

## Tech팀

류형근

Analyst

hyungkeun.ryu@samsung.com

## 하나마이크론 (067310)

## 과도기가 지나간다

- 유상증자와 실적 부진 우려로 최근 주가는 부진. 성장의 과도기를 지나가는 국면.
- 하반기 이익 회복 예상. 삼성전자향 제품 다각화 (서버 DDR5, 모바일 AP) 효과와 SK 하이닉스의 Legacy 제품 외주 확대 효과가 본격화될 것.
- 이익 전망 하향으로 인한 BPS 축소 감안 목표주가 28,000원으로 하향하나, 매수 의견 유지. 메모리 반도체 후공정 공급 구조의 변화 속 지속적인 기회 창출 가능할 것.

## WHAT'S THE STORY?

**Key Issue**와 이에 대한 생각: 5월 17일 유상증자 발표 이래, 주가 부진이 지속되고 있다. 유상증자에 따른 지분 가치 희석과 단기 실적 부진 우려가 주가 부진의 주요 배경이라 생각한다. Risk가 있다면 이에 대한 진단이 필요하다.

## 1. 유상증자: 달갑지 않다. 하지만, 필요한 투자다.

그간 하나마이크론은 외형 성장을 위해 복수의 자금 조달을 진행했다 (하나마이크론 VINA 공장 증설 투자, 비메모리 반도체 테스트 Capa 확대 등).

이번 유상증자의 경우, 삼성전자의 신규 모바일 AP향 패키지 테스트 수요 대응(Capa 증설)과 재무 Risk 축소 (일부 차입금 상환) 목적으로 의사결정이 이뤄진 것으로 판단된다.

투자자의 반응은 냉담하다. 기존 투자금 회수 전에 또 다른 증자 결정이 나와 달갑지 않다는 반응이 많고, 우려의 목소리도 존재한다. 그렇다면, 이번 증자 결정이 가져올 기회 요소와 Risk에 대해 면밀히 따져볼 필요가 있다.

## 1) 비메모리 반도체 테스트 사업 확대

- 삼성전자의 신규 모바일 AP향 패키지 테스트 수요 대응 목적적이고, 사업 특성상, 일정 수준의 가동률 (70%) 확보가 용이하다. 고수익성 제품인 만큼 투자금 회수에 오랜 시간이 걸리지 않을 것이라 생각한다.
- 모바일 AP와 같은 고부가 제품 레퍼런스를 확대한다는 점은 향후 비메모리 반도체 사업 확대에 있어 긍정적 효과를 가져올 것이라 생각한다.

(다음 페이지에 계속)

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	968	1,228	1,667	2,180
영업이익 (십억원)	58	98	216	305
순이익 (십억원)	1	16	123	214
EPS (adj) (원)	-277	-196	1,258	2,602
EPS (adj) growth (%)	적전	적지	흑전	106.8
EBITDA margin (%)	18.6	19.3	22.1	20.7
ROE (%)	-4.7	-3.0	17.0	28.0
P/E (adj) (배)	n/a	n/a	18.0	8.7
P/B (배)	4.5	3.3	2.8	2.1
EV/EBITDA (배)	13.8	9.7	6.2	4.7
Dividend yield (%)	0.2	0.2	0.2	0.2

자료: 하나마이크론, 삼성증권 추정

## ▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	28,000원	23.9%
현재주가	22,600원	
시가총액	1.2조원	
Shares (float)	57,169,475주 (72.8%)	
52주 최저/최고	17,672원/32,730원	
60일-평균거래대금	762.2억원	

## ▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
하나마이크론 (%)	0.6	-21.8	8.5
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	-0.6	-21.3	12.1

## ▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	28,000	34,000	-17.6%
2024E EPS	-196	2,054	nm
2025E EPS	1,258	3,391	-62.9%

## ▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	2
Target price	37,500
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

**2) 재무 Risk 축소**

- 2022-2023년 메모리 반도체 불황 영향과 Vina 공장 투자 확대 영향으로 그간 부채 비율이 증가했다. 높은 부채 비율을 감안 시, 추가 차입을 진행하기엔 부담이 있었던 것으로 판단된다.
- 연내 1,200억원 내외의 회사채에 대한 만기가 돌아오며, 이 중 대다수는 Refinancing을 진행할 예정이다. 이번 자금 조달을 통해 약 240억원의 회사채 상환을 진행할 계획이다.
- 고금리 환경이 유지되고 있는 만큼 이전 대비 순금융비용 부담이 높아졌고, 재무 안정성을 사전에 높이기 위한 결정이라 판단된다. 이번 결정이 재무 Risk를 축소하는 데 기여할 수 있을 것이라 생각한다.

**2. 단기 이익보다 구조적 변화에 집중****1) 하나마이크론 본사: 본격화될 제품 다각화 효과**

- 비메모리 반도체 테스트 사업의 경우, 가동률 65-70% 수준을 유지해가며 순항하고 있는 것으로 판단된다. 본사 단기 실적에 있어 Risk가 있다면, 삼성전자 메모리 반도체 후공정 사업이다.
- 현재 메모리 반도체 공급업계는 자체 보유 재고에 대한 소진을 우선시하고 있는 것으로 추정된다. 그렇다면, OSAT향 수주 물량은 업황 개선과 별개로 저조할 수 있다.
- 하반기에는 개선 가시성이 높아질 것이라 생각한다. 국내 메모리 반도체 업계의 보유 재고는 상반기 내 정상화될 것으로 예상되고, 재고가 정상화된 이후부터 OSAT향 수주 물량이 재차 확대될 수 있다.
- 기존 모바일 물량의 회복에 더해, 우리가 주목하는 점이 있다면, 그것은 제품 다변화 효과이다. 그간 본사 메모리 물량 내 모바일 비중은 약 90%에 달했고, 현재 모바일 제품을 넘어 서버 DDR5로의 제품 다변화가 진행 중이다. 절대 물량은 아직 크지 않으나, 2분기에도 이러한 변화는 나타나고 있는 것으로 판단된다 (월별 물량 증가 지속).
- 삼성전자의 서버 DDR5 고객 인증이 3분기 내 다수 마무리될 것으로 전망한다. 고객 인증이 마무리되고 나면, 공급 확대가 본격화될 것이고, 이에 하나마이크론의 서버 DDR5 대응 물량 또한 본격적인 성장세를 맞이할 것으로 예상된다.

**2) 하나마이크론 VINA: 구조적 변화의 수혜 지속**

- 2024년 하나마이크론 VINA의 매출액 전망을 5,462억원으로 하향한다. SK하이닉스의 HBM 생산 확대 영향을 감안한 결과이다.
- 현재 SK하이닉스는 북미 GPU 고객의 강한 HBM 오더 속 HBM 생산 확대에 주력하고 있는 것으로 추정된다. DRAM 웨이퍼 투입량을 늘리고 있으나, HBM이 가져올 수 있는 Capa 잠식 효과는 심해지고 있고, 이에 범용 DRAM에 대한 대응력은 하반기 경 하락할 수 있다.
- 현재 하나마이크론의 경우, 서버 DRAM과 eSSD 중심으로 SK하이닉스향 물량에 대응 중인 것으로 추정된다. HBM으로의 생산 믹스 확대 속 범용 DRAM에 대한 대응력이 떨어지고 있는 만큼 올해 VINA 매출 전망은 하향 조정이 필요하다는 판단이다.
- 다만, 긍정적 변화도 존재한다. SK하이닉스의 후공정 Fab Space 운영 효율화 속, Legacy 물량 외주가 지속 확대될 기반이 마련되고 있다. 큰 틀에서 보면, 메모리 반도체 후공정 공급의 구조적 변화가 진행되고 있는 셈이고, 우리는 이러한 변화에 보다 높은 가치를 부여한다.

**3) 브라질 법인, 예상 대비 빠른 이익의 회복**

- 당초 연간 적자 추이가 지속될 것으로 예상했으나, 웨이퍼 판가의 반등 속, 이익 회복이 생각보다 빠르게 나타나고 것으로 추정된다.
- 웨이퍼 판가 인상과 물량 회복 효과로 연간 흑자 전환이 예상된다 (2024년 영업이익률: +낮은 한 자릿수대%로 상향).

**투자 전략:** 국내 최대 OSAT 업체로 도약할 잠재력을 갖춘 회사이고, 유상증자에 따른 주가 하락이 이뤄진 현 구간에선 Risk 대비 Return이 높다고 생각한다. 이익의 방향 전환, 메모리 반도체 후공정의 구조적 변화 (Legacy 제품의 외주 확대), 모바일 AP를 기반으로 한 비메모리 테스트 사업 대응 역량 확대 등을 감안 시, 여전히 기대할 만한 변화가 많다고 생각한다. 이익 전망 하향분을 감안하여 목표주가를 28,000원으로 하향하나, 매수 의견을 유지한다.

**목표주가 산출**

(원)	2024E	비고
주당 순자산 (원)	7,699	2024년 예상 BPS 25%, 2025년 예상 BPS 75% 적용
Target P/B (배)	3.5	2021-2024년 평균 12m Fwd P/B에 1SD를 더한 수준
<b>목표주가 (원)</b>	<b>28,000</b>	
현재 주가 (원)	22,600	
상승 여력 (%)	23.9	

자료: 삼성증권

**하나마이크론: 실적 추이 및 전망**

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	238	249	239	241	269	281	316	362	372	373	422	501	968	1,228	1,667	2,180
<b>반도체 제조</b>	169	184	186	195	211	219	246	283	296	291	332	403	734	959	1,323	1,749
하나마이크론 별도	131	149	147	155	177	166	175	202	210	193	201	259	582	721	863	1,056
하나마이크론 Vietnam	4	7	8	9	6	8	9	9	6	8	9	10	28	32	34	35
Hana Micron VINA	47	75	98	117	115	120	144	168	182	209	240	267	337	546	898	1,261
HT/HE	52	41	38	36	45	40	47	46	45	43	49	47	64	105	112	109
Hana WLS	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	4	4	6	8
기타/내부거래 제거	-65	-90	-106	-123	-133	-116	-130	-143	-149	-164	-168	-182	-384	-522	-663	-800
<b>반도체 재료</b>	68	65	53	47	58	63	70	79	75	82	90	98	234	269	345	430
하나머티리얼즈	68	65	53	47	57	63	70	79	75	82	90	98	233	268	345	430
<b>영업이익</b>	17	18	16	7	11	12	29	45	41	47	59	69	58	98	216	305
세전이익	15	25	0	-26	-20	-6	15	30	19	34	48	50	14	19	150	268
순이익	14	19	1	-33	-17	-5	13	25	16	28	39	41	1	16	123	214
<b>이익률 (%)</b>																
영업이익	15.7	14.9	11.6	3.8	7.1	7.4	6.6	2.8	4.0	4.4	9.2	12.5	6.0	8.0	13.0	14.0
세전이익	20.4	11.5	14.4	-5.8	6.5	10.0	0.1	-11.0	-7.6	-2.1	4.8	8.3	1.4	1.5	9.0	12.3
순이익	15.5	7.5	9.9	-7.0	5.8	7.6	0.3	-13.5	-6.3	-1.8	4.1	7.0	0.1	1.3	7.4	9.8

참고: 연결 기준

자료: 하나마이크론, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	894	968	1,228	1,667	2,180
매출원가	722	841	1,054	1,367	1,773
매출총이익	172	127	174	301	406
(매출총이익률, %)	19.3	13.1	14.2	18.0	18.6
판매 및 일반관리비	69	69	77	85	101
영업이익	104	58	98	216	305
(영업이익률, %)	11.6	6.0	8.0	13.0	14.0
영업외손익	-13	-44	-79	-66	-37
금융수익	7	31	22	23	25
금융비용	30	58	117	99	70
지분법손익	1	-0	0	1	0
기타	9	-17	16	10	7
세전이익	91	14	19	150	268
법인세	32	13	3	27	54
(법인세율, %)	35.8	93.1	15.0	18.0	20.0
계속사업이익	58	1	16	123	214
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	58	1	16	123	214
(순이익률, %)	6.5	0.1	1.3	7.4	9.8
지배주주순이익	3	-14	-11	72	149
비지배주주순이익	55	14	27	51	66
EBITDA	195	180	236	369	451
(EBITDA 이익률, %)	21.8	18.6	19.3	22.1	20.7
EPS (지배주주)	58	-277	-196	1,258	2,602
EPS (연결기준)	1,193	20	298	2,157	3,751
수정 EPS (원)*	58	-277	-196	1,258	2,602

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	130	83	166	288	329
당기순이익	58	1	16	123	214
현금유출입이없는 비용 및 수익	154	198	173	203	222
유형자산 감가상각비	86	115	132	147	141
무형자산 상각비	5	7	7	6	5
기타	63	76	35	50	76
영업활동 자산부채 변동	-40	-61	31	39	-12
투자활동에서의 현금흐름	-399	-408	-285	-266	-118
유형자산 증감	-323	-307	-280	-250	-100
장단기금융자산의 증감	8	-29	-9	-16	-18
기타	-84	-72	4	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	245	331	102	-91	-234
차입금의 증가(감소)	269	298	11	-89	-232
자본금의 증가(감소)	-71	5	93	0	0
배당금	-8	-6	-2	-3	-3
기타	55	34	0	0	-0
현금증감	-22	6	2	-43	-5
기초현금	123	101	107	108	66
기말현금	101	107	108	66	61
Gross cash flow	212	199	189	326	436
Free cash flow	-196	-224	-114	38	229

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\* 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준  
 자료: 하나마이크론, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	385	438	490	506	637
현금 및 현금등가물	101	107	108	66	61
매출채권	65	81	113	123	150
재고자산	181	170	165	177	243
기타	38	81	103	140	183
비유동자산	1,024	1,287	1,424	1,523	1,479
투자자산	16	13	14	15	17
유형자산	808	1,002	1,150	1,253	1,212
무형자산	21	36	35	30	25
기타	180	235	225	225	225
자산총계	1,409	1,725	1,914	2,029	2,115
유동부채	442	645	681	711	639
매입채무	78	56	90	109	141
단기차입금	217	292	304	274	244
기타 유동부채	147	296	287	328	255
비유동부채	479	536	583	547	494
사채 및 장기차입금	417	502	541	491	421
기타 비유동부채	61	34	42	56	73
부채총계	921	1,181	1,264	1,258	1,133
지배주주지분	264	309	388	457	603
자본금	24	24	26	26	26
자본잉여금	191	195	286	286	286
이익잉여금	77	60	47	116	262
기타	-27	30	29	29	29
비지배주주지분	224	235	262	313	379
자본총계	488	544	650	771	982
순부채	581	845	845	785	541

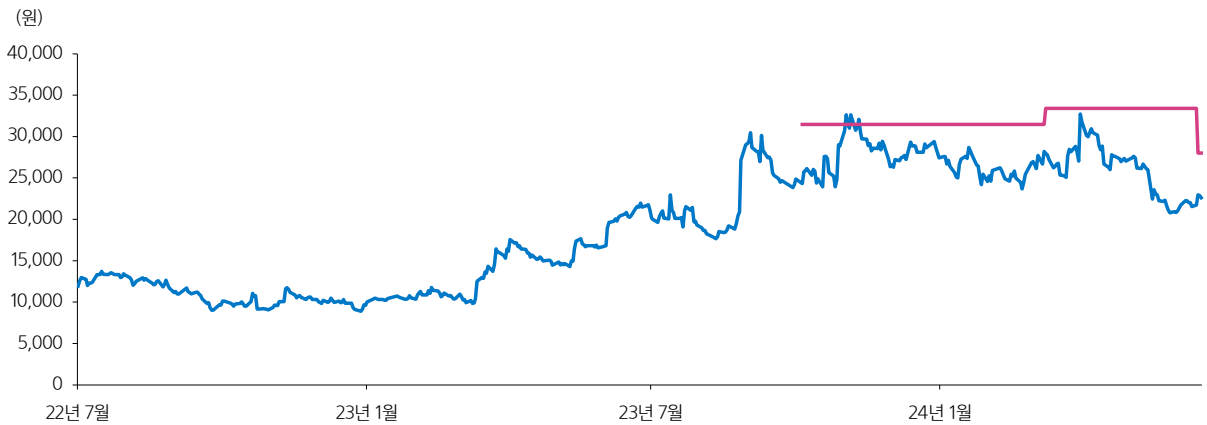
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	33.6	8.2	26.9	35.8	30.7
영업이익	-1.3	-44.1	68.7	121.2	41.4
순이익	-13.3	-98.3	1,565.6	668.8	73.9
수정 EPS**	-90.8	적전	적지	흑전	106.8
주당지표					
EPS (지배주주)	58	-277	-196	1,258	2,602
EPS (연결기준)	1,193	20	298	2,157	3,751
수정 EPS**	58	-277	-196	1,258	2,602
BPS	5,412	6,325	6,792	8,001	10,554
DPS (보통주)	49	49	49	49	49
Valuations (배)					
P/E***	157.5	n/a	n/a	18.0	8.7
P/B***	1.7	4.5	3.3	2.8	2.1
EV/EBITDA	6.4	13.8	9.7	6.2	4.7
비율					
ROE (%)	1.1	-4.7	-3.0	17.0	28.0
ROA (%)	4.7	0.1	0.9	6.3	10.3
ROIC (%)	8.1	0.4	6.6	13.1	17.7
배당성향 (%)	84.7	-17.8	-26.5	3.9	1.9
배당수익률 (보통주, %)	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
순부채비율 (%)	119.1	155.2	130.0	101.8	55.1
이자보상배율 (배)	4.3	1.3	1.8	4.2	7.1

**Compliance notice**

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 6월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 6월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

**2년간 목표주가 변경 추이**



**최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)**

일 자	2023/10/10	2024/3/13	6/21
투자의견	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	31452	33418	28000
과리율 (평균)	-13.40	-22.84	
과리율 (최대or최소)	3.75	-2.06	

**투자기간 및 투자등급:** 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

\* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

**기업**

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

**산업**

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율** 2024.03.31 기준

매수(77.6%) - 중립(22.4%) - 매도(0%)

## 삼성증권

### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA