

반도체 소부장

비관론의
끌자락

반도체 소부장/IT부품. 이동주



반도체 소부장 (비중 확대)

비관론의 끝자락

지난 5 월부터 IT 소부장 대한 투자 센티먼트가 급격하게 악화되고 있다. 레거시 수요 부진의 지속, 메모리 보수적인 투자 기조, 삼성전자 실적 우려에 따른 Supply chain 투심 악화, 트럼프 행정부 출범에 따른 관세 리스크 등 이유는 복합적이다. 수요 민감도가 높은 전통 소부장 업체를 시작으로 수요 민감도가 상대적으로 낮은 파크시스템스, 리노공업, HPSP 등 Quality 주식마저 최근 무너지는 모습이 연출되고 있다.

Quality 주식으로 대변되는 업체들마저 투심이 무너졌다는 것은 연말로 향해 시점에도 국내 테크 업종의 2025년 전망이 여전히 불확실성이 크다는 의미로 해석된다. Nvidia 발 AI 수요는 여전히 강하고 초과 수요가 내년에도 지속되는 모습인 반면 국내 테크 업체는 AI 산업에서 역할론에 대한 의구심도 제기된다. 특히 국내 소부장 업체의 경우 삼성전자와 SK 하이닉스에 대한 의존도가 높고 비메모리보다는 메모리에 노출이 크다는 측면에서 AI는 아직까지 간접 수혜에 가깝다. HBM 이 AI 가속기 성능에서 핵심적인 역할을 하며 부가가치가 높은 것은 사실이지만 소부장 관점에서는 관련 수혜 업체는 제한적이고 이마저도 국내외로 다변화되는 상황이다. 결국 전반적인 국내 소부장 센티먼트는 전통 메모리 산업의 국면 전환 여부에 크게 좌우될 것으로 보인다.

Analyst 이동주

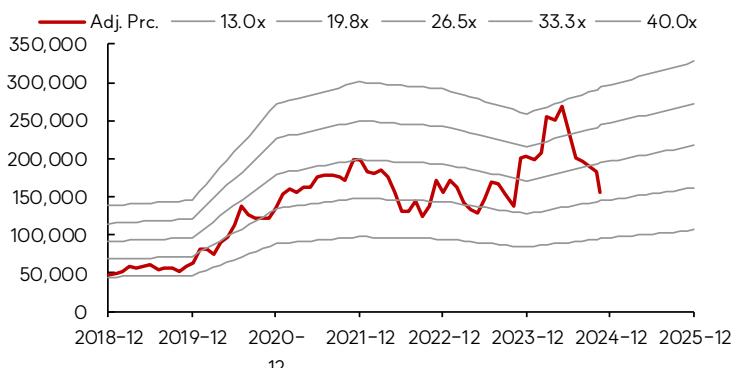
natelee@skc.co.kr / 3773-9026

여전히 국내 테크 업종에 대한 비관론이 지배적인 상황이며 단기적인 모멘텀은 부재 하나 2025년 소부장에 대한 투자 View 은 Overweight 을 제시한다.

1) 실적과 주가의 괴리가 예상보다 크게 벌어졌다. 3Q24 실적을 복기해보면 주요 장비 업체는 예상치 상회, 주요 소재/부품 업체는 대체적으로 부합했다. 3Q 누적으로 전년 동기 대비해서도 성장을 보여준 업체가 대다수였다. 그럼에도 주가는 하락세를 면치 못했다. 2025년 실적은 어떨까? 메모리 업황의 더딘 회복(2H25 가격 반전) 그리고 보수적인 투자 기조 등에서 여전히 낙관론을 펼치기엔 이르지만 올해 상반기 실적의 골이 깊었던 만큼 낮은 기저 효과를 기대할 수 있다. 반면 대부분 소부장 업체의 12M FWD P/E는 역사적 하단 수준에 근접했다. 결과적으로 실적에 대한 우려보다는 주요 고객사의 센티먼트 영향이 컼던 것으로 작은 호재에도 강한 반등이 나타날 수 있는 주가 수준이다. 반등의 시기가 업황과 맞물려 조금 지연될 수는 있으나 바닥에 대한 고민은 분명 필요한 시점이다.

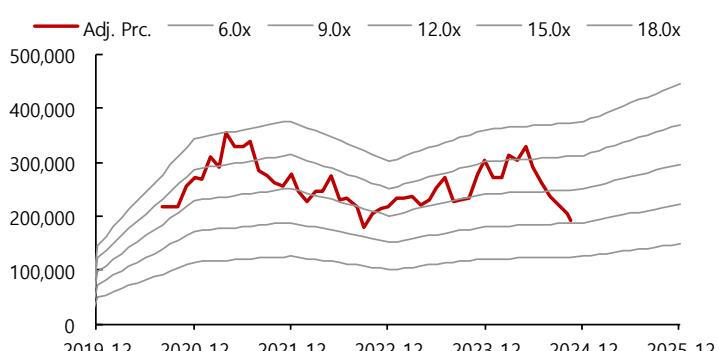
2) 실적에 따른 주가 차별화도 두드러질 것으로 보인다. 2023년 HBM, Nvidia의 키워드로 후공정 연관 업체들이 주가가 크게 뛰었다면 2025년은 실적으로 수혜군이 압축되는 해가 될 것으로 보인다. 전통 소부장 업체의 경우 AI의 간접 수혜를 받는 영역이 있긴 하지만 실적 체감은 크지 않을 것으로 보인다. 이보다는 전방의 공정 고도화에 따른 수혜가 있는 업체 위주의 투자 매력도 높다. 이를 종합해 볼 때, 2025년 투자 유망 업체로는 파크시스템스, 주성엔지니어링, 리노공업을 제시한다.

리노공업 12M FWD P/E Band



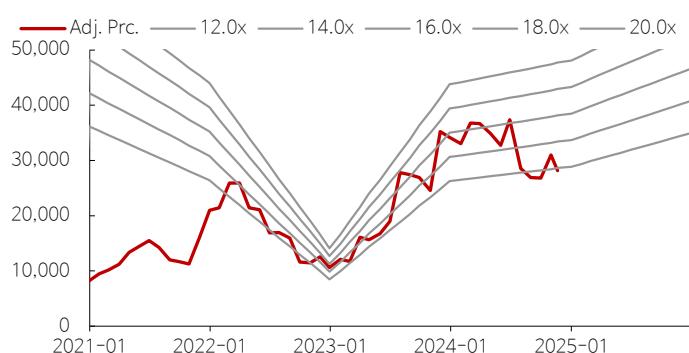
자료: SK 증권

솔브레인 12M FWD P/E Band



자료: SK 증권

주성엔지니어링 12M FWD P/E Band



자료: SK 증권

신규보다는 전환

DRAM은 지난해부터 1a, 1b 위주의 전환 투자가 주를 이루고 있다. 삼성전자는 화성 15 라인과 평택 P2 & P3, SK하이닉스는 M14와 중국 우시 위주로 선단 공정 전환을 진행 중이다. 내년 상반기까지도 신규보다는 전환 투자가 중심이 될 것으로 보인다. 전방 세트 수요의 가시성이 높지 않은 상황에서 CXMT의 공격적인 증설이 메모리 수급 및 신규 투자에 영향을 미치고 있다.

신규 투자가 아예 부재한 것은 아니다. 올해 삼성전자와 SK하이닉스가 각각 20K/월, 40~50K/월 규모로 진행 중인 것으로 파악된다. 내년 신규 투자에 대한 눈높이가 많이 낮아지고 있는 것으로 사실이나 2H25부터 P4와 M15X를 중심으로 신규 투자가 재개될 것으로 보인다.

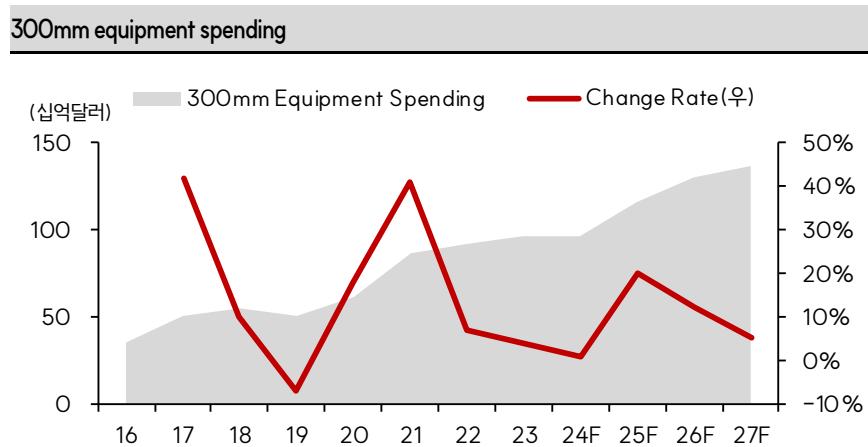
DRAM/NAND/Foundry 로드맵

기업	22Y	23Y	24F	25F	26F
삼성전자	SF4 / SF3E	SF3E / SF4P	SF3 (GAA)	SF3P / SF2	SF2P
TSMC	N4	N3	N3E	N2 (GAA)	N2P
인텔	7/4nm	4/3nm	3nm / 20A	20 / 18A	18A
삼성전자 DRAM	D1a (14nm)	D1b (1.2nm)	D1C (11.2nm)	D1d	
SK하이닉스 DRAM	T1a	T1b	T1c	T1d	
마이크론 DRAM	1a	1b	1c	1d	
삼성전자 NAND	V7 (176)	V8 (236)	V9 (286)	V10 (430)	
SK하이닉스 NAND	176L	286L	321L	384L	
마이크론 NAND	176L	232L	276L	380L	

자료: Yole, SK증권

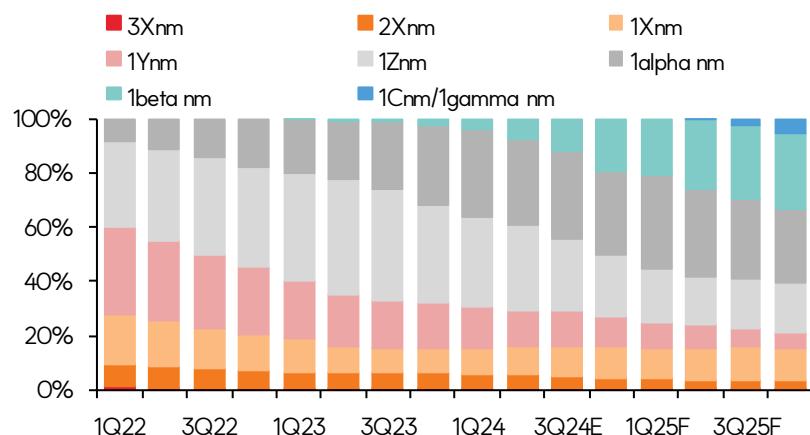
선단 공정 전환에 따른 기술 난이도 증가

DRAM에서는 Capacitor의 A/R(Aspect Ratio) 문제, NAND도 적층 단수가 증가함에 따라 마찬가지로 A/R 문제에 직면한다. Foundry도 기존 FinFET 구조에서 GAA로 전환하는 과정에서 기술 난이도가 대폭 상승한다. 이처럼 선단 공정으로의 전환은 기술 난이도의 체증을 유발시키며 이를 극복하기 위한 새로운 장비 및 소재/부품에 대한 요구가 함께 커지기 된다. EUV, 하이브리드본딩, High-K, ALD, 극저온 식각 등 신규 장비/소재에 대한 니즈는 전방의 투자 사이클의 영향과는 무관하게 투자비와 구매액이 증가하는 영역이다.



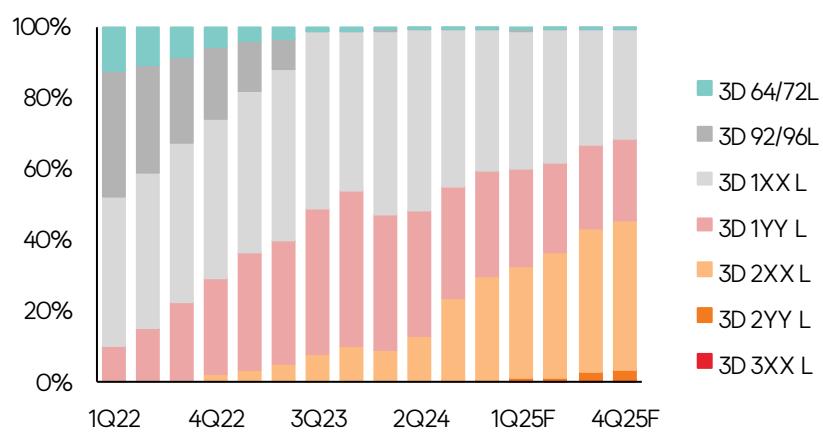
자료: SEMI, SK증권

DRAM 테크노드별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

NAND 단수별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

Top Picks: 리노공업

과도한 주가 하락

전방 모바일 시장 눈높이 하향에도 동사에 미치는 영향은 제한적이다. 전사 매출의 모바일 비중이 70%이나 이 중에서 수요에 민감한 양산용 소켓 비중은 30%에 불과하다. 비중이 훨씬 높은 R&D 용의 경우 팝리스 최선단 공정이 채택된 칩셋으로 현재 수요와 무관할 뿐 더러 상당히 부가가치가 높은 영역이다. 특히 동 시장과 관련해 동사의 점유율은 압도적인 것으로 파악된다. 현재 수익성에서도 업사이드를 바라보는 이유이다. 대면적 AI 시장보다 On Device AI 시장에서 동사의 존재감은 두드러질 것으로 보인다. NPU의 고도화, ASIC 시장의 개화 등 동사 구조적 성장의 트리거 포인트이다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	280	322	256	255	284	307
영업이익	십억원	117	137	114	114	130	144
순이익(지배주주)	십억원	104	114	111	99	113	125
EPS	원	6,810	7,503	7,277	6,473	7,415	8,180
PER	배	29.1	20.7	27.8	23.7	20.7	18.7
PBR	배	7.2	4.8	5.5	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	배	21.2	13.6	21.5	15.3	13.3	11.9
ROE	%	27.5	25.1	21.1	16.9	17.5	17.4

Top Picks: 주성엔지니어링

전공정 내 매력도 상위

국내 메모리 투자는 눈에 띠는 회복세를 보여주지 못하고 있다. 2025년은 올해보다 신규 투자가 늘어날 것으로 보이긴 하나 레거시 수요 부진의 지속과 중국 업체의 공격적인 캐파 투자로 증가 폭에 대해서는 아직까지 보수적인 접근이 합리적이다. 반면 중국 CXMT를 중심으로 한 메모리 투자 강도는 강하다. 올해 80K에 이어 내년에도 이에 준하는 투자가 이루어질 것으로 보인다. 동사의 상반기 해외 매출 비중은 86%이다. 특히 동사의 높은 중국 의존도는 미국 제재 강화에 따른 우려 요인으로 작용했지만 수출 제재에 해당하는 DRAM 선단 공정에 대한 정의는 모호하며 오히려 제재를 의식한 단기 수주 동향은 예상보다 우호적이다. 2025년 전망에 있어서도 업종 내 다른 업체 대비 실적 가시성은 높다. 메모리 신규 고객사 및 비메모리 High-end 영역으로 확장도 내년부터 본격화된다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	377	438	285	407	513	599
영업이익	십억원	103	124	29	123	142	168
순이익(지배주주)	십억원	146	106	34	103	114	138
EPS	원	3,016	2,200	705	2,189	2,405	2,915
PER	배	7.0	4.8	48.5	12.9	11.7	9.7
PBR	배	2.7	1.0	3.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	8.4	3.1	32.8	9.2	7.6	6.1
ROE	%	48.7	24.9	6.8	18.3	16.9	17.3

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도