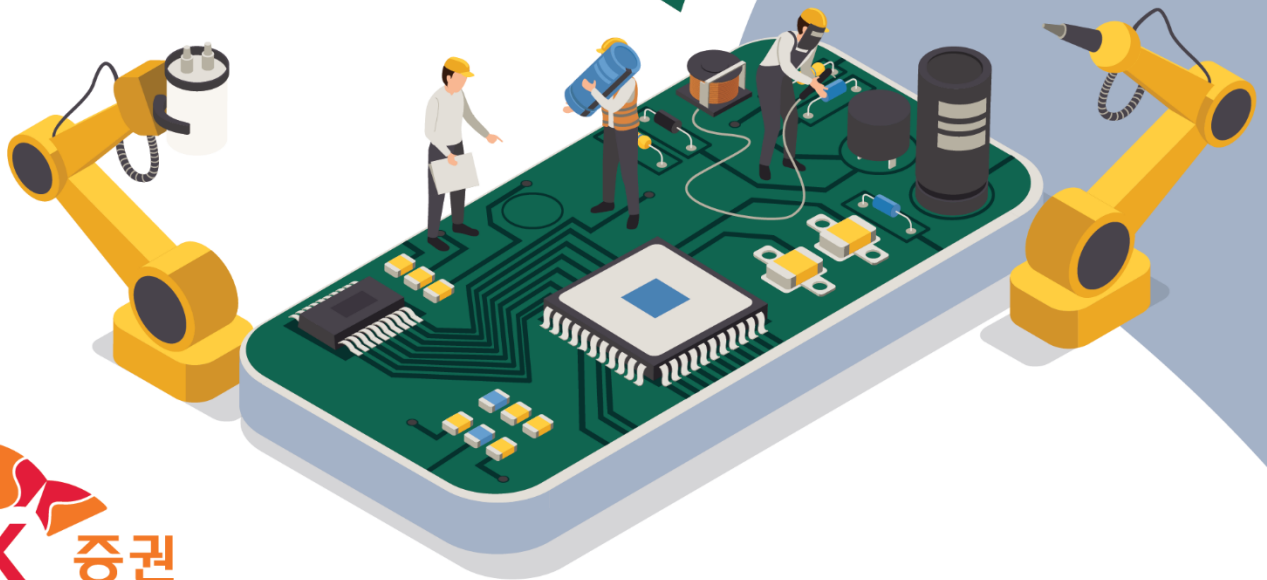


반도체 소부장 하반기 전망

AI와 Commodity의 간극

반도체 소부장. 이동주



반도체 소부장 비중확대(유지)

AI와 Commodity의 간극

24년 리뷰: 스쳐지나간 반짝임

상반기 반도체 소부장의 반짝임은 그리 길지 못했다. 1) 중국 이구환신 효과 2) 관세 우려에 따른 Pull-in 수요 3) 낙폭 과대에도 불구하고 주가는 연초 수준으로 되돌림이 나타났다. 구매력이 상당히 떨어져 실수요가 위축되어 있고 pull-in으로 인해 하반기에 대한 수요 불확실성이 오히려 커졌기 때문이다.

25년 전망: 같이 맞은 때,
기다려도 AI 후공정

문제는 매크로 불확실성이 Commodity를 넘어 AI까지 번지고 있다는 점이다. AI 역시 CSP의 효율적인 자원 배분으로 투자의 속도 조절이 2026년부터 나타날 가능성이 있다. 다만 관세라는 이벤트로 AI 관련 후공정 업체들은 올해에 대한 호황 국면을 주가에 전혀 반영하지 못했다. 2026년에 대한 AI View가 관련 업체의 주가 추세를 결정하게 될 중요한 기준점은 분명하나 전공정과 같은 위치에 있다는 점은 쉽게 동의하기 힘들다. 단기적인 주가 레벨업을 기대하는 이유이며 그 트리거가 될 이벤트로는 1) 2Q25 중 2026년 HBM 물량 계약 확정과 2) 삼성전자의 12단 진입이다.

보수적인 접근의 전공정
대안은 1) NAND 2) 중국

전공정은 Commodity 수요에 민감하다. 다행히도 부품/세트 재고 수준이 완화된 후반기에 완만한 회복을 예상한다. 하지만 pull-in 효과로 하반기의 출발이 예상보다 좋지 못할 것으로 보이며 관세라는 불확실성이 여전히 크게 자리잡고 있다. 보수적인 접근을 권고한다.

전공정 내에서의 대안은 1) NAND 전환 투자와 2) 중국 칩 메이커 가동 램프업 2가지로 요약된다. NAND의 감산 기조는 상반기까지 유효한데 이를 계기로 제조사는 전환 투자에 적극적이다. 100단대의 시장 비중이 여전히 69%인 점을 고려하면 올해 전환 투자는 더욱 활발해 질 것으로 보인다. 중국의 칩 메이커는 지난 3년간 대규모 투자를 진행했는데 올해부터는 투자 분들의 본격적인 가동이 시작된다. 중국 칩 메이커향으로 소재/부품을 공급할 수 있는 업체의 실적이 올해 견고할 전망이다.

Analyst 이동주

natelee@sks.co.kr / 3773-9026

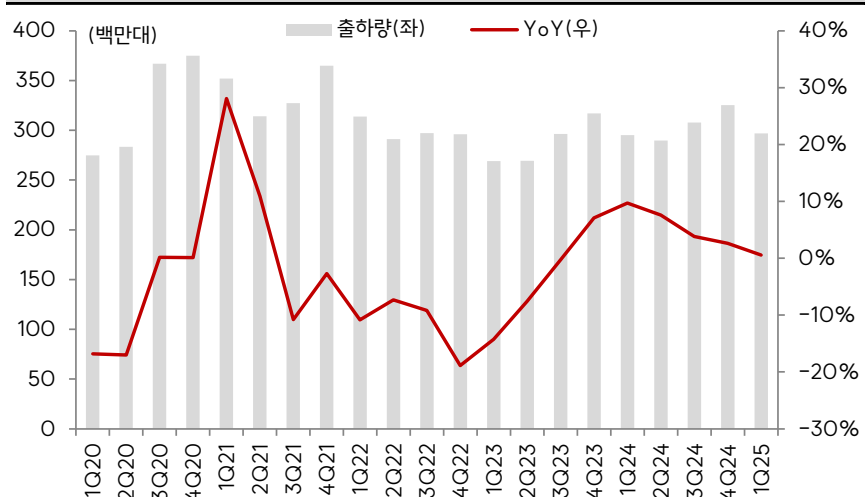
25년 상반기 리뷰: 오래가지 못했던 반짝임

반짝였던 Sell-in, 체감하기엔 짧았던 효과

연초 이후 3월까지 반도체 전공정 업체 중심의 주가 반등이 나타났다. 1) 중국 이구 환신 효과에 따른 DRAM/NAND 재고 소진 2) 관세 우려에 따른 Pull-in 수요 3) 낙폭 과대가 배경이었던 것으로 파악된다. 다만, 주가 반등은 오래가지 못했다. 일부 AI 후공정 업체를 제외하면 5월말 주가는 연초 수준으로 되돌림이 나타났다. 중국은 보조금 효과로 SET Sell-in 수요가 견조했고 미국도 관세 우려로 SET over-ship에 나서는 모습이었으나 기타 지역으로 확산이 나타나지 못했으며, 재고 소진에도 높은 재고를 감당하기엔 역부족이었다. 실제 제조사의 가동률 회복으로 이어지기엔 효과가 다소 짧았던 것으로 풀이된다.

AI 효과를 확실히 실적으로 보여주는 일부 후공정 업체 한정으로 차별화된 주가 퍼포먼스가 나타났다. AI 후공정으로 분류되더라도 실적 혹은 수주가 실제 확인되는 업체(두산, 이수페타시스, 한화비전, 파크시스템스)의 주가는 연초 이후 상승세를 이어갔던 반면, AI theme은 유효하나 아직 효과를 증명하지 못한 업체는 하락세를 면치 못했다. 관세 이슈 이후 매크로 불확실성이 커져가는 상황에서 투자자들은 확실한 투자처만을 선택지로 가져가고 있다.

분기별 스마트폰 출하량



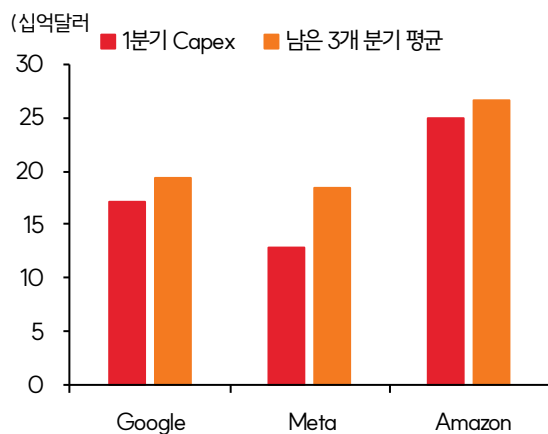
자료: SA, SK 증권

25년 하반기 전망: AI와 커머리티의 간극

같이 맞은 때, 기다려도 AI 후공정

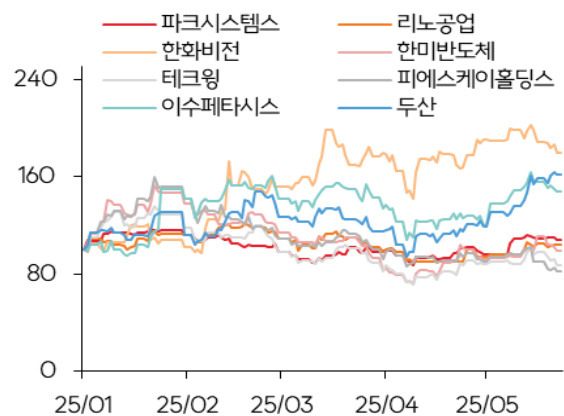
관세 이슈에 따른 매크로 불확실성이 커머리티를 넘어 AI 수요까지 번지고 있다. AI 인프라 투자가 상당 부분 진행되었고 향후에는 효율적인 투자 배분 중심으로 속도 조절이 나타날 수 있다. 물론 2026년 CSP 업체의 Capex에 대한 전망이 아직 가변적이지만 적어도 올해의 Capex plan은 예상보다 더 공격적이다. 주가가 통상 하반기보다는 2026년 업황과 투자를 반영하기 마련이나, AI 관련 후공정 업체의 주가는 관세라는 일시적 이벤트로 올해에 대한 호황 국면조차 반영을 하지 못한 상황이다. 추세적인 관점에서는 당연히 2026년이 중요한 기준점이 되겠으나 단기적으로 AI 관련주의 주가 레벨에 한번 높아진 상태에서 2026년을 바라볼 것으로 생각한다. 2Q25 중 나타날 2026년 HBM 공급 계약 확정과 삼성전자의 HBM3e 12단 진입이 단기적인 트리거 요인이다. 상대적으로 소외되었던 삼성전자 HBM Supply chain도 하반기 반등의 기회를 맞이할 전망이다.

주요 CSP 업체 2025년 capex



자료: Bloomberg, SK 증권

주요 HBM Supply chain YTD



자료: Bloomberg, SK 증권

전공정 모멘텀 약세 구간 지속

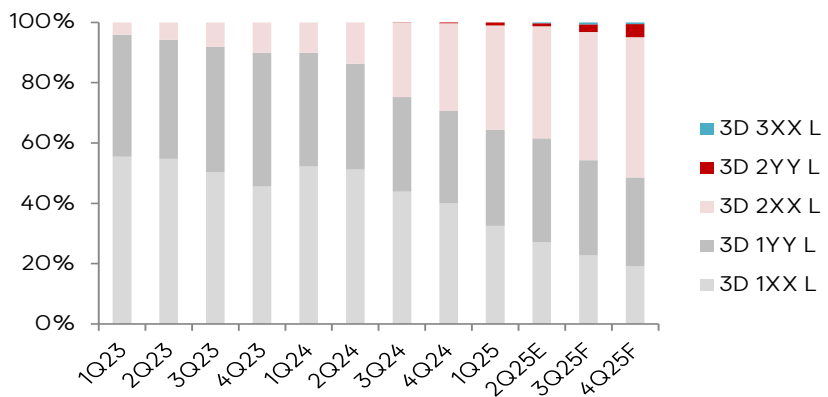
메모리 업체의 지속적인 감산 노력에 따른 공급 제약으로 메모리 재고도 빠르게 개선세를 보이고 있다. DDR5는 1-2주, DDR4는 정상 수준에 가까워졌다. NAND 역시 상반기까지 감산이 진행되고 있어 수급 불균형은 점차 해소되어 가는 국면이다. 문제는 실수요이다. 상반기를 복기해보면 중국의 이구환신 효과에 따른 스마트폰 출하 반등, 관세를 우려한 SET 전반에 걸친 Pull-in 수요 등이 수요 단을 자극했으나 효과는 생각보다 크지 않았고 지속 기간도 짧았다. 그만큼 소비력이 많이 줄어 있는 상태이다. 제조사의 재고, 채널 재고가 소진되고 있다는 점에서 하반기 완만한 반등을 예상하나, Pull-in 수요가 2Q25에 나타났던 만큼 하반기의 출발은 생각보다 좋지 못할 가능성이 있으며 여전히 불확실성을 안고 가야하는 시점이다. Multiple 관점에서 전공정은 매력적인 구간에 진입해 단기적인 반등은 나타날 수 있겠으나 추세적인 상승세를 그리기 위해서는 하반기 커머디티 수요에 대한 불확실성이 걷힐 필요가 있다.

장비: NAND 전환 투자 가속화

NAND의 전방 수요처별 비중은 Handset 33%, eSSD 24%, PC 23%, Others 20%이다. 여전히 Commodity B2C 수요가 전체의 60%를 차지한다. 이에 NAND 제조사의 감산 기조는 올해 상반기까지 이어지고 있다. 다만, 제조사들은 감산과 함께 이를 전환 투자의 계기로 활용하여 지난해부터 고단화 전환에 적극 대응하고 있다. 삼성전자는 중국 시안 팹을 V6에서 V8으로, 화성 및 평택도 라인 전환을 추진 중이다. V10에 대한 투자 윤곽도 하반기 중 드러날 전망이다. 현재 시장의 적층 단수 출하 비중이 100 단대가 여전히 69%인 점을 감안하면 200 단대와 그 이상으로의 전환이 올해부터 가속화될 것으로 보인다.

전환 투자와 더불어 400 단대 이상의 초고단화 시장도 열리게 된다. 이후 500 단대부터 1,000 단대까지 제조사별로 중기적인 로드맵까지 갖춰졌다. 400 단대 이상에서의 적층 단수 증가는 장비 단에서부터 소재까지 상당한 기술적 변화를 수반하게 된다. 대표적으로 Cryo etcher의 도입과 CF 계열을 소재 사용 증가이다. 이 외에도 Warpage 대응을 위한 BSD 장비, Mo 증착을 위한 ALD 장비, bonding 장비의 변화 등이 수반된다.

NAND 적층 단수별 비중 추이 및 전망



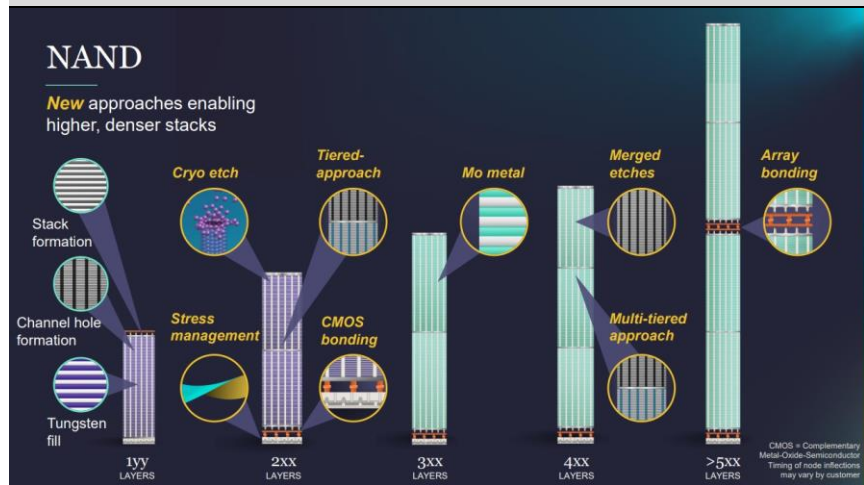
자료: DRAMexchange, SK 증권

주요 칩 메이커 공정 로드맵

기업	22Y	23Y	24Y	25F	26F
삼성전자	SF4 / SF3E	SF3E / SF4P	SF3 (GAA)	SF2 (GAA)	SF2P / SF2X
TSMC	N4	N3	N3E	N2 (GAA)	N2P
인텔	7/4nm	4/3nm	3nm / 20A		18A
삼성전자 DRAM	D1a (14nm)		D1b (12nm)		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	400L

자료: 각 사, SK 증권

NAND 고단화에 따른 장비/소재 변화



자료: TEL

소재/부품: 중국의 자립화에 올라타자

중국의 반도체 기술 독립을 위한 노력이 지속되고 있다. SMIC, CXMT, YMTC 등을 중심으로 상당한 기술적 진전을 보이고 있으며 제조 공정에 필수적인 장비도 Nauram AMEC 과 같은 로컬 업체들이 상당 부분을 대체하기 시작했다. CXMT 는 지난해에만 DRAM 80K 투자를 강행했고 YMTC 도 HCB 기술 선제적 도입과 함께 투자의 고삐를 당기고 있다. 지난 2 년간 대규모 투자로 국내 장비사의 중국향 수출이 가파르게 늘었다면, 올해부터는 투자 분의 본격적인 가동 사이클이 시작된다.

중국에 대한 노출이 큰 업체, 그 중에서도 특히 중국 로컬 업체로 공급이 가능한 업체를 주목해야 한다. Blankmask, 세정/코팅, 세라믹 히터, 식각 부품 등 영역에서 실적 개선이 확인되기 시작했다. 장비가 그랬듯 미중 제재의 범위가 소재/부품까지 확산되지 않을까 하는 우려도 상존한다. 다만 1) 장비군과 달리 범용적인 성격이 강해 테크 노드별 구분이 불분명하다는 점과 2) 부품 가짓수만 수만가지에 달해 현실적으로 지정이 쉽지 않다. 중장기적으로는 소재/부품 역시 중국의 자립화가 이루어질 것이라고 생각하지만 현재 부진한 업황을 상쇄시킬 수 있는 단기적인 트리거임은 분명하다. 중국으로 인한 multiple re-rating 까지 기대하기보단 실적 향상을 통한 주가 레벨도 점진적으로 높아질 것으로 예상된다.

주요 소재/부품 중국 노출도 및 Valuation

(십억원)	시가총액	중국 비중	2024년			2025년			
			매출액	영업이익	OPM %	매출액	영업이익	OPM %	PER
에스엔에스텍	799	30~40%	176	29	17%	-	-	-	-
코미코	652	32%	507	112	22%	577	134	23%	9.0
월덱스	301	31%	307	70	23%	-	-	-	-
티씨케이	1038	23%	276	81	29%	316	95	30%	12.9
한솔케미칼	1342	20%	776	129	17%	841	152	18%	9.9
케이엔제이	136	20%	62	14	23%	75	23	30%	6.8
에프에스티	409	10%	237	2	1%	250	20	8%	20.5

자료: Fnguide, SK 증권

Top Picks: 리노공업

구조적 성장은 계속 된다

On-device AI의 핵심 수혜 업체이다. NPU 고성능화에 따른 고사양 AP, 5G 통신 칩 탑재 등 모바일 신제품의 부품 집적도의 상향 효과가 R&D 용 소켓에서 양산용 소켓으로 확대되기 시작했다. 모바일 내 집적도 증가에 따른 소켓 대응 역량은 동사가 압도적인 우위를 가진 영역이다.

기존 거래선의 동사에 대한 의존도는 지속해서 높아짐과 동시에 신규 거래선으로의 확장도 점차 나타날 것으로 보인다. 신공장 완공도 26년 11월로 예정되어 있다. AP 위주의 비즈니스 영역에서 차량용 SoC, 통신칩, XR, 로봇 등 매출처의 다변화가 본격화되면서 한계로 지적받던 모바일향 의존도도 낮아질 것으로 예상된다.

12M FWD P/E Band 기준으로 역사적 하단 수준에 머물러 있다. 실적에 대한 노이즈도 크게 없는 만큼 적극적인 비중 확대가 유효한 구간이다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	322	256	278	216	348	392
영업이익	십억원	137	114	124	146	167	193
순이익(지배주주)	십억원	114	111	113	131	149	172
EPS	원	1,501	1,455	1,486	1,716	1,960	2,255
PER	배	20.7	27.8	25.8	23.5	20.6	17.9
PBR	배	4.8	5.5	4.7	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	배	13.6	21.5	18.5	14.9	12.8	10.7
ROE	%	25.1	21.1	19.2	19.7	19.7	19.6

Top Picks: 코미코

다수의 모멘텀

동사 역시 커머디티에 대한 포지션이 큰 업체이나 지난해부터 보여준 실적의 행보는 업황이 무색할 정도로 큰 폭의 성장을 시현하고 있다. 실적 성장의 가장 큰 공로는 중국 매출 확대이다. 본사 세정/코팅의 Wuxi 법인과 자회사 미코세라믹스의 중국 실적이 24 년부터 가파르게 늘어났다. 중국 반도체 투자 굴기 이후 가동 램프업이 나타나는 효과와 더불어 중국 로컬 장비사 자립화에 따른 세라믹 히터 수요가 급증한 것이 주요 배경이다. 중국의 이러한 자립화 노력은 홀로서기가 가능해질 때가 진행될 것으로 보이며 향후 1-2 년간 국내 소부장 업체에게 기회 요인으로 작용할 전망이다.

회사는 기업 가치 제고 계획을 통해 미코세라믹스 관련 중복 상장 우려도 해소시키겠다고 언급한 바 있다. 지난해부터 미코세라믹스 상장 이슈가 부각되면서 코미코의 밸류가 크게 디스카운트를 받아왔던 만큼 현 시점은 디스카운트 해소 관점에서 접근이 필요하다. 흡수합병을 고려한 EPS 희석 영향도 5-10%에 불과할 것으로 추정한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	288	307	507	566	645	735
영업이익	십억원	55	33	112	132	156	182
순이익(지배주주)	십억원	42	32	56	70	84	99
EPS	원	4,188	3,014	5,340	6,693	8,072	9,423
PER	배	10.3	21.4	6.9	8.8	7.3	6.3
PBR	배	1.7	3.2	1.4	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	배	4.9	11.6	4.0	4.8	4.2	3.8
ROE	%	17.5	13.5	23.4	23.5	23.1	22.1

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 제 3 자에게 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