



반도체 (Positive)

26년도 SK하이닉스의 시간

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

HBM : 내년에도 SK하이닉스가 가장 유리한 위치

내년 HBM 시장을 두고 여전히 해소되고 있지 않은 투자자들의 우려는 HBM 벤더들 간 가격 및 점유율 경쟁 심화, 그리고 이로 인한 SK하이닉스의 압도적 선두로서의 지위 상실과 실적 훼손 가능성. 그러나 당사는 현시점에서 확인되는 HBM 시장 상황을 종합적으로 고려할 때 내년 HBM 시장에서도 SK하이닉스가 가장 유리한 위치에 있을 것으로 판단

우선 내년 HBM4에서도 SK하이닉스가 초기 진입자로서 유리한 위치에 설 가능성이 높다는 점은 부정할 수 없는 부분. 1) 엔비디아의 스피드 요구조건이 상향된 상황에서, 2) TSMC의 R200 생산 일정을 고려할 때 당장 1Q26부터 HBM4 12hi 대량 공급이 가능해야 하는데, 3) SK하이닉스의 CS 완료 시점(11월 유력)이 가장 빠를 것으로 예상되기 때문. 반면 후발 업체들에게는 상향된 스피드 조건 하에서 열관리, 전력 효율 등 부수적인 요건들을 제한된 시간 내에 달성하는 것이 올해 3E 12hi에서 확인됐던 선두와의 기술 격차를 고려하면 매우 도전적인 과제일 것. 당사는 내년 HBM4 예상 수요 약 80억 Gb 중 SK하이닉스가 70% 수준인 57억 Gb 정도를 공급할 것으로 예상하고 있으며 충분히 높은 점유율 수준이나, 후발 업체들의 시장 진입 시점에 따라 추가 상향될 여지도 있을 것으로 판단

HBM3E 12hi 가격 하락에 대한 우려도 과도, 세대 전환 과정에서 기존 제품의 레거시화에 따른 가격 하락은 이전 세대에서도 확인된 불가피한 숙명. 따라서 세대 전환의 속도가 중요. 3E 12hi 제품의 경우 4Q25 -10% 내외의 하락 후 내년 중 한 두 차례 추가 하락 가능성이 높은 것으로 파악되는데, 내년 SK하이닉스의 3E 12hi 판매는 대부분 가격이 어느정도 방어되는 상반기에 집중될 가능성 높음. 따라서 내년 SK하이닉스의 3E 12hi 판가가 올해 대비 -20~30% 하락할 수 있다는 우려는 과도한 우려

당사는 내년 SK하이닉스의 HBM 매출을 282억불 수준으로 추정하고 있으나, 이는 모든 조건을 보수적으로 가정(3E 12hi -15% 가격 하락, 4 12hi 점유율 70% 가정)한 것으로 3E 12hi 가격 하락폭 축소와 4 12hi 공급량 증가에 따라 상향될 가능성 높음. 이는 CS 일정이 완료되고 내년 HBM 가격과 수량이 명확해지는 11월경 구체화될 것으로 판단

컨벤셔널 디램 : 수급 환경 매우 긍정적

컨벤셔널 디램 수급 환경도 매우 우호적. 당초 AI발 서버 디램 수요가 연말에 가까워질수록 다소 둔화될 것으로 예상했으나 여전히 매우 강하며, 코로나 초기 투자됐던 서버들에 대한 교체주기가 도래함에 따라 일반 서버에서도 수요 개선세 확인됨. 이에 따라 주요 서버 디램 계약가격은 4Q25까지 상승세 유지되며, 상승폭도 3Q25 대비 확대될 것으로 예상. 이러한 가격 환경에는 타이트한 공급도 한 몫. CXMT의 D5 전환이 당초 예상보다 늦어지며, 특히 서버용 하이 스피드 제품 시장 진입에 어려움이 있는 것으로 파악. 한편, 삼성전자와 SK하이닉스의 D5 재고 레벨은 매우 낮은 수준으로 가격 상승을 부추길 수 밖에 없는 환경

26년도 SK하이닉스의 해가 될 것

여전히 시장의 우려가 많은 상황이나 당사는 내년도 결국 SK하이닉스가 주도하는 해가 될 것으로 판단. 반도체 업종 내 대형주 중 SK하이닉스에 대한 최선호 의견을 유지하며, SK하이닉스 투자 증가에 따른 낙수효과가 가능한 장비 업종에 대한 긍정적 시각도 유지. 당사 커버리지 종목 중에서는 한화비전, 테스 브이엠을 추천

[표1] 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	-

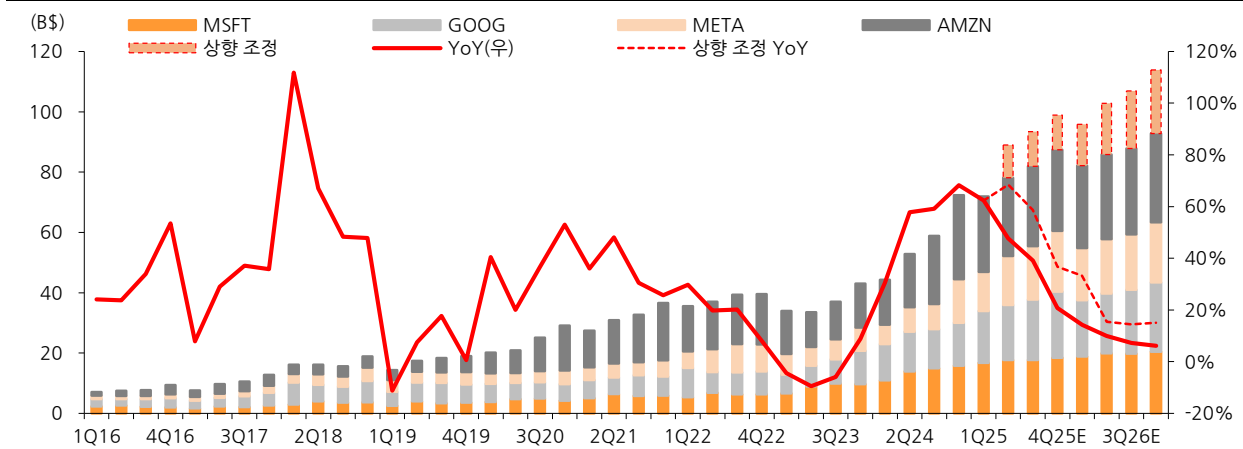
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 업체별 HBM 출하 및 매출 추정

SK 하이닉스				
	2023	2024	2025E	2026E
매출액(B \$)	1.9	9.6	21.4	28.2
HBM2E	0.3			
HBM3	1.5	3.1	0.5	
HBM3E 8Hi		6.3	5.0	0.8
HBM3E 12Hi		0.2	15.6	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

[그림1] 미국 주요 빅테크 Capex 추이



[표3] 디램 주요 제품별 계약 가격 추이

(단위: \$, %)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26F
DDR5 16Gb (2Gx8)	3.9	4.8	5.2	5.2	4.9	4.6	4.5	4.5
QoQ	-0.4	22.9	8.6	0.0	-6.7	-5.1	-3.2	0.0
DDR4 16Gb (2Gx8)	2.6	4.1	8.0	8.6	8.0	7.3	6.9	6.9
QoQ	-7.8	60.8	95.1	7.5	-7.0	-8.7	-5.5	0.0

자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[표4] CXMT 생산능력 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	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

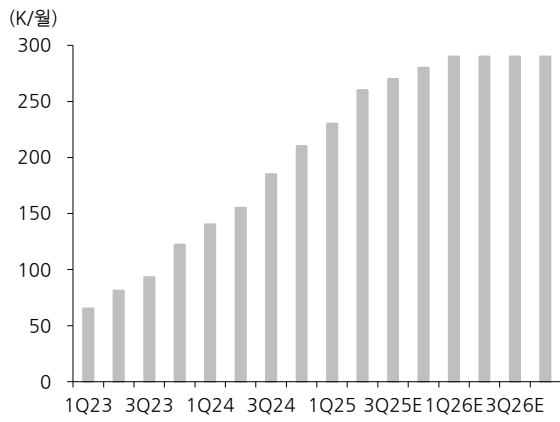
자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[표5] CXMT 디램 공정 비중

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	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%

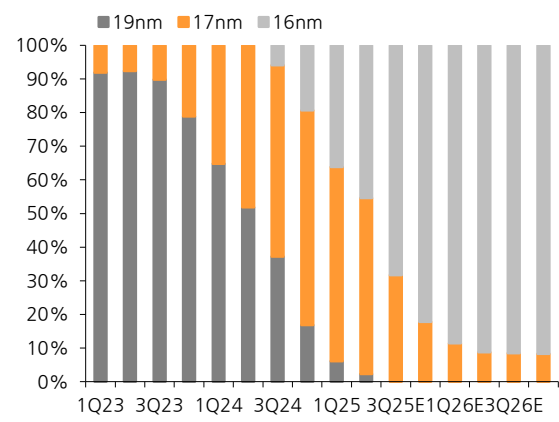
자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] CXMT 분기별 CAPA 추이



자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] CXMT 분기별 노드 비중 추이



자료: Trendforce, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2025년 09월 09일)

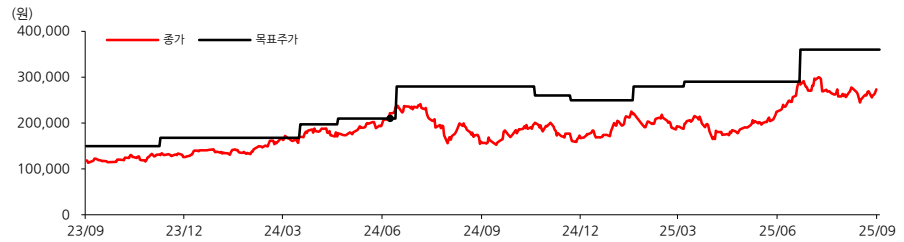
이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



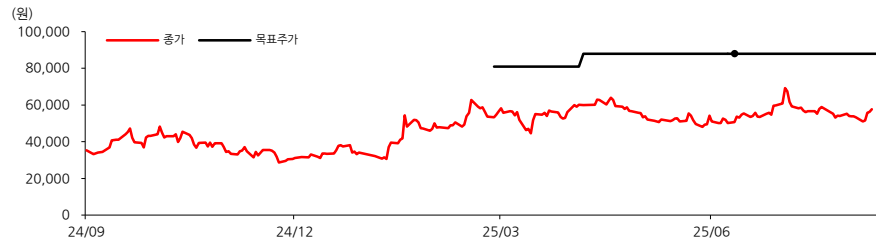
[투자의견 변동 내역]

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	2025.08.29	2025.09.09		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	360,000	360,000	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]



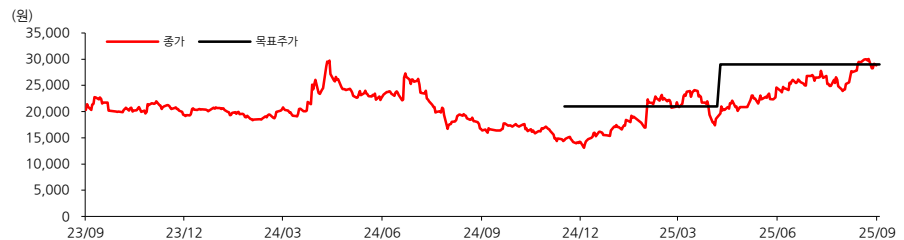
[투자의견 변동 내역]

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	2025.09.09		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	88,000	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		

[테스 주가와 목표주가 추이]



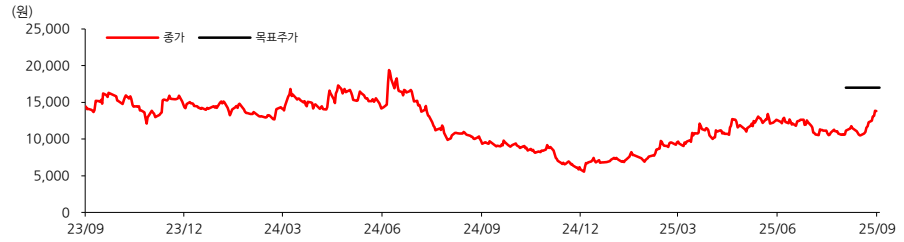
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2024.11.20	2024.11.21	2025.04.14	2025.05.14	2025.05.30
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김광진	21,000	29,000	29,000	29,000
일 시	2025.09.09					
투자의견	Buy					
목표가격	29,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2024.11.21	Buy	21,000	-10.03	14.76
2025.04.14	Buy	29,000		

[브이엠 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2025.08.08	2025.08.08	2025.09.09			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	김광진	17,000	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 추정에 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%