능성이 높다. 따라서 HBM4에서 미리 로직 다이를 베이스 다이로 적용해 보는 과정이 갖는 의미가 크다. 대부분의 고객들이 TSMC에 대한 선호도가 높다는 점을 고려하면 HBM4에서 TSMC 로직 다이를 적용해보는 경험이 향후 커스텀 HBM 프로젝트 수주 과정에서 중요하게 작용할 것이다. HBM4에서 TSMC 로직 다이를 활용하는 곳은 SK하이닉스가 유일하다. SK하이닉스는 TSMC 12나노 공정을 활용하는 것으로 추정되지만, 삼성전자는 자체 파운드리 4나노 공정을, 마이크론은 자체 디램 공정(CMOS 다이)을 활용하는 것으로 추정된다. 결론적으로 SK하이닉스가 커스텀 HBM까지의 방향성에 있어 가장 정석적인 길을 가고 있다고 평가할 수 있다.

[그림7] TSMC 로직 다이를 활용하는 SK 하이닉스



자료: 한화투자증권 리서치센터

III. AI 수요는 여전히 강력한 성장 구간

1. 빅테크들의 투자 수요는 여전히 강력

여전히 강력한
수요 성장 구간

당사는 AI 투자와 관련된 여러 노이즈들에도 불구하고 여전히 강력한 수요 성장 구간에 있으며, 내년까지 성장세가 유지될 것으로 판단한다. 올해 글로벌 AI 서버 수요는 약 210만대 수준으로 지난해 대비 +24% 성장 예상되며, 내년에는 260만대 수준을 형성해 여전히 20% 이상의 높은 성장세가 유지될 전망이다.

여전히 매서운
미국 빅테크 투자

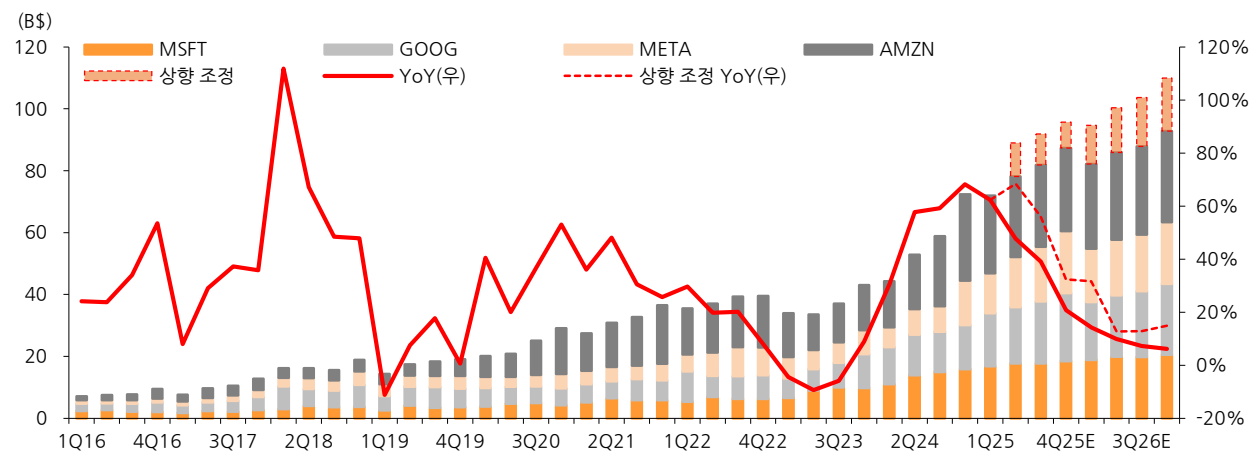
우선, 지난 2년간 AI 투자를 주도해온 미국 주요 빅테크들의 투자 강도가 여전히 매섭다. 미국 주요 빅테크 4개사의 합산 설비투자 규모는 올해 상반기에만 \$161B에 육박, '23년 연간 지출 규모(\$147B)를 넘어섰으며, 공통적으로 2Q25 실적 발표회를 통해 연간 설비투자 계획을 상향한 점을 고려하면 하반기에는 설비투자 금액이 \$188B에 달할 것으로 예상된다. 내년에는 주요 빅테크 4개사의 합산 투자 규모가 \$400B를 넘어갈 가능성이 높다. 또한 2H25부터 내년까지의 투자 계획이 당초 예상대비 상향됨에 따라 설비 투자 증가세 둔화에 따른 AI 비관론이 감소한 점도 긍정적이다.

[표8] 서버 시장 규모 및 수요 추이

		2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
전체 서버 Unit	1,000,000 대	18.8	19.4	18.7	19.0	19.7	20.2
YoY		4%	4%	-4%	2%	3%	2%
일반 서버 Unit		18.0	18.6	17.5	17.3	17.6	17.6
YoY		0%	3%	-6%	-1%	1%	0%
AI 서버 Unit		0.8	0.9	1.2	1.7	2.1	2.6
YoY			9%	38%	44%	24%	21%
서버 디램 수요(HBM 포함)	1Gb Eq, M	73,022.8	74,917.8	83,474.9	102,380.7	130,454.6	155,941.7
YoY			3%	11%	23%	27%	20%
일반 서버 디램		56,380.3	56,860.2	58,489.9	63,795.3	72,430.2	79,673.2
YoY			1%	3%	9%	14%	10%
AI 서버 디램		16,642.6	18,057.6	24,985.0	38,585.4	58,024.4	76,268.5
YoY			9%	38%	54%	50%	31%
CPU DIMM		12,608	13,680	18,928	27,264	39,008	47,270
GPU HBM		4,035	4,378	6,057	11,321	19,016	28,999
eSSD 수요	1GB Eq, M	111,572.2	131,575.7	156,575.1	194,001.2	235,680.1	259,661.2
YoY			18%	19%	24%	21%	10%
일반 서버 SSD		84,338.9	102,026.9	115,690.6	135,111.0	160,292.9	168,307.6
YoY			21%	13%	17%	19%	5%
AI 서버 SSD		27,233.3	29,548.8	40,884.5	58,890.2	75,387.2	91,353.6
YoY			9%	38%	44%	28%	21%

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 미국 주요 빅테크 Capex 추이



주: 상향 조정은 7월 초 대비 2분기 실적 발표 이후 조정 값

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표9] 미국 주요 빅테크 설비 투자 규모 상향 조정

(단위: \$)

	기존 가이드نس(지출)	2Q 실적발표 가이드نس	상향 조정	관련 언급 사항
Amazon	연간 1000 억	연간 1,180 억 이상 *연말까지 분기당 314억 달러 내외가 기준이 될 것이라 언급한 점 고려	연간 ▲180 억	- AWS 관련 공급이 수요를 못따라가고 있는 상황 - 대부분이 생성형 AI 및 머신러닝 등 AWS 클라우드 성능 증대에 투입
Google	연간 750 억	연간 850 억	연간 ▲100 억	- 클라우드 제품과 서비스 강력한 수요 지속 - 서버 공급이 수요를 따라가지 못하는 상황 - 2026 년에도 투자 증가 예상
Meta	연간 640 억~720 억	연간 660 억~720 억	연간 ▲20 억(하단)	- 생성형 AI 트레이닝 위한 서버 및 데이터센터 인프라 투자 확대
Microsoft	4QFY25 분기 242 억	1QFY26 분기 300 억 이상	전 분기 대비 약 ▲50 억 이상	- 절반 이상 장기 자산에 투자, 그 외 서버 투자에 지출 - FY26 Capex 성장률은 FY25 대비 완화될 것이라는 기존 전망은 유지

자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

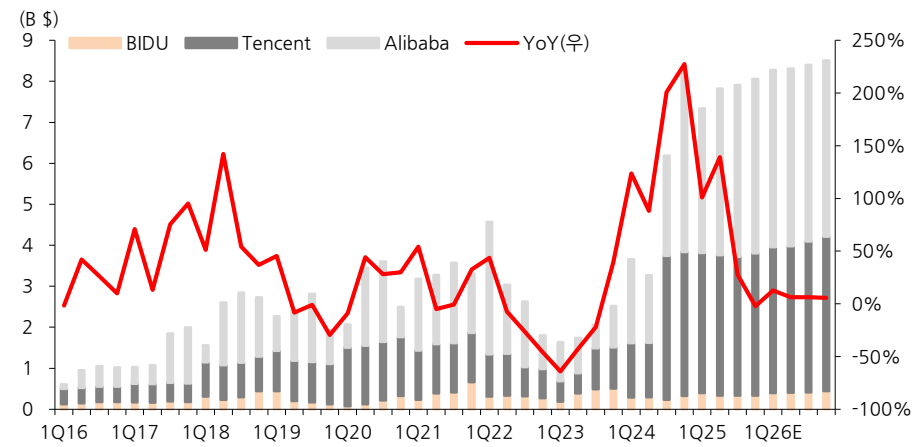
중국도 중요 AI 수요처로 급부상

중국 AI 투자 수요도 주목할만하다. 여전히 투자를 주도하는 곳은 미국이나, 중국 빅테크들의 AI 투자도 지난해 하반기부터 본격적으로 증가하기 시작, 연초 딥시크 R1 공개 이후 공격적인 투자 기조가 이어짐에 따라 중요 수요처로 급부상했다. 엔비디아 H20 수출 규제 완화 이후 몰린 수요로 인해 제기된 긴급 추가 생산 가능성, 그리고 GDDR7을 채용하는 H20 대비 성능이 다운그레이드 된 B30에도 높은 수요가 관측되는 점이 강한 중국 수요를 대변한다. 중국 주요 빅테크 4개사(바이트댄스, 알리바바, 텐센트, 바이두)의 합산 설비투자 규모는 내년 \$50B를 상회할 것으로 예상된다.

고부가 제품군 수요 증가세

특히 중국 수요의 형태가 고부가 제품군에서 확대 추세인 점도 긍정적이다. 올해 1Q25까지 중국 수요는 빠른 용량 확장을 위해 저부가 제품군(GPU는 RTX 시리즈, 디램은 DDR4 등)에서 상대적으로 강하게 확인되었으나, 2Q25부터 고부가 제품군으로 수요가 이동하기 시작, 96GB 이상 고용량 서버용 디램 모듈 등에서 수요가 강해졌다. 중국의 AI 투자가 단발성이 아닌 구조적 성장기에 진입하고 있음을 보여주는 또 다른 예다.

[그림9] 중국 주요 빅테크들의 Capex 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표10] DRAM 수요 추이

(단위: 1Gb Eq, M)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Total	62,543	84,197	100,647	125,326	149,851	183,121	183,858	198,266	233,831	277,472	312,485
YoY	28%	35%	20%	25%	20%	22%	0%	8%	18%	19%	13%
Server	19,567	28,898	34,766	42,149	52,834	68,988	70,540	77,418	91,059	111,438	126,943
YoY	40%	48%	20%	21%	25%	31%	2%	10%	18%	22%	14%
Graphics	3,534	5,339	7,286	8,448	10,270	10,668	10,706	11,311	18,793	30,068	39,056
YoY	53%	51%	36%	16%	22%	4%	0%	6%	66%	60%	30%
PC	9,944	10,725	11,358	12,678	16,265	21,280	21,123	21,231	22,461	24,257	25,955
YoY	-3%	8%	6%	12%	28%	31%	-1%	1%	6%	8%	7%
Mobile	23,758	31,295	38,192	52,482	57,689	64,966	65,877	70,973	82,434	92,326	100,635
YoY	33%	32%	22%	37%	10%	13%	1%	8%	16%	12%	9%
Consumer	5,043	7,048	7,877	7,813	9,970	12,776	10,623	11,363	12,207	12,573	12,950
YoY	21%	40%	12%	-1%	28%	28%	-17%	7%	7%	3%	3%
Others	696	892	1,169	1,756	2,822	4,443	4,990	5,971	6,878	6,809	6,945

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[표11] NAND 수요 추이

(단위: 1GB Eq, M)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Total	123,732	167,944	230,949	311,445	414,648	577,952	618,409	729,722	838,489	913,033	990,620
YoY	51%	36%	38%	35%	33%	39%	7%	18%	15%	9%	8%
SSD	44,931	66,671	94,617	140,945	189,281	274,556	297,819	337,780	402,387	441,982	474,216
YoY	89%	48%	42%	49%	34%	45%	8%	13%	19%	10%	7%
Enterprise SSD	16,279	33,548	46,313	62,991	81,062	111,572	131,576	156,575	194,001	235,680	259,661
YoY	132%	106%	38%	36%	29%	38%	18%	19%	24%	21%	10%
Client SSD	28,652	33,123	48,304	77,954	108,218	162,984	166,243	181,205	208,386	206,302	214,554
YoY	71%	16%	46%	61%	39%	51%	2%	9%	15%	-1%	4%
Mobile	65,553	84,722	116,457	145,373	150,119	197,051	206,903	248,284	278,078	311,447	348,821
YoY	42%	29%	37%	25%	3%	31%	5%	20%	12%	12%	12%
Ohters	13,248	16,552	19,875	25,128	75,248	106,345	113,686	143,658	158,024	159,604	167,584

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

2. 소버린 AI, 국가 단위 투자로의 진화

국가 차원 AI 개발
필요성 대두

한편, 소버린 AI도 주목이 필요하다. 올해 들어 신규 소버린 AI 프로젝트들이 연이어 출범하고 있으며, 이는 AI 투자 트렌드에서 가장 눈에 띄는 변화사항이다. AI가 국가 미래 경쟁력을 결정지을 요소로 급부상함에 따라 국가 차원에서 자국 내 인프라를 활용한 자체 AI 개발 필요성이 증가했으며, 자국 내 컴퓨팅 능력을 확대하려는 움직임도 함께 늘고있다. 이에 따라 그동안 개별 기업 중심으로 진행되던 투자 기조가 국가 단위의 투자로 진화하고 있다.

정부 관여 사업은
방향성이 명확

소버린 AI의 핵심은 정부가 직간접적으로 프로젝트에 관여한다는 점이다. 투자 자금을 정부 예산으로 지원(인도, 영국 등)하는 직접적인 관여, 각종 인허가 관련 규제 완화 및 기간 단축(미국) 등 간접적인 관여 등 개입의 형태는 다양하지만 결국 정부가 관여한다는 점이 핵심이다. 정부 관여 사업은 방향성이 명확하다는 점이 가장 큰 장점이다.

[표12] 주요 소버린 AI 프로젝트

국가	프로젝트 및 주체	투자 금액	데이터센터 용량 규모	세부 내용
미국	Stargate	5,000억 달러	5GW ✓ 2026년도 중순 1.2GW~2GW 텍사스 애빌린 캠퍼스 완공 예정 ✓ 1GW 이상급 데이터센터 10개 이상 설립 예정	- 북미 전역에 20여개의 AI 데이터센터 구축 목표 - 오라클 4.5GW 데이터센터에 GPU 200만장 투입 전망
UAE	Stargate UAE (G42)	2,000억 달러 (예상)	5GW ✓ 2026년도 200MW 가동 시작 ✓ 1GW AI 슈퍼컴퓨팅 complex 착공 시작	- 아부다비 AI 캠퍼스에 GB200 GPU 200만개 탑재 예정 - 2025~2027년 연 50만 개의 칩 수입 허가(H100/H200/GB200)
노르웨이	Stargate Norway	-	290MW ✓ 초기 230MW 운영 시작, 2026년말 290MW로 확대 계획	- 2026년까지 엔비디아 GPU 10만 개 투입 계획(H100 기준) - 유럽 최초의 AI 데이터센터
사우디 아라비아	PIF - Humain	770억 달러 (예상)	500MW(→1.9GW~6.6GW) ✓ 향후 5년 내 500MW, 2030년 1.9GW, 2034년 6.6GW까지 용량 확대 목표 ✓ 50MW 파일럿 사이트 2026년 가동 시작	- 공공투자기금(PIF)에서 Humain(AI 전문 기업) 출범 - 휴메인벤처스 100억 달러 벤처펀드 조성
EU	AI Continent Action Plan (InvestAI)	2,000억 유로 200억 유로, AI 인프라 구축에 투자	✓ 2026년까지 13개의 AI 팩토리 배치 ✓ 3~5개의 AI 기가팩토리 건설 예정 ✓ 각 사이트에 AI 칩 10만 개 이상 배치	- 2027년까지 EU의 AI 컴퓨팅 용량 3배 확대 목표 - 13개의 AI 팩토리 선정 완료 및 2026년까지 EU 전역에 9대의 새로운 AI 슈퍼컴퓨터 배치 예정
프랑스	AI Action Summit	1,090억 유로 300~500억 유로, 데이터센터 캠퍼스 구축에 투자	1.4GW+ ✓ 프랑스 북부 1GW 메가 사이트 포함하여 다수의 데이터센터 신설 예정 ✓ 2028년 1.4GW 용량 인프라 가동 목표	- 엔비디아, UAE 공동으로 유럽 최대 데이터센터 설립 협정 - 데이터 전송, 저장 칩, 에너지 생산 등 관련 인프라에 50억 유로 투자
영국	AI Opportunities Action Plan (Nscale)	20억 파운드 25억 달러	90MW(→1.3GW) ✓ 2026년도 최대 90MW 가동 예정 ✓ 2026년 내 데이터센터 여러 사이트 신설 확장 계획	- 2030년까지 컴퓨팅 용량 20배 확대 목표 - Nscale, 2025년 120MW 그린필드 데이터 센터 개발 계획, 1.3GW 글로벌 그린필드 데이터센터 가속화
인도	India AI (Reliance)	1.37조 루피 200~300억 달러	3GW ✓ 잠나가르에 용량 기준 세계 최대 규모 데이터센터 건설 계획 ✓ 엔비디아 전략적 파트너십으로 칩 확보	- 정부 및 민간 전반에 걸친 포괄적인 AI 생태계 구축 - 1만 개 이상 GPU로 구성 공공 AI 컴퓨팅 인프라 구축, LLM 개발

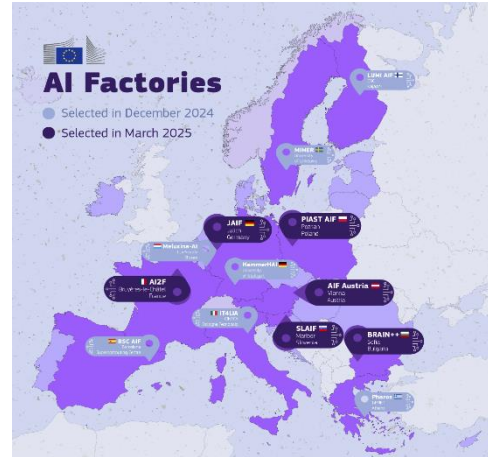
자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 스타게이트 JV 캠퍼스(오라클/크루소 애빌린)



자료: Semianalysis, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] EU 소버린 AI: AI 팩토리 선정

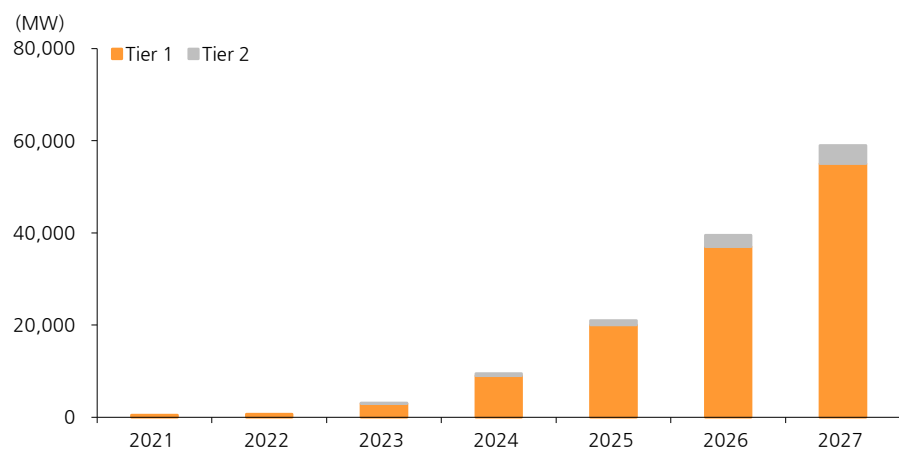


자료: EU, 한화투자증권 리서치센터

규모 면에서도 유의미

소버린 AI는 규모 면에서도 꽤 유의미하다. 투자 일정에는 차이가 있지만 최종적으로 GW급의 인프라를 구축하려는 프로젝트들이 다수다. 대표적으로 미국 스타게이트 프로젝트는 5GW 규모의 인프라 확장을 계획 중이며, UAE와 사우디아라비아와 같은 중동 국가들의 프로젝트도 각각 5GW, 6.6GW 규모로 GW급 투자를 계획 중이다. 인도도 3GW 규모의 대규모 프로젝트를 추진 중이다. 그 외에도 EU Invest AI 프로젝트와 프랑스 정부 주도의 AI Action Summit과 같은 유럽 내 GW급 프로젝트들도 있다. 언급된 몇 개의 프로젝트만 감안해도 투자 규모는 20GW에 육박한다. 올해 글로벌 AI 데이터센터 총 용량(중국 제외)이 20GW를 소폭 상회하는 수준이다.

[그림12] AI 데이터센터 용량 추이(Tier1 & Tier2)



자료: Semianalysis, 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자전략

1. 대형주 : 이제 다시 SK 하이닉스

반도체 업종
비중확대 유지

내년에도 여전히 강력한 AI 투자 기조가 유지된다는 측면에서 반도체 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. AI 투자를 주도하는 미국 빅테크들의 설비 투자 계획은 지속적인 둔화 노이즈에도 불구하고 오히려 지난분기 실적발표회를 통해 상향 조정되며 명확한 방향성을 제시했으며, 내년에는 주요 4개사(MS, 구글, 메타, 아마존)의 합산 투자 규모가 \$400B를 넘어서면서 새로운 전기를 맞이할 가능성이 높다. 또한 중국 빅테크들의 투자 강도도 지속 강해지고 있으며, 올해 들어 전세계적으로 국가 단위의 소비인 AI 프로젝트들도 새롭게 투자 대열에 합류하고 있다.

SK하이닉스 선호

업종 대형주 중에서는 SK하이닉스를 삼성전자 대비 상대적으로 선호한다. 지난 한달간 HBM 경쟁 심화에 대한 우려가 부각되며 SK하이닉스는 올해 예상 BPS 기준 1.8X까지 하락한 반면, 삼성전자는 바닥을 통과했다는 인식과 HBM 및 파운드리 사업 정상화에 대한 기대감이 반영되며 SK하이닉스 대비 상대적으로 아웃퍼폼했다.

당사는 이제부터는 경쟁 심화에 따른 표면적인 시장 점유율의 변화 보다 좀 더 이성적으로 시장 수요의 성장과 그로 인한 절대적인 이익의 성장 가능성에 집중할 필요가 있다고 판단한다. 내년에도 HBM 시장 수요는 290억 Gb으로 전년대비 +53%의 높은 성장이 예상되며, SK하이닉스는 HBM4 수요의 높은 점유율을 포함해 HBM 시장 주도권을 유지하면서 이익 성장이 지속될 것이다. 이제 다시 SK하이닉스를 살 때다.

[표13] 삼성전자, SK 하이닉스 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
삼성전자 (005930)	매출액	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	81,927	81,979	300,871	317,613	335,527
	YoY(%)	13%	23%	17%	12%	10%	1%	4%	8%	16%	6%	6%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	9,009	9,089	32,726	29,459	38,484
	YoY(%)	932%	1462%	277%	130%	1%	-55%	-2%	40%	398%	-10%	31%
SK 하이닉스 (000660)	지배주주순이익	6,621	9,643	9,782	7,576	8,028	5,094	9,153	9,276	33,621	31,552	38,900
	YoY(%)	373%	523%	78%	26%	21%	-47%	-6%	22%	132%	-6%	23%
	매출액	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	23,833	24,798	66,193	88,502	100,324
	YoY(%)	144%	125%	94%	75%	42%	35%	36%	25%	102%	34%	13%
SK 하이닉스 (000660)	영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,213	10,512	10,772	23,467	37,937	42,286
	YoY(%)	흑전	흑전	흑전	2236%	158%	68%	50%	33%	흑전	62%	11%
	지배주주순이익	1,919	4,120	5,749	8,000	8,107	6,990	8,030	9,025	19,789	32,152	33,537
	YoY(%)	흑전	흑전	흑전	흑전	322%	70%	40%	13%	흑전	62%	4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 소부장 : SK 하이닉스 장비 체인 주목

한화비전, 브이엠 추천

소재/부품/장비 업종 내에서는 SK하이닉스 장비 체인을 주목한다. 최근 한달간 삼성전자 밸류체인들의 주가가 상대적으로 강했던 것은 삼성전자의 1c 수율 안정화에 따른 양산 전환 기대감과 파운드리 신규 수주에 따른 테일러 투자 재개 기대감에 근거한다. 같은 기간 SK하이닉스 밸류체인들의 주가는 HBM 경쟁 심화에 따른 투자 축소 우려가 반영되며 상대적으로 부진했다.

그러나 지난 SK하이닉스 실적 발표회에서도 언급되었듯 우려와 달리 투자 계획이 상향됨에 따른 기대감이 관련 장비 체인 주가에 긍정적으로 작용될 수 있는 시기라 판단한다. 당사는 커버리지 종목들 중 한화비전과 브이엠(신규)을 추천한다.

[표14] 한화비전, 브이엠 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
한화비전 (489790)	매출액	-	-	140	354	452	457	531	525	493	1,965	2,262
	YoY(%)	-	-	-	-	-	-	281%	48%	-	298%	15%
	영업이익	-	-	5	-6	44	56	71	59	0	230	333
	YoY(%)	-	-	-	-	-	-	1210%	흑전	-	흑전	45%
브이엠 (089970)	지배주주순이익	-	-	-12	22	-2	-10	44	48	11	80	270
	YoY(%)	-	-	-	-	-	-	흑전	114%	-	652%	239%
	매출액	8	20	9	33	18	39	29	58	70	144	169
	YoY(%)	-25%	367%	32%	798%	118%	98%	213%	75%	170%	105%	17%
브이엠 (089970)	영업이익	-5	0	-2	-1	2	5	5	9	-9	20	32
	YoY(%)	적지	흑전	적지	적지	흑전	1589%	흑전	흑전	적지	흑전	58%
	지배주주순이익	-3	1	-3	2	2	3	4	7	-3	15	25
	YoY(%)	적전	흑전	적지	흑전	흑전	298%	흑전	331%	적지	흑전	61%

자료: 한화투자증권 리서치센터

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다



V.

기업분석

1. 삼성전자 (005930)
2. SK하이닉스 (000660)
3. 한화비전 (489790)
4. 브이엠 (089970)

삼성전자 (005930)

이제 실적으로 보여줘야할 때



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 84,000원

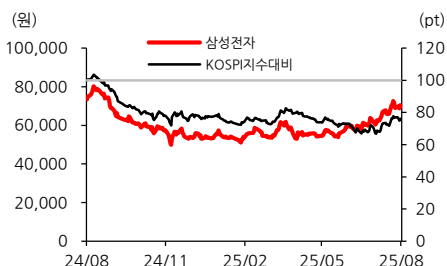
현재 주가(8/7)	70,500원
상승여력	▲ 19.1%
시가총액	4,173,345억원
발행주식수	5,919,638천주
52 주 최고가 / 최저가	80,200 / 49,900원
90 일 일평균 거래대금	11,240.15억원
외국인 지분율	50.6%
주주 구성	
삼성생명보험 (외 17 인)	20.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.3	29.1	31.3	-5.6
상대수익률(KOSPI)	8.8	3.7	3.3	-31.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	258,935	300,871	317,613	335,527
영업이익	6,567	32,726	29,459	38,484
EBITDA	45,234	75,357	76,014	87,043
지배주주순이익	14,473	33,621	31,552	38,900
EPS	2,225	5,433	5,160	6,408
순차입금	-79,086	-93,285	-107,502	-125,413
PER	35.3	9.8	13.7	11.0
PBR	1.5	0.9	1.1	1.1
EV/EBITDA	9.7	3.5	4.7	3.9
배당수익률	1.8	2.7	2.1	2.1
ROE	4.1	9.0	7.8	9.0

주가 추이



이제 실적으로 보여줘야할 때

최근 동사 주가 강세의 배경에는 1) 분기 실적 바닥 통과 기대감, 2) 파운드리 부문 정상화 가능성에 대한 기대가 있음. 주가가 올해 예상 BPS 기준 P/B 1.1X 수준까지 도달한 현 구간에서 추가 멀티플 프리미엄이 반영되기 위해서는 단순 기대감이 아닌 실적을 통한 증명이 필요하다고 판단

당사는 3Q25 9조원, 4Q25 9.1조원의 시장 기대보다 높은 영업이익 달성을 전망하며, 이익 개선이 실제 확인되면 주가 추가 상승에 당위성을 제공할 것. 핵심은 DS부문의 이익 개선. 메모리에서는 AMD, 브로드컴 등으로의 HBM3E 12hi 판매 확대에 따른 HBM 출하량 증가와 컨벤셔널 디램/낸드 가격 상승 효과를 기대. 파운드리에서는 엑시노스 생산에 따른 가동률 상승 효과로 영업적자 축소 기대. 이에 따라 DS 부문 영업이익은 3Q25 3.8조원 4Q25 4.9조원으로 개선 예상

HBM 시장 구도에 변화를 줄 수 있을까?

HBM 시장의 본격적인 개화 이후 동사는 부정할 수 없는 후발주자의 위치. 특히 엔비디아향으로 매출을 확대하지 못한 점이 시장 점유율 측면에서 치명적으로 작용. HBM3E 12hi에서도 비 엔비디아 진영에서의 성과는 확인되기 시작했으나, 여전히 엔비디아향으로는 성과를 내지 못하는 상황. 4Q25 인증 통과를 기대하나, 세대 전환에 따른 제품 가격 하락을 고려하면 통과 의미는 퇴색될 수밖에 없음

결국 HBM 시장 구도 변화 측면에서 HBM4가 중요하며, 투자자들도 이 부분을 기대. 당사는 각 사의 엔비디아향 인증 일정을 고려할 때 동사가 내년 HBM4에서 시장 충격을 제공할 가능성은 제한적이라 판단하지만, 만전이 일어날 경우 주가에는 매우 긍정적으로 작용할 것

목표주가 8.4만원 유지

동사에 대해 투자의견과 목표주가 유지. 현 구간은 내년까지의 사업 정상화(파운드리, HBM 등)와 이익 개선 가능성을 가늠해 볼 중요한 시기. 우선 단기적으로 하반기 실적 증명을 통해 투자자들에게 신뢰를 제공할 필요

[표15] 삼성전자 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	81,927	81,979	300,871	317,613	335,527
DS	23,147	28,563	29,274	30,130	25,131	27,909	30,989	36,119	111,114	120,149	137,525
메모리	17,494	21,742	22,269	23,061	19,128	21,208	23,984	28,677	84,565	92,996	104,828
DRAM	9,879	12,649	13,470	14,640	12,515	13,548	15,630	18,756	50,638	60,450	69,097
NAND	7,614	9,093	8,799	8,421	6,612	7,660	8,354	9,921	33,927	32,547	35,731
LSI/Foundry	5,653	6,822	7,005	7,069	6,003	6,701	7,005	7,443	26,549	27,152	32,698
SDC	5,389	7,652	8,003	8,113	5,944	6,394	8,214	8,131	29,157	28,683	30,065
MX/NW	33,530	27,379	30,520	25,792	36,930	29,214	31,447	25,977	117,222	123,568	121,686
VD/가전/하만	16,686	18,039	17,668	18,354	17,929	17,933	18,162	18,637	70,747	72,662	73,792
QoQ/YoY(%)	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	10%	0%	16%	6%	6%
DS	7%	23%	2%	3%	-17%	11%	11%	17%	67%	8%	14%
메모리	11%	24%	2%	4%	-17%	11%	13%	20%	92%	10%	13%
DRAM	2%	28%	6%	9%	-15%	8%	15%	20%	92%	19%	14%
NAND	27%	19%	-3%	-4%	-21%	16%	9%	19%	91%	-4%	10%
SDC	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	28%	-1%	-6%	-2%	5%
MX/NW	34%	-18%	11%	-15%	43%	-21%	8%	-17%	4%	5%	-2%
VD/가전/하만	-8%	8%	-2%	4%	-2%	0%	1%	3%	0%	3%	2%
영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	9,009	9,089	32,726	29,459	38,484
DS	1,911	6,451	3,864	2,878	1,104	395	3,818	4,937	15,103	10,254	19,593
메모리	2,680	6,860	5,313	5,234	3,430	2,868	4,889	5,728	20,087	16,916	22,404
DRAM	1,994	4,724	4,171	4,772	3,646	3,075	4,878	5,929	15,661	17,527	22,237
NAND	685	2,136	1,141	462	-215	-207	11	-200	4,425	-611	166
SDC	343	1,009	1,508	927	523	517	1,344	1,171	3,787	3,554	3,932
MX/NW	3,512	2,231	2,818	2,083	4,271	3,116	2,924	2,232	10,642	12,543	11,843
VD/가전/하만	769	805	888	618	634	720	922	749	3,080	3,026	3,116
OPM(%)	9%	14%	12%	9%	8%	6%	11%	11%	11%	9%	11%
DS	8%	23%	13%	10%	4%	1%	12%	14%	14%	9%	14%
메모리	15%	32%	24%	23%	18%	14%	20%	20%	24%	18%	21%
DRAM	20%	37%	31%	33%	29%	23%	31%	32%	31%	29%	32%
NAND	9%	23%	13%	5%	-3%	-3%	0%	-2%	13%	-2%	0%
SDC	6%	13%	19%	11%	9%	8%	16%	14%	13%	12%	13%
MX/NW	10%	8%	9%	8%	12%	11%	9%	9%	9%	10%	10%
VD/가전/하만	5%	4%	5%	3%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	4%

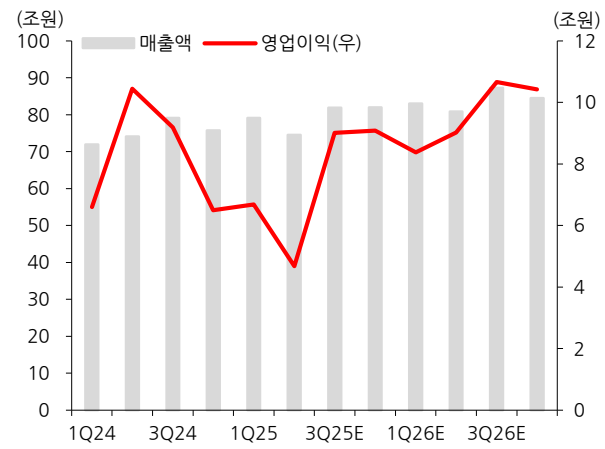
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표16] 삼성전자 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
DS(메모리)											
DRAM B/G	-14%	5%	0%	-12%	1%	11%	9%	20%	15%	10%	10%
DRAM ASP Growth (QoQ/YoY)	18%	18%	8%	20%	-19%	2%	8%	0%	60%	6%	5%
NAND B/G	-3%	-4%	-8%	-3%	-10%	26%	6%	25%	12%	9%	14%
NAND ASP Growth(QoQ/YoY)	31%	21%	7%	-5%	-16%	-4%	5%	-5%	65%	-14%	-3%
SDC											
Rigid 출하량(백만 unit)	36	49	50	49	42	47	53	54	183	195	206
QoQ/YoY(%)	-10%	36%	3%	-1%	-14%	10%	13%	2%	19%	7%	6%
Flexible 출하량(백만 unit)	39	53	55	55	36	42	57	56	202	190	203
QoQ/YoY(%)	-47%	37%	3%	-1%	-34%	15%	36%	-2%	-13%	-6%	6%
MX/NW											
스마트폰출하량(백만대)	60	54	58	51	61	58	60	51	223	230	225
QoQ/YoY(%)	14%	-10%	8%	-13%	21%	-6%	3%	-15%	-1%	3%	-2%
VD/가전											
VD TV 판매량(백만대)	8	8	8	9	8	7	8	9	33	32	34
QoQ/YoY(%)	-15%	-2%	1%	10%	-12%	-7%	16%	10%	-6%	-1%	4%

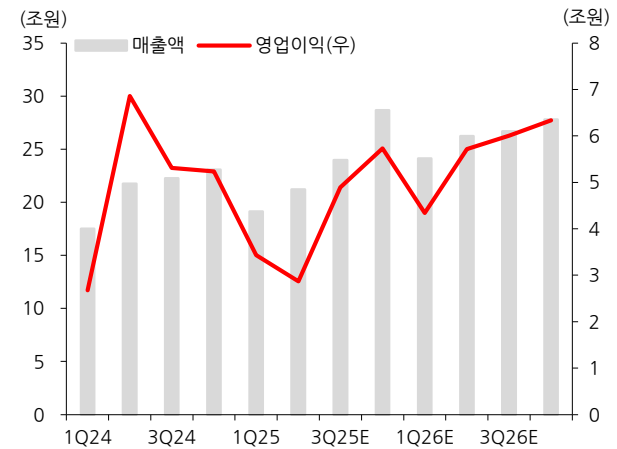
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 전사 분기별 매출액 및 영업이익



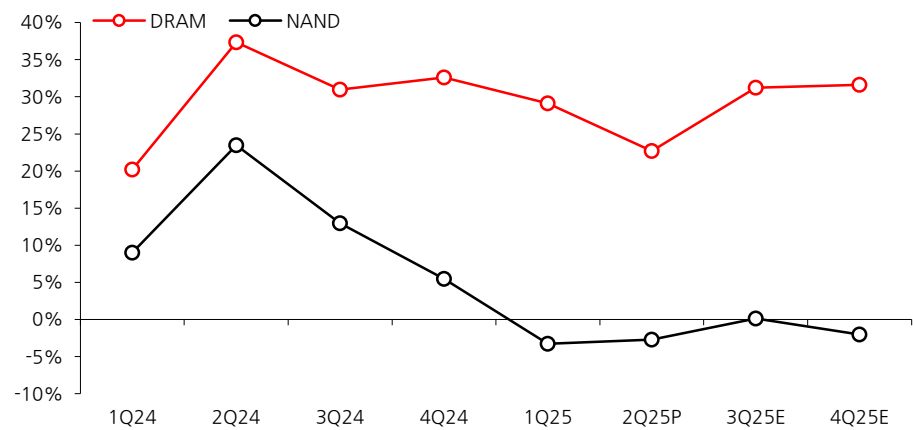
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 메모리 부문 분기별 매출액 및 영업이익



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 삼성전자 디램, 낸드 분기별 영업이익률 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	302,231	258,935	300,871	317,613	335,527
매출총이익	112,190	78,547	114,309	116,410	126,679
영업이익	43,377	6,567	32,726	29,459	38,484
EBITDA	82,484	45,234	75,357	76,014	87,043
순이자손익	2,372	3,592	4,050	4,667	4,974
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	1,091	888	751	724	737
세전계속사업손익	46,440	11,006	37,530	35,942	44,302
당기순이익	55,654	15,487	34,451	32,226	39,694
지배주주순이익	54,730	14,473	33,621	31,552	38,900
증가율(%)					
매출액	46.6	-14.3	16.2	5.6	5.6
영업이익	73.3	-84.9	398.3	-10.0	30.6
EBITDA	91.5	-45.2	66.6	0.9	14.5
순이익	137.9	-72.2	122.5	-6.5	23.2
이익률(%)					
매출총이익률	37.1	30.3	38.0	36.7	37.8
영업이익률	14.4	2.5	10.9	9.3	11.5
EBITDA 이익률	27.3	17.5	25.0	23.9	25.9
세전이익률	15.4	4.3	12.5	11.3	13.2
순이익률	18.4	6.0	11.5	10.1	11.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	62,181	44,137	72,983	72,521	87,060
당기순이익	55,654	15,487	34,451	32,226	39,694
자산상각비	39,108	38,667	42,631	46,555	48,558
운전자본증감	-16,999	-5,459	-1,568	-4,697	-83
매출채권 감소(증가)	6,332	236	-3,139	1,569	-721
재고자산 감소(증가)	-13,311	-3,207	2,541	-988	-1,592
매입채무 증가(감소)	-6,742	1,104	-1,539	-2,955	1,894
투자현금흐름	-31,603	-16,923	-85,382	-50,403	-61,635
유형자산처분(취득)	-49,213	-57,513	-51,250	-50,252	-53,684
무형자산 감소(증가)	-3,673	-2,911	-2,319	-5,020	-5,030
투자자산 감소(증가)	18,743	45,559	-31,923	5,751	-2,173
재무현금흐름	-19,390	-8,593	-7,797	-11,342	-9,687
차입금의 증가(감소)	-9,576	1,281	4,912	-8,307	0
자본의 증가(감소)	-9,814	-9,864	-12,701	-12,767	-9,687
배당금의 지급	-9,814	-9,864	-10,889	-9,811	-9,687
총현금흐름	88,728	52,007	77,398	77,178	87,143
(-)운전자본증가(감소)	7,255	5,290	-368	-771	83
(-)설비투자	49,430	57,611	51,406	50,283	53,684
(+)자산매각	-3,455	-2,813	-2,163	-4,989	-5,030
Free Cash Flow	28,587	-13,708	24,197	22,678	28,346
(-)기타투자	7,204	2,227	1,825	6,351	747
잉여현금	21,383	-15,934	22,372	16,327	27,598
NOPLAT	31,448	4,761	30,042	26,414	34,481
(+) Dep	39,108	38,667	42,631	46,555	48,558
(-)운전자본투자	7,255	5,290	-368	-771	83
(-)Capex	49,430	57,611	51,406	50,283	53,684
OpFCF	13,870	-19,474	21,634	23,457	29,272

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	218,471	195,937	227,062	235,324	255,983
현금성자산	114,784	91,772	112,615	118,646	136,557
매출채권	41,871	43,281	53,246	53,904	54,626
재고자산	52,188	51,626	51,755	52,107	53,700
비유동자산	229,954	259,969	287,470	301,658	313,299
투자자산	41,691	49,971	57,786	60,686	62,170
유형자산	168,045	187,256	205,945	213,173	222,011
무형자산	20,218	22,742	23,739	27,800	29,118
자산총계	448,425	455,906	514,532	536,982	569,282
유동부채	78,345	75,719	93,326	88,319	90,983
매입채무	58,747	53,550	61,523	61,990	63,884
유동성이자부채	6,236	8,423	15,380	7,370	7,370
비유동부채	15,330	16,509	19,014	19,789	20,211
비유동이자부채	4,097	4,262	3,950	3,774	3,774
부채총계	93,675	92,228	112,340	108,108	111,194
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	337,946	346,652	370,513	396,585	425,798
자본조정	1,938	1,280	15,873	16,235	16,235
자기주식	0	0	-1,812	-1,719	-1,719
자본총계	354,750	363,678	402,192	428,875	458,088

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	8,969	2,225	5,433	5,160	6,408
BPS	50,817	52,002	57,663	62,076	66,413
DPS	1,444	1,444	1,446	1,450	1,450
CFPS	13,062	7,656	11,394	11,458	12,938
ROA(%)	12.5	3.2	6.9	6.0	7.0
ROE(%)	17.1	4.1	9.0	7.8	9.0
ROIC(%)	15.5	1.9	11.0	9.1	11.4
Multiples(x, %)					
PER	6.2	35.3	9.8	13.7	11.0
PBR	1.1	1.5	0.9	1.1	1.1
PSR	1.2	2.1	1.2	1.5	1.4
PCR	4.2	10.3	4.7	6.2	5.4
EV/EBITDA	3.2	9.7	3.5	4.7	3.9
배당수익률	2.6	1.8	2.7	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	26.4	25.4	27.9	25.2	24.3
Net debt/Equity	-29.4	-21.7	-23.2	-25.1	-27.4
Net debt/EBITDA	-126.6	-174.8	-123.8	-141.4	-144.1
유동비율	278.9	258.8	243.3	266.4	281.4
이자보상배율(배)	56.8	7.1	36.2	52.4	74.7
자산구조(%)					
투하자본	59.2	65.1	62.5	62.4	60.8
현금+투자자산	40.8	34.9	37.5	37.6	39.2
자본구조(%)					
차입금	2.8	3.4	4.6	2.5	2.4
자기자본	97.2	96.6	95.4	97.5	97.6

SK하이닉스 (000660)

이미 알려진 리스크에 무너지는 국면



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 360,000원

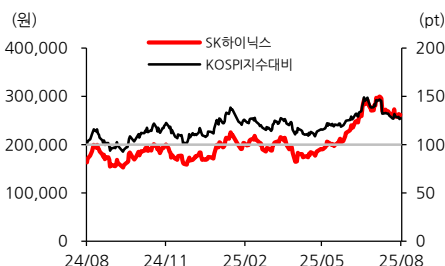
현재 주가(8/7)	262,000원
상승여력	▲ 37.4%
시가총액	1,907,366억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	300,000 / 152,800원
90 일 일평균 거래대금	8,799.67억원
외국인 지분율	55.2%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 8 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
TheCapitalGroupCompanies,In	7.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.3	37.3	29.1	54.8
상대수익률(KOSPI)	-8.8	11.9	1.1	29.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	88,502	100,324
영업이익	-7,730	23,467	37,937	42,286
EBITDA	5,943	36,049	51,931	58,134
지배주주순이익	-9,112	19,789	32,152	33,537
EPS	-12,517	27,182	46,662	48,673
순차입금	25,821	13,554	-1,323	-18,691
PER	-11.3	6.4	5.6	5.4
PBR	1.9	1.7	1.8	1.4
EV/EBITDA	21.7	3.9	3.6	3.0
배당수익률	0.8	1.3	0.8	0.8
ROE	-15.6	31.1	35.9	27.6

주가 추이



이미 알려진 리스크보다 성장성으로 시선 이동 전망

지난 한달간 동사 주가 부진의 핵심 원인은 내년 HBM 시장 경쟁 심화로 인한 점유율 하락 및 가격 프리미엄 축소 가능성. 그러나 시장은 이를 이미 알려진 리스크로 인식하기 시작, 무너지는 국면인 만큼 이제는 경쟁 심화가 실제 내년 동사의 HBM 사업 성장성을 훼손할 가능성이 있는지에 대해 따져볼 필요

당사는 경쟁 심화에도 불구하고 내년 동사의 HBM 매출이 282억불로 올해 대비 +30% 수준의 높은 성장이 가능할 것으로 판단. 이는 경쟁 심화에 따른 시장 점유율 하락(올해 64% → 내년 55%, HBM4는 70% 가정)과 보수적인 가격 조건(HBM3E 12hi 가격 하락, HBM4 12hi 가격 프리미엄 축소)을 모두 반영한 것. 즉, 시장 수요의 성장이 경쟁 심화 요소들을 충분히 상쇄할만큼 가파르며 동사의 성장성을 훼손하지 않는다는 것을 의미. 이는 9월경 내년 HBM 수량과 가격 조건이 구체적으로 윤곽을 드러내는 시기에 증명될 것으로 예상하며, 리스크보다 성장 가능성에 관심이 집중될 것

3Q25 영업이익 10.5조원 전망

3Q25 예상실적은 매출액 23.8조원(+7% QoQ), 영업이익 10.5조원(+14% QoQ)으로 분기 증익 지속 전망. 디램 출하 증가율은 전분기 기저효과로 인해 +3% 수준 증가하겠으나, GB300 양산 본격화에 따른 HBM3E 12hi 공급 추가 확대(전체 HBM 내 70% 상회 예상) 효과와 컨벤셔널 디램 가격 상승 효과가 반영되면서 Blended ASP는 +7% 상승 전망. 낸드도 전분기 높은 기저로 인해 출하 증가율은 +1% 수준이겠으나, Mix 개선 효과 등으로 Blended ASP는 +5% 상승 기대

목표주가 36만원 유지

투자자의견과 목표주가 유지. 내년 HBM 수량과 가격 조건이 구체적으로 윤곽을 드러낼수록 시장은 경쟁 심화라는 알려진 노이즈보다 내년 성장성에 좀 더 집중하게 될 것. 목표주가는 내년 BPS 기준 P/B 1.9X 수준으로 여전히 진행중인 AI 업사이클에서 충분히 도달 가능한 밸류 에이션 수준이라 판단

[표17] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	12,429	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	23,833	24,798	66,192	88,503	100,324
DRAM	7,298	10,463	11,749	14,347	13,807	16,924	18,279	19,203	43,857	68,213	80,999
NAND	4,546	5,340	5,177	4,718	3,293	4,892	5,084	5,071	19,781	18,340	17,768
기타	585	620	647	702	540	416	470	523	2,554	1,949	1,557
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	12%	-11%	26%	7%	4%	102%	34%	13%
DRAM	3%	43%	12%	22%	-4%	23%	8%	5%	119%	56%	19%
NAND	31%	17%	-3%	-9%	-30%	49%	4%	0%	97%	-7%	-3%
기타	-25%	6%	4%	8%	-23%	-23%	13%	11%	-3%	-24%	-20%
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,440	9,213	10,512	10,772	23,468	37,937	42,286
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,525	7,418	9,288	10,406	10,877	20,968	37,989	42,179
NAND	281	811	950	592	48	-55	128	-79	2,635	43	184
기타	-32	-36	-32	-34	-26	-20	-23	-26	-135	-96	-76
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	42%	41%	44%	43%	35%	43%	42%
DRAM	36%	45%	52%	52%	54%	55%	57%	57%	48%	56%	52%
NAND	6%	15%	18%	13%	1%	-1%	3%	-2%	13%	0%	1%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-8%	25%	3%	2%	18%	23%	17%
DRAM ASP	22%	15%	14%	10%	0%	2%	7%	3%	78%	24%	3%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	-5%	-17%	71%	1%	5%	0%	15%	1%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-20%	-9%	5%	-5%	89%	-21%	-3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표18] SK하이닉스 연도별 HBM 매출 추정

SK하이닉스				
	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	200
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%
출하량(M Gb)	1,139	6,460	12,243	15,964
HBM2E	248			
HBM3	891	2,327	402	
HBM3E 8Hi		4,031	3,208	541
HBM3E 12Hi		102	8,492	9,741
HBM4 12Hi			142	5,682

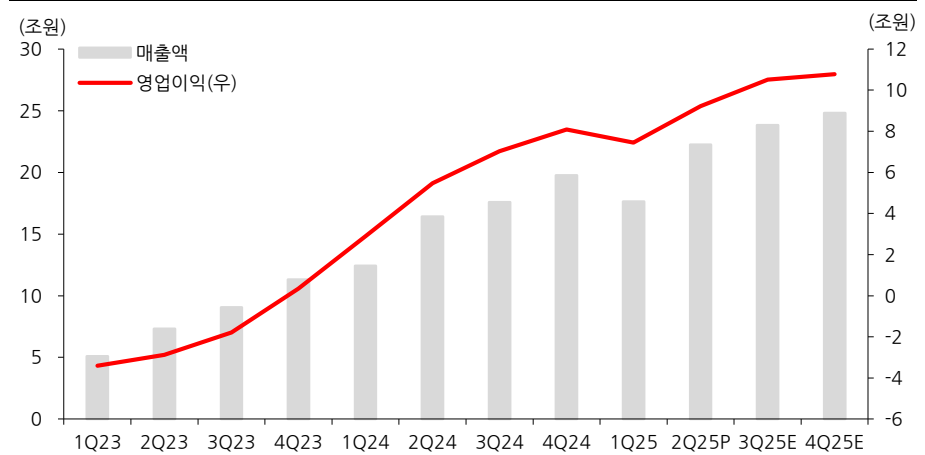
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표19] SK하이닉스 분기별 HBM 매출 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E
HBM 매출(B \$)	1.0	1.7	3.0	4.0	4.3	5.2	5.9	6.3	9.6	21.7
HBM 매출(조 원)	1.3	2.3	4.1	5.6	6.3	7.3	8.0	8.6	13.2	30.2
DRAM 매출(조 원)	7.3	10.5	11.7	14.3	13.8	16.9	18.3	19.2	43.9	68.2
전사 매출(조 원)	12.4	16.4	17.6	19.8	17.6	22.2	23.8	24.8	66.2	88.5
전사 매출 내 DRAM 비중	59%	64%	67%	73%	78%	76%	77%	77%	66%	77%
DRAM 내 HBM 비중	18%	22%	34%	39%	46%	43%	44%	45%	30%	44%

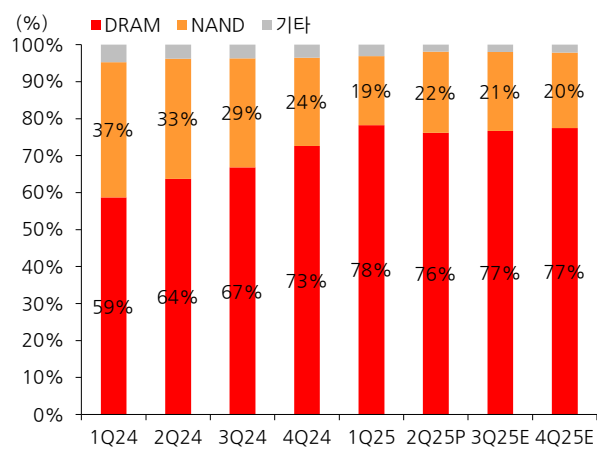
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] SK하이닉스 분기 실적 추이



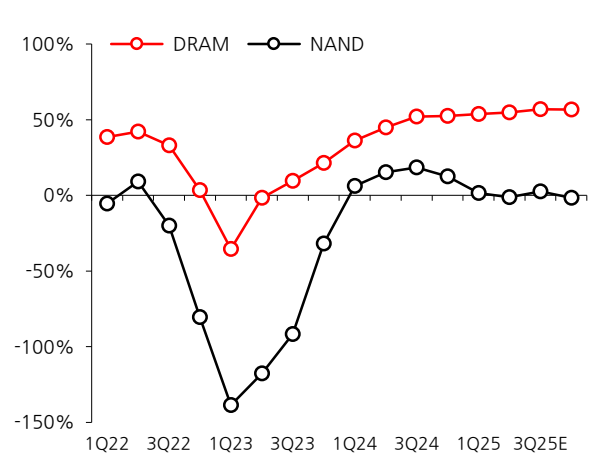
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 사업부별 분기 매출비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 디램 낸드 분기 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	66,193	88,502	100,324
매출총이익	15,628	-533	31,828	49,512	56,846
영업이익	6,809	-7,730	23,467	37,937	42,286
EBITDA	20,961	5,943	36,049	51,931	58,134
순이자손익	-441	-1,238	-971	-618	-497
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	-2	-39	-21
세전계속사업손익	4,003	-11,658	23,885	39,306	41,852
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	32,177	33,571
지배주주순이익	2,230	-9,112	19,789	32,152	33,537
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	102.0	33.7	13.4
영업이익	33.3	적전	흑전	61.7	11.5
EBITDA	145.1	-71.6	506.5	44.1	11.9
순이익	-46.6	적전	흑전	62.5	4.3
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.1	55.9	56.7
영업이익률	15.3	-23.6	35.5	42.9	42.1
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	58.7	57.9
세전이익률	9.0	-35.6	36.1	44.4	41.7
순이익률	5.0	-27.9	29.9	36.4	33.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	29,796	42,678	44,990
당기순이익	2,242	-9,138	19,797	32,177	33,571
자산상각비	14,151	13,674	12,582	13,994	15,847
운전자본증감	-2,690	794	-5,600	-1,398	-4,453
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	-1,721	-2,289
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	-2,990	-2,498
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	4,189	243
투자활동 현금	-17,884	-7,335	-18,005	-26,714	-26,157
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-15,898	-23,954	-25,081
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-697	-682	-682
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-1,415	1,213	-54
재무현금흐름	2,822	5,697	-8,704	-2,776	-4,576
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-7,977	-2,792	-3,057
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-732	-1,504	-1,519
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-1,520	-1,519
총현금흐름	21,774	5,895	36,851	45,707	49,442
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	-2,018	3,879	4,453
(-)설비투자	19,010	8,325	15,946	24,000	25,081
(+)자산매각	-414	1,086	-650	-636	-682
Free Cash Flow	973	-3,425	22,273	17,192	19,227
(-)기타투자	2,024	-2,640	7,612	810	340
잉여현금	-1,051	-786	14,661	16,381	18,886
NOPLAT	3,813	-5,604	19,450	31,057	33,919
(+) Dep	14,151	13,674	12,582	13,994	15,847
(-)운전자본투자	1,376	2,081	-2,018	3,879	4,453
(-)Capex	19,010	8,325	15,946	24,000	25,081
OpFCF	-2,421	-2,337	18,105	17,171	20,233

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	42,279	59,105	78,288
현금성자산	5,407	8,160	13,646	25,755	40,066
매출채권	5,444	6,942	13,299	14,947	17,236
재고자산	15,665	13,481	13,314	16,306	18,803
비유동자산	75,138	69,862	77,576	90,412	100,647
투자자산	11,397	13,254	13,053	15,855	16,175
유형자산	60,229	52,705	60,157	70,545	80,402
무형자산	3,512	3,835	4,019	4,012	4,070
자산총계	103,872	100,330	119,855	149,517	178,935
유동부채	19,844	21,008	24,965	27,559	26,436
매입채무	10,807	7,026	13,386	13,860	14,102
유동성이자부채	7,705	11,968	7,582	9,339	7,796
비유동부채	20,737	25,819	20,974	16,484	15,006
비유동이자부채	17,092	22,013	19,617	15,093	13,579
부채총계	40,581	46,826	45,940	44,043	41,442
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,487	4,715	4,715
이익잉여금	56,685	46,729	65,418	96,667	128,686
자본조정	-1,413	-1,255	341	419	419
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,147	-2,147
자본총계	63,291	53,504	73,916	105,474	137,493

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	27,182	46,662	48,673
BPS	86,904	73,495	101,515	144,861	188,842
DPS	1,200	1,200	2,204	2,200	2,200
CFPS	29,909	8,098	50,619	62,784	67,915
ROA(%)	2.2	-8.9	18.0	23.9	20.4
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	35.9	27.6
ROIC(%)	5.3	-7.5	25.1	35.0	32.8
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.4	5.6	5.4
PBR	0.9	1.9	1.7	1.8	1.4
PSR	1.2	3.1	1.9	2.2	1.9
PCR	2.5	17.5	3.4	4.2	3.9
EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	3.6	3.0
배당수익률	1.6	0.8	1.3	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	62.2	41.8	30.1
Net debt/Equity	30.6	48.3	18.3	-1.3	-13.6
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	37.6	-2.5	-32.2
유동비율	144.8	145.0	169.3	214.5	296.1
이자보상배율	12.8	n/a	17.4	37.1	46.9
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	75.2	69.8	66.3
현금+투자자산	18.2	22.5	24.8	30.2	33.7
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	26.9	18.8	13.5
자기자본	71.8	61.2	73.1	81.2	86.5

한화비전 (489790)

SK하이닉스 핵심 후공정 벤더로 부상



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

Buy (유지)

목표주가(유지): 88,000원

현재 주가(8/7)	56,200원
상승여력	▲ 56.6%
시가총액	28,374억원
발행주식수	50,488천주
52 주 최고가 / 최저가	69,300 / 28,700원
90 일 일평균 거래대금	515.06억원
외국인 지분율	23.6%

주주 구성	
한화 (외 1 인)	34.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.5%
OrbisInvestmentManagementL	6.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.6	-6.6	42.5	-
상대수익률(KOSPI)	5.1	-32.0	14.5	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	-	493	1,965	2,262
영업이익	-	0	230	333
EBITDA	-	16	266	369
지배주주순이익	-	11	80	270
EPS	-	210	1,581	5,367
순차입금	-	62	117	-115
PER	-	150.6	35.5	10.5
PBR	-	1.9	3.1	2.4
EV/EBITDA	-	106.4	11.1	7.4
배당수익률	-	n/a	n/a	n/a
ROE	-	n/a	9.2	25.9

주가 추이



SK하이닉스 핵심 후공정 벤더로 부상

동사는 상반기 SK하이닉스향으로 805억원 규모의 TC본더를 수주, 납품 첫 해임에도 불구하고 MS 60% 이상을 점유하며 1벤더 지위 확보. 1) 첫 대량 공급임에도 잡음이 없었던 점, 2) 동일 장비로 HBM4 16hi까지 대응 가능한 점, 3) 장비 사이즈 및 쓰루풋 경쟁력 등을 종합적으로 고려하면 향후 1벤더 지위에 변동이 생길 가능성은 희박. SK하이닉스가 지난 실적 설명회를 통해 HBM 공정 중심의 장비 투자 계획을 직접 언급한 만큼 하반기 추가 수주 기대

향후 본딩 공정이 플렉스리스 → 하이브리드까지 진화하는 과정에서 핵심 후공정 벤더로 부상할 가능성. 동사는 '21년부터 하이브리드 본딩 분야에서 SK하이닉스와 공동 개발 중이며, 플렉스리스 본더 또한 긴밀히 협력 중으로 파악. 플렉스리스 본더는 연내 개발 완료 예정

3Q25 세미텍 흑자전환 예상

3Q25 예상 실적은 매출액 5,312억원(+16% QoQ), 영업이익 710억원(+26% QoQ) 전망. 기존 영업이익 786억원 대비 추정치를 하향 조정한 이유는 시큐리티 부문의 비용 부담 때문. 미국향 관세 부담 효과를 감안해 다소 보수적으로 산정

세미텍은 기존 예상대로 흑자전환 예상. 상반기 TC본더 수주분 잔여 물량(595억원 추정)이 매출 인식됨에 따라 영업이익률 대폭 개선 전망. 당사는 TC본더 수익성이 경쟁사 대비 뒤쳐지지 않는다고 판단하며, 전공정 ALD 등 적자 부문 비용 부담을 모두 감안해도 9% 수준의 영업이익률 달성이 가능할 것으로 판단

목표주가 8.8만원 유지

동사에 대해 투자 의견과 목표주가 유지. 현 주가는 여전히 시큐리티 사업 가치만을 간신히 반영하고 있는 상황이며, 세미텍 가치는 전혀 반영되지 못한 상태. 향후 본딩 시장 진화 과정에서 SK하이닉스의 핵심 후공정 벤더로 부상할 가능성을 반영해야할 시기로 판단

[표20] 한화비전 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	451.8	457.1	531.2	524.7	565.3	595.3	575.8	525.4	1,641.2	1,964.8	2,261.8
세미텍	82.8	128.7	178.4	184.4	153.5	188.9	181.4	146.1	426.3	574.3	670.0
TC 본더	7.0	21.0	59.5	70.0	56.0	77.0	70.0	49.0	0.0	157.5	252.0
SMT	64.4	79.8	80.7	82.2	79.0	85.3	81.5	77.1	287.0	307.1	322.9
기타	11.5	27.9	38.2	32.2	18.6	26.6	29.9	20.0	139.3	109.7	95.1
시큐리티	369.0	328.4	352.7	340.3	411.7	406.4	394.4	379.3	1214.9	1390.4	1591.8
미주/유럽	276.2	245.3	263.8	250.3	314.1	312.9	294.8	278.5	890.6	1035.5	1200.3
기타	92.8	83.1	88.9	90.1	97.6	93.5	99.5	100.8	324.3	354.9	391.5
QoQ/YoY(%)	28%	1%	16%	-1%	8%	5%	-3%	-9%	12%	20%	15%
세미텍	19%	55%	39%	3%	-17%	23%	-4%	-19%	1%	35%	17%
TC 본더	-	200%	183%	18%	-20%	38%	-9%	-30%	-	-	60%
SMT	29%	24%	1%	2%	-4%	8%	-4%	-5%	-6%	7%	5%
기타	-42%	143%	37%	-16%	-42%	43%	12%	-33%	18%	-21%	-13%
시큐리티	30%	-11%	7%	-4%	21%	-1%	-3%	-4%	16%	14%	14%
미주/유럽	35%	-11%	8%	-5%	26%	0%	-6%	-6%	16%	16%	16%
기타	16%	-10%	7%	1%	8%	-4%	6%	1%	15%	9%	10%
영업이익	44.3	56.3	71.0	58.6	90.2	95.8	89.4	57.3	59.7	230.3	332.7
QoQ/YoY(%)	흑전	27%	26%	-18%	54%	6%	-7%	-36%	-38%	286%	45%
OPM(%)	10%	12%	13%	11%	16%	16%	16%	11%	4%	12%	15%

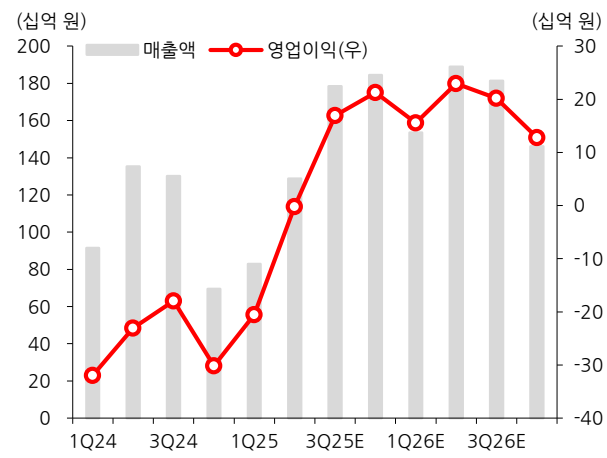
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표 2] 한화세미텍 TC 본더 매출 추정(SK 하이닉스향)

	2024	2025E	2026E
HBM Capa(K/월)	130	170	210
증분		+40	+40
TC본더 예상 총 수요(대)		60	90
신규 수요		60	60
노후 교체 수요			30
한화세미텍 예상 공급 규모(대)		45	72
한화세미텍 M/S		75%	80%
예상 매출액(십억원)		157.5	252.0
예상 영업이익(십억원)		63.0	100.8

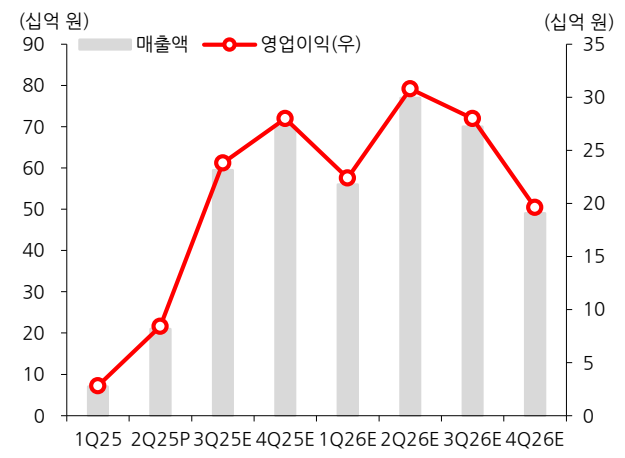
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 세미텍 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] TC 본더 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	-	-	493	1,965	2,262
매출총이익	-	-	253	1,017	1,016
영업이익	-	-	0	230	333
EBITDA	-	-	16	266	369
순이자손익	-	-	-2	-9	-8
외화관련손익	-	-	38	-28	5
지분법손익	-	-	0	-2	0
세전계속사업손익	-	-	20	82	330
당기순이익	-	-	3	79	270
지배주주순이익	-	-	11	80	270
증가율(%)	-	-			
매출액	-	-	n/a	298.3	15.1
영업이익	-	-	n/a	흑전	44.5
EBITDA	-	-	n/a	1,610.7	38.5
순이익	-	-	n/a	2,352.5	243.4
이익률(%)	-	-			
매출총이익률	-	-	51.3	51.8	44.9
영업이익률	-	-	0.0	11.7	14.7
EBITDA 이익률	-	-	3.2	13.6	16.3
세전이익률	-	-	4.0	4.2	14.6
순이익률	-	-	0.7	4.0	12.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-	-	57	43	312
당기순이익	-	-	3	79	270
자산상각비	-	-	16	36	36
운전자본증감	-	-	18	-111	0
매출채권 감소(증가)	-	-	97	-26	-29
재고자산 감소(증가)	-	-	-31	-100	-29
매입채무 증가(감소)	-	-	-46	59	58
투자현금흐름	-	-	-74	-51	-80
유형자산처분(취득)	-	-	-20	-72	-68
무형자산 감소(증가)	-	-	-1	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-	-	-53	31	0
재무현금흐름	-	-	-107	16	-6
차입금의 증가(감소)	-	-	-103	16	-6
자본의 증가(감소)	-	-	-4	0	0
배당금의 지급	-	-	0	0	0
총현금흐름	-	-	36	177	312
(-)운전자본증가(감소)	-	-	504	140	0
(-)설비투자	-	-	25	72	68
(+)자산매각	-	-	4	-3	-3
Free Cash Flow	-	-	-490	-38	241
(-)기타투자	-	-	-521	-22	9
잉여현금	-	-	32	-16	232
NOPLAT	-	-	0	222	273
(+) Dep	-	-	16	36	36
(-)운전자본투자	-	-	504	140	0
(-)Capex	-	-	25	72	68
OpFCF	-	-	-514	47	241

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	-	-	996	1,106	1,393
현금성자산	-	-	209	164	390
매출채권	-	-	456	489	518
재고자산	-	-	309	403	432
비유동자산	-	-	595	641	685
투자자산	-	-	204	213	221
유형자산	-	-	305	342	375
무형자산	-	-	86	87	89
자산총계	-	-	1,591	1,748	2,078
유동부채	-	-	530	559	614
매입채무	-	-	203	230	288
유동성이자부채	-	-	247	261	256
비유동부채	-	-	236	281	285
비유동이자부채	-	-	24	21	20
부채총계	-	-	766	840	900
자본금	-	-	25	25	25
자본잉여금	-	-	699	703	703
이익잉여금	-	-	12	92	362
자본조정	-	-	87	87	87
자기주식	-	-	-4	-4	-4
자본총계	-	-	825	908	1,178

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표	-	-			
EPS	-	-	210	1,581	5,367
BPS	-	-	16,298	17,968	23,323
DPS	-	-	0	0	0
CFPS	-	-	709	3,509	6,179
ROA(%)	-	-	-	4.8	14.1
ROE(%)	-	-	-	9.2	25.9
ROIC(%)	-	-	-	23.4	26.2
Multiples(x, %)	-	-			
PER	-	-	150.6	35.5	10.5
PBR	-	-	1.9	3.1	2.4
PSR	-	-	3.2	1.4	1.3
PCR	-	-	44.6	16.0	9.1
EV/EBITDA	-	-	106.4	11.1	7.4
배당수익률	-	-	n/a	n/a	n/a
안정성(%)	-	-			
부채비율	-	-	92.9	92.5	76.3
Net debt/Equity	-	-	7.5	12.9	-9.7
Net debt/EBITDA	-	-	396.6	44.1	-31.1
유동비율	-	-	187.9	198.1	226.8
이자보상배율(배)	-	-	n/a	19.7	29.3
자산구조(%)	-	-			
투하자본	-	-	68.1	73.0	63.4
현금+투자자산	-	-	31.9	27.0	36.6
자본구조(%)	-	-			
차입금	-	-	24.7	23.7	19.0
자기자본	-	-	75.3	76.3	81.0

브이엠 (089970)

주목 받아 마땅한 SK하이닉스 체인



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

Buy (신규)

목표주가(신규): 17,000원

현재 주가(8/7)	10,630원
상승여력	▲ 59.9%
시가총액	2,559억원
발행주식수	24,076천주
52 주 최고가 / 최저가	13,440 / 5,550원
90 일 일평균 거래대금	14.72억원
외국인 지분율	4.7%

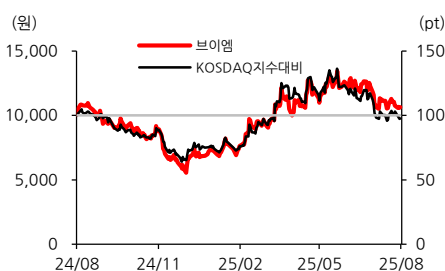
주주 구성	
김남현 (외 6 인)	11.9%
최우형 (외 3 인)	10.3%
서정우 (외 1 인)	0.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.1	-6.2	39.3	6.3
상대수익률(KOSDAQ)	-13.6	-17.7	30.9	-1.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	26	70	144	169
영업이익	-11	-9	20	32
EBITDA	-9	-7	23	37
지배주주순이익	-7	-3	15	25
EPS	-291	-143	702	1,131
순차입금	-38	-65	-58	-53
PER	-48.5	-47.9	15.1	9.4
PBR	2.9	1.4	1.9	1.7
EV/EBITDA	-32.1	-14.4	8.6	5.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-5.8	-2.8	11.7	16.3

주가 추이



투자 의견 BUY, 목표주가 17,000원으로 커버리지 개시

국내 유일 에칭 장비 업체 브이엠에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 17,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 내년 예상 EPS에 Target P/E 15.X 적용해 산출. 과거 '20~'22년 증익 구간에서 형성되었던 P/E Band(평균값 16.X)와 에칭 장비의 기술 진입장벽 등을 고려하면 현 증익구간에서 충분히 도달 가능한 밸류에이션 레벨이라 판단. 현 주가는 내년 실적 기준 P/E 9.X 수준에 불과해 오히려 동종 업체들 대비 디레이팅 중. 주목 받아 마땅한 시기라 판단

SK하이닉스 1b, 1c 투자와 동행해 성장

동사는 지난해부터 SK하이닉스 투자 재개와 동행해 실적이 개선되기 시작. 1Q25 분기 흑자전환에 성공. 2Q25까지는 과거 생산된 원가율 높은 장비들이 매출에 반영되며 이익 개선이 다소 더디겠으나, 하반기부터는 이익이 극대화될 전망. 올해 SK하이닉스향 에칭 장비 공급은 25대 수준으로 추정, 지난해 대비 2배 이상 증가하는 것이며 대부분 하반기에 매출 인식이 집중될 예정. 이에 따라 하반기 영업이익은 138억원 달성하며 뚜렷한 상저하고의 모습을 보일 것으로 예상

내년 실적도 기대되는 부분. M15X 1b 투자와 M14에서의 1c 전환 투자 수혜 전망. 당사는 내년 장비 공급 대수를 30대로 추정. 이에 따라 연간 영업이익 규모는 322억원(+58% YoY)으로 증익 지속 전망

에칭 공정 내 MS 확대 주목 필요

동사는 '16년부터 SK하이닉스 에칭 공정에 진입, '21년경 메탈 공정을 100% 국산화하는 데 성공. 상대적으로 난이도가 높은 폴리 공정으로 도 영역을 확대. 이후 에칭 공정 내에서의 점유율을 추가적으로 확대하기 위해 지속 노력해왔으며, 내년에 일부 성과가 확인될 것으로 예상. 현재 동사의 선단공정 내 에칭 Step 점유율은 대략 8% 수준으로 추정되나, 내년부터 10%를 상회하는 수준으로 증가 전망. 단위당 수주액이 증가할 수 있는 요소. 폴리 영역에서 Step 추가 확보를 위한 노력들이 계속되고 있는 점 감안하면 향후 공정 MS는 지속 확대될 가능성 높음

[표21] 브이엠 목표주가 산정

(단위: %, 배, 원)

구분	적정가치	비고
EPS	1,131	2026년 예상 EPS
Target PER	15.X	과거 '20~'22년 증익 구간 Band 중간 수준
적정주가	16,965	
목표주가	17,000	
현주가	10,630	8/7일 종가 기준
상승여력	59.9	%

자료: 한화투자증권 리서치센터

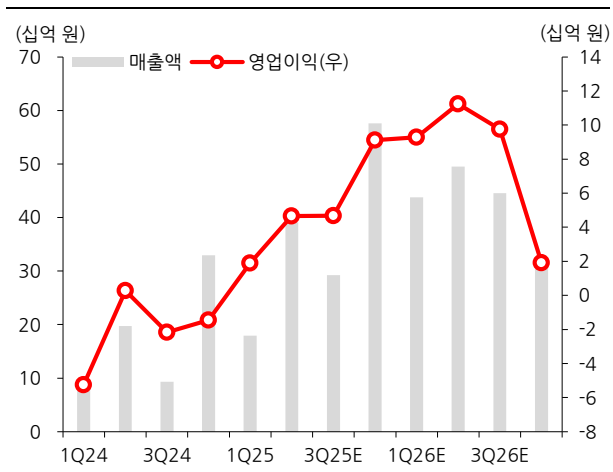
[표22] 브이엠 실적 추이 및 전망

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	8.2	19.7	9.3	33.0	17.9	39.1	29.2	57.6	70.3	143.9	168.6
장비	5.5	16.4	5.5	27.1	10.9	34.7	25.0	53.1	164.1	118.7	9.2
Poly Etcher	5.5	16.4	5.5	22.8	10.9	21.8	16.4	27.3	129.9	65.5	9.2
Metal Etcher	0.0	0.0	0.0	4.3	0.0	12.9	8.6	25.8	34.1	53.2	0.0
상품 및 기타	2.8	3.4	3.9	5.9	7.0	4.4	4.3	4.5	14.0	22.6	16.8
QoQ/YoY(%)	124%	140%	-53%	253%	-46%	118%	-25%	97%	170%	105%	17%
장비	-	200%	-67%	396%	-60%	218%	-28%	113%	93%	-28%	-92%
Poly Etcher	-	200%	-67%	317%	-52%	100%	-25%	67%	69%	-50%	-86%
Metal Etcher	-	-	-	-	-	-	-33%	200%	306%	56%	-100%
상품 및 기타	-24%	21%	16%	51%	19%	-37%	-3%	5%	76%	62%	-26%
영업이익	-5.3	0.3	-2.2	-1.5	1.9	4.7	4.7	9.1	-8.6	20.3	32.2
QoQ/YoY(%)	적지	흑전	적전	적지	흑전	146%	0%	95%	적지	흑전	58%
OPM(%)	-64%	1%	-23%	-4%	11%	12%	16%	16%	-12%	14%	19%

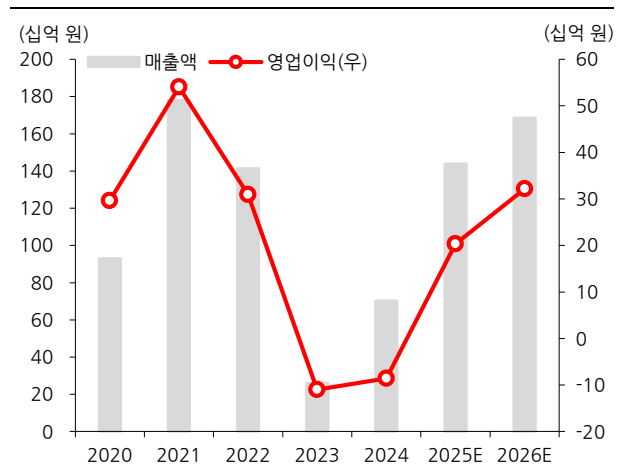
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 브이엠 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 브이엠 연간 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	141	26	70	144	169
매출총이익	59	13	23	59	73
영업이익	31	-11	-9	20	32
EBITDA	33	-9	-7	23	37
순이자손익	1	2	1	2	3
외화관련손익	5	0	5	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	35	-7	-5	21	33
당기순이익	28	-7	-3	15	25
지배주주순이익	28	-7	-3	15	25
증가율(%)					
매출액	n/a	-81.6	170.2	104.7	17.2
영업이익	n/a	적전	적지	흑전	58.3
EBITDA	n/a	적전	적지	흑전	58.4
순이익	n/a	적전	적지	흑전	61.0
이익률(%)					
매출총이익률	42.1	48.7	33.2	40.8	43.2
영업이익률	21.9	-42.2	-12.2	14.1	19.1
EBITDA 이익률	23.0	-35.9	-9.9	16.1	21.7
세전이익률	24.8	-27.9	-6.5	14.3	19.5
순이익률	19.7	-26.8	-4.9	10.8	14.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	-8	-16	22	5	7
당기순이익	28	-7	-3	15	25
자산상각비	2	2	2	3	4
운전자본증감	-33	-10	21	-15	-22
매출채권 감소(증가)	-3	5	-7	-2	-4
재고자산 감소(증가)	-23	-6	20	-16	-21
매입채무 증가(감소)	-6	-6	6	5	3
투자현금흐름	-26	27	-6	-11	-12
유형자산처분(취득)	-1	0	-6	-11	-12
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-26	27	0	0	0
재무현금흐름	-7	8	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-28	9	1	0	0
배당금의 지급	-22	0	0	0	0
총현금흐름	33	-6	-1	19	29
(-)운전자본증감(감소)	35	20	-29	15	22
(-)설비투자	1	2	6	11	12
(+)자산매각	0	1	0	0	0
Free Cash Flow	-4	-26	22	-7	-5
(-)기타투자	-3	-10	8	1	0
잉여현금	-1	-15	14	-8	-5
NOPLAT	25	-8	-6	15	24
(+) Dep	2	2	2	3	4
(-)운전자본투자	35	20	-29	15	22
(-)Capex	1	2	6	11	12
OpFCF	-10	-28	19	-8	-5

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	145	141	150	163	182
현금성자산	75	68	92	85	80
매출채권	6	2	9	11	15
재고자산	62	68	47	63	84
비유동자산	11	10	15	24	32
투자자산	2	2	3	3	3
유형자산	8	8	12	21	28
무형자산	1	0	0	1	1
자산총계	157	151	166	186	214
유동부채	37	27	39	44	47
매입채무	12	4	12	16	19
유동성이자부채	22	29	27	27	27
비유동부채	1	2	2	2	2
비유동이자부채	1	1	0	0	0
부채총계	39	29	41	46	49
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	39	41	42	42	42
이익잉여금	100	93	89	105	130
자본조정	-23	-14	-10	-10	-10
자기주식	-29	-23	-22	-22	-22
자본총계	118	122	124	140	165

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	1,163	-291	-143	702	1,131
BPS	4,618	4,785	4,850	5,466	6,438
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,281	-217	-44	726	1,147
ROA(%)	18.4	-4.5	-2.2	8.8	12.4
ROE(%)	24.0	-5.8	-2.8	11.7	16.3
ROIC(%)	52.5	-10.7	-8.8	22.0	25.3
Multiples(x, %)					
PER	9.1	-48.5	-47.9	15.1	9.4
PBR	2.3	2.9	1.4	1.9	1.7
PSR	1.9	13.8	2.5	1.9	1.6
PCR	8.3	-64.9	-155.5	14.6	9.3
EV/EBITDA	6.2	-32.1	-14.4	8.6	5.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	32.8	23.5	33.3	33.1	29.8
Net debt/Equity	-44.0	-31.4	-52.5	-41.4	-32.0
Net debt/EBITDA	-159.5	410.5	940.8	-251.4	-144.4
유동비율	389.4	521.3	382.5	369.2	389.5
이자보상배율(배)	191.6	n/a	n/a	15.4	24.4
자산구조(%)					
투하자본	45.6	54.1	38.0	48.1	57.4
현금+투자자산	54.4	45.9	62.0	51.9	42.6
자본구조(%)					
차입금	16.4	19.6	17.7	16.1	14.0
자기자본	83.6	80.4	82.3	83.9	86.0

[Compliance Notice]

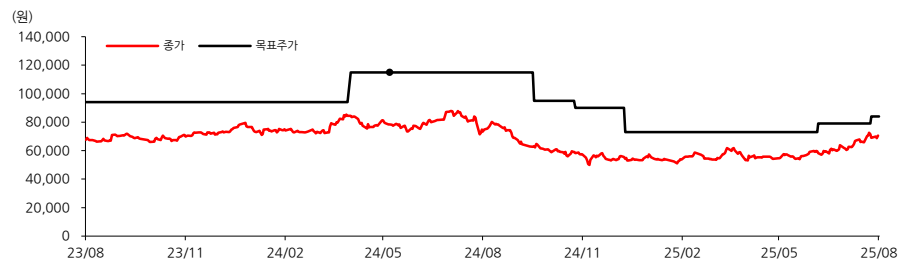
(공표일: 2025년 08월 08일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
한화비전은 당사와 '독점 규제 및 공정거래에 관한 법률'에 따른 계열회사 관계에 있는 법인입니다.

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

[삼성전자 주가와 목표주가 추이]



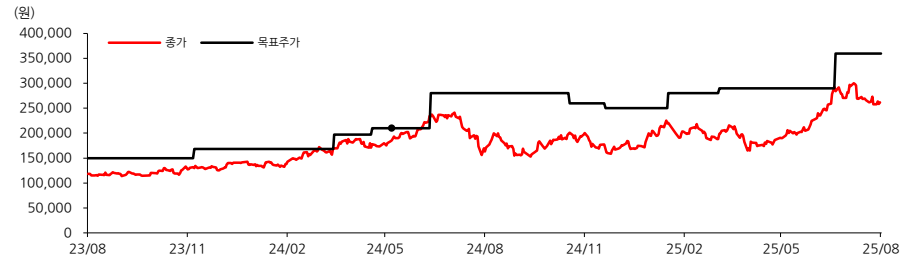
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.09.20	2023.10.11	2023.11.01	2023.11.14	2023.12.28
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		94,000	94,000	94,000	94,000	94,000
일 시	2024.01.15	2024.01.26	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.27	2024.03.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000	94,000
일 시	2024.04.08	2024.04.26	2024.05.02	2024.05.31	2024.06.24	2024.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2024.08.01	2024.08.12	2024.09.24	2024.10.08	2024.11.01	2024.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	95,000	95,000	90,000	90,000
일 시	2024.12.17	2025.01.13	2025.02.03	2025.02.21	2025.02.28	2025.04.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	73,000	73,000	73,000	73,000	73,000	73,000
일 시	2025.05.02	2025.05.14	2025.06.13	2025.06.27	2025.07.09	2025.07.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	73,000	73,000	79,000	79,000	79,000	79,000
일 시	2025.08.01	2025.08.08				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	84,000	84,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.04.08	Buy	115,000	-32.10	-23.65
2024.09.24	Buy	95,000	-36.77	-31.89
2024.11.01	Buy	90,000	-38.60	-34.78
2024.12.17	Buy	73,000	-23.58	-15.34
2025.06.13	Buy	79,000	-20.08	-8.10
2025.08.01	Buy	84,000		

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



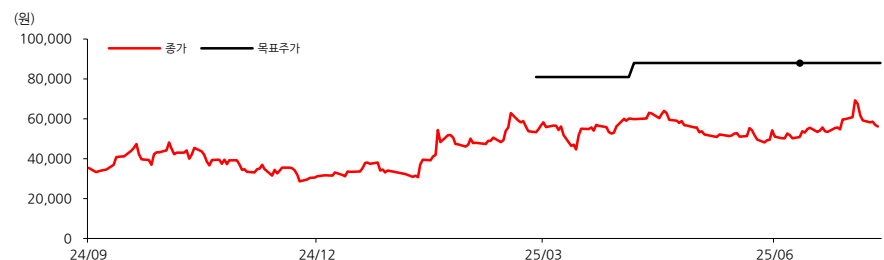
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14	2023.11.29
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		150,000	150,000	150,000	168,000	168,000
일 시	2023.12.14	2024.01.15	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26	2024.06.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	168,000	168,000	168,000	197,000	210,000	210,000
일 시	2024.06.19	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 시	2024.09.27	2024.10.25	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27	2024.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	280,000	260,000	260,000	260,000	250,000	250,000
일 시	2024.12.27	2025.01.13	2025.01.24	2025.02.21	2025.03.12	2025.03.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	280,000	280,000	290,000	290,000
일 시	2025.04.03	2025.04.25	2025.05.14	2025.05.30	2025.06.27	2025.07.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	290,000	360,000	360,000
일 시	2025.07.25	2025.08.08				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	360,000	360,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.11.14	Buy	168,000	-15.25	2.32
2024.03.22	Buy	197,000	-8.75	-4.37
2024.04.26	Buy	210,000	-7.09	11.67
2024.06.19	Buy	280,000	-30.94	-13.93
2024.10.25	Buy	260,000	-28.82	-22.69
2024.11.27	Buy	250,000	-26.47	-9.80
2025.01.24	Buy	280,000	-28.29	-21.07
2025.03.12	Buy	290,000	-29.11	1.03
2025.06.27	Buy	360,000		

[한화비전 주가와 목표주가 추이]



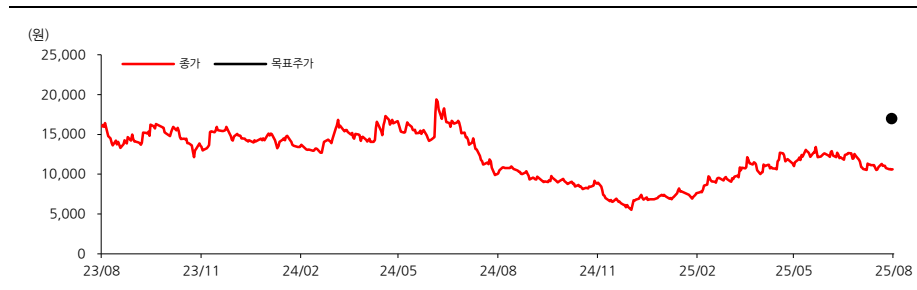
[투자의견 변동 내역]

일 시	2025.03.24	2025.03.24	2025.03.28	2025.04.25	2025.05.02	2025.05.14
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김광진	81,000	81,000	81,000	88,000	88,000
일 시	2025.05.30	2025.07.21	2025.08.08			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	88,000	88,000	88,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.03.24	Buy	81,000	-32.63	-25.68
2025.05.02	Buy	88,000		

[브이엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2025.08.08	2025.08.08			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	김광진	17,000			
일 시					
투자의견					
목표가격					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2025.08.08	Buy	17,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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%