

iM증권 리서치본부 하이테크부 | 2025.05.19



[반도체] 송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com [IT RA] 손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

[2025년 하반기]

반도체 (Neutral)

# 업황 재둔화 예상. 저점 매수 전략 유효

선구매의 부작용과 Legacy DRAM 생산 증가





# CONTENTS

## [산업분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	17
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	24

## [기업분석]

삼성전자(005930)	31
SK하이닉스(000660)	36

## Summary

### 수요 전망

- CY25 DRAM 수요 증가율을 17.4%로 신규 전망함. 이는 당사 기존 전망치 18.1%에서 소폭 하향 조정된 것으로 관세 부과전 선구매 영향에 따른 2H25 수요 증가율 둔화 가능성 및 HBM 수요 증가율 하향 및 일부 시장 조사 기관의 IT Set 출하 증가율 전망치 하향 조정을 반영한 것임
- 4월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 MoM -20%, YoY +2%의 증감률을 기록한 것으로 보임. 시장 소식에 따르면 최근 관세 부과 전 선구매 효과가 다소 약화되기 시작한 듯. 2H25에는 선구매에 따른 부작용이 발생할 것으로 예상되며 CY25 PC 출하량 증가율을 기존 +1.4%와 유사한 +1.5%로 전망
- 2H25 AI PC의 판매 비중이 상승할 수 있으나 AI PC용으로 Nvidia가 2H25에 구매를 계획했던 SOCAMM의 출하는 CY26으로 연기된 것으로 보임
- 1Q25 글로벌 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 시장 조사기관들의 당초 예상치였던 +6%를 크게 하회하는 +2% 수준에 머문 것으로 보임. 향후 경기 불확실성과 시장 조사 기관의 하향 조정을 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 기존의 +0.1%에서 -0.4%로 하향 조정함. 1Q~3Q25 아이폰 생산량 YoY 증가율 계획치도 당초의 +4.6%에서 -1.0%로 하향 조정된 듯
- 5월 16일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +42.1%로 3월 31일 집계치 대비 1.1%p 하락. 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가율을 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 7.6%로 전망. 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 2H25에는 GB200 생산 문제 해결에 따라 서버 출하가 크게 증가할 것으로 예상되었으나, GB300 출시 연기 및 1H25의 관세 부과전 서버 선구매의 영향으로 2H25 개선 정도가 다소 기대에 미치지 못할 가능성이 있음. 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.1%이며 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율이 한자리수대 초반에 그칠 수 있음
- TSMC는 가속기 반도체향으로 CY25 CoWoS Capa 할당량을 당초 전망치 650~700K에서 632K로 하향. Nvidia에 대한 할당량도 390K (TSMC 380K, Amkor 10K)로 당초 전망치 440K에서 하락. AMD, AWS에 대한 할당량도 기존 전망치 60K, 120K에서 50K, 76K로 하향된 듯. CY25 Nvidia AI GPU 생산량은 7.6백만개 (YoY +45%), 전체 가속기 반도체 생산량은 13.4백만대 (YoY +31%)로 신규 추정되며 이는 당사 기존 전망치 Nvidia 8.4백만개, 전체 14.6백만개에서 하향 조정된 것임
- CY25 HBM 실수요량은 23.1억 GB로 YoY 121% 증가할 전망. 이는 당초 전망치 24.1억 GB 대비 소폭 하향 조정된 것. CY25 업계 생산량 전망치는 31.8억 GB로 기존의 37.5억 GB에서 대폭 하향. CY25 생산량은 향후 추가 하향 조정될 가능성이 높으며 현재 HBM 구매는 어렵지 않은 상황임
- 삼성전자의 1C 나노 성공 여부는 HBM4 뿐 아니라 동사 DRAM 사업 경쟁력 전반에 극히 중요하며 현재까지는 큰 문제없이 진행 중인 듯. 단 이와 별개로 Nvidia향 HBM 3E 12단 및 HBM4 인증 통과 여부는 Nvidia의 높은 품질 기준을 감안 시 아직 불확실

## Summary

### Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 관세 부과 전 선구매와 한국 생산 업체들의 DDR4 종산 및 현물시장 출하 자제 전략에 따라 2월 이후 유통 채널 참여자들은 적극적으로 재고를 축적 중. 또한 모듈 업체들에 따르면 6월, 7월까지의 주문 동향도 양호. 단 현물시장 최대 거래 업체인 Adata의 현재 재고가 DRAM 20주 (D5 비중 50%), NAND 14주 수준에 달하며, 반도체 업체들의 DDR4, NAND 재고도 10주, 15주로 높은 상황에서 실수요는 약세이므로 펀더멘탈의 개선은 없는 듯
- DRAM 업체들의 DDR5 재고는 2~3주에 불과하나 유통 재고가 증가 중이며, 최근 1B 나노 불량 문제가 해결되었고 삼성전자와 CXMT의 생산량이 증가할 전망이므로 DDR5 현물가격의 반등은 조만간 종료될 듯. 재고가 과다한 DDR4, NAND 가격의 반등 역시 2H25까지 장기화되기 어려울 전망이다
- 2Q25 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격은 5~7% 가량 상승하고 제품 믹스의 변화에 따라 반도체 업체들의 DRAM, NAND Blended ASP는 0~5% 상승할 전망이다. 단 향후 DDR5 생산 증가가 예상되는 가운데 관세 부과 전 선구매와 투기성 수요가 둔화될 경우, 3Q25 이후로는 고정거래가격이 상승세를 지속하기 어려울 것으로 판단됨. 대부분의 시장 참여자들은 1H25 현재 시장 상황이 정상적이지 않으며 2H25에는 일반적인 계절성보다 수요가 약할 가능성이 높음을 인지하고 있는 것으로 보임
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +4.7%를 기록해 수요 증가율 +14.3%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 당분간 업황 둔화가 이어질 것으로 예상됨. NAND 업체들은 Wafer 투입량을 원복 시키지 않고 보완 투자를 자제하는 방식으로 소극적인 감산을 진행 중
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 15%와 89%로 기존의 12%와 126%에서 변경되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 19%. 향후 추가적으로 HBM 생산 증가율이 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 상승할 가능성이 있음. 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호하나, 2H25 이후에는 선구매의 부작용과 생산량 증가에 따라 Legacy DRAM 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 반도체 주가는 CY22 10월부터 상승했고 CY24 7월부터 하락하기 시작했으므로 이번에도 업황을 6개월 가량 선행 중인 것으로 판단됨. 최근까지 부진했던 주가는 이를 6개월 후행하는 반도체 업황이 2Q25 또는 CY25 중순부터 추세 상승으로 전환되기 어려움을 의미하는 듯
- 한국 반도체 매출에 관세 부과가 미치는 악영향은 미국으로 반도체를 직접 수출하는 경우 1.3~1.7%와 IT Set항 관세 부과에 따른 간접적인 영향 2.5%를 포함해 약 4% 수준일 것으로 보임. 단 이에는 가격 상승에 따른 IT 소비의 둔화와 이에 따른 반도체 주문의 축소 영향은 포함되지 않았고 미국 Set 업체들의 비용 부담 정도도 유동적이므로, 이번 관세 부과가 한국 반도체 업체들의 매출에 미칠 실제 영향은 4%를 크게 상회할 수 있음

## Summary

### 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 역사적으로 경기선행지표들을 6개월 후행해온 반도체 업황은 동 지표들의 그간 하락세를 반영하며 CY25 1월부터 둔화. 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월부터 하락 추세에 진입. 경기선행지표들의 추세 상승 전환 시, 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수 신호
- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 11월 이후 CY25 1월까지 반등하다 2, 3, 4월에 하락. 미국 트럼프 정부의 인위적인 금리 인하 (경기 Cool-down) 및 고관세 정책이 실현될 경우 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯
- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음. 향후 Global 유동성이 빠르게 증가할 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락과 상승을 반복하는 모습이 전망됨
- Credit Impulse 지수, M2 YoY 증감률 등 중국 경기선행지표들이 정부의 경기 부양에 따라 최근 반등 중인 점은 고무적이고 이번 보조금 규모가 CY21의 두배인 점도 긍정적. 단 최근 실업률의 재상승, 부동산 경기 부진 지속 및 미국과의 마찰에 따라 CY09 시기와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부는 아직 불확실
- 삼성전자의 FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.9배를 적용할 경우 56,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 주가는 장기 측면에서 Valuation Merit가 있는 가격대. 단 향후 경기가 둔화가 아닌 침체 상황으로 간다면 역대 최저 배수인 0.8배까지 하락할 가능성도 존재. 장기적인 측면에서 Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망이다. 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 당분간은 지켜보는 전략이 적절한 듯
- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 최근 사이클에서 동사 P/B 밴드는 기존의 0.9~1.8배에서 1.4~2.4배로 상승. 단 동사 직전 저점 주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 최근 상향된 P/B 밴드를 하향 이탈. AI 투자 및 경기 둔화 가능성을 반영한 듯. AI 투자 사이클의 둔화가 확실해지거나 경기 침체가 발생할 경우, 저점 배수가 과거 수준인 1.1배까지 하향 조정될 수 있으므로 당분간은 저점 매수 전략이 적절

### 기업분석

삼성전자(005930) : 경쟁력 개선 조짐이 있으나 아직은 불확실

SK하이닉스(000660) : 아직은 저점 매수에 힘쓸 시기

## CY25 DRAM 수요 증감률: +17.4%로 하향

- 당사의 IT Set 출하량과 DRAM 탑재량 전망치를 반영하여 CY25 DRAM 수요 증가율을 17.4%로 전망함
- 이는 당사 기존 전망치 18.1%에서 소폭 하향 조정된 것으로 관세 부과전 선구매 영향에 따른 2H25 수요 증가율 둔화 가능성 및 HBM 수요 증가율 하향 및 일부 시장 조사 기관의 IT Set 출하 증가율 전망치 하향 조정을 반영한 것임
- CY25에는 HBM 포함 Server DRAM 수요의 강세가 이어지고 PC 출하량은 소폭 증가하며 스마트폰 출하량은 올해 수준에 머물 것으로 판단됨
- CY25에는 그간의 DRAM 가격 상승에 의한 비용 부담에 따라 전체 Set 내 탑재량 증가 효과가 크지 않을 전망이다

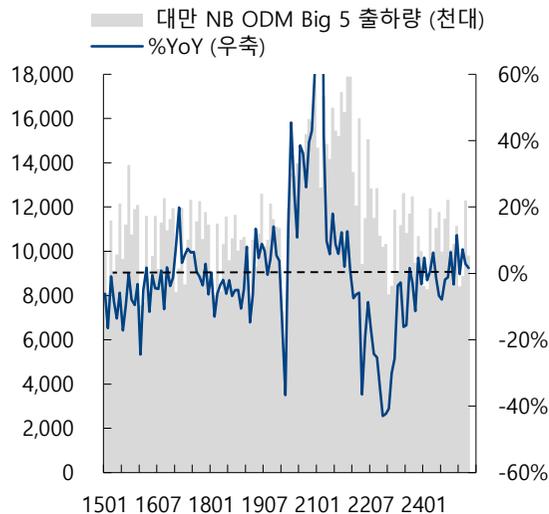
<표1> CY25 DRAM 수요 증가율 전망												
CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규
Set 출하 증가율	1.4%	1.5%	0.1%	-0.4%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	11.4%	4.8%	4.8%	3.4%	1.6%	21.0%	20.4%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	9.8%	11.6%	10.9%	-0.8%	1.7%	3.6%	0.9%	30.8%	29.6%	18.1%	17.4%
CY24 Vs CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25
Set 출하 증가율	0.0%	1.5%	3.8%	-0.4%	9.0%	-2.9%	1.4%	-0.7%	4.3%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.2%	9.5%	11.4%	6.4%	4.8%	-0.5%	1.6%	27.5%	20.4%		
DRAM 수요 증가율	8.5%	9.8%	13.7%	10.9%	16.0%	1.7%	1.0%	0.9%	33.0%	29.6%	19.2%	17.4%

자료 : iM증권 리서치본부

## PC: 관세 부과 전 선구매 효과가 둔화되기 시작한 듯

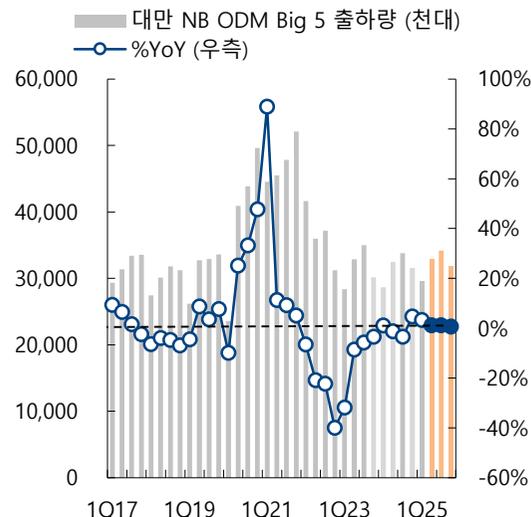
- 1Q25 대만 NB ODM 출하량은 29.6백만대로 QoQ -6%, YoY +3%로 일반적인 계절성 대비 매우 양호
- 4월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 9.8백만대로 MoM -20%, YoY +2%의 증감률을 기록한 것으로 보임. YoY 증감률이 전월의 +3%에서 둔화
- 최근의 양호한 출하량은 관세 부과 전 선구매가 지속된 영향인 것으로 판단됨. 실제로 2월, 3월 미국향 출하량이 강했음. 단 시장 소식에 따르면 2Q25에 진입하며 동 효과가 다소 약화되기 시작한 것으로 보임
- 관세가 결정될 경우, 선구매에 따른 부작용이 발생할 것으로 예상되며 CY25 PC 출하량 증가율을 기존 +1.4%와 유사한 +1.5%로 전망

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



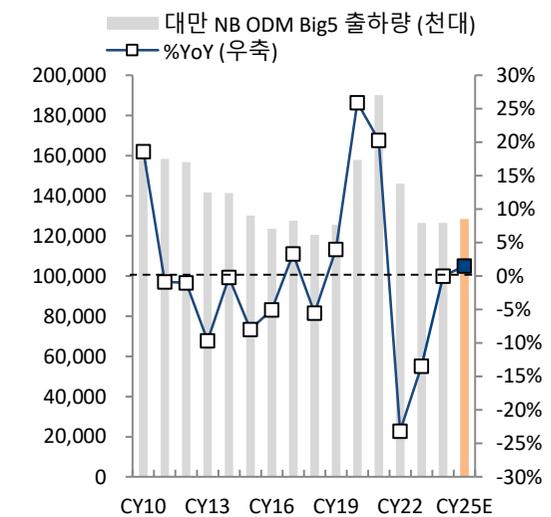
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

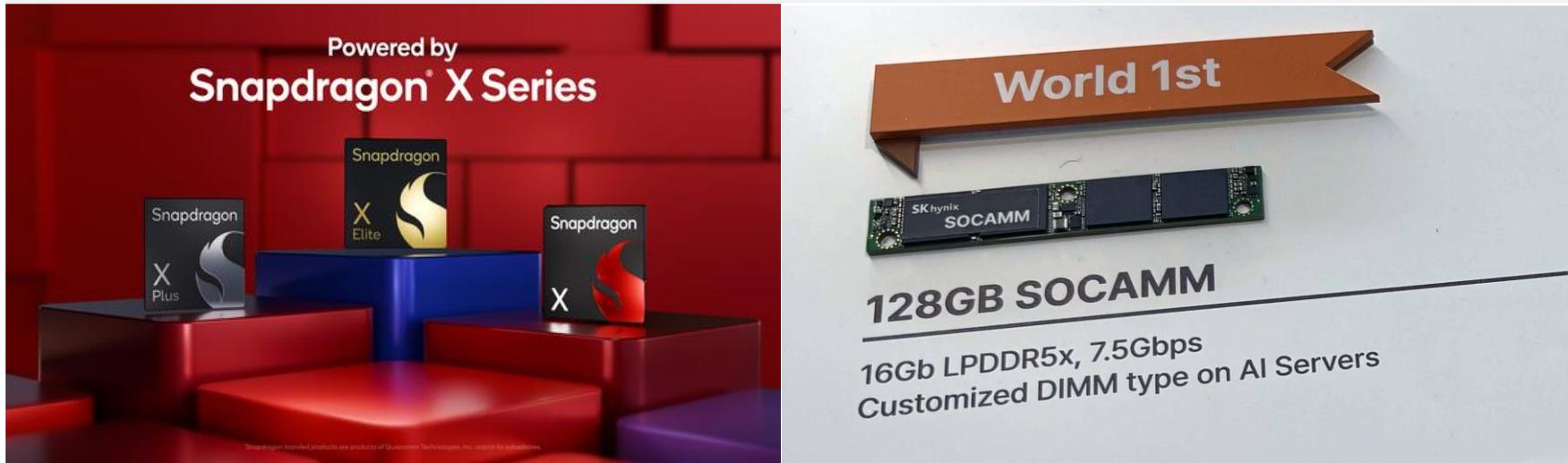


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

## AI PC: 충분한 가격 하락이 나올 수 있을 것인가 관건

- 현재 시장 주력 PC 제품의 가격인 6~8백 달러 대비 CY24에 LLM 기능을 탑재하고 AI PC라는 이름으로 출시된 제품들의 가격은 평균 1천달러대 중후반으로 두배 가량 비쌌으며, 전용 가속기 Chipset을 탑재한 AI PC의 가격은 네배에 달하는 3천 달러 수준이었음
- 단 Qualcomm은 Snapdragon X Elite, X Plus에 이어 2025 CES에서 현재 주력 PC 가격대를 타겟으로 개발된 Snapdragon X를 발표
- 오픈 소스인 DeepSeek R1의 출시도 보다 합리적인 가격대의 AI PC 출시에 긍정적인 영향을 줄 수 있음
- 업무용 AI Application의 본격 출시와 가격 하락이 발생한다면 2H25 AI PC의 판매 비중이 상승할 가능성이 존재함. Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 판매 증가 시 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음
- 단 AI PC용으로 Nvidia가 2H25에 구매를 계획했던 LPDDR5X SOCAMM의 출하는 모든 DRAM 회사들이 CY26으로 연기한 것으로 보임

<그림4> AI PC를 위한 Snapdragon X 시리즈와 내년으로 출시가 연기된 SOCAMM 메모리

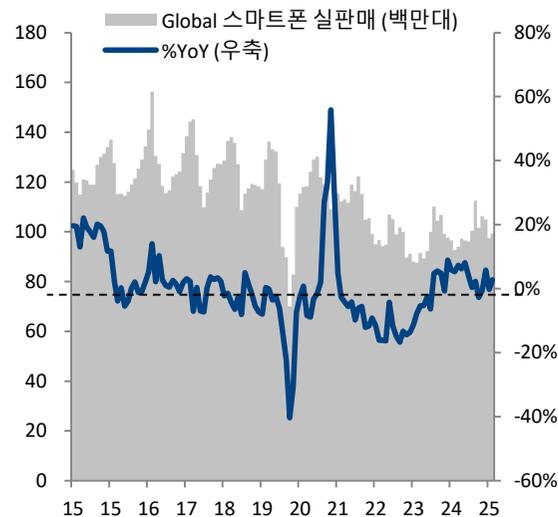


자료 : Qualcomm, SK Hynix

## 스마트폰: CY24 스마트폰 출하 증가율 전망치를 -0.4%로 하향 조정

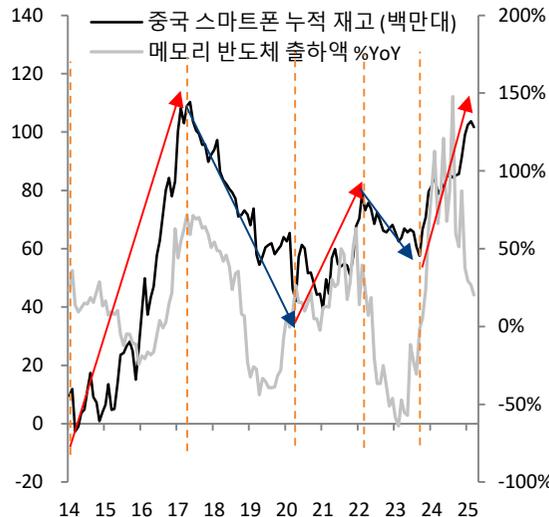
- CY25 3월 글로벌 스마트폰 판매량은 99.3백만대로 YoY 증감률이 +2.8%를 기록해 전월의 -0.2%에서 개선. 3월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 (44.1M, +10.3% -> +7.5%), 인도 (10.8M, -0.1% -> -0.9%)에서 둔화된 반면, 중국 (20.6M, -10.2% -> +0.3%), 유럽 (14.1M, -6.8% -> -4.0%), 미국 (9.7M, -5.1% -> +2.1%)에서는 개선
- 중국 스마트폰 시장 3월 판매량이 2월 출하량 (18.6M)을 상회함에 따라 중국 시장 3월 누적 재고는 17개월 간의 증가세를 마감하고 하락. 단 3월 출하량이 YoY 6.0% 증가한 21.4백만대에 달해 4월 재고는 다시 증가할 듯. 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험과 현재 누적 재고 수준을 감안 시, 향후 재고 축소에 따른 모바일 반도체 수요 부진은 좀더 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 1Q25 글로벌 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 시장 조사기관들의 당초 예상치였던 +6%를 크게 하회하는 +2% 수준에 머문 것으로 보임. 향후 경기 불확실성과 시장 조사 기관의 하향 조정을 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 기존의 +0.1%에서 -0.4%로 하향 조정함. 1Q~3Q25 아이폰 생산량 YoY 증가율 계획치도 당초의 +4.6%에서 -1.0% (140.5백만대)로 하향 조정된 것으로 보임

<그림5> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



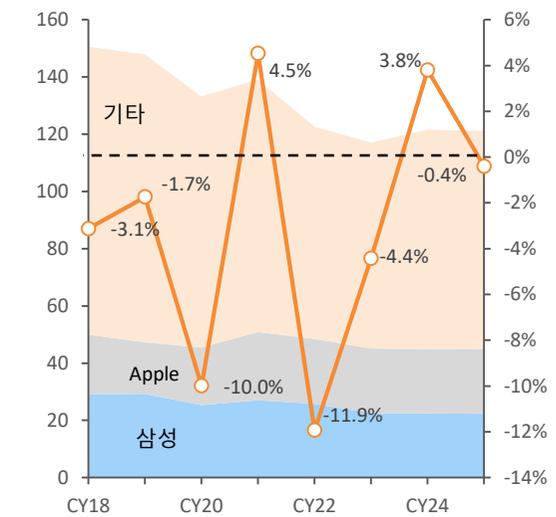
자료 : Counterpoint

<그림6> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림7> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

## AI 스마트폰: 아직 DRAM 탑재량 증가 효과 미미

- 주로 업무용인 PC보다 개인적인 용도에 최적화되어 있는 스마트폰의 경우 LLM 서비스 제공만으로도 AI 도입이 부드럽게 진행 중임. 이는 훨씬 높은 Computing Power (40 TOPS)와 고비용이 필요한 AI PC 대비 상대적으로 낮은 사양과 비용으로도 AI 스마트폰이 소비자들에게 어필할 수 있는 이유
- CY24 AI 스마트폰은 전체 출하량에서 5% 이상 수준을 기록한 것으로 판단됨. 단 Google의 안드로이드 14.0 기반 LLM 서비스 Gemini Nano는 버전별로 2GB와 4GB 이하 DRAM을 요구하므로 전체 DRAM 탑재량이 10GB와 12GB인 스마트폰에서도 충분히 작동. 이는 초기 AI 스마트폰이 DRAM 탑재량 증가에 큰 영향을 미치지 못하는 이유
- 아이폰이 AI 스마트폰에 미치는 긍정적 영향은 진보된 AI 기능이 전세계적으로 보급되고 하이엔드 제품 DRAM 용량이 8GB에서 12GB로 증가하는 3Q25부터 발생할 듯

<그림8> iPhone 17 Spec

			
<b>iPhone 17</b>	<b>iPhone 17 Air</b>	<b>iPhone 17 Pro</b>	<b>iPhone 17 Pro Max</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 6.3-inch OLED Display</li> <li>■ Anti-Reflective Display</li> <li>○ 120Hz Refresh rate</li> <li>⊗ Dual Rear Camera</li> <li>⊗ 24MP Front Camera</li> <li>□ Apple A19 chip</li> <li>■ 8GB RAM</li> <li>✕ Aluminum Frame</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 6.6-inch OLED Display</li> <li>■ Anti-Reflective Display</li> <li>○ 120Hz Refresh rate</li> <li>⊗ Single Rear Camera</li> <li>⊗ 24MP Front Camera</li> <li>□ Apple A19 chip</li> <li>■ 8GB RAM</li> <li>✕ Aluminum Frame</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 6.3-inch OLED Display</li> <li>■ Anti-Reflective Display</li> <li>○ 120Hz Refresh rate</li> <li>⊗ Triple Rear Camera</li> <li>⊗ 24MP Front Camera</li> <li>□ Apple A19 Pro chip</li> <li>■ 12GB RAM</li> <li>✕ Titanium Frame</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>□ 6.9-inch OLED Display</li> <li>■ Anti-Reflective Display</li> <li>○ 120Hz Refresh rate</li> <li>⊗ Triple Rear Camera</li> <li>⊗ 24MP Front Camera</li> <li>□ Apple A19 Pro chip</li> <li>■ 12GB RAM</li> <li>✕ Titanium Frame</li> </ul>

자료 : Apple

## Server: FY25까지는 강력한 AI 투자 기조가 지속될 것이나...

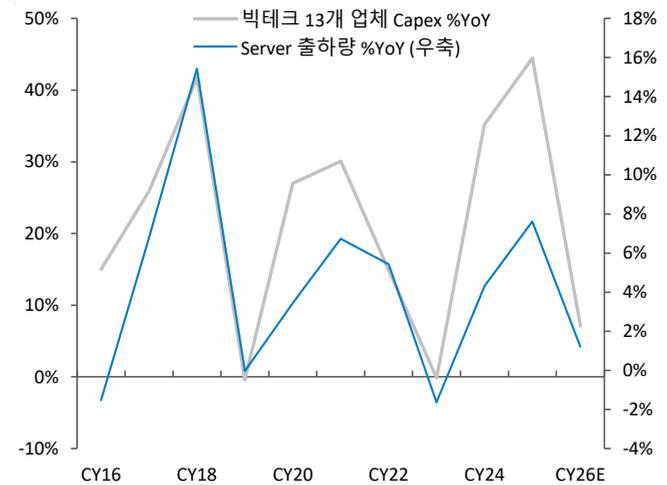
- 5월 16일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +42.1%로 3월 31일 집계치 대비 1.1%P 하락. 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가율을 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 7.6%로 전망
- Meta, Microsoft 등 업체들은 FY25 Capex의 증가를 발표하고 DeepSeek의 영향으로 중국 빅테크 업체들의 Capex는 지속 상향 중. 반면 Microsoft는 FY26부터 AI 투자액 증감률이 하락할 것임을 밝혔으며, 또한 Alibaba는 현재 업계 AI 투자액이 실수요를 넘어서는 과잉 상태임을 언급. Amazon 역시 데이터센터 임차 계약 취소 소식
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 2H25에는 GB200 생산 문제 해결에 따라 서버 출하가 크게 증가할 것으로 예상되었으나, GB300 출시 연기 및 1H25의 관세 부과전 서버 선구매의 영향으로 2H25 개선 정도가 다소 기대에 미치지 못할 가능성이 있음
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.1%이며 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율이 한자리수대 초반에 그칠 가능성이 있음

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E		FY25E		FY26E
									3월 31일	5월 16일	3월 31일	5월 16일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	52,535	74,978	74,889	77,140
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	9,447	10,825	10,919	12,044
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	37,256	59,362	66,555	71,752
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	82,999	105,317	104,260	108,362
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	63,398	65,103	72,535
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,048	1,566	1,519	1,595
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	16,057	16,060	19,653
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	683	918	895	938
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	458	476	498	508
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	708	708	784
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	11,673	11,231	11,526	14,093
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,107	9,675	10,343	13,222	12,562
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,130	1,500	1,506	1,619
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	249,024	258,748	356,679	367,661	393,585
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	236,271	236,271	333,605	341,407	365,310
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	12,753	22,477	23,075	26,255	28,274
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	33.3%	38.5%	43.2%	42.1%	7.1%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	33.0%	33.0%	41.2%	44.5%	7.0%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	38.7%	144.5%	80.9%	16.8%	7.7%

자료 : Bloomberg

<그림9> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

## Server: CY24 AI 가속기 반도체 생산량을 소폭 하향 조정

- CY24에 197K/년의 CoWoS Capa (TSMC 147K, Amkor 50K)가 Nvidia에 할당. 이를 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산량은 5.2백만 개 (YoY +235%). AMD, Intel, 빅테크 업체들까지 포함 시, 총 368K/년의 CoWoS Capa가 할당되어 전체 가속기 반도체 생산량은 10.2백만 개 (YoY +204%)
- CY24에는 AMD에 44K, Intel에 8K, Broadcom에 66K, Xilinx에 9K, AWS에 28K의 CoWoS Capa가 할당되었음
- 이는 당사의 기존 전망치 대비 Nvidia GPU (5.1백만개)는 소폭 상회한 것이나 전체 가속기 반도체 (10.4백만개)는 소폭 하회한 것임
- CY24 Nvidia GPU 만으로 생산 가능한 AI 서버는 65만대이며, 모든 가속기 반도체 생산량을 감안 시 AI 서버 생산 가능량은 128만대였음

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY24 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY24	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die			
			H20	29	
		H100	29		
		H200	29		
		B200	15		
	CoWoS (K)		197		265%
	비중	H20	18%		
		H100	31%		
		H200	34%		
		B200	17%		
	Chip 수 (K)	H20	1,015		
		H100	1,769		
		H200	1,945		
		B200	509		
		Total	5,238		235%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI300X	16	
		CoWoS (K)		44	646%
		비중	MI300X	100%	
		Chip 수 (K)	MI300X	704	646%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi2	30	
			Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		8	167%
		비중	Gaudi2	50%	
			Gaudi3	50%	
		Chip 수 (K)	Gaudi2	120	
			Gaudi3	80	
			Total	200	122%
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	34	
		CoWoS (K)		119	126%
		Chip 수 (K)		4,069	152%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		10,211	204%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

## Server: CY25 CoWoS Capa 할당량 및 AI 가속기 반도체 생산 전망치 하향

- TSMC는 가속기 반도체향으로 동사 CY25 CoWoS Capa 할당량을 당초 전망치 650~700K에서 632K로 하향. CY25 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량도 390K (TSMC 380K, Amkor 10K)로 당초 전망치 440K에서 하락. Amkor의 CoWoS Capa 할당량은 CY24의 50K에서 오히려 감소. AMD, AWS에 대한 CY25 CoWoS Capa 할당량도 기존 전망치 60K, 120K에서 50K, 76K로 하향된 듯
- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량의 감소는 B300A GPU의 Pkg.가 CoWoS-L로 변경되고 중국향 H20 및 B20의 수요 발생이 불확실해 졌기 때문. AMD의 경우 과잉 재고, AWS의 경우 Trainium 2 R2와 3의 출시 연기가 CoWoS Capa 할당량 축소의 원인
- CY25 Nvidia AI GPU 생산량은 7.6백만개 (YoY +45%), 전체 가속기 반도체 생산량은 13.4백만대 (YoY +31%)로 신규 추정되며 이는 당사 기존 전망치 Nvidia 8.4백만개, 전체 14.6백만개에서 하향 조정된 것임
- Nvidia의 GB200 NVL72 DGX 서버 Rack의 출하량은 생산 차질에 따라 1Q25에 1K 이하, 2Q25에 3~4K, CY25 연간 10K 수준에 머물 것으로 보임. 또한 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 GB300 서버의 생산 개시가 6월 말로 예정되어 있었으나 다소 연기될 가능성 존재

<표4> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY25 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die			
				H100	29
			H200	29	
			New H20	29	
			B200	15	
			B200A/B300A	30	
			B300	15	
		CoWoS (K)	390		98%
		비중	H100	0%	
			H200	2%	
			New H20	4%	
			B200	36%	
			B200A/B300A	24%	
			B300	34%	
		Chip 수 (K)	H100	0	
			H200	226	
			New H20	493	
			B200	2,106	
			B200A/B300A	2,760	
			B300	1,992	
			Total	7,577	45%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI325X/350	16	
		CoWoS (K)		50	14%
		비중	MI325X/350	100%	
		Chip 수 (K)	MI325X/350	800	14%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		10	25%
		비중	Gaudi3	100%	
		Chip 수 (K)	Gaudi3	200	0%
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	25	
		CoWoS (K)		192	61%
		Chip 수 (K)		4,800	18%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		13,377	31%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

## HBM 업황: 업계 수요/판매량 전망치 하향 조정

- CY25 HBM 실수요량은 23.1억 GB로 YoY 121% 증가할 전망이다. 이는 당초 전망치 24.1억 GB 대비 소폭 하향 조정된 것임. 반면 CY25 업계 생산량 전망치는 31.8억 GB (SK하이닉스 16.2억 GB, 삼성전자 10.6억 GB, Micron 5.0억 GB)로 기존의 37.5억 GB에서 대폭 하향
- CY25 HBM 생산량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 전망이므로 향후 추가 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 다만 서버 ODM 업체들에 따르면 현재 HBM 구매는 과거와 달리 전혀 어렵지 않은 상황임
- CY25 시장 수요 증가율이 121%인 반면 1위 업체인 SK하이닉스의 CY25 생산 증가율이 100%에 불과한 점은 CY26의 공급 과잉 가능성을 의식함에 따른 것으로 추정됨. 삼성전자의 1H25 HBM 판매량은 2H24 대비 50% 이상 감소할 전망이며 6, 7월 인증 완료 예정인 3E 12단 제품이 Nvidia 시장 진입에 실패할 경우, 동사 CY25 HBM 판매량과 생산 계획이 하향 조정된 당사의 현재 예상치를 추가 하회할 수 있음
- 중국 업체들의 GPU향으로는 주로 삼성전자의 HBM 2E가 공급되어 왔으나 현재 HBM 2E 단계에 머물러 있는 중국의 CXMT가 향후 HBM 3를 공급할 수 있을지가 변수임

<표5> CY24, CY25 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기당 개수	가속기당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY24	Nvidia	H20	1,015	HBM3	16	6	96	97	
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142	
		H200	1,945	HBM3E	24	6	144	280	
		B200	509	HBM3E	24	8	192	98	
		Total	5,238					617	436%
	AMD	MI300X	704	HBM3	24	8	192	135	646%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10	
		Total	200					22	152%
	기타	ASIC/FPGA	4,069	HBM2E/3	17	4	67	271	287%
	Total	10,211				102	1,045	393%	
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	226	HBM3E	24	6	144	33	
		New H20	493	HBM3E	24	6	144	71	
		B200	2,106	HBM3E	24	8	192	404	
		B200A/B300A	2,760	HBM3E	36	4	144	397	
		B300	1,992	HBM3E	36	8	288	574	
		Total	7,577					1,479	140%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	4,800	HBM3/3E	24	5	120	576	112%
	Total	13,377				173	2,311	121%	

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

## HBM 경쟁력: 삼성전자 1C 나노 DRAM 성공 여부가 극히 중요

- SK하이닉스는 HBM3E 12단 공급을 4Q24에 개시. 2H25에 1B 나노 베이스 HBM4 공급도 시작할 계획. 동사는 CY25에도 Nvidia향 HBM 공급을 대부분 담당하며 독주를 이어갈 가능성이 높은 것으로 판단됨. Micron은 HBM3E 12단 공급을 1Q25에 개시. 동사는 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 1Q26에 개시할 예정
- 삼성전자는 4Q24에 신형 H20향 3E 8단을 Nvidia에 공급 개시. 단 H200 및 B200향 3E 8단의 공급은 SK하이닉스와 Micron이 담당. 동사는 현재 3E 12단용 Core DRAM 단품칩을 Nvidia에게 재인증 받는 중이며, 이후 6~7월 내로 최종 SiP 인증을 통과해 3Q25에 Nvidia B200A, B300에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오
- 삼성전자의 3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 1Q26에 공급 예정인 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수. 동사 1C 나노는 多Step, 低난이도의 신버전으로 재개발되어, 6월까지 40% 수율을 달성해 양산 준비를 완료하고 연말까지 2~30K 캐파 확보가 목표. 1C 나노의 성공 여부는 HBM 뿐 아니라 동사 DRAM 사업 경쟁력 전반에 극히 중요하며 현재까지는 큰 문제없이 진행 중인 듯

<그림10> Nvidia와 AMD GPU 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

Company	Chips	2024E				2025E				2026E				제품	업체	CY																			
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26			CY22		CY23		CY24		CY25		CY26											
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q											
NVIDIA	H200	HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N												HBM2e	SK하이닉스	8/16GB																			
	B200	HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP													삼성전자	8/16GB																			
	GB200	HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP													Micron	16GB																			
	B300	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP												HBM3	SK하이닉스	16GB		24GB																	
	B300A	HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP													삼성전자	16GB		24GB																	
	Rubin	HBM4 8hi/12hi												HBM3e	SK하이닉스			24GB		36GB															
AMD	M300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm													삼성전자			24GB		36GB															
	M325X	HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm													Micron			24GB		36GB															
	M355X	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm												HBM4	SK하이닉스					36GB															
	M400	TBD													삼성전자							36GB													
	M400	TBD													Micron									36GB											

자료 : Trendforce, 각사 자료

## HBM4: 기존 본딩 방식 유지. Logic Die 관련 불확실성 발생 가능

- HBM4는 이전 세대의 1,024개 에서 I/O 수가 2,048개로 두배 증가. HBM3에서 I/O 간 거리 (Pitch)는 25~30 $\mu$ m이며 HBM4에서는 Pitch가 절반 수준으로 줄거나 TSV 지름을 더 좁게 만드는 방법이 사용될 전망. 또한 3, 4나노급의 초미세공정으로 제작되는 Logic Die도 필요
- SK하이닉스는 HBM4에서도 16단까지 MR-MUF를 적용할 계획임. HBM4에서 동사의 난제 중 하나는 초미세공정 Logic Die의 생산을 TSMC가 담당한다는 점. 불량 발생 시 양사 간 이견이 발생할 수 있고 문제 해결을 위한 시간이 장기화될 가능성이 있음
- 삼성전자는 HBM4에서도 TC-NCF 방식을 계속 적용하고 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 적용할 계획. 최근 동사의 HBM 본딩 이슈는 발생하지 않고있는 상황. HBM4용 Logic Die는 자체 생산
- Micron 역시 당분간 TC-NCF 방식을 유지할 전망. 동사는 후공정에서의 어려움을 극복하기 위해 대만, 한국에서 인력을 대규모로 총원 중

<그림11> SK하이닉스의 HBM Bonding 개발 추이

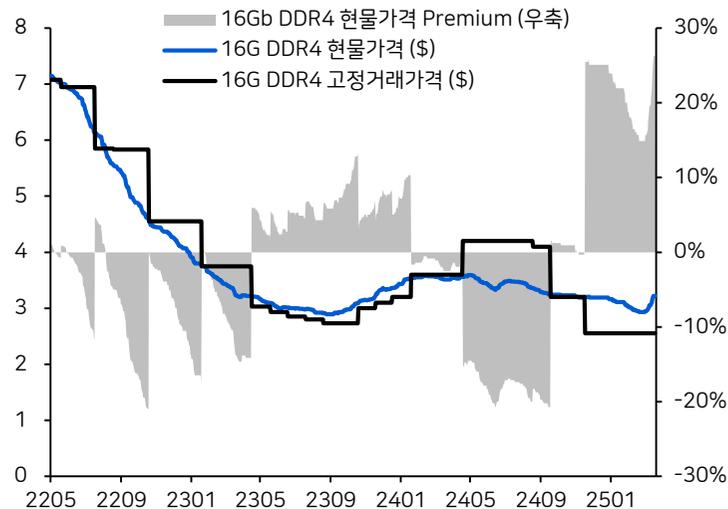


자료 : SK하이닉스, 서울경제

## 현물가격 전망: 투기성 수요 감소와 DDR5 증산에 따라 2H25에 재하락 예상

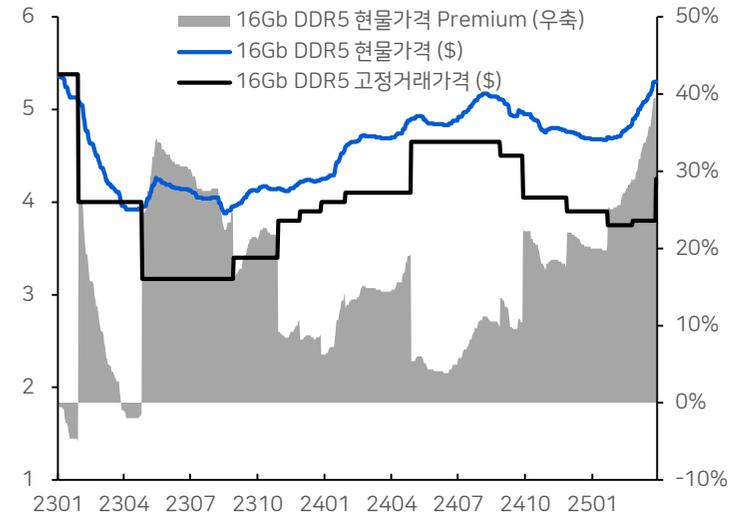
- 관세 부과 전 선구매와 한국 생산 업체들의 DDR4 증산 선언 (현재 D4 생산 비중 5%) 및 현물시장 출하 자제 전략에 따라 2월 이후로 현재까지 유통 채널 참여자들은 적극적으로 재고를 축적하고 있음. 또한 모듈 업체들에 따르면 6월, 7월까지의 주문 동향도 양호한 것으로 보임
- 단 가격 반등에도 불구하고 현물시장 최대 거래 업체인 Adata의 재고가 CY24말의 DRAM 20주 (D5 비중 50%), NAND 14주 수준이 4월말 현재 유지되고 있으며, 반도체 업체들의 DDR4, NAND 재고도 10주, 15주에 달하고 실수요는 약세이므로 펀더멘탈의 개선은 없는 듯
- DRAM 업체들의 DDR5 재고는 2~3주에 불과하나 유통 재고가 증가 중이며, 최근 1B 나노 불량 문제가 해결되었고 삼성전자와 CXMT의 생산량이 증가할 전망이므로 DDR5 현물가격의 반등은 조만간 종료될 가능성이 높음. 시장 전반적으로 재고가 과다한 DDR4, NAND 가격의 반등 역시 실수요의 본격 개선이 없을 경우 2H25까지 장기화되기 어려울 전망이다
- 반도체에 대한 개별 관세가 결정되거나 재고 보유량이 임계점을 넘을 경우, 모듈 업체들 및 유통 업자들의 재고 정리에 따른 현물가격의 재하락이 나타나기 시작할 것으로 판단됨

<그림12> 16Gb DDR4 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림13> 16Gb DDR5 현물가격과 고정거래가격 추이

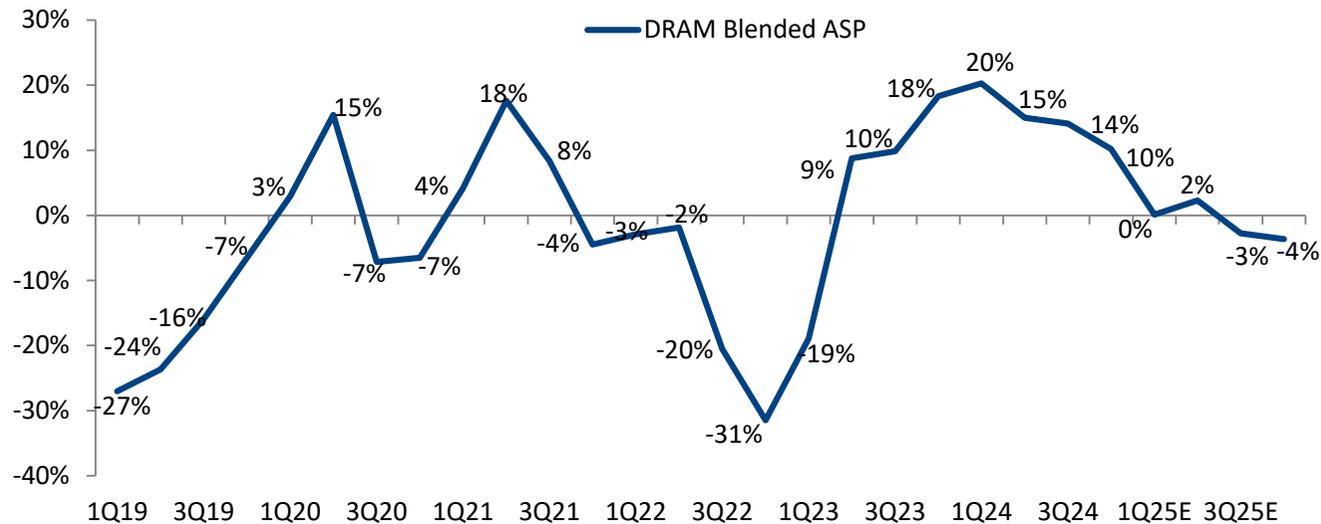


자료 DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

## 고정거래가격 전망: 3Q25 이후 고정거래가격 상승이 어려울 듯

- 2Q25 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격은 5~7% 가량의 상승이 예상되며, 제품 믹스의 변화에 따라 반도체 업체들의 DRAM, NAND Blended ASP는 0~5% 상승할 것으로 전망됨
- 단 향후 DDR5 생산 증가가 예상되는 가운데 관세 부과 전 선구매와 투기성 수요가 둔화될 경우, 3Q25 이후로는 고정거래가격이 상승세를 지속하기 어려울 것으로 판단됨
- 대부분의 시장 참여자들은 1H25 현재 시장 상황이 정상적이지 않으며 2H25에는 일반적인 계절성보다 수요가 약할 가능성이 높음을 인지하고 있는 것으로 보임. PC의 경우 OEM 업체들의 현재 생산이 원 계획 대비 약 15% 가량 많은 것으로 나타나고 있음
- 현재 OEM 고객들의 DRAM 재고가 서버 업체 12주, PC 업체 6주 수준으로 정상 재고보다 약간 많은 것으로 알려져 있으나, 동 고객들의 완성품 Set 재고는 빠르게 증가 중인 것으로 보임. 또한 유통 채널 내 메모리 반도체 재고는 여전히 역대급으로 높은 수준임

<그림14> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정

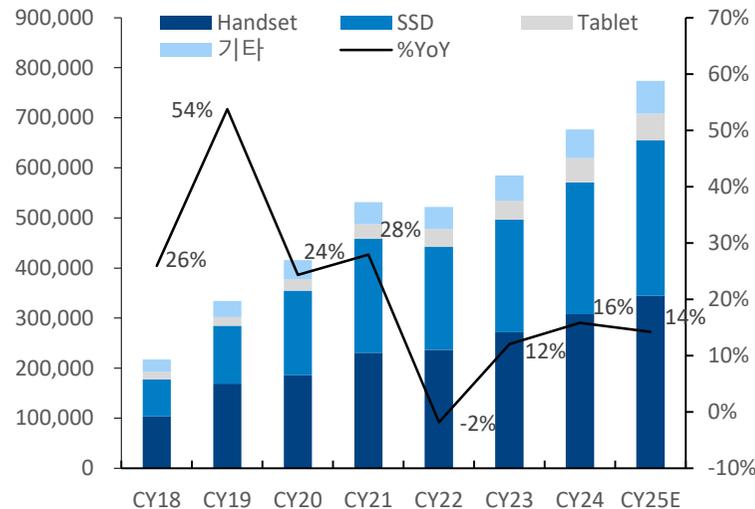


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

## NAND: CY25 수요 증가율 전망치 14.3%. 아직 고객 재고 축소 흐름 지속 중

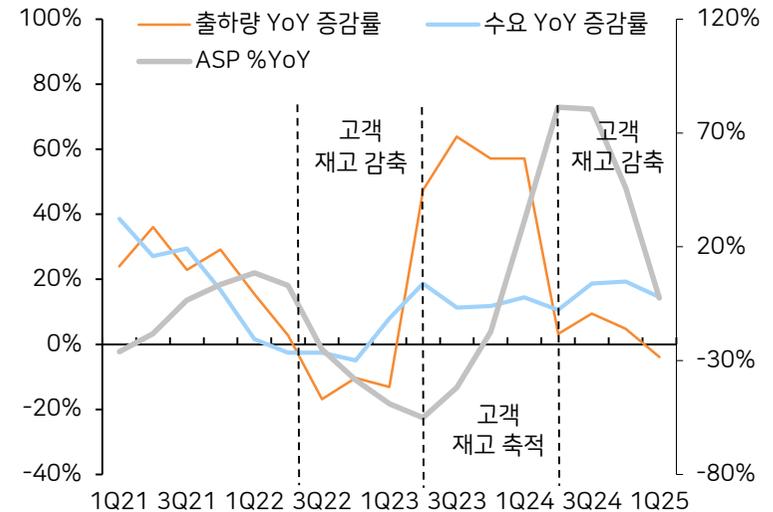
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +14.3%로 예상됨. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +23.9%로 수요 증가율인 +12.4%와 +11.9%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- 3Q24 이후에는 고객들의 재고 정리를 위한 주문 축소에 따라 반도체 업체들의 재고가 증가하고 ASP YoY 증감률이 하락 추세에 진입한 것으로 판단됨. 1Q25에도 출하량 YoY 증감률이 -4%를 기록해 고객 재고 정리와 NAND 업체 재고 증가가 이어진 듯
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +4.7%를 기록해 수요 증가율 +14.3%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 당분간 업황 둔화가 이어질 것으로 예상됨
- NAND 업체들은 Wafer 투입량을 원복 시키지 않고 보완 투자를 자제하는 방식으로 소극적인 감산을 진행 중

<그림15> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림16> 전세계 월별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

## FY25 DRAM Capex는 하향 조정될 가능성이 높은 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 26% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 56% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 18% 감소한 듯
- FY25 DRAM Capex는 525.9억 달러로 YoY 18% 증가할 전망이나 HBM 생산 계획 축소에 따라 향후 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

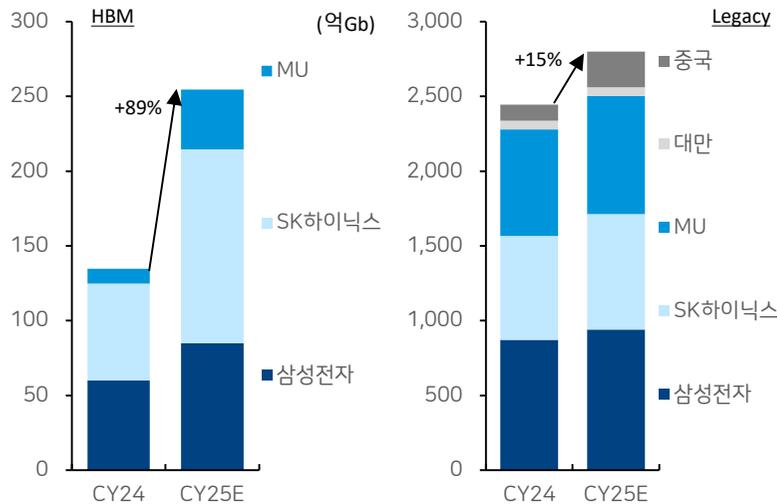
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	14,481
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	630	500
PowerChip	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	6,143	7,300	7,688
Swasure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000
Total	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	28,501	44,421	52,587
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-19%	56%	18%
NAND (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	3,993	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407	7,481
Micron	1,700	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250	2,800
SK하이닉스	800	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	1,500
Kioxia + WD	3,500	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	2,500	2,875
PowerChip	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,900
Total	10,093	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,165	18,556
% YoY	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-18%	15%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
WW Memory CAPEX (\$mn)	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	48,151	60,586	71,143
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-24%	26%	17%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

## 2H25 업황은 재둔화 가능성이 높은 듯

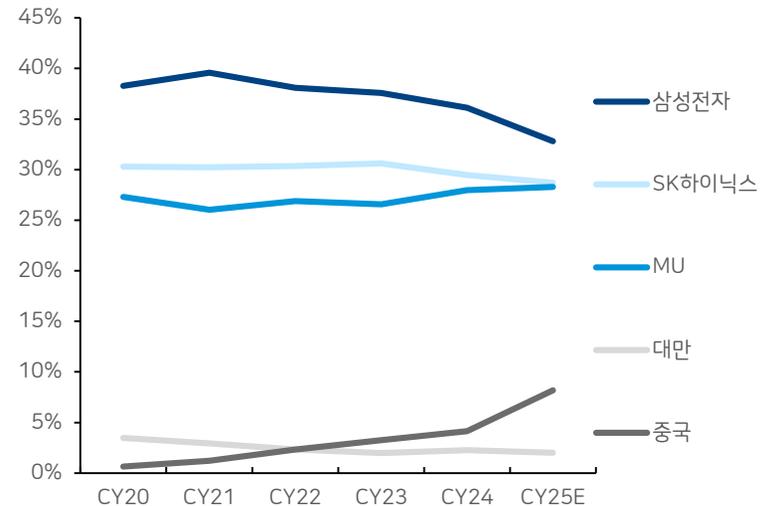
- 삼성전자는 CY25 HBM 생산 증가율이 42%로 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 1b 나노 DDR5 위주로 9% 증가할 전망이다. SK하이닉스의 CY25 생산량 증가율은 HBM, Legacy DRAM 모두에서 당초 전망치인 100%, 11%가 유지될 듯. Micron의 CY25 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 300%, 11%로 추정됨
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 125% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 4.1%에서 8.2%까지 상승할 것으로 추정됨
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 15%와 89%로 기존의 12%와 126%에서 변경되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 19%
- 향후 추가적으로 CY25 HBM 생산 증가율이 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 상승할 가능성이 있는 것으로 판단됨. 관세 부과 전 선구매와 공급 제한에 따라 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호하나, 2H25 이후에는 선구매의 부작용과 생산량 증가에 따라 Legacy DRAM 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨

<그림17> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 현재 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

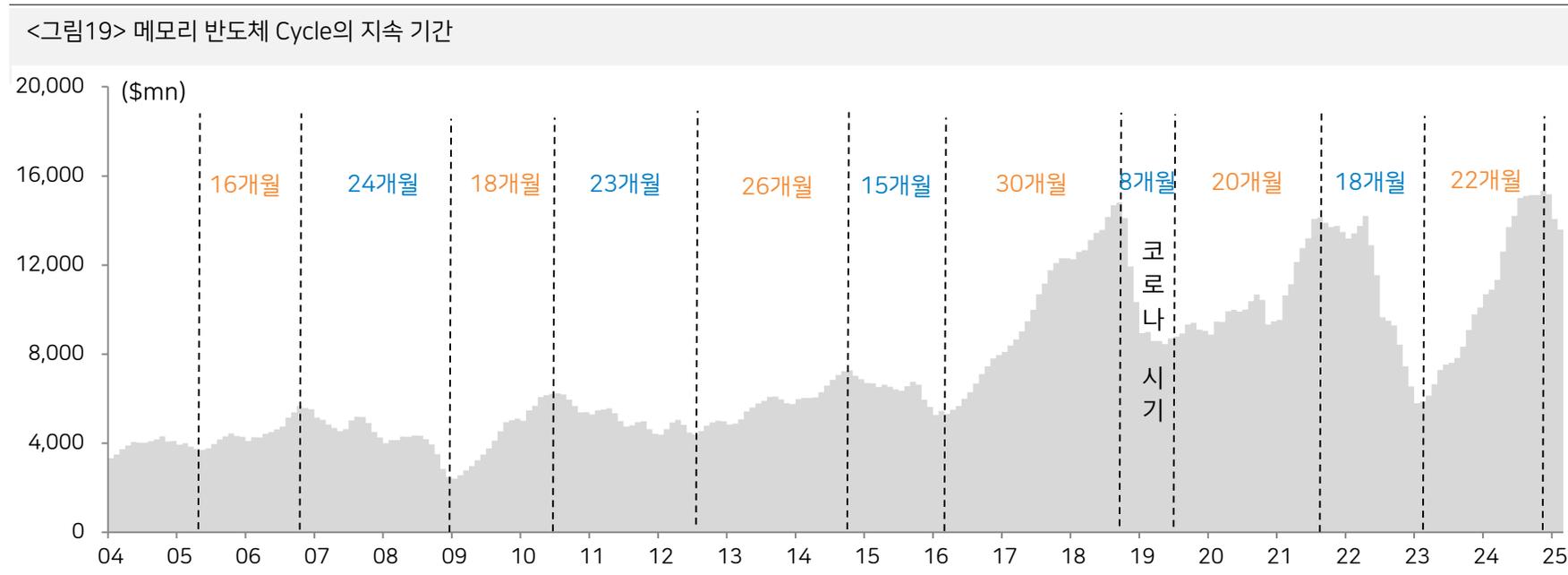
<그림18> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

## 메모리 반도체 사이클: 하락 사이클이 좀더 이어질 전망

- CY23에 반도체 업체들의 재고 축소와 고객들의 재고 재축적이 개시되며 1Q23 말부터 메모리 반도체 상승 사이클 개시. CY24에도 반도체 업체들의 재고 감소와 고객들의 재고 증가 추세가 이어지며 4Q24 말까지 메모리 반도체 상승 사이클 지속
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입한 듯. 1Q25에는 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시했으므로 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소
- 반도체 주가는 CY22 10월부터 상승했고 CY24 7월부터 하락하기 시작했으므로 이번에도 업황을 6개월 가량 선행 중인 것으로 판단됨
- 관세 부과 전 선구매와 일부 업체의 생산, 판매 차질에 따라 1H25 업황은 당초 우려 대비 양호. 단 2H25에는 경기 하강에 따른 전반적인 수요 둔화 및 AI 투자 둔화, Legacy DRAM 생산 증가에 따라 업황이 재악화될 가능성이 높은 듯
- 최근까지 부진했던 주가는 이를 6개월 후행하는 반도체 업황이 2Q25 또는 CY25 중순부터 추세 상승으로 전환되기 어려움을 의미하는 듯



자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

## 관세 부과가 미칠 영향: 상당한 악영향이 예상됨

- 트럼프 정부가 조만간 반도체에도 개별 관세를 부과할 계획임을 발표했고 이미 2월에 25%의 관세를 언급한 바 있음. 향후 국가별 상호 관세는 10%, 미국 내 생산을 유도하려는 품목에 대해서는 25% 수준의 개별 관세를 부과할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 한국 반도체에 향후 25%의 개별 관세가 부과될 경우, 미국 Set 업체들의 반도체 구매 비용은 25% 상승하게 되며 이중 1/3인 8.3%를 가격 인상으로 고객에 전가시키고 나머지를 반반씩 Set 업체와 반도체 업체들이 부담하는 것으로 가정한다면 한국 반도체 업체들은 8.3%의 가격 하락을 겪게 됨. 한국 반도체 수출 중 미국향 비중이 15~20% 수준이므로 전체 매출에 미치는 악영향은 이 경우 1.3~1.7%에 불과함
- 반도체를 탑재하는 IT Set에 대해서는 국가별 상호관세는 면제하나 반도체에 준하는 개별 관세 (25% 수준?)를 부과할 것으로 판단됨. 전체 서버, 스마트폰, PC 시장에서 미국 비중은 각각 56%, 10%, 25%이며 이에 개별 관세 25%를 감안하면, 관세 부과에 따라 전세계 서버, 스마트폰, PC Set 가격은 각각 14%, 2%, 6% 상승하는 효과. 비용 상승분의 1/3을 반도체 업체들이 부담하는 것으로 가정할 경우, 반도체 가격 하락 압력은 서버 5%, 스마트폰 1%, PC 2%. 이에 한국 반도체 업체들의 매출 중 각 부문이 차지하는 비중을 고려하면 관세 부과는 한국 반도체 업체들의 매출을 2.5% 하락시키는 영향
- 다만 여기에는 가격 상승에 따른 IT 소비의 둔화와 이에 따른 반도체 주문의 축소 영향은 포함되지 않았고 Set 업체 또는 미국 수입 업체들의 비용 부담 정도도 유동적이므로, 이번 관세 부과가 한국 반도체 업체들의 실적에 미칠 실제 영향은 4% 수준에 그치지 않을 수 있음
- 미국과 중국의 상호 국가 관세율이 현재의 30%, 10%에서 유지될 수 있을 것인지도 향후 반도체 수요 및 가격에 큰 영향을 미칠 전망이다

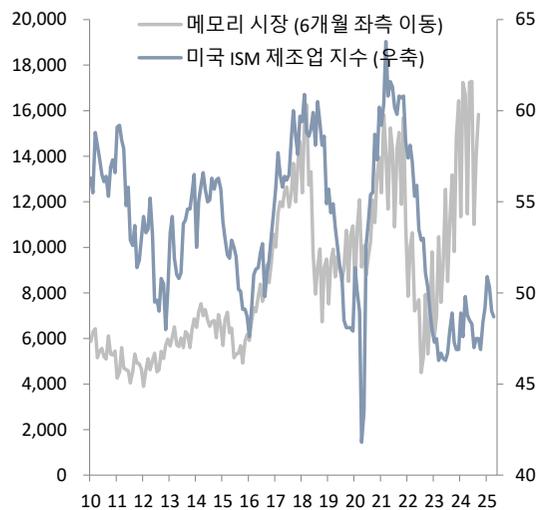
<표7> 상호 관세가 한국 반도체 매출에 미칠 간접적 영향					
	미국 비중	전체 Set 비용 상승률	반도체 가격 예상 하락률	한국 반도체 매출 중 비중	매출 감소율
서버	56%	14%	5%	40%	1.9%
스마트폰	10%	2%	1%	36%	0.3%
PC	25%	6%	2%	14%	0.3%
					2.5%

자료 : Counterpoint, IDC, 각사 자료, iM증권 리서치본부

## 경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

- 역사적으로 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수를 6개월 후행해온 반도체 시장 규모 (업황)는 동 경기선행지표들의 그간 하락세를 반영하며 CY25 1월부터 둔화
- 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 반도체 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월부터 하락 추세에 진입
- 만약 일부 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수의 신호로 해석될 수 있음
- 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요하며 미국 ISM 제조업지수의 반락은 향후 경기 및 반도체 업황에 대한 우려를 불러오고 있음

<그림20> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



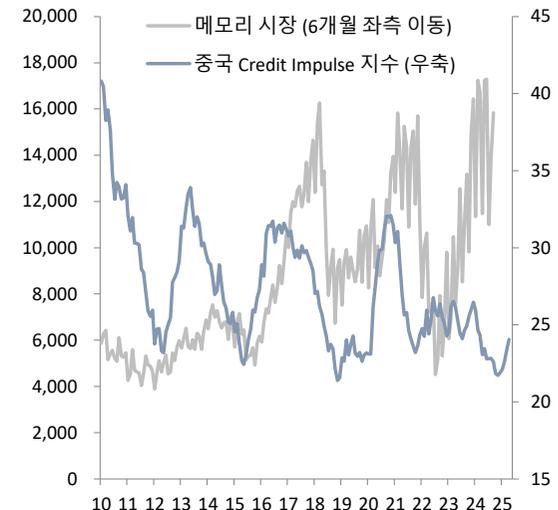
자료 : Datastream, WSTS

<그림21> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림22> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

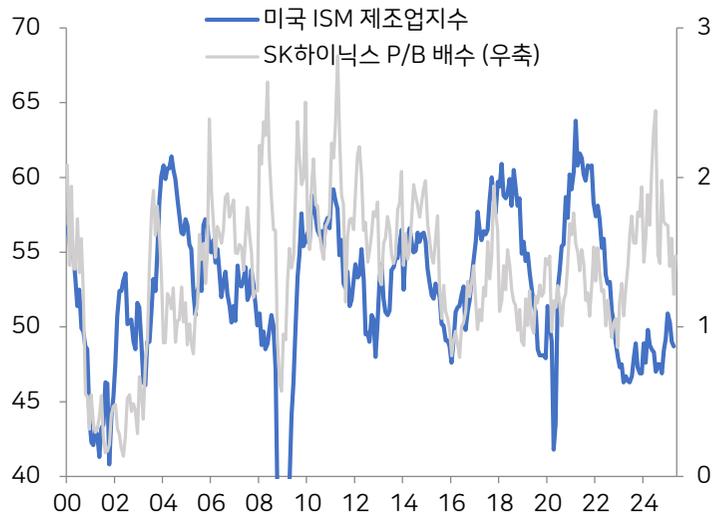


자료 : Datastream, WSTS

## 미국 ISM 제조업지수: 4월 추가 하락

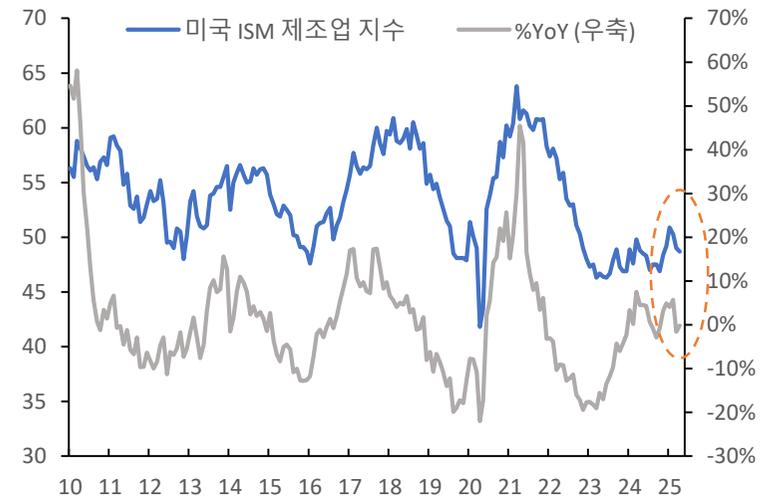
- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 11월 이후 CY25 1월까지 반등하다 2, 3, 4월에 하락
- 최근의 반락세가 추세 상승으로 전환될 경우 역사적으로 동 경기선행지표와 높은 상관 관계를 보여온 반도체 주가 역시 긍정적 영향을 받게 될 것으로 전망됨
- 단 미국 트럼프 정부의 인위적인 금리 인하 (경기 Cool-down) 및 고관세 정책이 실현될 경우 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단 기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯

<그림23> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림24> 미국 ISM 제조업지수와 YoY 증감률 추이



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

## Global 유동성 증감률: 추세 상승이 쉽지 않을 듯

- 미국의 정책 금리 인하에도 불구하고 높은 시장 금리가 유지됨에 따라 4Q24초부터 Global 유동성 YoY 증감률의 하락이 발생했음
- 역사적으로 Global 유동성 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여온 반도체 주가는 3Q24부터 선행하며 하락 개시
- 물론 업체별 경쟁력 차이에 따라 주가 상승폭과 하락폭에 차이가 있으나 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 최근 달러 약세에 따라 달러 표시 Global 유동성이 빠르게 증가했으나 향후 지속 증가할 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락과 상승을 반복하는 모습이 전망됨

<그림25> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

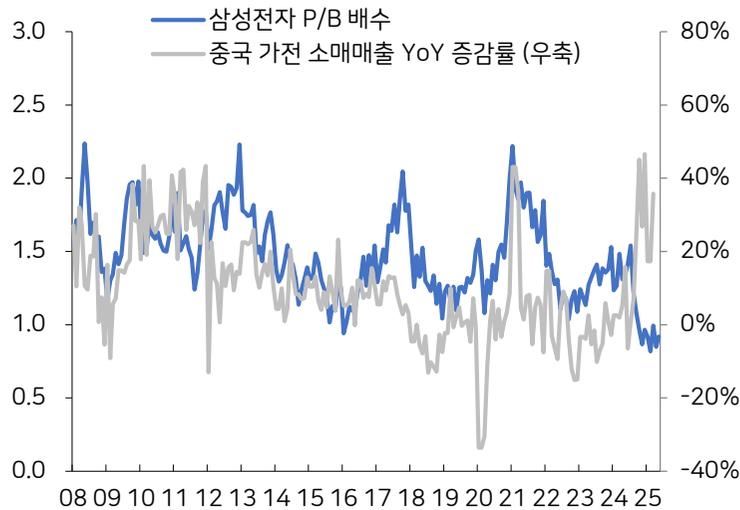


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 중국 경기 선행 지표: 개선 중이나...

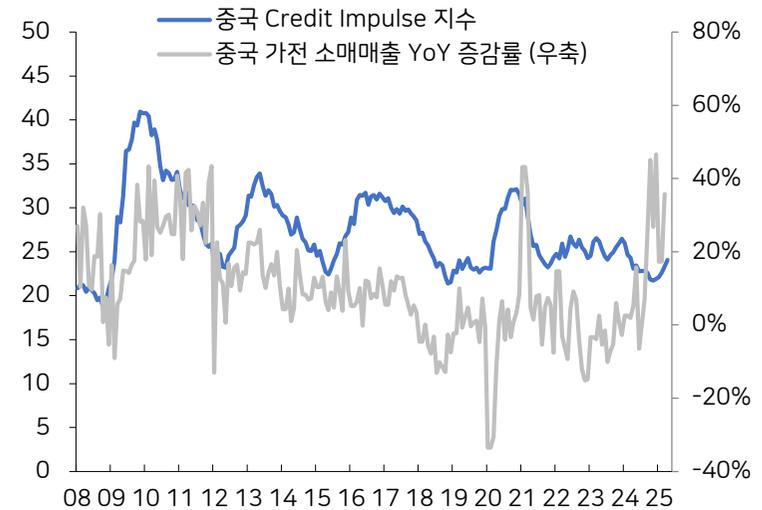
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- 또한 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- CY24 11월까지 하락하던 중국 Credit Impulse 지수는 12월부터 4월까지 소폭 반등하며 중국 경기 회복에 대한 기대감을 불러 일으키고 있음

<그림27> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림28> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

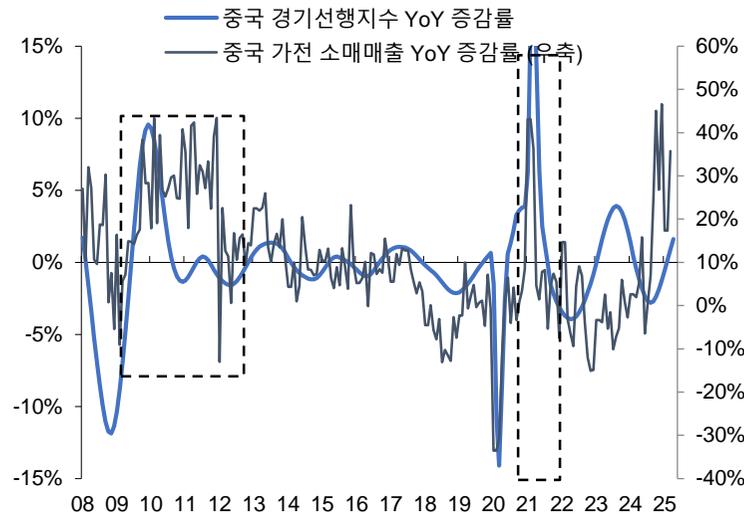


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

## 중국 경기 선행 지표: 개선 중이나...

- 중국 M2 YoY 증감률도 CY24 11월 이후 CY25 3월까지의 하락세에서 벗어나 4월에 상승. 중국 경기선행지표들은 중국 정부의 경기 부양 정책에 따라 개선되고 있음. 또한 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금도 확대
- CY25 보조금 규모가 CY21의 두배인 점은 긍정적이거나, 최근 실업률 재상승, 부동산 경기 부진 지속은 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부는 아직 불확실함
- 향후 미국과의 마찰이 길어지거나 미국발 경기 둔화의 영향을 받는다면 중국 경기의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음

<그림29> 중국 경기 선행 지표와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림30> 중국 M2 YoY 증감률 추이

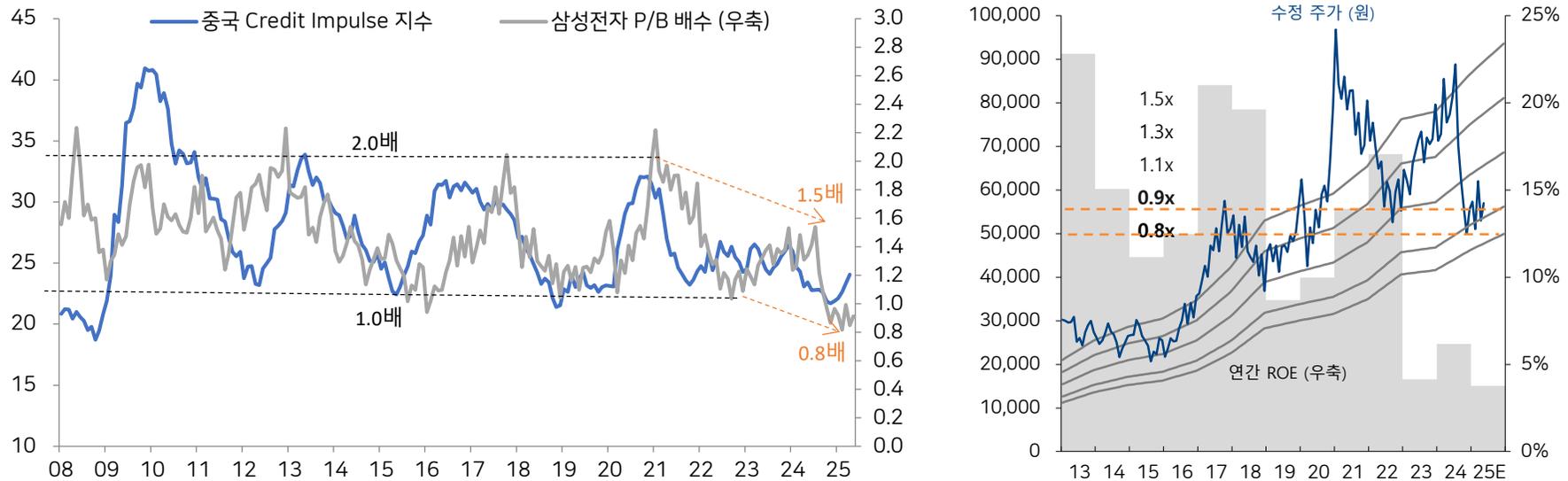


자료 : Bloomberg

## 삼성전자 Valuation: 아직은 좀더 지켜볼 필요가 있음

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 0.9배로 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.5배였으며 저점 주가는 0.8배
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.9배를 적용할 경우 56,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 주가는 장기 측면에서 Valuation Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨
- 단 향후 경기가 둔화가 아닌 침체 상황으로 간다면 역대 최저 배수인 0.8배 (5만원)까지 하락할 가능성도 존재
- 장기적인 측면에서 Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망이다
- 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 당분간은 지켜보는 전략이 적절한 듯

<그림31> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

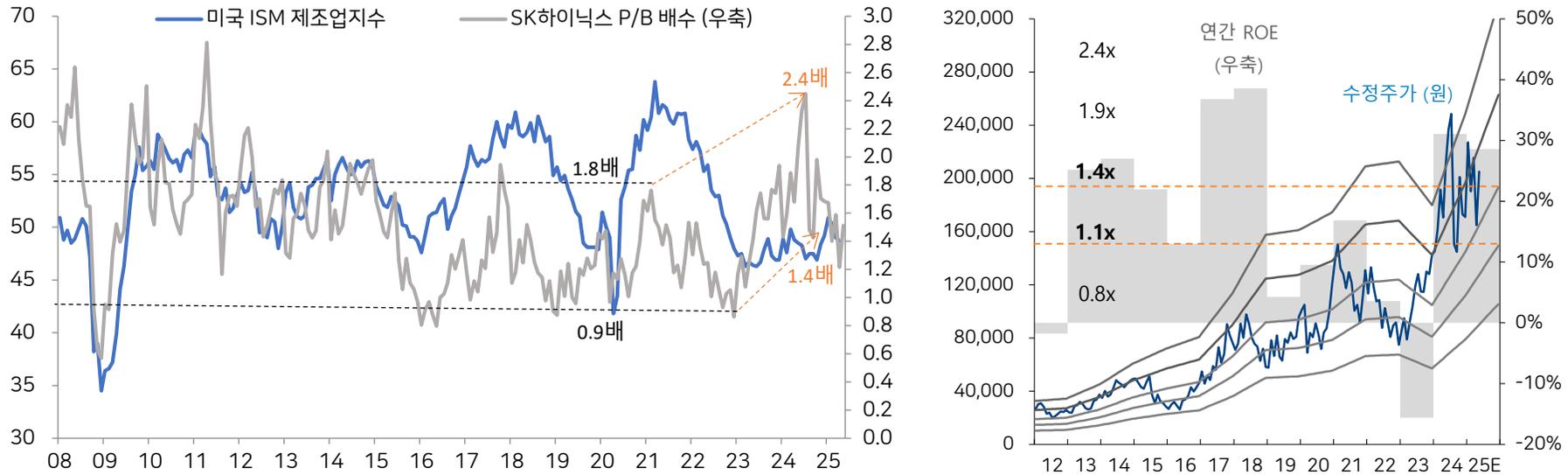


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

## SK하이닉스 Valuation: AI 투자 사이클 둔화에 따른 배수 하향?

- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 최근 사이클에서 동사 고점 배수는 기존의 1.8배에서 2.4배까지 상승. 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.4배 (19만원) 수준에서 형성
- 단 동사 직전 저점 주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 최근 상향된 P/B 밴드를 하향 이탈. AI 투자 및 경기 둔화 가능성을 반영한 듯
- 경쟁사의 DDR5 및 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호했던 것으로 판단됨
- 그러나 AI 투자 사이클의 둔화가 확실해지거나 경기 침체가 발생할 경우, 저점 배수가 과거 수준인 1.1배 (15만원) 까지 하향 조정될 수 있으므로 당분간은 저점 매수 전략이 적절한 듯

<그림32> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

# 삼성전자(005930)

## 경쟁력 개선 조짐이 있으나 아직은 불확실

### Buy (Maintain)

목표주가(12M)	70,000원(유지)
증가(2025.05.16)	56,800원
상승여력	23.2 %

### Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	377,628십억원
외국인지분율	49.8%
52주 주가	49,900~87,800원
60일평균거래량	17,527,499주
60일평균거래대금	994.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	2.3	7.1	-26.7
상대수익률	-2.4	1.2	-1.4	-21.9



### [투자포인트]

- 동사 DRAM 경쟁력의 개선 조짐이 나타나고 있는 듯. 1B 나노 DDR5의 본격 판매가 1Q25 말부터 재개된 것으로 보임. 아직 제품 Quality 측면에서 경쟁사 대비 다소 뒤지는 면이 있으나 이전보다는 수율, 품질 측면에서 개선된 상황인 듯. 또한 3Q25부터 양산이 예정되어 있는 1C 나노 2nd Ver. 제품의 개발 및 수율 향상 프로세스도 큰 차질없이 진행 중인 것으로 보임. 만약 1C 나노 제품의 수율 및 Quality가 이전 두세대 제품과는 달리 빠른 시일 내에 정상 궤도에 진입한다면 동사의 경쟁력 열위는 크게 해소될 전망이다
- 다만 동사가 1C 나노 DRAM 기반으로 생산할 계획인 HBM4가 Nvidia의 까다로운 인증에 성공적으로 통과할 수 있을지 여부는 동사의 자체 수율 계산과는 전혀 다른 문제임. Nvidia가 요구하는 속도, 전력 소모량에 대한 기준이 매우 높기 때문. 또한 동사가 현재 진행 중인 Nvidia향 HBM 3E 12단의 인증 통과 여부도 아직은 불확실
- 동사 DRAM 부문과는 달리 Foundry 부문에서는 아직 뚜렷한 개선 조짐이 없는 것으로 보임. 아직 4나노 이하 초미세공정에서 일부 소규모 미국, 중국, 국내 고객외 대형 고객으로부터의 주문이 제한적인 가운데 자사 스마트폰, HBM4에 대한 AP, Logic Die 공급 여부가 동부문 2H25 실적에 큰 영향을 줄 것으로 판단됨
- 동사 2Q25 영업이익을 7.2조원 (QoQ +8%)으로 전망함. 당사의 주요 부문별 영업이익 예상치는 DS 3.2조원, SDC 0.8조원, MX/NT 2.4조원, CE (하만 포함) 0.8조원

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	308,532	299,276	329,204
영업이익(십억원)	32,726	27,892	16,623	30,159
순이익(십억원)	33,621	25,167	16,416	27,103
EPS(원)	4,950	3,705	2,417	3,990
BPS(원)	57,663	62,410	65,868	70,900
PER(배)	10.7	15.5	23.7	14.4
PBR(배)	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	9.0	6.2	3.8	5.8
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.5	3.4	3.2	2.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<b>&lt;표8&gt; 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정</b>												
<b>(십억원)</b>		<b>1Q24</b>	<b>2Q24</b>	<b>3Q24</b>	<b>4Q24</b>	<b>1Q25</b>	<b>2Q25E</b>	<b>3Q25E</b>	<b>4Q25E</b>	<b>FY23</b>	<b>FY24</b>	<b>FY25E</b>
<b>전사</b>	<b>매출</b>	<b>71,916</b>	<b>74,068</b>	<b>79,099</b>	<b>75,788</b>	<b>79,141</b>	<b>74,560</b>	<b>79,869</b>	<b>74,962</b>	<b>258,935</b>	<b>300,871</b>	<b>308,532</b>
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	26,000	27,822	30,088	28,630	78,543	114,284	112,539
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	32.9%	37.3%	37.7%	38.2%	30.3%	38.0%	36.5%
	<b>영업이익</b>	<b>6,606</b>	<b>10,444</b>	<b>9,183</b>	<b>6,493</b>	<b>6,685</b>	<b>7,227</b>	<b>8,140</b>	<b>5,840</b>	<b>6,567</b>	<b>32,726</b>	<b>27,892</b>
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	9.7%	10.2%	7.8%	2.5%	10.9%	9.0%
<b>DS</b>	<b>매출</b>	<b>23,141</b>	<b>28,560</b>	<b>29,271</b>	<b>30,101</b>	<b>25,100</b>	<b>27,392</b>	<b>28,685</b>	<b>28,175</b>	<b>66,595</b>	<b>111,073</b>	<b>109,351</b>
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	5,450	7,704	8,061	7,542	984	32,774	28,756
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	21.7%	28.1%	28.1%	26.8%	1.5%	29.5%	26.3%
	<b>영업이익</b>	<b>1,913</b>	<b>6,450</b>	<b>3,860</b>	<b>2,895</b>	<b>1,057</b>	<b>3,231</b>	<b>3,422</b>	<b>2,753</b>	<b>-14,873</b>	<b>15,118</b>	<b>10,463</b>
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	4.2%	11.8%	11.9%	9.8%	-22.3%	13.6%	9.6%
<b>SDC</b>	<b>매출</b>	<b>5,390</b>	<b>7,650</b>	<b>8,000</b>	<b>8,100</b>	<b>5,910</b>	<b>5,908</b>	<b>6,761</b>	<b>6,775</b>	<b>30,969</b>	<b>29,140</b>	<b>25,353</b>
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	5,999	5,365	5,786	6,209	5,880	24,321	23,218	23,240
	매출총이익률	93.7%	75.8%	79.7%	74.1%	90.8%	97.9%	91.8%	86.8%	78.5%	79.7%	91.7%
	<b>영업이익</b>	<b>340</b>	<b>1,010</b>	<b>1,510</b>	<b>900</b>	<b>500</b>	<b>843</b>	<b>1,188</b>	<b>623</b>	<b>5,569</b>	<b>3,760</b>	<b>3,155</b>
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	8.5%	14.3%	17.6%	9.2%	18.0%	12.9%	12.4%
<b>MX/네트워크</b>	<b>매출</b>	<b>33,530</b>	<b>27,380</b>	<b>30,520</b>	<b>25,800</b>	<b>37,006</b>	<b>29,925</b>	<b>32,092</b>	<b>27,282</b>	<b>112,409</b>	<b>117,229</b>	<b>126,306</b>
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	12,438	10,066	11,045	9,407	37,462	39,831	42,955
	매출총이익률	33.2%	33.5%	34.4%	34.9%	33.6%	33.6%	34.4%	34.5%	33.3%	34.0%	34.0%
	<b>영업이익</b>	<b>3,510</b>	<b>2,230</b>	<b>2,820</b>	<b>2,101</b>	<b>4,300</b>	<b>2,408</b>	<b>2,604</b>	<b>1,893</b>	<b>13,011</b>	<b>10,661</b>	<b>11,204</b>
	영업이익률	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	11.6%	8.0%	8.1%	6.9%	11.6%	9.1%	8.9%
<b>VD/가전 (하만 포함)</b>	<b>매출</b>	<b>16,680</b>	<b>18,040</b>	<b>17,670</b>	<b>18,304</b>	<b>17,900</b>	<b>18,897</b>	<b>18,694</b>	<b>19,247</b>	<b>70,830</b>	<b>70,695</b>	<b>74,738</b>
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	12,438	10,066	11,045	9,407	37,462	39,831	42,955
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	49.2%	69.5%	53.3%	59.1%	48.9%	52.9%	56.3%	57.5%
	<b>영업이익</b>	<b>770</b>	<b>811</b>	<b>890</b>	<b>600</b>	<b>600</b>	<b>801</b>	<b>823</b>	<b>575</b>	<b>2,432</b>	<b>3,071</b>	<b>2,799</b>
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.3%	3.4%	4.2%	4.4%	3.0%	3.4%	4.3%	3.7%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표9> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
<b>원/달러 환율 (원)</b>	1,280	1,286	1,315	1,322	1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,420	1,400	1,380	1,278	1,305	1,368	1,411
<b>DRAM</b>																
1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	21,532	21,650	23,708	25,091	25,710	73,875	81,698	93,131	96,159
%QoQ / %YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-11%	1%	10%	6%	2%	-3%	11%	14%	3%
1Gb 기준 ASP (\$)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4
%QoQ / %YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	20%	-15%	5%	3%	2%	-14%	-44%	62%	11%
매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,827	8,978	9,746	10,195	28,143	17,279	32,008	36,746
%QoQ / %YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-14%	15%	9%	5%	-17%	-39%	85%	15%
매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	11,379	12,749	13,645	14,069	35,957	22,541	43,771	51,843
%QoQ / %YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-11%	12%	7%	3%	-7%	-37%	94%	18%
영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	3,558	4,569	5,217	5,549	16,063	-985	12,744	18,893
영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	31%	36%	38%	39%	45%	-4%	29%	36%
<b>NAND</b>																
16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	42,378	46,051	47,185	138,772	158,613	178,991	173,156
%QoQ / %YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	13%	9%	2%	3%	14%	13%	-3%
16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
%QoQ / %YoY	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	9%	-6%	-16%	0%	-8%	-15%	-17%	-47%	63%	-19%
매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	5,889	5,887	5,127	25,208	15,410	28,387	22,120
%QoQ / %YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-25%	13%	0%	-13%	-14%	-39%	84%	-22%
매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,362	8,242	7,076	32,232	20,073	38,752	31,265
%QoQ / %YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-4%	-22%	10%	-1%	-14%	-4%	-38%	93%	-19%
영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-166	91	-461	-1,595	4,807	-11,296	7,189	-2,131
영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	-2%	1%	-6%	-23%	15%	-56%	19%	-7%
<b>System LSI</b>																
매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,075	5,997	6,150	6,670	6,904	29,924	22,460	26,546	25,721
%QoQ / %YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	1%	-15%	3%	8%	4%	39%	-25%	18%	-3%
영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-2,390	-2,365	-1,440	-1,328	-1,182	2,948	-2,571	-5,410	-6,315
영업이익률	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-25%	-34%	-39%	-23%	-20%	-17%	10%	-11%	-20%	-25%
<b>디스플레이</b>																
출하량 (백만개)	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	146.6	175.9	184.7	840.0	716.0	747.0	646.8
%QoQ / %YoY	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	3%	1%	-32%	5%	20%	5%	-20%	-15%	4%	-13%
ASP (\$)	33	32	34	33	28	29	29	28	29	28	27	27	32	33	29	28
%QoQ / %YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-3%	3%	-3%	-3%	-3%	20%	5%	-14%	-3%
매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,161	4,829	4,909	26,555	23,766	21,312	17,963
%QoQ / %YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	-2%	-30%	2%	16%	2%	-4%	-11%	-10%	-16%
매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	5,908	6,761	6,775	34,380	30,969	29,140	25,353
%QoQ / %YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	1%	-27%	0%	14%	0%	8%	-10%	-6%	-13%
중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-56	-40	-86	-82	-88	-1,153	-116	-215	-296
영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-15%	-13%
소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	956	540	929	1,270	712	7,105	5,686	3,975	3,450
영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	13%	14%	10%	17%	21%	22%	19%	14%	15%
전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	900	500	843	1,188	623	5,952	5,569	3,760	3,155
영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	11%	8%	14%	18%	9%	17%	18%	13%	12%
<b>휴대폰 / Tablet</b>																
출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	62.0	65.7	60.1	300.1	260.9	260.3	257.4
%QoQ / %YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-9%	14%	-11%	6%	6%	-5%	-13%	0%	-1%
ASP (\$)	335	300	318	284	353	305	325	289	355	329	338	316	287	310	319	335
%QoQ / %YoY	30%	-10%	6%	-11%	24%	-14%	7%	-11%	23%	-7%	3%	-7%	4%	8%	3%	5%
매출 (백만불)	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,386	22,204	18,978	86,065	80,891	83,063	86,265
%QoQ / %YoY	31%	-21%	17%	-18%	38%	-21%	14%	-19%	40%	-17%	9%	-15%	-1%	-6%	3%	4%
매출 (십억원)	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,948	31,085	26,189	110,754	105,126	113,105	122,131
%QoQ / %YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-17%	46%	-19%	7%	-16%	11%	-5%	8%	8%
영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,404	2,599	1,888	10,577	12,899	10,518	11,054
영업이익률	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	8.3%	8.4%	7.2%	9.5%	12.3%	9.3%	9.1%
<b>TV</b>																
출하량 (백만개)	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.8	9.7	10.9	39.0	36.7	37.6	38.0
%QoQ / %YoY	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	10%	-19%	1%	11%	12%	-8%	-6%	3%	1%
ASP (\$)	556	603	538	558	558	564	519	524	529	535	492	492	590	563	540	510
%QoQ / %YoY	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	1%	1%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%	-5%
매출 (백만불)	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,681	4,780	5,354	23,023	20,632	20,308	19,402
%QoQ / %YoY	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	1%	11%	-18%	2%	2%	12%	-5%	-10%	-2%	-4%
매출 (십억원)	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,647	6,693	7,389	29,702	26,842	27,740	27,396
%QoQ / %YoY	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	15%	-15%	0%	1%	10%	6%	-10%	3%	-1%
영업이익 (십억원)	566	598	380	350	388	298	383	361	376	266	285	314	1,428	1,895	1,431	1,240
영업이익률	9%	9%	6%	5%	6%	4%	6%	5%	6%	4%	4%	4%	5%	7%	5%	5%
<b>기타</b>																
매출 (십억원)	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,394	5,848	5,659	5,691	5,796	6,775	6,560	29,284	30,922	21,817	24,822
영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	548	620	494	640	243	1,601	1,056	2,494	1,997
<b>Total</b>																
매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,560	79,869	74,962	302,231	258,935	300,871	308,532
%QoQ / %YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	7%	8%	14%	3%	11%	9%
영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	7,227	8,140	5,840	43,377	6,567	32,726	27,892
영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	8%	10%	10%	8%	14%	3%	11%	9%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		227,062	263,911	303,894	350,902
현금 및 현금성자산		53,706	87,022	129,299	158,945
단기금융자산		58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권		53,246	54,602	52,964	58,260
재고자산		51,755	53,073	51,481	56,629
비유동자산		287,470	291,858	284,769	284,756
유형자산		205,945	212,637	207,296	208,578
무형자산		23,739	20,705	18,227	16,203
자산총계		514,532	555,769	588,663	635,657
유동부채		93,326	101,699	110,696	122,842
매입채무		12,370	12,685	12,305	13,535
단기차입금		13,173	13,173	13,173	13,173
유동성장기부채		2,207	2,207	2,207	2,207
비유동부채		19,014	19,014	19,014	19,014
사채		15	15	15	15
장기차입금		3,936	3,936	3,936	3,936
부채총계		112,340	120,712	129,710	141,856
지배주주지분		391,688	423,931	447,422	481,601
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	385,911	392,558	409,892
기타자본항목		15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분		10,504	11,126	11,531	12,200
자본총계		402,192	435,056	458,953	493,801

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	74,478	73,437	71,701
당기순이익		34,451	25,789	16,821	27,772
유형자산감가상각비		39,650	43,308	45,341	43,718
무형자산상각비		2,981	3,033	2,478	2,024
지분법관련손실(이익)		751	751	751	751
투자활동 현금흐름		-85,382	-43,253	-33,253	-44,148
유형자산의 처분(취득)		-51,250	-50,000	-40,000	-45,000
무형자산의 처분(취득)		-2,319	-	-	-
금융상품의 증감		-35,620	-	-	-5,895
재무활동 현금흐름		-7,797	-9,819	-9,778	-9,778
단기금융부채의증감		5,871	-	-	-
장기금융부채의증감		-960	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-10,889	-9,811	-9,769	-9,769
현금및현금성자산의증감		-15,375	33,316	42,277	29,646
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	87,022	129,299
기말현금및현금성자산		53,706	87,022	129,299	158,945

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		300,871	308,532	299,276	329,204
증가율(%)		16.2	2.5	-3.0	10.0
매출원가		186,562	195,993	200,515	209,124
매출총이익		114,309	112,539	98,761	120,080
판매비와관리비		81,583	84,647	82,138	89,921
연구개발비		34,998	35,889	34,813	38,294
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	27,892	16,623	30,159
증가율(%)		398.3	-14.8	-40.4	81.4
영업이익률(%)		10.9	9.0	5.6	9.2
이자수익		16,703	16,263	17,532	18,598
이자비용		12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)		751	751	751	751
기타영업외손익		335	377	377	377
세전계속사업이익		37,530	32,236	22,428	37,030
법인세비용		3,078	6,447	5,607	9,257
세전계속이익률(%)		12.5	10.4	7.5	11.2
당기순이익		34,451	25,789	16,821	27,772
순이익률(%)		11.5	8.4	5.6	8.4
지배주주귀속 순이익		33,621	25,167	16,416	27,103
기타포괄이익		16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		51,296	42,634	33,666	44,617
지배주주귀속총포괄이익		50,061	41,606	32,855	43,542

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		4,950	3,705	2,417	3,990
BPS		57,663	62,410	65,868	70,900
CFPS		11,226	10,527	9,456	10,724
DPS		1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)					
PER		10.7	15.5	23.7	14.4
PBR		0.9	0.9	0.9	0.8
PCR		4.7	5.4	6.1	5.3
EV/EBITDA		3.5	3.4	3.2	2.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.0	6.2	3.8	5.8
EBITDA이익률		25.0	24.1	21.5	23.1
부채비율		27.9	27.7	28.3	28.7
순부채비율		-23.2	-29.1	-36.8	-41.4
매출채권회전율(x)		6.2	5.7	5.6	5.9
재고자산회전율(x)		5.8	5.9	5.7	6.1

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-25	Buy	95,000	-26.5%	-22.7%
2023-10-31	Buy	77,000	-7.5%	-5.5%
2023-11-27	Buy	83,000	-10.4%	-4.1%
2024-01-09	Buy	87,000	-15.3%	-13.6%
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%
2025-01-08	Buy	68,000	-17.8%	-9.1%
2025-04-02	Buy	70,000		



**Compliance notice**

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

**[투자의견]**

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

**[투자비율등급공시 2025-03-31 기준]**

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%

# SK하이닉스(000660)

## 아직은 저점 매수에 힘쓸 시기

### Hold (Maintain)

목표주가(12M)	220,000원(상향)
증가(2025.05.16)	204,500원
상승여력	7.6 %

### Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	145,964십억원
외국인지분율	54.3%
52주 주가	152,800~241,000원
60일평균거래량	3,487,340주
60일평균거래대금	667.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.2	-4.5	12.5	3.9
상대수익률	8.1	-5.7	4.1	8.7



### [투자포인트]

- 동사 2Q25 매출과 영업이익을 19.5조원 (QoQ +11%)과 9.2조원 (QoQ +23%)으로 전망함. 2Q25에도 관세 부과 전 선구매의 영향이 지속되며 동사 출하 증가율과 ASP에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단됨
- 동사는 1B 나노 기반 HBM4 및 1C 나노 공정을 큰 차질없이 개발 중이고 중국 우시라인에서의 1A 나노 전환도 성공적으로 진행 중인 것으로 보임
- 동사의 CY25 HBM 생산 및 판매는 당초 계획대로 전년대비 두배 가량 증가하는 매우 양호한 모습을 보일 것으로 예상됨. 다만 일부 고객들에 따르면 현재 HBM 수급은 공급 부족 상황에서 벗어난 것으로 판단되며, CY26에는 AI 투자 둔화, GPU 내 HBM 탑재량 증가율 정체에 따라 HBM 수요 성장률이 하락할 가능성이 존재함
- 동사 직전 저점 주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 최근 상향된 동사 P/B 밴드 (1.4~2.4배)를 하향 이탈. AI 투자 및 경기 둔화 가능성을 반영한 듯. AI 투자 사이클의 둔화 및 경기 침체 가능성을 감안해 당분간은 저점 매수에만 집중하는 전략이 적절한 듯
- 관세 부과 전 선구매의 영향을 반영하여 FY25 동사 실적 전망치를 상향하고 동사에 대한 목표주가도 22만원으로 상향 조정

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	76,202	72,392	79,631
영업이익(십억원)	23,467	33,363	22,203	27,683
순이익(십억원)	19,789	24,641	15,246	19,535
EPS(원)	27,182	33,848	20,942	26,834
BPS(원)	101,515	135,657	156,893	184,021
PER(배)	6.4	5.9	9.6	7.5
PBR(배)	1.7	1.5	1.3	1.1
ROE(%)	31.1	28.5	14.3	15.7
배당수익률(%)	0.7	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	3.0	3.2	2.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	18,774	20,653	21,568	23,057	58,858	66,563	75,982	84,052
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-8.5%	10.0%	4.4%	6.9%	1.0%	13.1%	14.1%	10.6%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.51	0.52	0.50	0.48	0.39	0.25	0.43	0.50
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	0.1%	2.3%	-2.8%	-3.6%	-16.6%	-36.8%	75.7%	15.9%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,485	10,673	10,839	11,167	22,923	16,390	32,878	42,164
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,379	28,055	31,173	34,072	106,710	131,867	130,645	116,680
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-18.6%	20.0%	11.1%	9.3%	45.7%	23.6%	-0.9%	-10.7%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.10	0.10	0.09	0.08	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-19.5%	0.0%	-8.0%	-15.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-21.0%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,331	2,797	2,859	2,656	11,400	7,982	15,093	10,643
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	316	294	291	260	534	563	492	1,160
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	12,132	13,764	13,989	14,083	34,857	24,935	48,464	53,967
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,454	1,420	1,400	1,380	1,280	1,314	1,366	1,412
<b>연결기준 매출 (십억원)</b>	<b>12,430</b>	<b>16,423</b>	<b>17,573</b>	<b>19,767</b>	<b>17,639</b>	<b>19,544</b>	<b>19,584</b>	<b>19,434</b>	<b>44,622</b>	<b>32,766</b>	<b>66,193</b>	<b>76,202</b>
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	7,537	7,995	8,332	8,726	28,994	33,299	34,364	32,590
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	10,102	11,549	11,252	10,709	15,628	-533	31,829	43,612
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,661	2,367	2,452	2,769	8,818	7,197	8,361	10,249
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>2,886</b>	<b>5,469</b>	<b>7,030</b>	<b>8,083</b>	<b>7,441</b>	<b>9,182</b>	<b>8,801</b>	<b>7,939</b>	<b>6,809</b>	<b>-7,730</b>	<b>23,467</b>	<b>33,363</b>
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	47.0%	44.9%	40.9%	15.3%	-23.6%	35.5%	43.8%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	7,401	8,775	8,634	8,449	8,908	1,021	21,140	33,259
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	53.7%	57.9%	56.9%	54.8%	30.3%	4.7%	47.0%	55.9%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	21	391	151	-523	-2,163	-8,763	2,345	40
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	0.6%	9.8%	3.8%	-14.3%	-14.8%	-83.6%	11.4%	0.3%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	57,489	68,719	81,695
현금 및 현금성자산		11,205	26,253	41,075	50,699
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	11,430	7,239	7,963
재고자산		13,314	11,430	10,859	11,945
비유동자산		77,576	87,576	91,681	98,711
유형자산		60,157	71,549	75,938	83,170
무형자산		4,019	3,395	2,894	2,492
자산총계		119,855	145,065	160,400	180,406
유동부채		24,965	25,310	25,179	25,428
매입채무		2,277	2,622	2,491	2,740
단기차입금		1,283	1,283	1,283	1,283
유동성장기부채		3,969	3,969	3,969	3,969
비유동부채		20,974	20,974	20,974	20,974
사채		12,409	12,409	12,409	12,409
장기차입금		7,208	7,208	7,208	7,208
부채총계		45,940	46,284	46,153	46,402
지배주주지분		73,903	98,759	114,219	133,968
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	89,026	103,238	121,740
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	23	29	37
자본총계		73,916	98,781	114,247	134,004

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	40,256	33,533	32,334
당기순이익		19,797	24,652	15,252	19,543
유형자산감가상각비		11,985	12,609	15,611	16,768
무형자산상각비		596	624	501	402
지분법관련손실(이익)		-38	-38	-38	-38
투자활동 현금흐름		-18,005	-26,394	-19,400	-23,416
유형자산의 처분(취득)		-15,898	-24,000	-20,000	-24,000
무형자산의 처분(취득)		-697	-	-	-
금융상품의 증감		-1,577	-3,310	-316	-332
재무활동 현금흐름		-8,704	-2,116	-1,629	-1,629
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-7,376	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-826	-1,520	-1,034	-1,034
현금및현금성자산의증감		3,618	15,048	14,822	9,623
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	26,253	41,075
기말현금및현금성자산		11,205	26,253	41,075	50,699

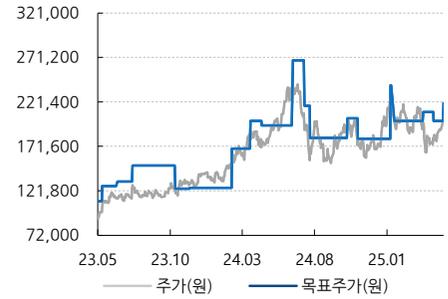
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	76,202	72,392	79,631
증가율(%)		102.0	15.1	-5.0	10.0
매출원가		34,365	32,590	39,816	40,612
매출총이익		31,828	43,612	32,576	39,019
판매비와관리비		8,361	10,249	10,373	11,336
연구개발비		4,436	5,182	5,429	5,972
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	33,363	22,203	27,683
증가율(%)		흑전	42.2	-33.4	24.7
영업이익률(%)		35.5	43.8	30.7	34.8
이자수익		4,855	2,983	3,350	3,592
이자비용		5,708	5,179	5,179	5,179
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	1,740	-	-
세전계속사업이익		23,885	32,869	20,336	26,057
법인세비용		4,088	8,217	5,084	6,514
세전계속이익률(%)		36.1	43.1	28.1	32.7
당기순이익		19,797	24,652	15,252	19,543
순이익률(%)		29.9	32.4	21.1	24.5
지배주주귀속 순이익		19,789	24,641	15,246	19,535
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	25,899	16,500	20,791
지배주주귀속총포괄이익		21,036	25,888	16,493	20,782

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	33,848	20,942	26,834
BPS		101,515	135,657	156,893	184,021
CFPS		44,464	52,024	43,074	50,419
DPS		2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER		6.4	5.9	9.6	7.5
PBR		1.7	1.5	1.3	1.1
PCR		3.9	3.9	4.7	4.0
EV/EBITDA		3.8	3.0	3.2	2.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	28.5	14.3	15.7
EBITDA이익률		54.5	61.1	52.9	56.3
부채비율		62.2	46.9	40.4	34.6
순부채비율		14.4	-7.8	-20.0	-24.5
매출채권회전율(x)		6.5	6.2	7.8	10.5
재고자산회전율(x)		4.9	6.2	6.5	7.0

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000	-4.9%	3.0%
2025-05-16	Hold	220,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

중목추천 투자등급

중목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2025-03-31 기준]

매수  
92.5%

중립(보유)  
6.8%

매도  
0.7%