

2025. 9. 11



▲ IT 소재장비

Analyst 김동관

02. 6454-4880

dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 21,000 원

현재주가 (9.10) 16,900 원

상승여력 24.3%

KOSDAQ 833.00pt

시가총액 11,200억원

발행주식수 6,627만주

유동주식비율 73.64%

외국인비중 15.14%

52주 최고/최저가 16,900원/8,320원

평균거래대금 145.9억원

주요주주(%)

최창호 외 13 인 26.36

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	39.2	55.3	56.3
상대주가	35.2	35.3	32.5

주가그래프



하나마이크론 067310

양방향에서 더 좋아지는 시기

- ✓ 베트남 실적 개선 기반해 동사 영업이익은 4Q25E까지 매분기 계단식 성장 전망
- ✓ Bottom-up: 고객사 메모리 외주 물량 확대에 따른 실적 추정치 상향 조정
- ✓ 외형 성장에 기반한 영업 레버리지 효과로 가파른 수익성 개선도 동반될 전망
- ✓ Top-down: 서버 DRAM 초과 수요 감지. 베트남은 서버 DRAM 중심 라인 운영 중
- ✓ 메모리 업황에 따른 밸류에이션 동조화 감안 시 주가 상승에도 불구 상승여력 존재

2H25E Preview: 베트남 실적 개선 국면 돌입

하나마이크론의 영업이익은 3Q25E 376억원(+24% QoQ), 4Q25E 572억원(+52% QoQ)으로 가파르게 성장할 전망이다. SK하이닉스의 메모리 후공정을 담당하는 베트남 법인의 실적 개선이 성장의 핵심이다. [베트남] 베트남 법인 매출액은 3Q25E 2,086억원(+28% QoQ), 4Q25E 2,207억원(+6% QoQ)로 성장하며 하반기부터 외형 확대가 가시화될 전망이다(그림6). 당해 후공정 외주 단가에 대한 상승분이 4Q25E 일시 반영됨에 따라 4Q25E 큰 폭의 수익성 개선이 뒤이을 것으로 예상된다(베트남 OPM 3Q25E 4%, 4Q25E 11% 추정). [별도] 베트남 법인 성장에 따른 원부자재 매출 확대로 전년 대비 성장 기조가 이어질 전망이다(3Q25E +17%, 4Q25E +19%). 별도 법인 고객사의 메모리 Ass'y 물량 증가는 '26년부터 본격화될 전망이다.

Bottom-up: 고객사 메모리 외주 확대 기반 실적 성장

고객사의 메모리 외주 물량 확대에 따른 실적 고성장이 예상된다. 당사가 8/26 발간한 자료 대비 2026년 영업이익 추정치를 +8% 추가 상향했다. 주요 고객사는 2026년에도 HBM 등 고부가 제품에 대한 생산 확충에 가용 자원을 집중할 전망이다. 급격한 실적 성장에도 불구하고 여전히 순부채 상황에 머무르는 만큼 비용 전반에 대한 효율화 필요성도 증가하는 시점이다. 베트남 법인의 본격 성장은 고객사의 니즈와 동사의 선제적인 인프라 투자가 맞아떨어진 결과라는 판단이다.

자회사 실적 개선에 따른 연결 수익성 개선도 더해진다. 베트남 법인은 2Q25 흑자 전환 이후 영업 레버리지 효과가 발현되며 매분기 수익성 개선이 전망된다. 베트남 법인은 100% 지분으로 확보한 만큼 자회사 수익성 개선은 영업이익은 물론 동사의 약점이었던 지배주주순이익 개선으로도 이어질 전망이다(그림7).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	968.0	57.9	-13.5	-282	적자전환	6,449	nm	4.5	11.4	-4.7	216.9
2024	1,250.7	106.8	-23.8	-359	적자확대	5,607	-25.7	1.6	10.3	-7.0	221.0
2025E	1,484.8	136.7	25.2	380	흑자전환	5,907	44.4	2.9	8.0	6.4	199.7
2026E	1,828.8	205.3	78.5	1,185	211.3	7,473	14.3	2.3	6.0	15.9	162.6
2027E	2,171.1	290.7	140.9	2,126	79.5	9,981	8.0	1.7	4.4	21.3	127.6

Top-down: 서버 중심 메모리 시장 개선

동사의 밸류에이션은 레거시 메모리 시장과 높은 상관관계를 갖는다. 레거시 메모리의 재고 상승 및 업황 하락이 진행됐던 2H22와 2H24에 급격한 밸류에이션 하락을 경험한 바 있다. 스마트폰 AP, 지문인식센서(FPS) 등 시스템반도체 관련 매출 비중은 통상 연결 매출액의 10% 내외에 불과하다.

2026년 서버 DRAM 중심 초과 수요에 대한 기대감이 상승하고 있다. 공급업체들의 생산 라인 내 HBM 할당이 확대됨에 따라 공급이 제한된 상황에서 수요 증가가 예상되기 때문이다. AI 서버 투자 지속에 더해 범용 서버의 교체 투자에 따른 메모리 수요 증가가 전망되는 상황이다.

동사 베트남 법인은 SK하이닉스 메모리 전제품을 대응할 수 있다. 하지만 2024년부터 가용 capa의 90% 수준이 서버 DRAM 라인으로 구성된 상황이다. 서버 DRAM 중심 제품 믹스를 운영하는 만큼 밸류에이션 상승은 물론 실적 눈높이 추가 상향 가능성도 점쳐볼 수 있다는 판단이다.

투자의견 Buy, 적정주가 21,000만원으로 상향 조정

하나마이크론에 대해 투자의견 Buy 유지, 적정주가는 21,000원으로 상향 조정한다. 적정주가 산정에는 2026E BPS 7,473원에 target multiple 2.8배를 적용했다. 2.8배는 SK하이닉스와의 임가공계약 체결(21.11) 이후부터 업황 둔화가 이뤄진 2H24 이전인 '22-1H24 12MF PBR의 평균 수준이다. 동사가 부여받은 평균적인 멀티플의 +1SD 수준이기도 하다(그림11). 바텀업 방향의 실적 개선과 탑다운 방향의 업황 개선이 동반되는 만큼 무리 없는 수준이라는 판단이다.

레버리지가 높은 재무 구조를 갖고 있는 만큼 실적 성장에 따른 ROE 개선 추세도 가파르다. 동사의 ROE는 2024년 -7.0%에서 2025E 6.4% - 2026E 15.9%로 가파르게 개선될 전망이다. 과거 동사가 부여받은 ROE 대비 PBR을 감안 시 최근의 주가 상승에도 불구하고 여전히 상승 여력이 충분하다는 판단이다(그림12).

표1 3Q25E Preview 테이블

(십억원)	3Q25E	3Q24	(% YoY)	2Q25	(% QoQ)	기존 추정치	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	404.5	312.1	29.6	340.2	18.9	403.9	0.1	403.9	0.1
영업이익	37.6	17.5	115.1	30.2	24.4	37.0	1.5	37.0	1.5
세전이익	14.9	5.5	168.3	8.5	74.4	14.3	4.0	14.3	4.0
순이익	4.9	-0.5	흑자전환	3.2	53.7	4.5	9.8	4.5	9.8
영업이익률(%)	9.3	5.6		8.9		9.2		9.2	
세전이익률(%)	3.7	1.8		2.5		3.5		3.5	
순이익률(%)	1.2	-0.2		0.9		1.1		1.1	

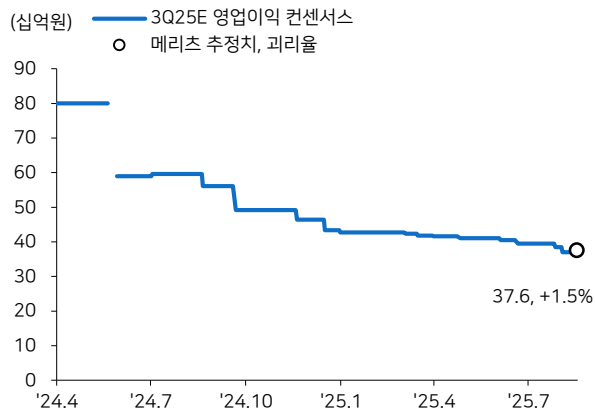
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025E 연간 실적 테이블

(십억원)	2025E	2024	(% YoY)	기존 추정치	(%diff)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,484.8	1,250.7	18.7	1,472.8	0.8	1,472.8	0.8
영업이익	136.7	106.8	28.0	133.3	2.6	133.3	2.6
세전이익	62.0	-2.0	흑자전환	58.6	5.9	58.6	5.9
지배주주 순이익	25.2	-23.8	흑자전환	22.5	11.9	22.5	11.9
영업이익률(%)	9.2	8.5		9.0		9.1	
세전이익률(%)	4.2	-0.2		4.0		4.0	
순이익률(%)	1.7	-1.9		1.5		1.5	

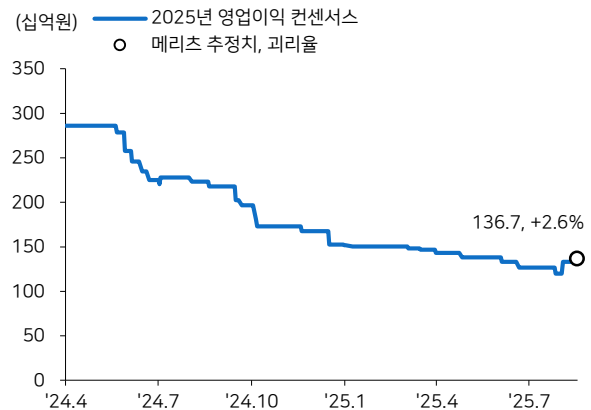
자료: Quantwise, 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림1 3Q25E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 부합 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 분기 및 연간 실적 Snapshot

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	311.8	340.2	404.5	428.3	401.0	447.6	473.5	506.7	1,250.7	1,484.8	1,828.8
하나마이크론 별도	212.8	262.4	254.6	260.2	215.4	239.9	253.0	272.3	797.6	990.0	980.7
베트남 (VINA, Vietnam)	161.0	163.0	208.6	220.7	212.4	232.9	260.2	279.9	532.7	753.3	985.3
브라질 (HT, HE)	43.8	56.9	74.4	78.8	61.3	74.4	73.5	79.6	263.0	253.8	288.8
반도체재료	58.6	64.1	66.5	69.2	66.1	72.3	74.9	78.1	251.6	258.4	291.4
기타 및 연결 조정	-164.5	-206.1	-199.5	-200.5	-154.2	-171.8	-188.1	-203.2	-594.3	-770.7	-717.3
영업이익	11.7	30.2	37.6	57.2	40.4	52.3	52.4	60.2	106.8	136.7	205.3
영업이익률 (%)	3.8	8.9	9.3	13.3	10.1	11.7	11.1	11.9	8.5	9.2	11.2
세전이익	3.3	8.5	14.9	35.3	24.4	36.8	35.1	43.5	-2.0	62.0	139.8
지배주주순이익	-3.5	3.2	4.9	20.5	12.1	21.2	19.5	25.7	-23.8	25.2	78.5
순이익률 (%)	-1.1	0.9	1.2	4.8	3.0	4.7	4.1	5.1	-1.9	1.7	4.3
매출 비중 (%)											
하나마이크론 별도	68.3	77.1	62.9	60.7	53.7	53.6	53.4	53.8	63.8	66.7	53.6
베트남 (VINA, Vietnam)	51.7	47.9	51.6	51.5	53.0	52.0	54.9	55.2	42.6	50.7	53.9
브라질 (HT, HE)	14.0	16.7	18.4	18.4	15.3	16.6	15.5	15.7	21.0	17.1	15.8
반도체재료	18.8	18.8	16.4	16.2	16.5	16.1	15.8	15.4	20.1	17.4	15.9
기타 및 연결 조정	-52.8	-60.6	-49.3	-46.8	-38.4	-38.4	-39.7	-40.1	-47.5	-51.9	-39.2
성장률 (% YoY)											
매출액	15.9	19.0	29.6	11.6	28.6	31.6	17.1	18.3	29.2	18.7	23.2
하나마이크론 별도	20.0	42.7	17.1	18.9	1.2	-8.5	-0.6	4.7	37.1	24.1	-0.9
베트남 (VINA, Vietnam)	30.4	32.4	62.4	40.0	31.9	42.9	24.7	26.8	45.8	41.4	30.8
브라질 (HT, HE)	1.5	-10.8	5.2	-7.9	40.0	30.8	-1.2	1.1	110.6	-3.5	13.8
반도체재료	1.5	4.5	4.8	0.1	12.8	12.8	12.8	12.8	7.7	2.7	12.8
기타 및 연결 조정	적자확대	적자확대	적자확대	적자확대	적자축소	적자축소	적자축소	적자확대	적자확대	적자확대	적자축소
영업이익	8.4	62.3	115.1	-4.5	244.2	73.0	39.6	5.3	84.4	28.0	50.2
세전이익	흑자전환	흑자전환	168.3	36.6	633.4	331.7	135.8	23.2	적자전환	흑자전환	125.3
지배주주순이익	적자축소	흑자전환	흑자전환	233.1	흑자전환	558.6	295.3	25.3	적자확대	흑자전환	211.3

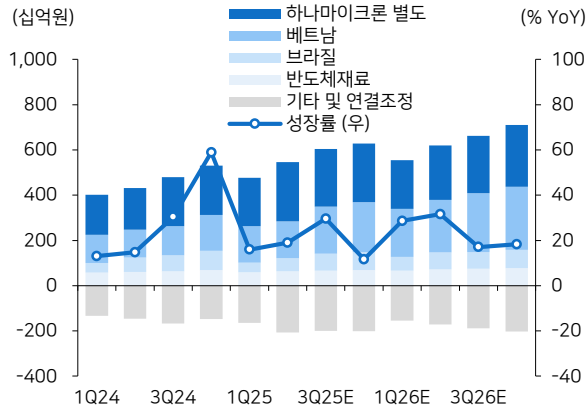
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

표4 하나마이크론 적정주가 산출

구분	내용	비고
2026E 지배 BPS (원)	7,473	
Target Multiple (배)	2.8	베트남 법인 실적 성장기 '22-1H24 평균 12MF PBR
적정주가 (원)	21,000	
희석유통주식수 (천주)	66,272	
적정 시가총액 (십억원)	1,380.5	
현재주가 (원) (25. 9. 10 기준)	16,900	
Upside Potential (%)	24.3	

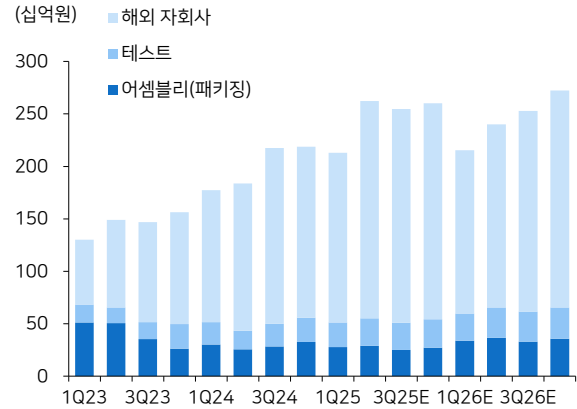
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 하나마이크론 부문 별 매출액 추이 및 전망



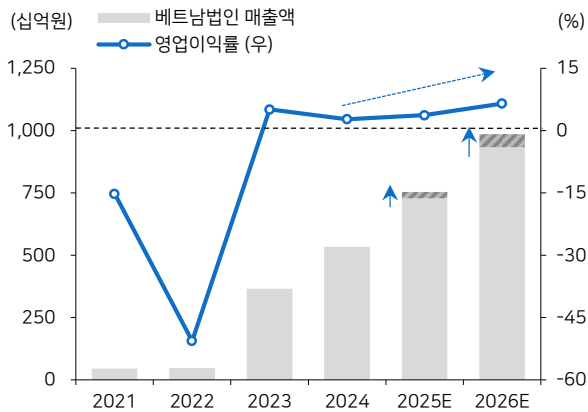
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림4 별도 법인 사업부 별 매출액 추이 및 전망



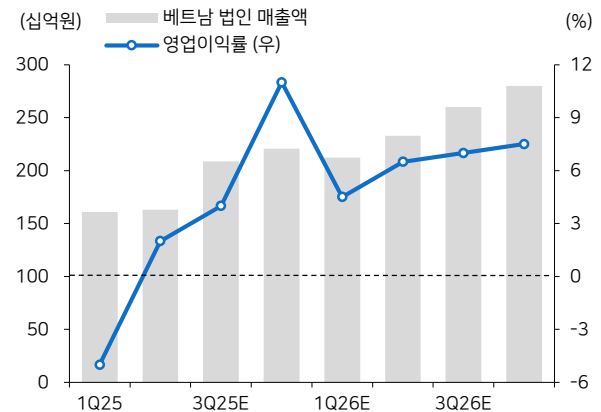
주: 해외자회사는 브라질, 베트남 법인으로의 원부자재 조달 매출, 연결 조정됨
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림5 베트남 법인 연간 매출액 및 영업이익률 전망



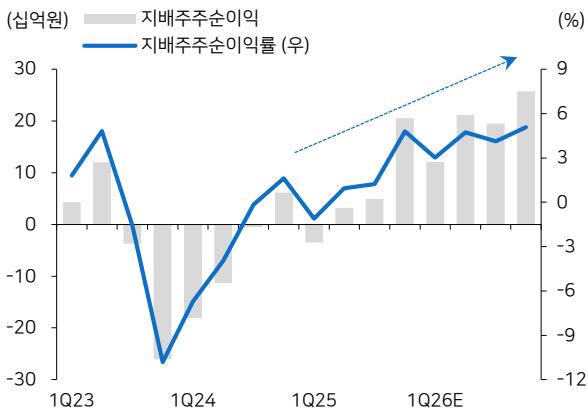
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림6 베트남 법인 분기 별 매출액 및 영업이익률 추정



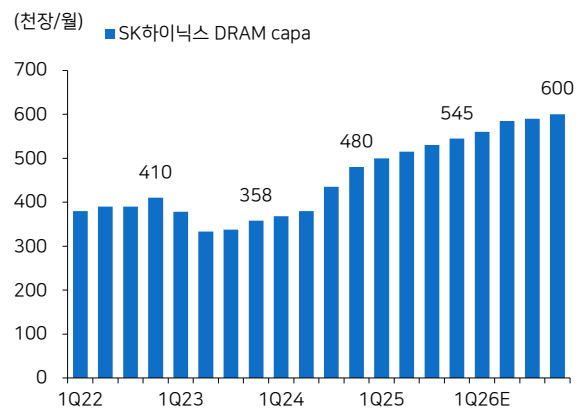
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림7 하나마이크론 지배주주순이익 및 순이익률 전망



자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SK하이닉스 DRAM capa 추이 및 전망



자료: TrendForce, 메리츠증권 리서치센터

그림9 하나마이크론 12MF PER 밴드 차트



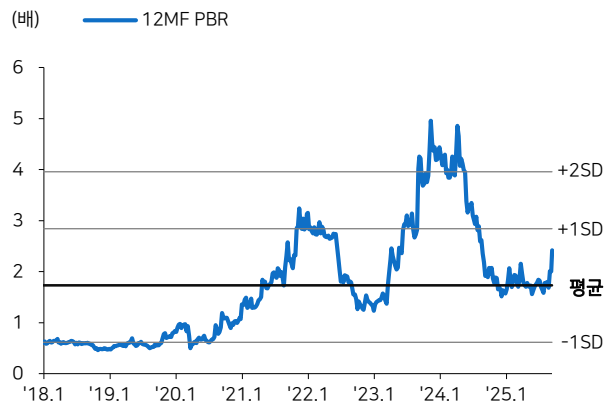
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림10 하나마이크론 12MF PBR 밴드 차트



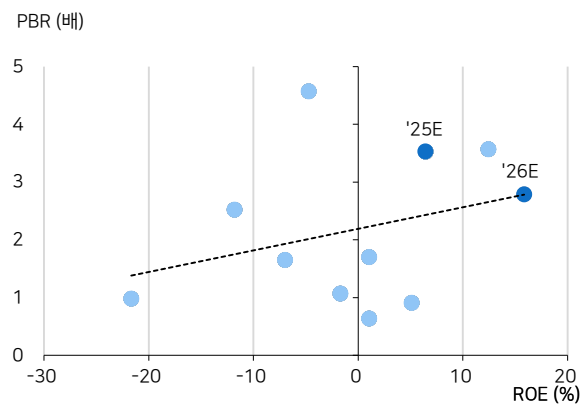
자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림11 하나마이크론 12MF PBR 추이



자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

그림12 하나마이크론 PBR - ROE 차트



자료: 하나마이크론, 메리츠증권 리서치센터

하나마이크론 (067310)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	968.0	1,250.7	1,484.8	1,828.8	2,171.1
매출액증가율(%)	8.2	29.2	18.7	23.2	18.7
매출원가	841.0	1,060.5	1,260.8	1,515.0	1,754.3
매출총이익	126.9	190.2	224.0	313.8	416.8
판매관리비	69.0	83.4	87.3	108.5	126.1
영업이익	57.9	106.8	136.7	205.3	290.7
영업이익률(%)	6.0	8.5	9.2	11.2	13.4
금융손익	-27.2	-104.1	-72.6	-63.8	-60.8
종속/관계기업손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-16.7	-4.6	-1.9	-1.5	-1.7
세전계속사업이익	14.0	-2.0	62.0	139.8	228.0
법인세비용	13.0	9.1	15.2	30.8	50.2
당기순이익	1.0	-11.2	46.8	109.0	177.8
지배주주지분 순이익	-13.5	-23.8	25.2	78.5	140.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	83.1	41.0	227.9	245.5	317.6
당기순이익(손실)	1.0	-11.2	46.8	109.0	177.8
유형자산상각비	115.4	129.7	142.2	152.2	162.4
무형자산상각비	6.8	8.4	9.4	11.7	14.5
운전자본의 증감	-61.4	-148.3	5.8	-54.6	-69.8
투자활동 현금흐름	-408.1	-146.1	-190.7	-119.3	-119.1
유형자산의증가(CAPEX)	-307.1	-140.7	-168.5	-115.0	-115.0
투자자산의감소(증가)	-77.9	-7.1	-9.1	-0.1	-0.9
재무활동 현금흐름	330.7	146.7	-55.1	-54.2	-60.5
차입금의 증감	294.0	96.3	-42.3	-50.0	-50.0
자본의 증가	0.0	74.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.0	48.4	-20.1	69.9	135.9
기초현금	100.7	106.7	155.0	134.9	204.9
기말현금	106.7	155.0	134.9	204.9	340.8

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	438.4	616.7	642.6	798.8	1,043.2
현금및현금성자산	106.7	155.0	134.9	204.9	340.8
매출채권	87.6	251.9	281.2	332.6	398.0
재고자산	169.7	165.2	180.6	207.0	239.6
비유동자산	1,286.7	1,328.0	1,268.1	1,228.2	1,175.9
유형자산	1,002.5	1,037.7	984.0	946.8	899.4
무형자산	35.9	35.3	33.8	31.8	26.9
투자자산	2.9	13.5	10.5	10.5	10.5
자산총계	1,725.1	1,944.6	1,910.7	2,027.0	2,219.0
유동부채	644.7	620.2	620.1	631.1	650.2
매입채무	55.9	61.2	68.3	80.8	96.6
단기차입금	292.3	247.9	264.8	244.8	224.8
유동성장기부채	183.4	203.7	172.8	172.8	172.8
비유동부채	536.0	718.6	653.1	624.1	593.9
사채	0.0	139.5	139.5	139.5	139.5
장기차입금	523.0	567.2	490.5	460.5	430.5
부채총계	1,180.7	1,338.8	1,273.2	1,255.2	1,244.1
자본금	24.0	33.1	33.1	33.1	33.1
자본잉여금	195.3	326.4	305.3	305.3	305.3
기타포괄이익누계액	30.5	42.7	28.8	28.8	28.8
이익잉여금	60.2	32.0	86.6	190.3	356.5
비지배주주지분	235.3	234.2	246.0	276.5	313.5
자본총계	544.4	605.8	637.5	771.8	974.9

Key Financial Data

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	20,199	18,872	22,404	27,596	32,760
EPS(지배주주)	-282	-359	380	1,185	2,126
CFPS	1,734	618	3,439	3,705	4,792
EBITDAPS	3,759	3,695	4,351	5,571	7,057
BPS	6,449	5,607	5,907	7,473	9,981
DPS	50	70	50	110	190
배당수익률(%)	0.2	0.4	0.3	0.7	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	nm	nm	44.4	14.3	8.0
PCR	16.8	14.9	4.9	4.6	3.5
PSR	1.4	0.5	0.8	0.6	0.5
PBR	4.5	1.6	2.9	2.3	1.7
EBITDA(십억원)	180.1	244.9	288.3	369.2	467.7
EV/EBITDA	11.4	10.3	8.0	6.0	4.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-4.7	-7.0	6.4	15.9	21.3
EBITDA 이익률	18.6	19.6	19.4	20.2	21.5
부채비율	216.9	221.0	199.7	162.6	127.6
금융비용부담률	4.5	5.0	4.4	3.5	2.8
이자보상배율(x)	1.3	1.6	2.0	12.0	17.8
매출채권회전율(x)	12.1	7.4	5.6	6.0	5.9
재고자산회전율(x)	5.5	7.5	8.6	9.4	9.7

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.6%

2025년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

하나마이크론 (067310) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2024.07.25	산업분석	Buy	24,353	김동관	-45.6	-27.9	
2024.10.14	기업브리프	Buy	20,000	김동관	-49.4	-39.1	
2025.01.08	기업브리프	Buy	17,000	김동관	-33.1	-20.7	
2025.07.14	기업브리프	Buy	15,000	김동관	-17.9	12.7	
2025.09.11	기업브리프	Buy	21,000	김동관	-	-	