

반도체
overweight

오랜만이야

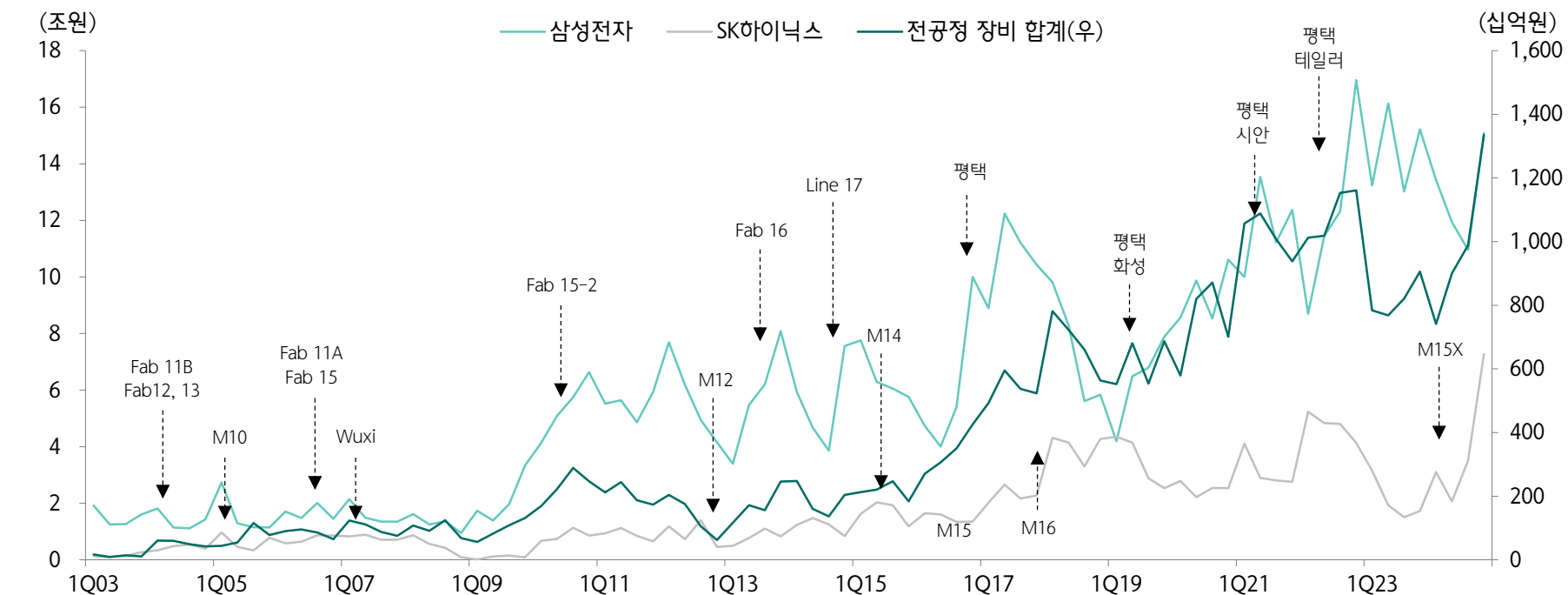
✧ Analyst 김록호 ✧



오랜만이야

- 2025년 하반기 중에 SK하이닉스의 15x 완공시 3년여만의 신규 투자가 시작될 것으로 전망
- 장비 셋업 기간은 2025년 4분기~2026년 1분기 중 예상. 신규 라인을 설치해야 하기 때문에 전방위적으로 장비 업체들의 수혜 기대
- SK하이닉스 DARM향 매출 비중 높은 업체들에 대한 투자 아이디어 필요

메모리 업체 CAPEX와 전공정 장비업체 매출액 합계 비교



자료: Bloomberg, 하나증권



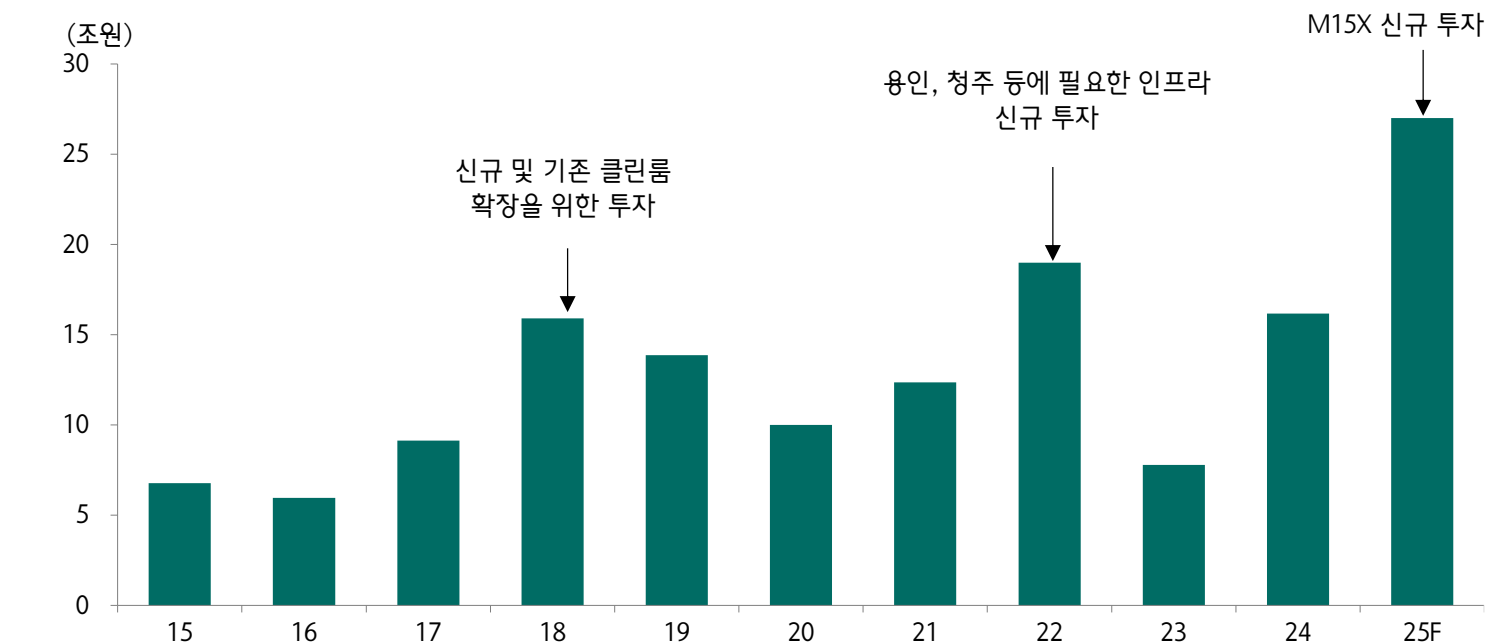
1. 반가운 신규 투자

SK하이닉스의 15x Fab



- SK하이닉스의 2025년 Capex는 27조원으로 전년대비 67% 증가할 것으로 예상
- 다만, Capex 규모는 M15x에 장비 셋업 시기에 따라 변동성은 상존 (장비 셋업은 2025년 4분기~2026년 1분기)
- 신규 라인은 모든 공정 장비를 새롭게 구매해야 하기 때문에 장비 업체들의 수혜 규모 커질 수밖에 없음

SK하이닉스의 Capex 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, 하나증권 추정



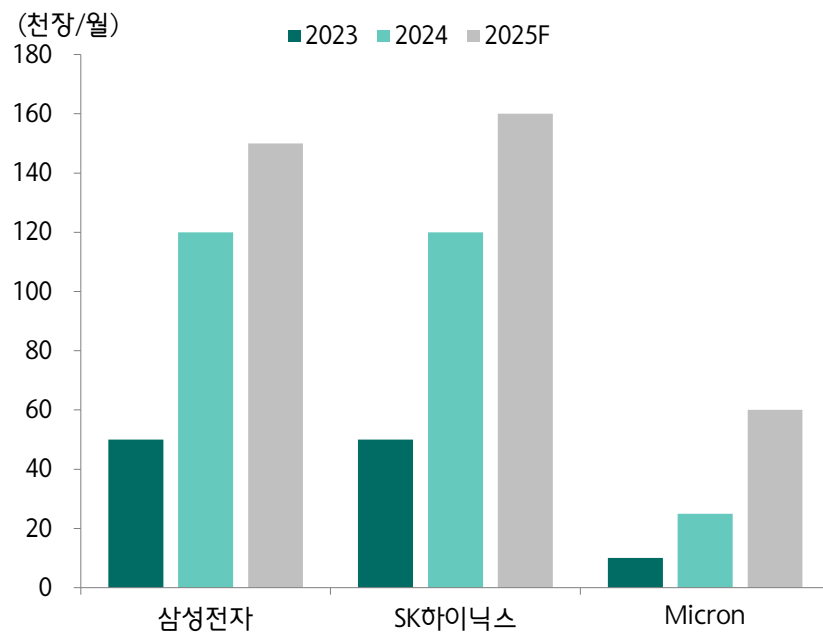


1. 반가운 신규 투자

HBM 중심으로 30K 투자 예상

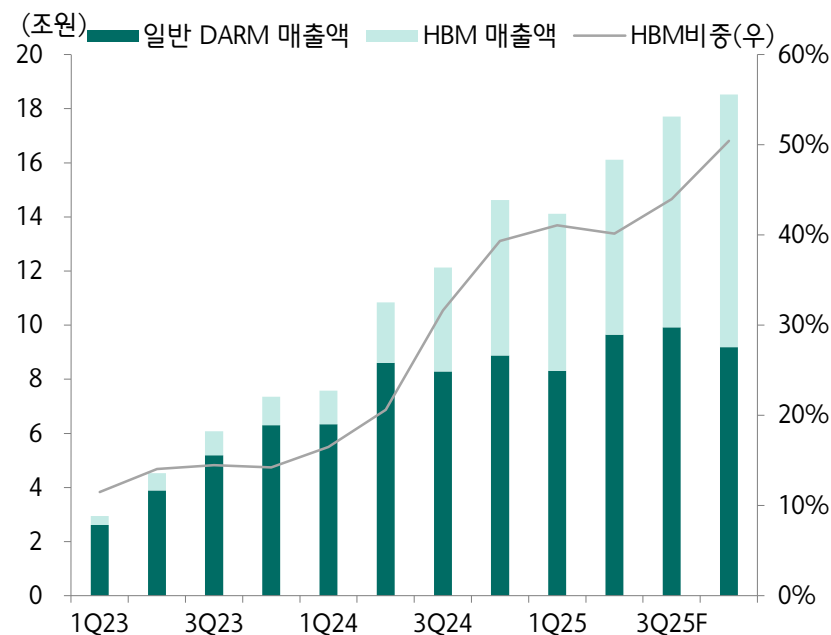
- SK하이닉스의 매출액 내에서 HBM 비중은 2025년 연말에 50%에 육박할 것으로 추정. 수익성 양호해 HBM 비중은 지속 확대 전망
- 15x는 HBM 중심으로 투자가 진행될 것으로 추정. HBM 수요 증가에 대응하기 위해서 추가적인 라인 증설이 필요하기 때문
- 15x의 디자인 CAPA는 월 9만장 정도로 예상되는데, 첫번째 투자는 월 3만장으로 예상

주요 DRAM 3사의 HBM CAPA



자료: Trendforce, 하나증권

SK하이닉스의 HBM 매출액 및 비중



자료: SK하이닉스, 하나증권 추정

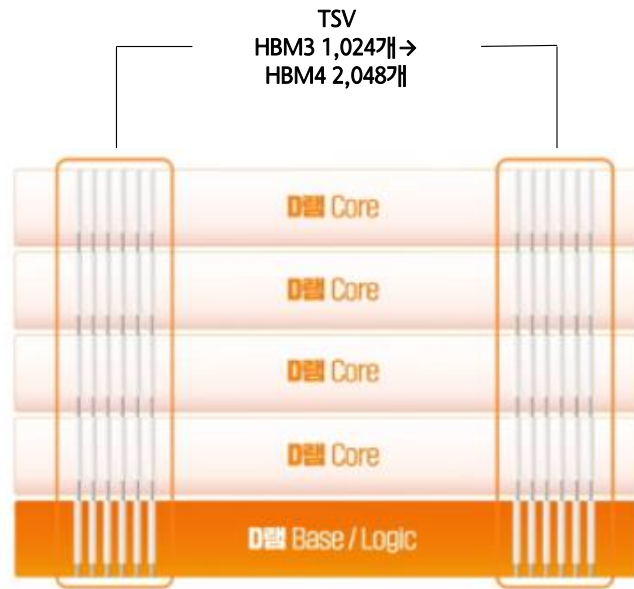




HBM4 변화

- HBM4는 HBM3 대비 2배 증가한 2,048개의 I/O를 가짐
- 증가한 I/O 개수에 맞춰 패키지 크기도 기존 가로/세로 10.975mm에서 가로가 24Gb/die 12.775mm, 32Gb/die 14.175mm로 확장
- 또한 3D 적층을 통해 DRAM과 로직다리와 수직으로 패키징

I/O 2배 증가



자료: SK하이닉스, 하나증권

3D 적층: 로직 다리와 수직 패키징

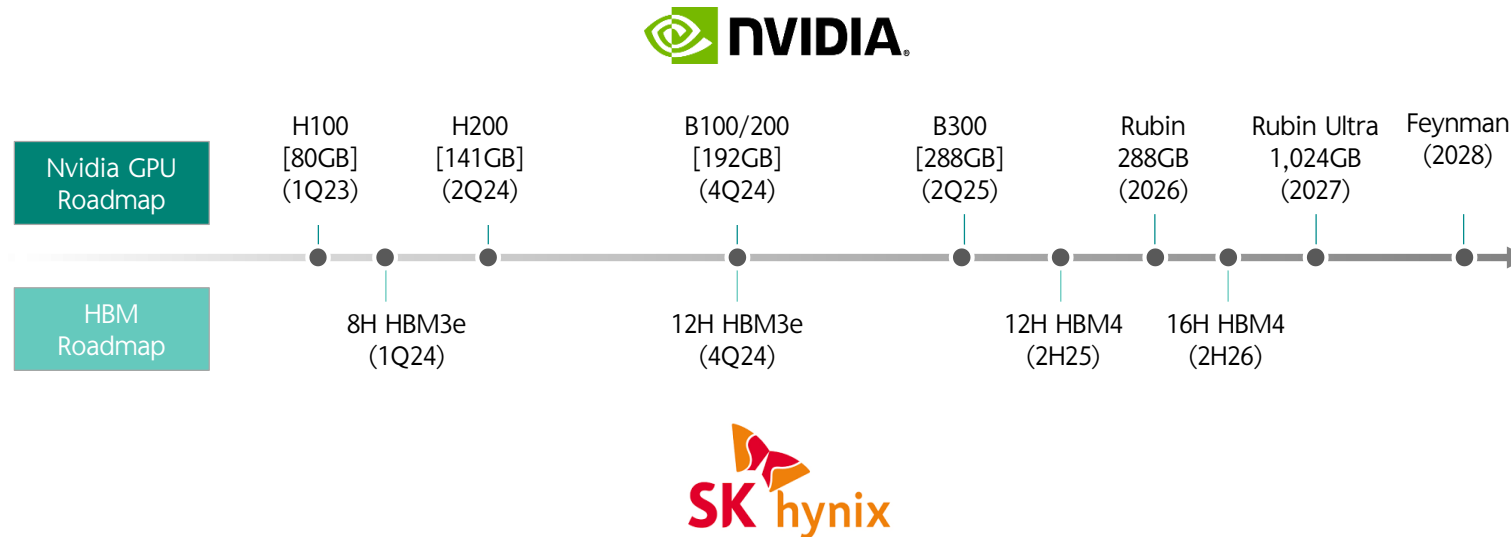


자료: 삼성전자, 하나증권

Nvidia Rubin 제품에 HBM4 탑재 예상

- Nvidia의 Blackwell 관련 양산 일정에 대한 노이즈로 인해 HBM4가 탑재될 예정인 Rubin 제품의 일정에도 우려가 상존
- 다만, 현재 시점에서 SK하이닉스의 HBM4 양산은 기존 계획대로 2025년 연내 개시를 목표로 진행중
- 예상대로 진행 시 25년 하반기에 TSMC의 3nm 공정으로 생산 개시. Rubin에는 8개의 HBM4가 탑재될 것으로 추정

Nvidia GPU 로드맵과 SK하이닉스 HBM 양산 계획



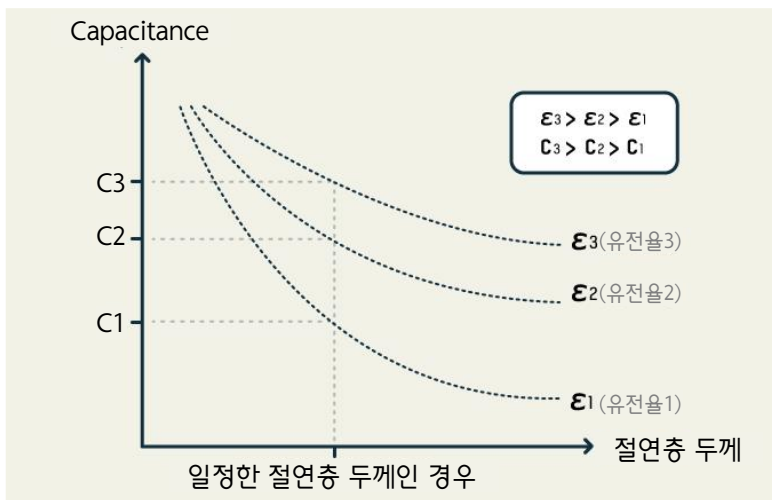


3. 공정 미세화 수혜

증착 공정: HKMG, ALD

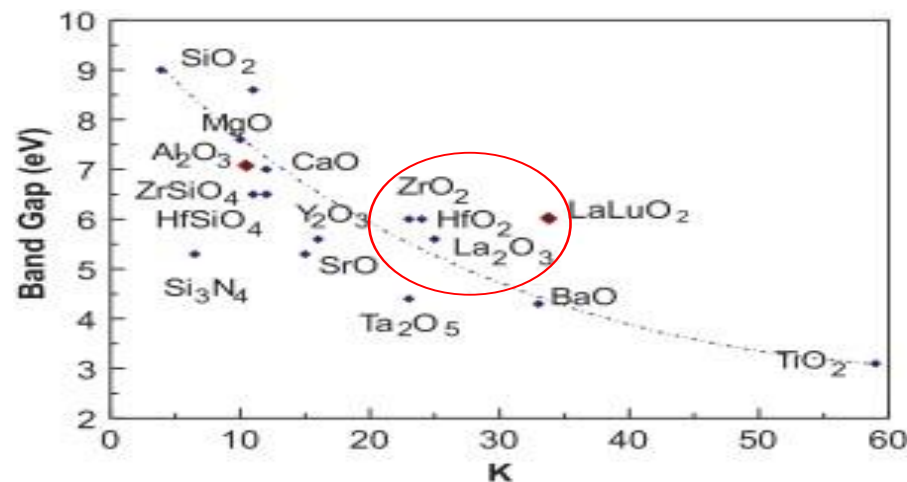
- DRAM의 셀 트랜지스터는 미세화되면서 게이트 산화막이 너무 얇아져 전자 터널링 효과로 인한 누설 전류가 급증
- 극도로 얇고 균일한 박막을 형성하기 위해 ALD(원자층 증착) 장비 수요가 증가
- 얇은 박막을 유지하되 정전용량을 유지 및 증가시키기 위해 High-K Metal Gate 수요도 증가할 수밖에 없음

DRAM의 캐패시턴스: 높은 유전율이 필요



자료: SK하이닉스, 하나증권

소재별 유전율



자료: ScienceDirect, 하나증권





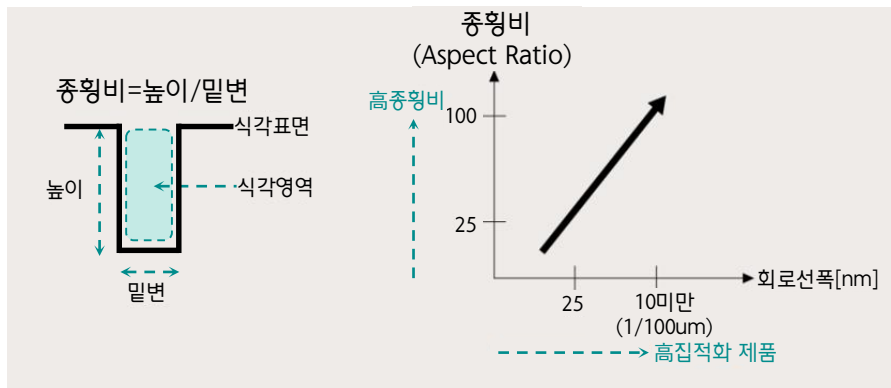
3. 공정 미세화 수혜

식각 공정: 고이방성

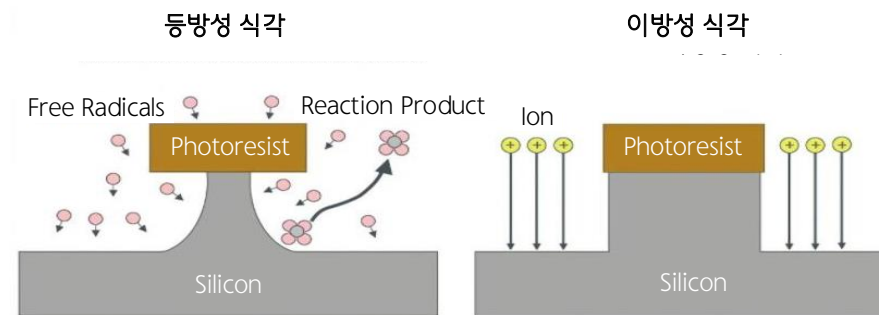


- 선폭이 줄어들면 전기적 특성 확보를 위해 고종횡비를 달성해야 함. 이에 따라 고종횡비 식각 수요가 증가할 수밖에 없음
- 다만, 더 깊은 식각을 위해 온도를 올려 플라즈마의 활성도를 높이면, 측면 침식으로 인한 셀 간 간섭 가능성이 증가함
- 이를 방지하기 위해 수직 방향으로 식각을 진행하는 고이방성 식각이 필요해 관련 장비 수요 증가

선폭이 줄어들수록 높은 종횡비를 요구



등방성 식각과 이방성 식각



자료: SK하이닉스, 하나증권

자료: PAM-XIAMEN, 하나증권

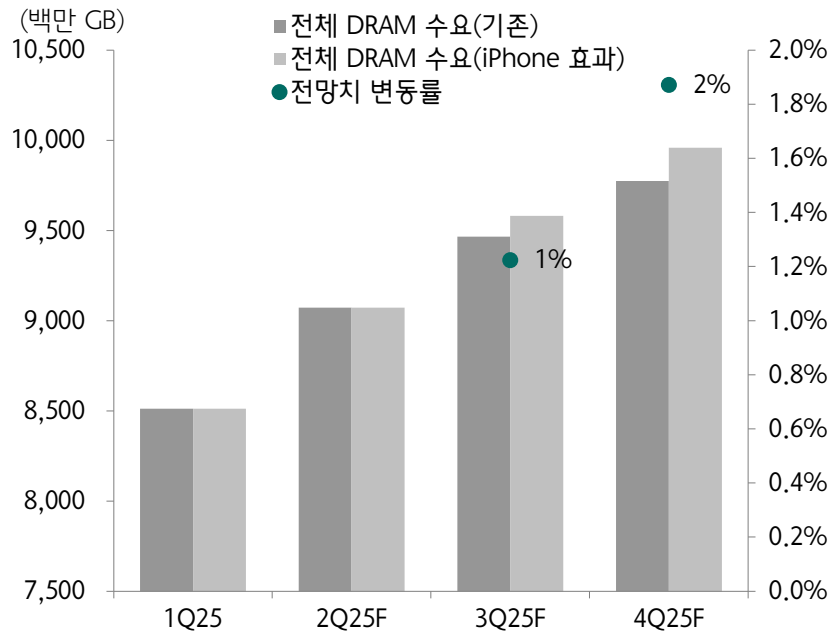


4. DRAM 수급 전망

스마트폰은 iPhone 효과. PC는 Windows 10 서비스 종료 및 AI PC 침투율 기대

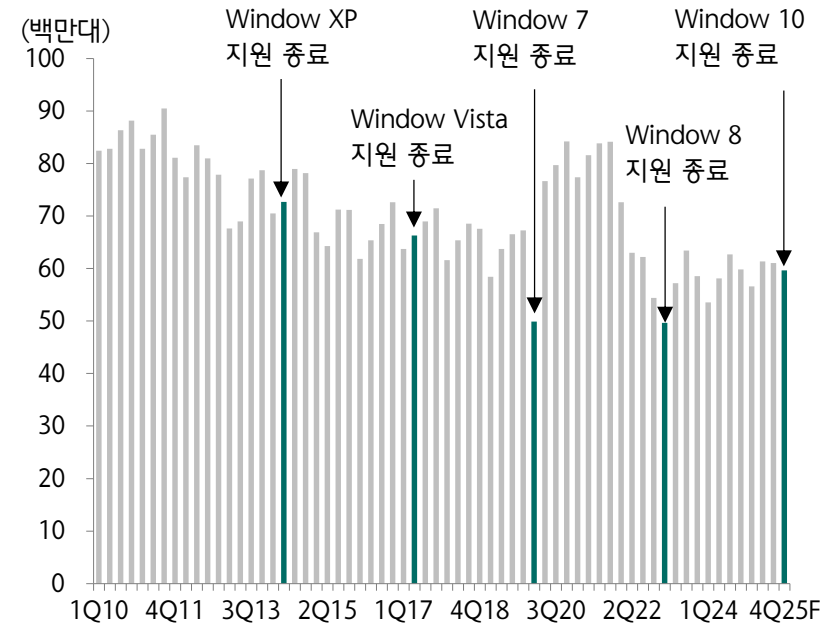
- 2025년 하반기 iPhone 17 시리즈 DRAM 12GB 탑재해 전모델보다 50% 증가. 이로 인해 전체 DRAM 수요 2% 내외 증가
- 2025년 4분기 Windows 10 서비스 종료로 2026년 상반기 PC 출하량 증가 예상. PC OEM들은 2025년 하반기 DRAM 구매 늘릴 것
- 2026년 연초에 출시되는 모델들은 AI 기능 탑재. 엔트리 레벨 16GB, 하이엔드 24GB 탑재 예상. 현재 PC 평균 DRAM은 12GB 수준

iPhone DRAM 12GB 탑재 효과 분석



자료: TrendForce, 하나증권 추정

Windows 서비스 종료 이후에 PC 출하량 증가 확인



자료: Bloomberg, 하나증권



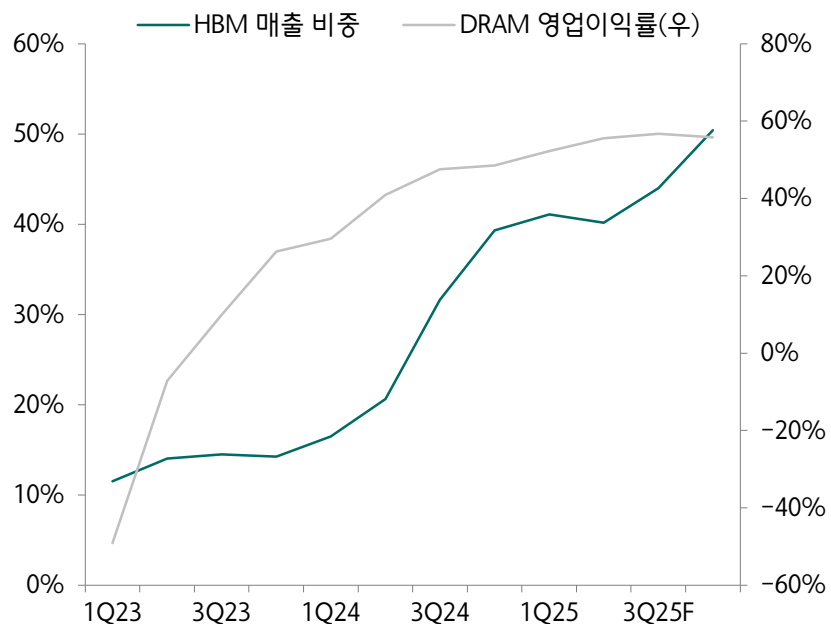
5. Top Picks



SK하이닉스(000660) | BUY | TP 290,000원 | CP(5월22일) 196,900원

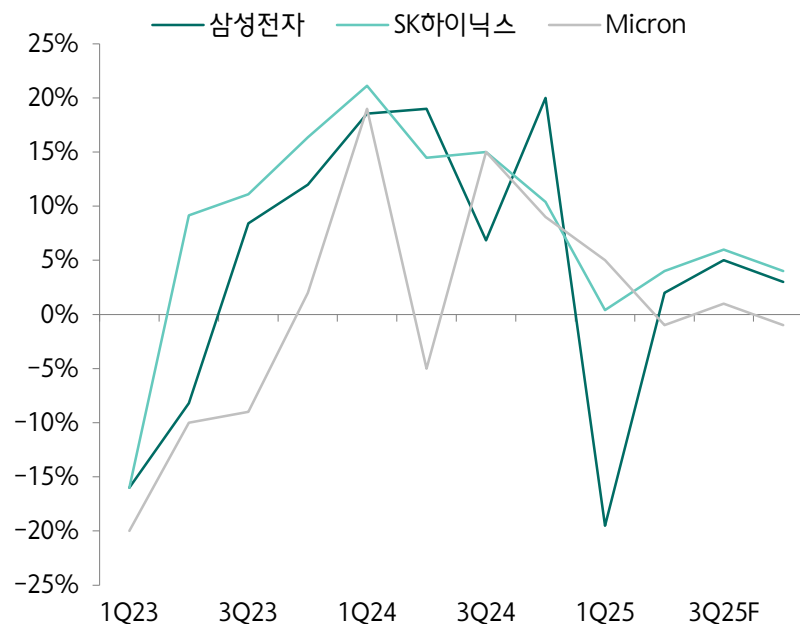
- HBM 수요 지속되며, 2025년 4분기 기준 HBM 매출 비중이 약 50%에 달할 것으로 전망
- IT 제품들은 관세로 인해 상반기 풀린 효과가 일부 포착. 이에 따라 하반기 수요 불확실성이 상존
- 다만, 메모리 업체들의 1~2분기 bit 출하를 보면 우려할 수준은 아닐 것으로 판단. SK하이닉스는 HBM으로 실적 안정성 확보

SK하이닉스 HBM 매출비중 vs DRAM 영업이익률 전망



자료: SK하이닉스, 하나증권 추정

DRAM 3사의 Blended ASP 전분기대비 변동폭 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나증권
주: Micron은 1분기 기준 2월 마감



5. Top Picks



SK하이닉스(000660) | BUY | TP 290,000원 | CP(5월22일) 196,900원

- 2025년 매출액은 전년대비 26% 증가한 83조 1,019억원, 영업이익은 전년대비 59% 증가한 37조 2,880억원을 전망
- 관세 불확실성이 상존하는 가운데 HBM의 견조한 수요는 차별화 포인트
- 하반기로 갈수록 HBM3E 12단 매출 비중 확대되면서, HBM으로 인한 실적 차별화 지속될 것으로 전망. 업종 최선호주 유지

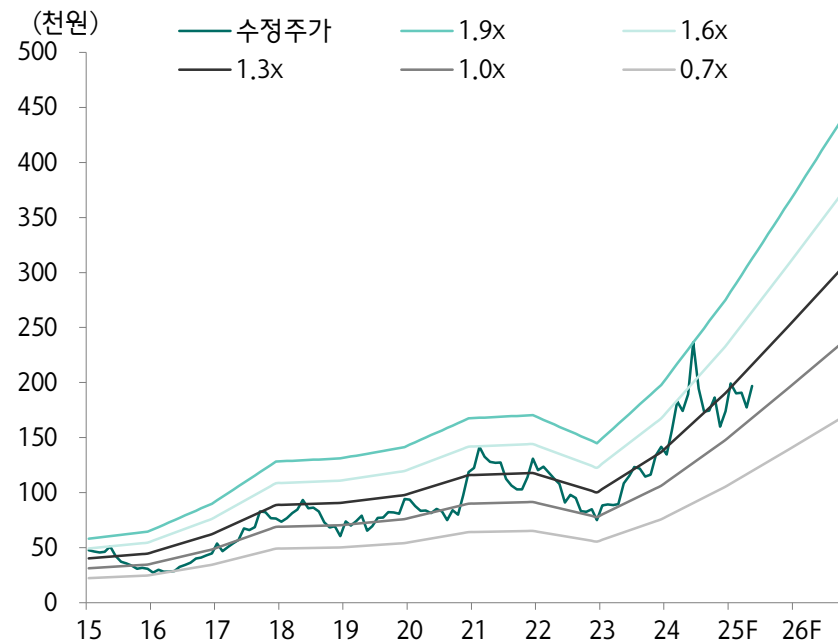
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	32,765.7	66,193.0	83,101.9	93,386.5
영업이익	(7,730.3)	23,467.3	37,288.0	44,825.3
순이익	(9,112.4)	19,788.7	31,301.3	36,020.1
증감률	적전	흑전	58.2	15.1
PER	(11.30)	6.40	4.58	3.98
PBR	1.85	1.66	1.35	1.02
ROE	(15.61)	31.06	35.25	29.79
DPS	1,200	2,204	2,204	2,204

자료: 하나증권

PBR 밴드



자료: 하나증권





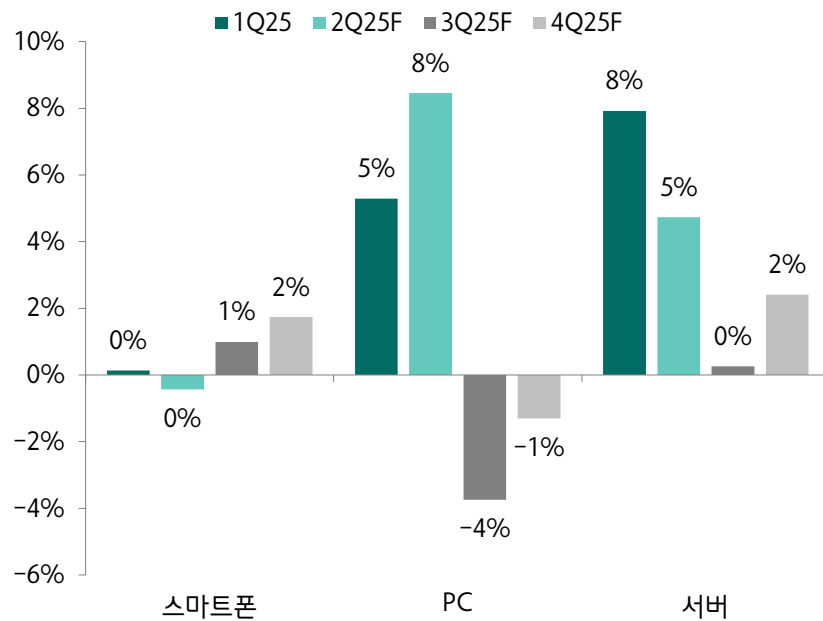
5. Top Picks

삼성전자(005930) | BUY | TP 84,000원 | CP(5월22일) 54,700원



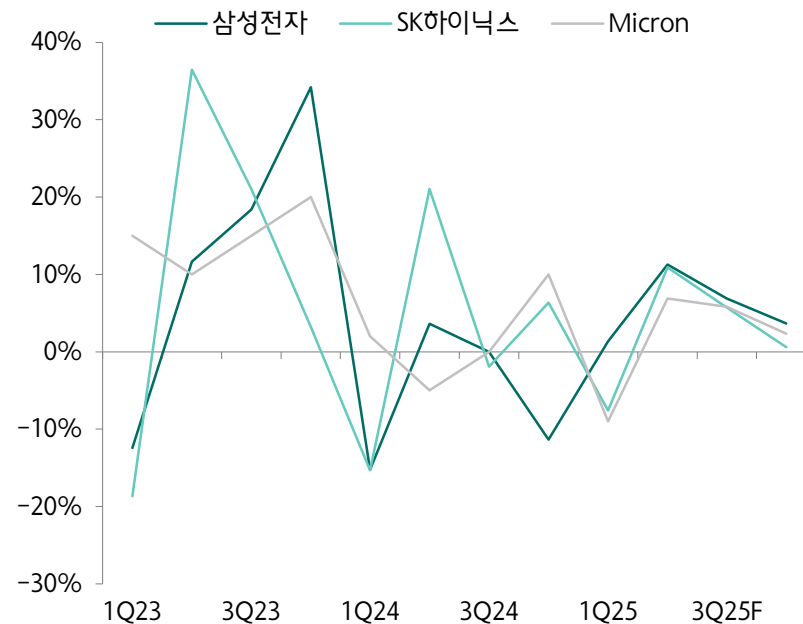
- 레거시 메모리 가격 안정화되면서, 2분기 및 하반기 실적은 메모리 중심으로 실적 방향성 확보
- 관세 부과 이전에 상반기 풀인으로 인해 하반기 불확실성 생겼지만, DRAM 업체들 bit 가이드스는 우려할 수준 아니라고 판단
- 25년 3분기부터 HBM 매출 비중 확대를 통한 Blended ASP 변화 확인된다면, 밸류에이션 할인에서 벗어날 것으로 기대

스마트폰, PC, 서버의 전년동기대비 출하량 추이 및 전망



자료: TrendForce, 하나증권
주: 서버에는 워크스테이션 포함

DRAM 3사의 전분기대비 bit growth 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하나증권
주: Micron은 1분기 기준 2월 마감





5. Top Picks



삼성전자(005930) | BUY | TP 84,000원 | CP(5월22일) 54,700원

- 2025년 매출액은 전년대비 7% 증가한 322.5조원, 영업이익은 전년대비 플랫한 32.9조원 전망
- 자사주 매입 진행중. 메모리 업황 조기 안정화. 파운드리 실적은 1분기가 저점
- 하반기 관세 불확실성 상존하지만, 주가는 PBR 1배 미만에 불과해 밸류에이션 부담이 없는 구간이라 판단

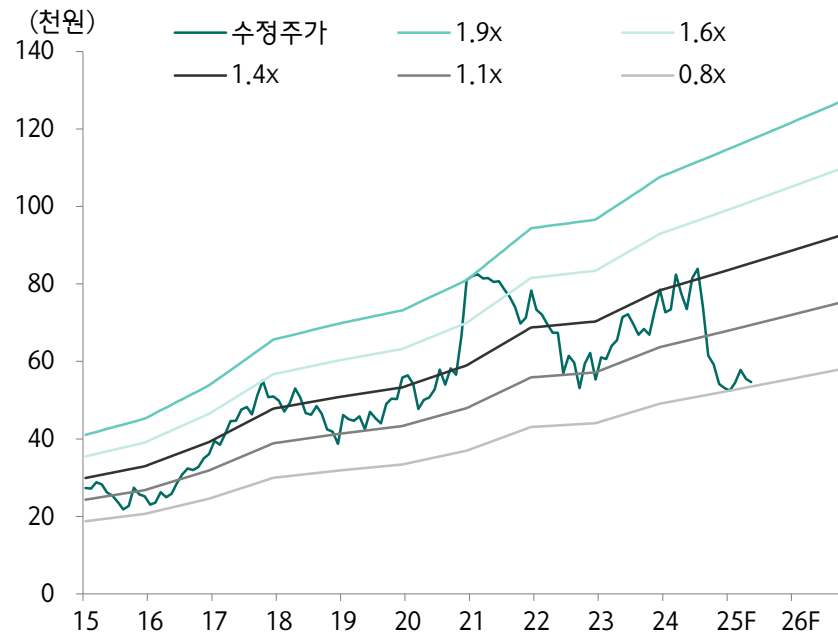
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	258,935.5	300,870.9	322,450.6	333,907.8
영업이익	6,567.0	32,726.0	32,852.8	39,691.5
순이익	14,473.4	33,621.4	30,959.7	35,031.7
증감률	(73.6)	132.3	(7.3)	13.3
PER	36.84	10.75	11.91	10.52
PBR	1.51	0.92	0.89	0.84
ROE	4.14	9.03	7.70	8.23
DPS	1,444	1,446	1,446	1,446

자료: 하나증권

PBR 밴드



자료: 하나증권





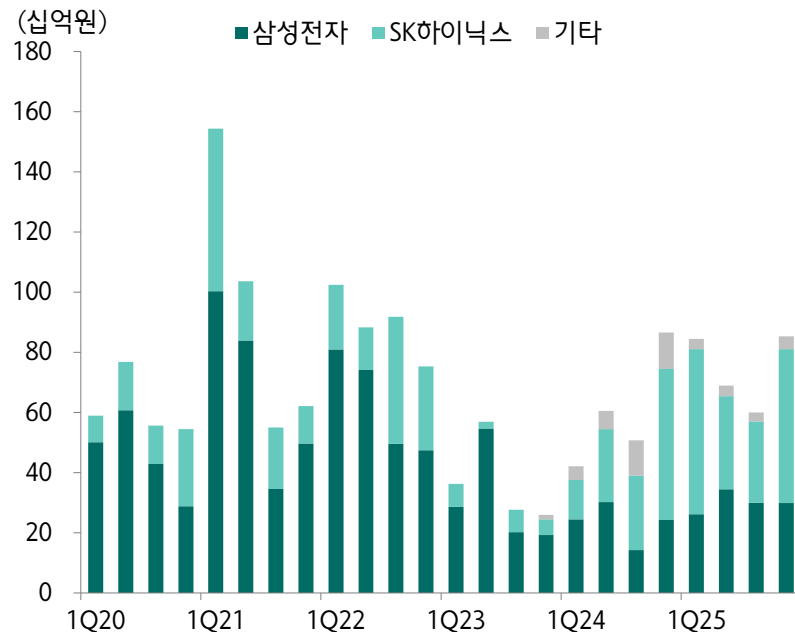
5. Top Picks



테스(095610) | BUY | TP 34,000원 | CP(5월22일) 22,350원

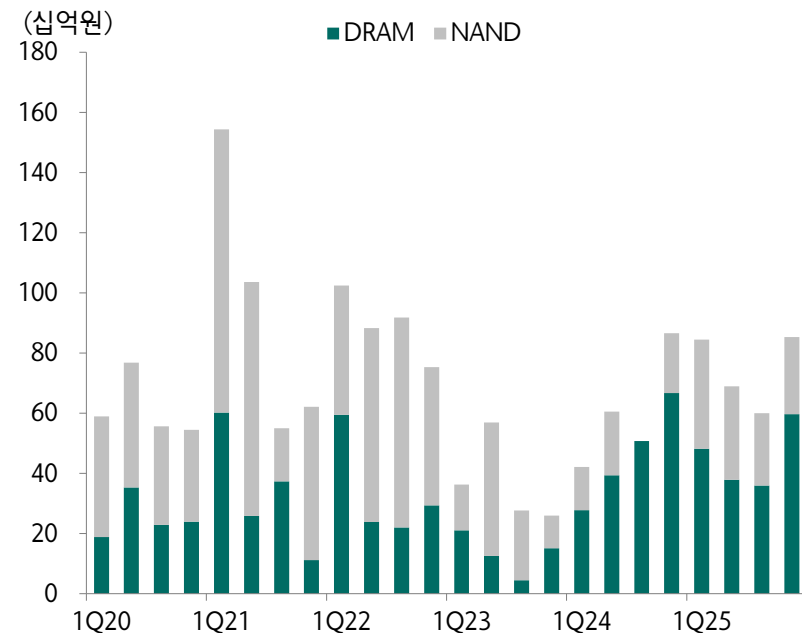
- 2024년 기준 SK하이닉스향 DRAM 장비 비중이 기존 30% 내외에서 47%로 확대되면서 최대 고객사가 SK하이닉스로 변경
- 전방 산업 비중 또한 기존 NAND 62%에서 2024년 23%로 축소, DRAM은 38%에서 77%로 확대
- 현재 메모리 업황 중 가장 가시성 높은 수요가 HBM이기 때문에 SK하이닉스의 DRAM 신규 투자 수혜가 기대

테스의 고객사별 매출액 추이 및 전망



자료: 테스, 하나증권 추정

테스의 전방산업별 매출액 추이 및 전망



자료: 테스, 하나증권 추정





5. Top Picks



테스(095610) | BUY | TP 34,000원 | CP(5월22일) 22,350원

- 2025년 매출액은 전년대비 24% 증가한 2,988억원, 영업이익은 전년대비 42% 증가한 546억원 전망
- SK하이닉스의 15x 라인 완공 이후 신규 증설에 따른 수혜 기대. 또한, 삼성전자의 NAND V8 전환 투자도 진행
- 2025년 전년대비 실적 성장에도 불구하고 12개월 선행 PER 8.78배에 불과해 밸류에이션 매력 확보

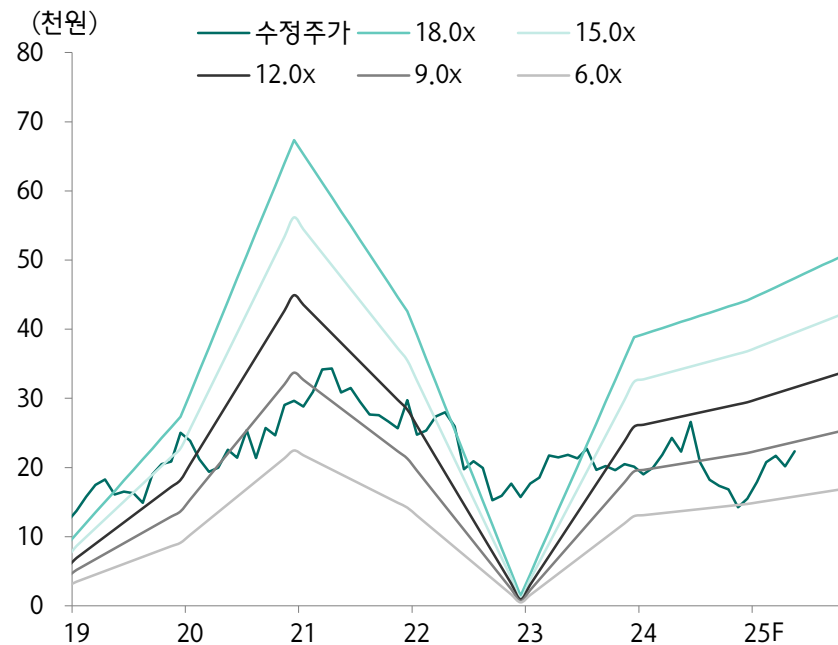
Financial Data

(단위: 십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	146.9	240.1	298.8	339.9
영업이익	(5.9)	38.5	54.6	65.5
순이익	1.6	42.7	48.5	56.9
증감률	(96.7)	2,631.7	13.7	17.4
PER	254.43	7.18	9.42	8.02
PBR	1.12	0.79	1.07	0.97
ROE	0.52	13.55	13.86	14.51
DPS	500	600	600	600

자료: 하나증권

PER 밴드

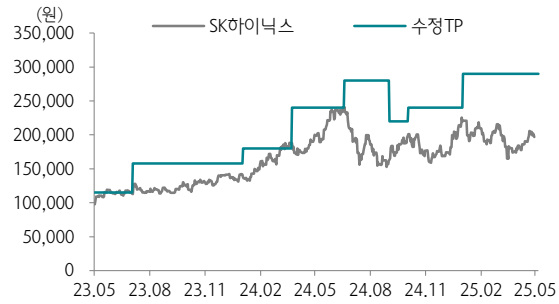


자료: 하나증권



투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

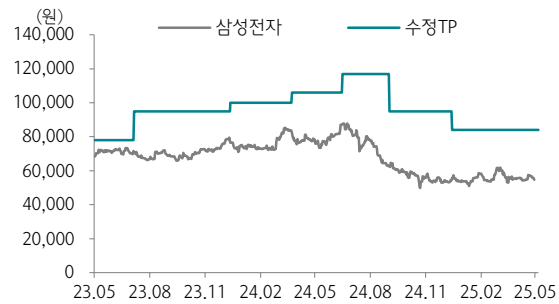
SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.24	BUY	290,000		
24.10.25	BUY	240,000	-23.33%	-6.04%
24.9.24	BUY	220,000	-16.06%	-9.91%
24.7.11	BUY	280,000	-34.67%	-16.79%
24.4.15	BUY	240,000	-15.34%	-0.42%
24.1.25	BUY	180,000	-10.52%	4.67%
23.7.26	BUY	158,000	-19.98%	-9.75%
23.1.13	BUY	115,000	-15.61%	3.91%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

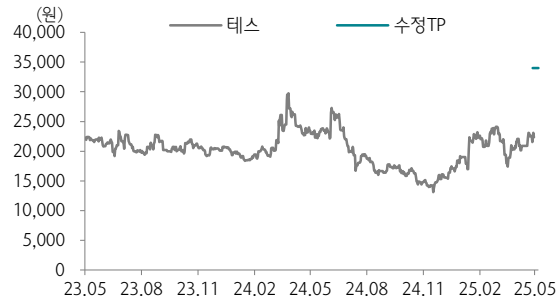
삼성전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.6	BUY	84,000		
24.9.24	BUY	95,000	-40.33%	-31.89%
24.7.8	BUY	117,000	-34.38%	-24.96%
24.4.15	BUY	106,000	-25.83%	-17.83%
24.1.4	BUY	100,000	-24.23%	-14.70%
23.7.28	BUY	95,000	-25.99%	-16.21%
22.9.27	BUY	78,000	-18.73%	-5.90%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

테스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
25.5.20	BUY	34,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2025년 5월 26일 현재 해당회사의 유가증권 권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 05월 23일