

IBKS In-Depth Report

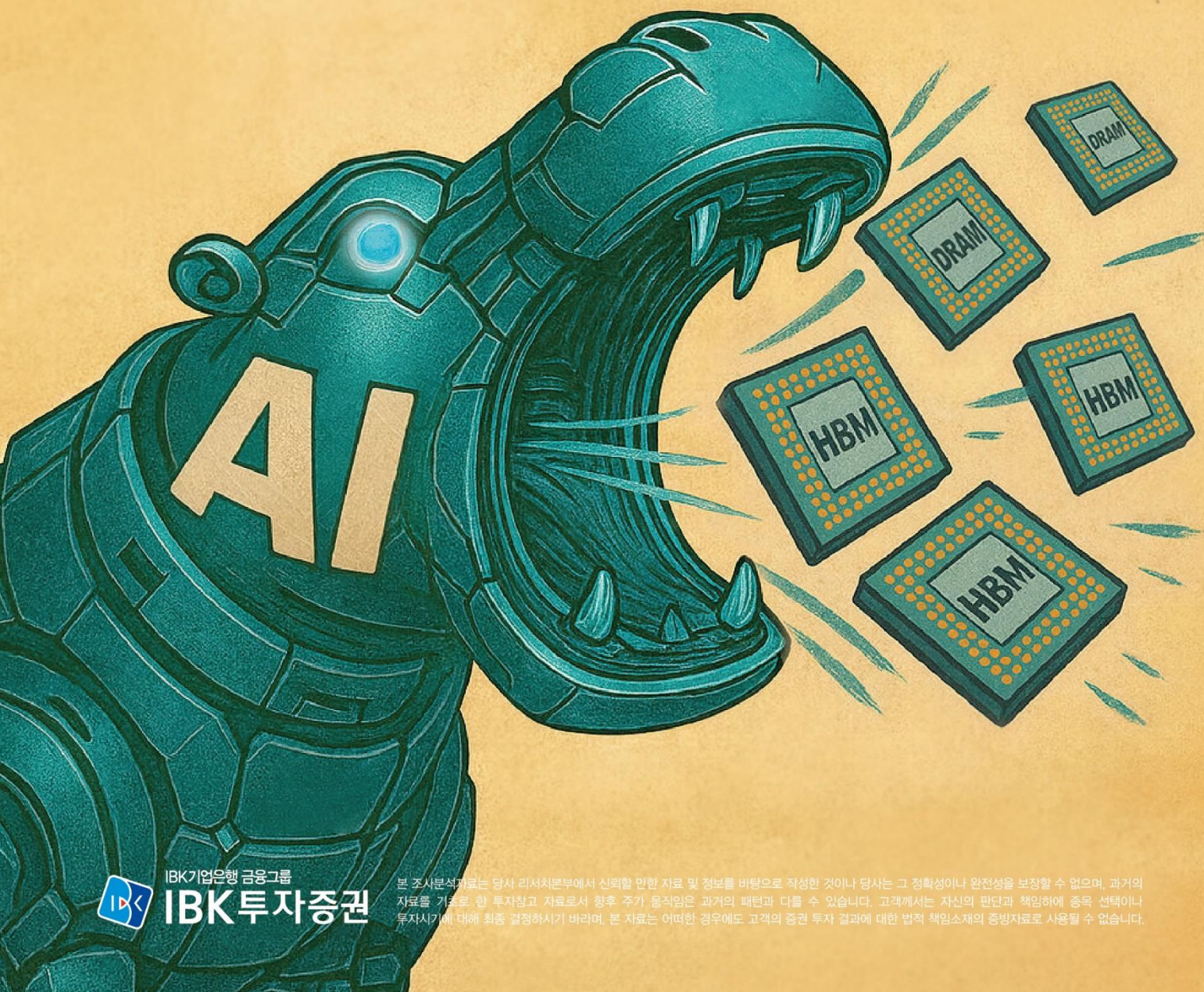
AI는 메모리 먹는 하마

The better AI, The more HBM

IT/반도체 김운호

02) 6915-5656

unokim88@ibks.com



IBK기업은행 금융그룹

IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

HBM Dynamics	3
The better AI, The more HBM	3
Key Chart	4
AI는 메모리 먹는 하마	6
I. AI 모델은 빠르게 진화하는 중	6
II. Training, Inference, 그리고 Agentic AI	8
III. AI 모델 개선은 HBM 수요 확대	9
HBM Dynamics	12
I. 수요 : NVIDIA에서 ASIC으로	12
II. 공급은 SK하이닉스 독점에서 과점으로	13
III. HBM 세대별 가격 프리미엄	17
IV. 2027년 DRAM 매출에서 HBM 비중은 55%	18
V. AI 수익화로 투자 확대	19
VI. AI 투자 새로운 모멘텀은 Neo Cloud	21
CXL 시장 도래는 시기 상조	22
I. CXL in 2025	22
II. CXL 미래 그리고 앞으로 갈 길	23
III. CXL 방정식	24
2018 데자뷰(Déjà vu)?	26
I. 2018년 수요 붕괴, 재고자산 증가, 가격 하락, 수익성 하락	26
II. 2025년 무엇이 다른가	29
기업분석	33
삼성전자(005930) – 알을 깨고서	34
SK하이닉스(000660) – A Whole new world	39

HBM Dynamics

The better AI, The more HBM

AI 투자는
메모리 투자 동반

AI 시장의 발달은 메모리 수요를 가속화 시키고 있다. 초기에는 Training Model에 여러 CSP(Cloud Server Provider)들이 집중 투자하면서 GPU 물량 확대에 따른 HBM 수요를 자극했다. Hyperscaler들이 Open AI를 따라 잡기 위한 투자가 초기 투자의 대부분이었다. 이로 인해 HBM 수요는 2023년 대비 2024년에는 3배 이상 증가했다.

AI 투자 그림이 바뀐다

초기에는 High End GPU를 확보한 Hyperscaler의 독주 이후 Inference AI 시장의 확대로 소규모 다양한 AI 모델이 보급화되면서 ASIC 비중이 높아지고 HBM이 아닌 DRAM의 수요가 증가할 것으로 기대하였다. 최근 이 구도가 기존 Training AI 중심으로 투자했던 Hyperscaler들의 DRAM 투자 확대가 보편화되고 있다.

AI 진화로 메모리
수요는 더 늘어나

이는 AI 엔진 진화가 원인이다. 초기 AI 모델은 매개변수 처리능력 극대화에 집중하였으나 최근에는 Token 처리 능력에 보다 집중하고 있는 상황이다. 매개 변수 증가에 따른 메모리 소요량은 비례해서 증가하지만, Token 수의 증가는 메모리의 수요를 4배로 가속화시키기 때문이다.

HBM, NVIDIA 말고
다른데도 쓴다

HBM 수요에 변화가 생길 전망이다. 2025년에는 NVIDIA가 HBM 물량을 70% 이상 가져갈 것으로 예상된다. HBM을 사용하는 다른 GPU에 대한 수요가 크지 않기 때문이다. 2026년에는 변화가 생길 것으로 예상된다. ASIC 시장의 확대이다. 특히 Google의 TPU 비중이 2배 이상 증가할 것으로 기대한다.

HBM, 삼성전자
의미있는 진입

HBM 공급에도 비슷한 변화를 예상한다. SK하이닉스가 NVIDIA에 독점적 지위를 갖고 있었기 때문에 2025년 HBM 시장에서 SK하이닉스 점유율은 60%에 가까울 것으로 예상하지만 2026년에는 50% 내외 수준일 것으로 전망한다. 삼성전자 비중 증가가 기대되기 때문이다.

2026년 메모리 업체
이익 급증 기대

메모리 시장 호황으로 삼성전자, SK하이닉스 실적이 2026년에도 크게 개선될 것으로 기대한다. 이로 인해 가파른 주가 상승에 따른 밸류에이션에 대한 부담이 높다는 의견도 간간히 제기되고 있다. 그리고 2018년 시장 붕괴 재현 우려도 동반되고 있다.

2026년 수요는 견고

2026년은 과거와는 다른 궤도로 움직일 것으로 전망한다. 수요의 동력이 분명하고 공급 증가가 제한적이기 때문이다. 수요의 붕괴는 절대로 없을 것이라는 극단적 가정 보다는 현 시점에서 메모리 수요 증가는 2018년 수요 버블과는 비교할 수 없을 정도로 견고하고 안정적이다. 다만 투자 규모가 지속적으로 성장하기 위해서는 AI 모델로 수익성 확보가 담보되어야 한다는 것이 변수가 될 수는 있을 것으로 판단한다.

이제는 다른 잣대를
대자

삼성전자와 SK하이닉스의 주가도 이전의 틀에 매여있지 않고 새로운 성장 시대에 맞는 적절한 밸류에이션에 대한 재정립이 필요하다고 판단한다.

Key Chart

그림 1. AI 메모리 수요 구조 변화



자료: IBK투자증권

그림 2. HBM 수요 전망



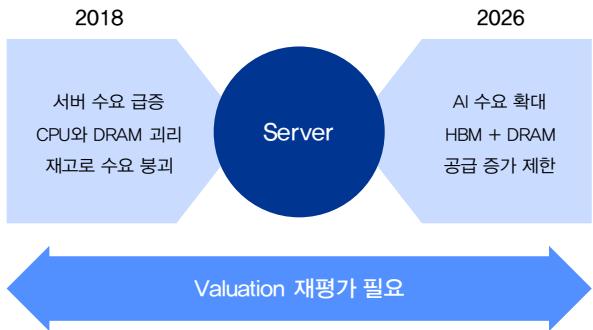
자료: IBK투자증권

그림 3. HBM 공급 전망



자료: IBK투자증권

그림 4. 2018 vs. 2026



자료: IBK투자증권

그림 5. 삼성전자 vs. SK하이닉스



자료: IBK투자증권

AI는 메모리 먹는 하마

I. AI 모델은 빠르게 진화하는 중

빠르게 증가하는
AI 모델

AI 모델은 매년 새롭게 개발되고 있다. Training을 위한 것, Inference를 위한 것, 단순히 On-Device용 등 다양하게 확산되는 중이다. 이 중에서 가장 핵심이라 할 수 있는 Training 모델은 2024년 기준으로 411개 정도로 추정하고 있다.

컴퓨팅 능력은
5개월 마다 2배 증가

이 모델들의 컴퓨팅 능력에 대한 요구 조건은 5개월마다 2배씩 증가한다고 2024년 한 연구 논문에서 밝혔다. 그래서 2010년부터 2026년까지 개발된 AI 모델의 컴퓨팅 수준은 매년 4.7배 증가해서 10^{26} FLOP(Floating Point Operation)수준이다.

2018년 AlphaGo Zero/Master, 2020년 GPT-3는 10^{23} FLOP 수준이었고, 2024년 GPT-4 / Gemini Ultra는 10^{25} FLOP 을 넘겼다.

GPT-4 이상 모델이
33개

2025년 중반 기준으로 11개 이상의 기관에서 33개 이상의 모델을 GPT-4 규모 이상으로 학습하고 있는 것으로 파악되고 있다. 2025년 FLOP 10^{24} 이상 모델 수는 50개 내외 수준이고, 2026년에는 100개에 이를 것으로 예상된다. 2030년까지 FLOP 10^{25} 이상 모델 수는 500개에 근접할 것으로 전망한다.

High End GPU 70%는
추론용

이러한 대형 AI 모델은 Training 뿐 만 아니라 Inference 용도로 빠르게 전환 중이다. OMDIA는 2025년 High End GPU(Hopper, Blackwell)의 70%가 Inference에 사용된다고 분석하고 있다. 참고로 2024년에는 Training이 60%였다.

이는 학습보다는 응용을 통한 솔루션 제시 관련 수요가 급증한 영향이고, AI의 능력 제고에 대한 수요가 꾸준히 발생하고 있기 때문이다.

Inference/Training
모두 투자 확대

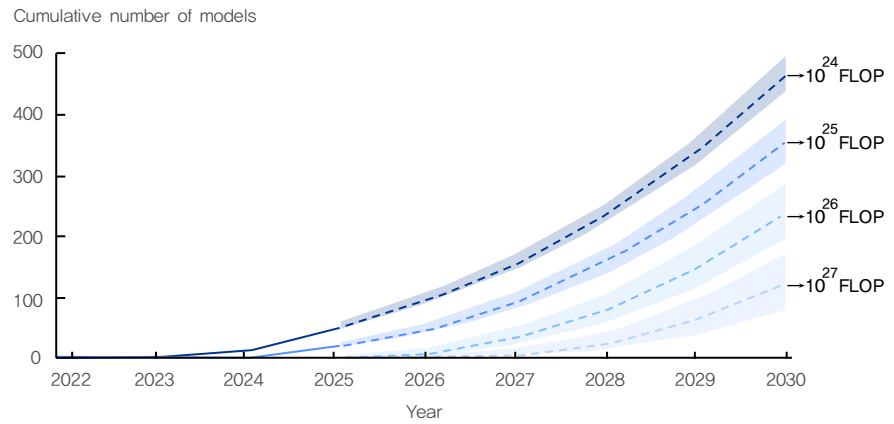
Inference 시장을 ASIC으로 대체하는 시장도 분명히 성장하겠지만, Training을 구축한 Hyperscaler도 역시 AI 모델의 성능 향상을 위해서 지속적인 투자를 진행 중이다.

표 1. 10^{24} FLOP 이상 누적 모델 수

FLOP	모델 수
$1E + 27$	124
$1E + 26$	239
$1E + 25$	357
$1E + 24$	466

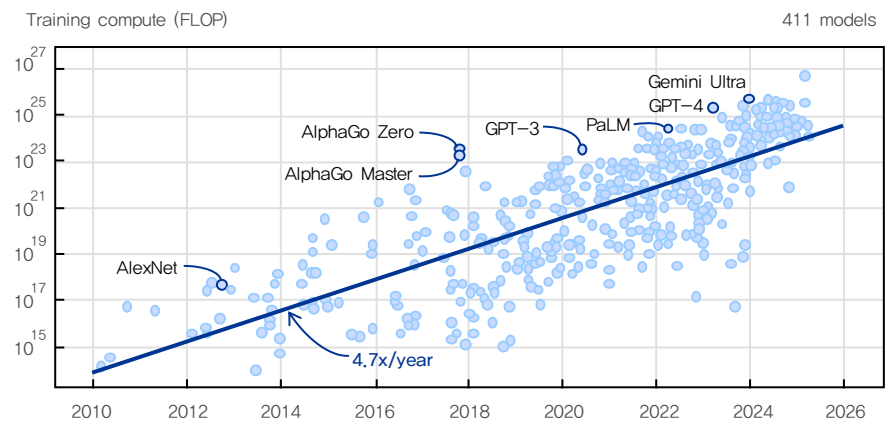
자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 6. AI 모델 누계



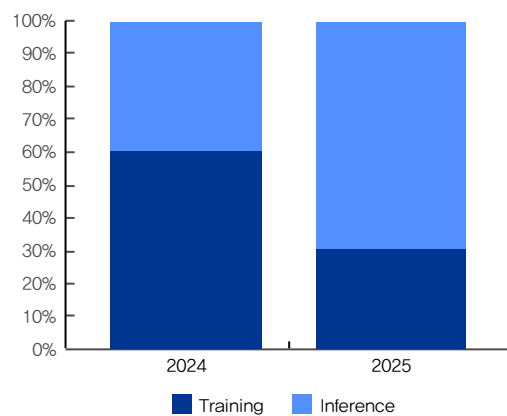
자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 7. AI 모델과 Computing



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 8. Hopper, Blackwell의 용도별 변화



자료: OMDIA, IBK투자증권

II. Training, Inference. 그리고 Agentic AI

초기 AI는 Training

AI Training: HPC에서 슈퍼컴퓨터를 사용하는 것처럼 설계. 이유는 학습이 계산으로 제한되어 있고, 컴퓨팅 파워의 최대 성과(FLOPS/TOPS)를 달성하는 것이 목표. 일부 상쇄가 되긴 하지만 학습은 모델 사이즈에 비례. 학습은 스케일 법칙을 이용하여 사이즈를 계획될 수 있는 예정된 일괄처리 작업

Inference 수요 확대

AI Inference: 트랜스포머와 같은 모델에게는 연산 보다 메모리 대역폭이 제한 요인. 총 업무량은 수요자의 요구에 따라 확장. 일괄 처리는 때로는 옵션이라 하더라도 처리는 온라인이고, 수요 중심. 어느 정도 규모가 있는 사용자라면 모델 크기 보다 수요가 더 중요. 이런 의미에서 Inference는 HPC 보다는 앱에 훨씬 더 유사

AI 투자는

Scale up →

Scale out으로

전환할 것으로 예상

AI 모델 투자에 대한 접근 방법이 변경되고 있다. 초기에는 Scale up(더 높은 레벨의 집적으로 혜택을 얻기 위해 더 큰 기계를 만드는 전략)이 시장을 주도하고, 점차 Scale out(더 많은 기계를 만들고, 최대한 작게 유지하면서, 내부적으로 단순하고, 가장 작은 최소한의 생산 능력을 추가하는 전략)이 AI 시장을 주도할 것으로 전망하였다.

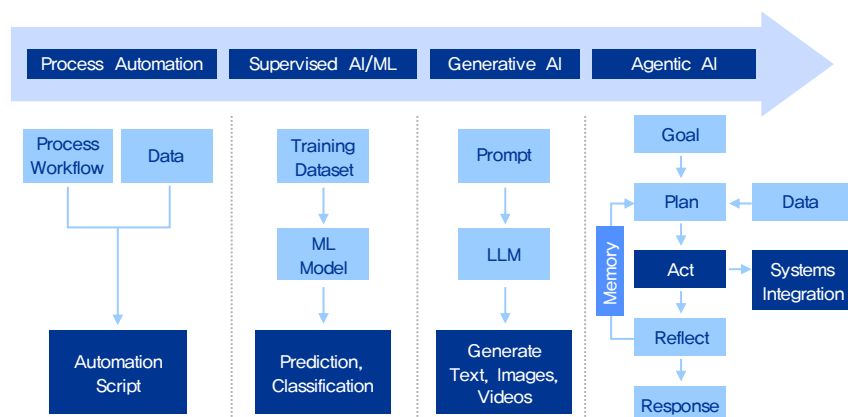
Scale up이 대세

AI Training은 Scale up, AI Inference는 Scale out이라는 특징을 보인다. 그래서 Scale up 이후에 Scale out이 대세가 될 것으로 전망하는 것이 일반적이다. 이러한 방향은 크게 달라지지 않겠지만, AI 모델의 진화로 AI Inference도 Scale up이 동반되고 있다.

Agentic AI가 차세대

Agentic AI는 Generative AI의 다음 버전이다. 단순한 입출력이 아닌 상황인식, 목표 설정, 계획 수립, 행동, 피드백 반영의 순환 과정을 스스로 수행하는 모델을 의미한다. Generative AI를 지원하기 위해서 Training과 Inference에 엄청난 규모의 투자를 진행하고 있지만, 강력해진 컴퓨팅 능력은 보다 확장된 Agentic AI로 진화를 지원하고 있다.

그림 9. 진화하고 있는 AI 기술

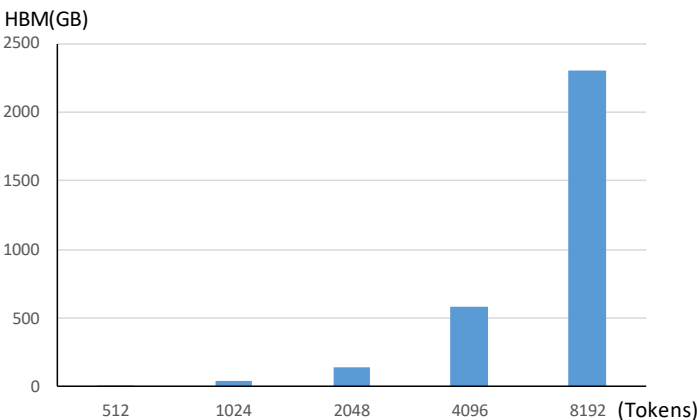


자료: OMDIA, IBK투자증권

III. AI 모델 개선은 HBM 수요 확대

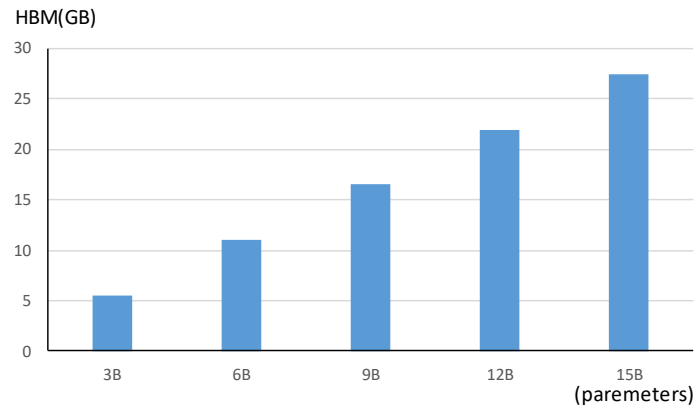
AI 추론 영역 확대	AI 업무에서 추론 영역의 역할이 점차 확대될 것으로 예상된다. On-Device, Edge AI도 추론 영역에 적용되지만, 기존 대형 LLM들의 추론 영역 강화에 따른 컴퓨팅 시장 확대도 동반될 것으로 전망한다.
AI 모델 진화	이는 AI 모델들의 기능 향상에 따른 영향이다. 초기 LLM은 주로 문장을 완성하는 기능이 한계였던 것에 비해서 최근 LLM은 다중 턴(Multi-turn) 추론, 멀티 모달(Multi Modal)입력, 도구 활용 등 성능이 향상되고 있다. 학습에 국한되지 않은 추론 모델은 더 긴 대화 흐름에서 문맥을 추적, 상태 유지, 구조화된 연산 수행, API 호출, 도구 사용을 해야 하기 때문에 컴퓨팅 능력 개선도 필수적으로 동반되어야 한다.
AI 모델 진화는 Token 증가	AI 모델에서 Latency가 중요한 변수가 되고, Token(AI 모델이 처리하는 최소 단위 텍스트) Count가 증가하면서, 메모리 수요가 가파르게 증가하고 있다. 최신 AI 모델인 Gemini 1.5/Claude3는 10만 토큰 이상의 컨텍스트 윈도우 지원하고 있고, 이로 인해 필요 Cache memory 증가한다. 이로 인해 HBM 소비가 빠르게 증가하고 GPU 활용률도 동반 상승하고 있다.
Token 2배 증가는 메모리 4배 증가	Token이 2배 증가하면 필요한 HBM은 4배 증가한다. 이는 AI 모델의 패러미터 증가에 비례해서 증가하는 것에 비해서 월등히 높은 수준이다.

그림 10. Token 증가 대비 4배 증가하는 HBM 소요량



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 11. 모델 증가에는 비례해서 증가하는 HBM 소요량



자료: OMDIA, IBK투자증권

표 2. 메모리 수요가 증가하는 이유

Token 증가 요인		HBM 요구량
Long Context	MCP (Model Context Protocol) AI 모델에 문맥이 맞는 정보를 제공하기 위해 기억을 인지하고 일관된 행동을 지원	Single query/response 1,000 Token Memory: 기본
Agent		MCP enabled (fix prompt+history) 5,000 Token Memory: 25x
Multimodal	Text-Standard tokenizer (몇백에서 수천) Image(200 에서 1000+) Audio(1,000 에서 10,000) Video(10,000 에서 100,000+)	Multimodal + MCP + task chaining 20,000 Token Memory: 400x

자료: OMDIA, IBK투자증권

Context Window
확대는 AI 기능
강화가 원인

Context Window가 커지는 있는 이유는

- 1) 새로운 기능: 긴 문서, multi-turn chats, codebases
- 2) RAG(Retrieval-Augmented Generation) 필요성 낮아짐:
모든 문맥이 저장됨 = 더 간단하고, 더 빠르고, 더 정확
- 3) 체감지능 향상: 더 길어진 기억 = 더 똑똑해진 AI(더 큰 모델 없이도)
- 4) 기업 환경에 최적화된 기능: 법률 자문, 재무 등 고부가가치 어플 지원
- 5) 인프라로 가능: 효율적 주의 메커니즘 + 더 많은 GPU/HBM = 대규모 환경에도 실행 가능

표 3. AI Model 별 Context Window 비교

Vendor	Model	Context Window
Open AI	GPT-3.5 Turbo	16K
	GPT-4 Turbo/4o	128K
	GPT-4.1	1M
Anthropic	Claude2 → 2.1	100K → 200K
	Claude3 Opus	1M
Meta	Llama 2 → 3.1	4K → 128K
	Llama 4 Scout / Maverick	10M
Google	Gemini 1.5 Pro	1M
	Gemini 2.5 Pro	2M

자료: OMDIA, IBK투자증권

표 4. AI 모델 세대별 메모리 사용량

	GPT-4 Turbo/4o	GPT-4.1	Notes
Token count	128K	1M	~7.81x
Memory Usage	46.9TB	2.86PB	~61x
Layer	96	96	Token count ² × Hidden size × Layer × bytes per value (FP16 → 2bytes)
Hidden size	16,384	16,384	

자료: OMDIA, IBK투자증권

*Context window: The limit on how many tokens (pieces of text) the model can consider at once to understand and generate responses

**Self-attention: A mechanism that allows the AI model to focus on relevant words in a sentence, regardless of their position, to better understand the meaning

HBM Dynamics

I. 수요: NVIDIA에서 ASIC으로

24년 HBM 내
NVIDIA 비중은 57%

2024년 HBM 시장 규모는 122억 Gb으로 추정한다. 이중에서 NVIDIA가 소요한 HBM은 약 70억 Gb으로 추정한다. 나머지는 AMD, Google, Amazon 등 인것으로 추정한다.

25년 NVIDIA
비중은 75%

2025년에는 경쟁사의 부진으로 NVIDIA의 점유율이 더욱 확대될 전망이다. HBM 시장 규모는 225억 Gb으로 예상하고 이 중에서 75%인 170억 Gb을 NVIDIA에서 사용할 것으로 예상된다. 나머지 업체들의 점유율은 모두 10%를 하회할 것으로 전망하는데 그 중에서는 Google의 TPU가 9.5%로 가장 높을 것으로 예상된다. AMD는 6.5%, Amazon은 5.5%로 전망한다.

26년 NVIDIA
비중은 64%

2026년에는 Inference AI 시장 확대로 ASIC 시장 규모가 좀 더 커질 것으로 예상된다. 2026년 HBM 시장 규모는 295억 Gb으로 전망한다. 이 중에서 NVIDIA의 점유율은 64%로 190억 Gb일 것으로 추정한다.

26년 TPU
비중은 19%

10% 미만이었던 TPU(Google, Broadcom)는 19%로 증가하고, Amazon은 8%로 비중이 상승할 것으로 예상된다. AMD 및 기타업체들의 점유율은 25년과 유사한 9%로 전망한다.

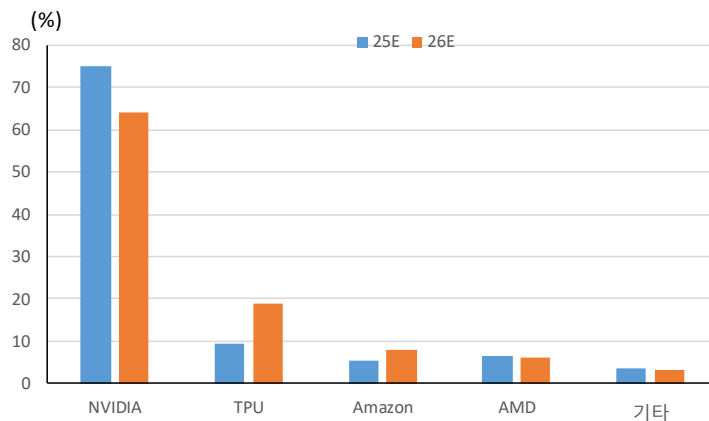
TPU v7 HBM은
192GB

TPU 시장의 확대는 TPU 성능 확대로 사용하는 HBM 규모가 커졌기 때문이다. 초기 제품인 v1은 8GB를 사용했지만, 2023년 출시한 v5p는 95GB HBM을, 2025년 출시한 v7은 192GB HBM을 사용한다.

Trainium3 HBM
144GB

Amazon의 대표 ASIC인 Trainium도 진화하면서 HBM 소요량이 커지는 중이다. Trainium2는 96GB, Trainium3는 144GB이고, Inferentia는 초기 DDR4를 사용했으나 2세대부터는 HBM 32GB를 채택했다.

그림 12. HBM 수요처 비중 변화



자료: OMDIA, IBK투자증권

표 5. 주요 ASIC 세대별 사양_TPU

세대	칩당 메모리	칩당 메모리 대역폭	주요 용도
v2	16 GiB HBM	600 GB/s	학습 · 추론 도입기
v3	32 GiB HBM2	900 GB/s	본격 학습
v4	32 GiB HBM2	1,200 GB/s	대규모 사전학습 · 서비스
v5e	16 GiB HBM2	819 GB/s	비용 효율 학습 · 추론
v5p	95 GiB HBM2e	2,765 GB/s	최고 성능 학습
Trillium (v6e)	32 GiB HBM	1.6 TB/s	차세대 학습 · 추론
Ironwood (v7)	192 GB HBM3e	7.37 TB/s	대규모 추론 중심

자료: Google, IBK투자증권

표 6. 주요 ASIC 세대별 사양_Trainium

세대	칩당 메모리	칩당 메모리 대역폭	주요 용도
Tm1	32 GiB HBM	미공개	학습
Tm2	96 GiB HBM3	2.9 TB/s	초대형 학습

자료: Amazon, IBK투자증권

표 7. 주요 ASIC 세대별 사양_Inferentia

세대	칩당 메모리	칩당 메모리 대역폭	주요 용도
Inf1	8 GiB DDR4	50 GB/s	저비용 추론
Inf2	32 GiB HBM	820 GB/s	대규모 LLM 추론

자료: Amazon, IBK투자증권

II. 공급은 SK하이닉스 독점에서 과점으로

새로운 GPU에는
새로운 HBM

HBM은 매년 세대를 진화해 왔다. 이는 NVIDIA 및 GPU 업체들의 신규 GPU에 대응하기 위한 변화이다. 2024년에는 NVIDIA의 H100을 대응하기 위해서 HBM3, 2025년에는 B200에 대응하기 위해서 HBM3e, 2026년에는 R100을 대응하기 위해서 HBM4가 등장할 것으로 예상된다.

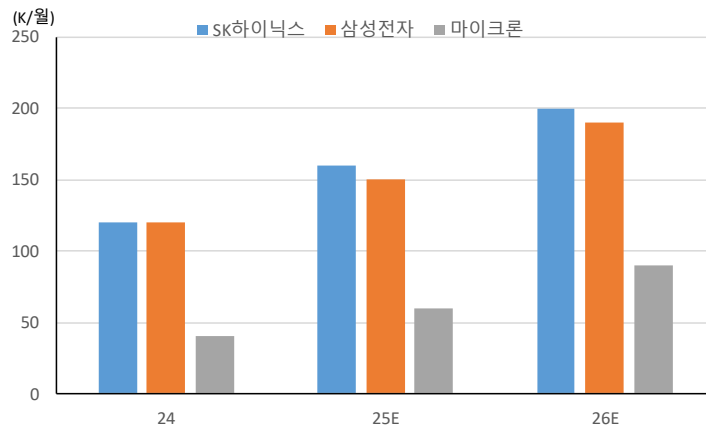
HBM 생산능력은
2강, 1약

HBM은 DRAM 메이커가 공급자인데 생산능력(웨이퍼 기준)은 2026년까지 삼성전자와 SK하이닉스가 유사한 수준으로 증가하고 있고, 마이크론은 두 회사의 절반에도 미치지 못하는 규모이다.

HBM 출하는
SK하이닉스가 1강

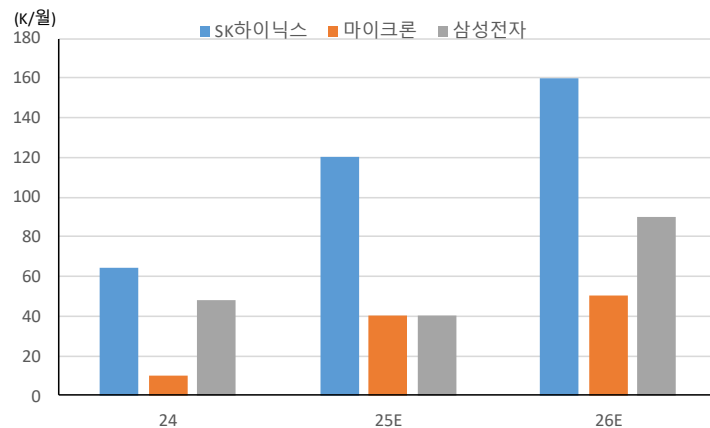
메이커별 출하량은 생산능력과는 다른데 2025년 삼성전자와 마이크론의 출하량은 유사한 수준일 것으로 예상된다. SK하이닉스 출하량은 120억 Gb으로 시장의 60%를 차지할 것으로 예상된다. 생산능력과 출하량이 비례하지 않은 것은 고객 확보에 따른 영향이다.

그림 13. HBM 생산 능력 (Wafer 기준)



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 14. HBM 생산 능력 (Gb 기준)



자료: OMDIA, IBK투자증권

HBM 점유율은 NVIDIA
진입이 관건

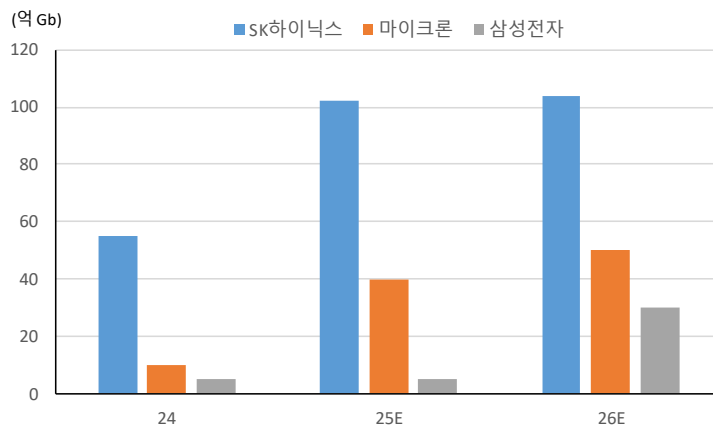
앞서 생산능력과 출하량에서 차이가 나는 것은 NVIDIA로 공급 여부이다. HBM의 최대 고객이 NVIDIA이기 때문이다. 점차 NVIDIA의 지배력은 낮아질 것으로 전망하지만 Hyperscaler들의 투자가 지속되는 구간에서는 높은 점유율이 유지될 것으로 예상된다.

NVIDIA 내 HBM 점유율은 SK하이닉스가 절대적으로 높은 상황인데 2026년에는 다소 변화가 있을 것으로 전망하고 있다. 삼성전자의 진입이 가장 큰 변수이다.

26년 HBM 시장
점유율 변동

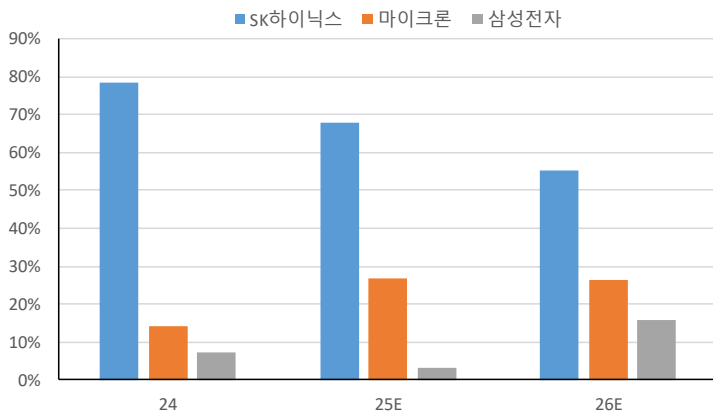
SK하이닉스의 NVIDIA 내 점유율은 2024년에는 80%, 2025년에는 68%, 2026년에는 55%로 하락할 것으로 예상된다. 마이크론의 점유율은 2024년 14%, 2025년 27%, 2026년 26%로 추정한다. 삼성전자는 HBM3e 보다는 HBM4 시장 진입에 좀 더 집중하고 있는 것으로 판단한다. 2026년 NVIDIA에 점유율은 16%로 추정한다.

그림 15. 메이커별 연도별 NVIDIA로 공급한 HBM 물량 추이



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 16. 메이커별 연도별 NVIDIA로 공급한 HBM 점유율 추이



자료: OMDIA, IBK투자증권

HBM4 생산 능력은
26년 수요 대비 높은
수준

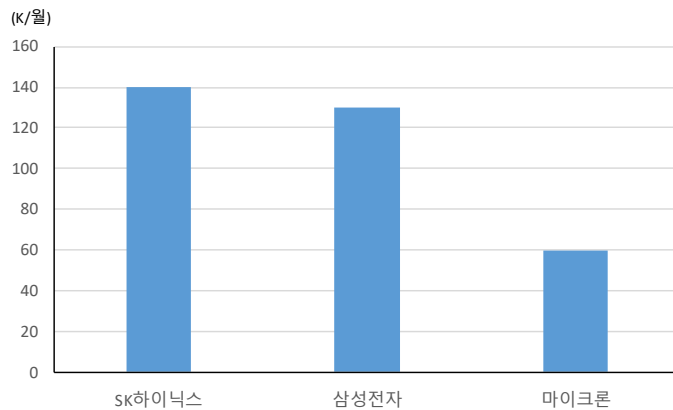
HBM4 시장에 대해서 공급 과잉 우려가 높다. HBM4는 2026년 NVIDIA가 생산할 차세대 GPU인 Rubin R100에 사용될 예정이다. HBM3e와는 달리 2026년에는 NVIDIA만 사용할 것으로 예상된다.

HBM4 시장에 대비하기 위해서 메이커들은 좀 더 적극적으로 투자하고 있는데 2026년말 기준 SK하이닉스는 140K/월 수준의 생산 능력을 확보하고, 삼성전자는 130K/월, 마이크론은 60K/월 수준의 생산 능력을 확보할 전망이다.

출하 규모는 유동적,
품질 승인이 변수

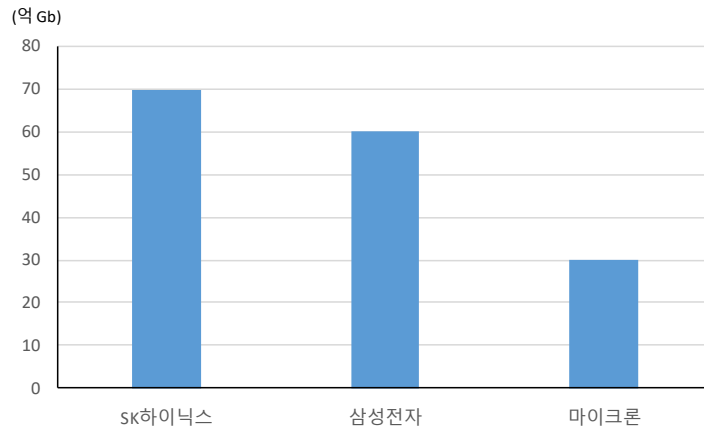
HBM4 칩 생산은 SK하이닉스가 60~70억 Gb, 삼성전자가 30~60억 Gb, 마이크론은 30억 Gb일 것으로 전망한다. HBM 특성상 고객의 품질 승인이 절대적인 변수인데 그 결과에 따라 공급량이 정해질 전망이다. 또한 고객 승인을 받지 못한 상황에서 무리하게 생산할 수도 없을 것으로 예상된다.

그림 17. HBM4 메이커별 생산 능력 (2026년 말 기준)



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 18. HBM4 출하 계획 (2026년)



자료: OMDIA, IBK투자증권

III. HBM 세대별 가격 프리미엄

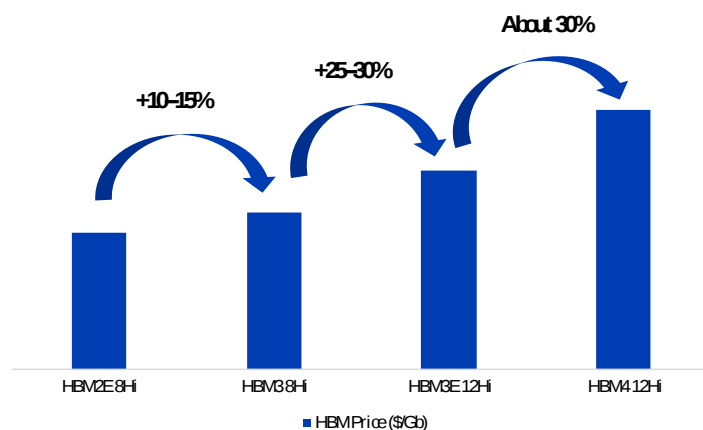
HBM 가격 프리미엄은
생산 비용 및 공급
제한이 원인

HBM이 일반 DRAM에 비해서 가격 프리미엄이 높은 이유는 Die size가 증가하면서 Wafer 1장에서 확보할 수 있는 칩 수가 적어지고, HBM4부터는 I/O 증가할 예정이고 이 역시도 추가 비용이 수반된다. HBM4(2,048), HBM5(4,096), HBM7(8,192), 그리고 HBM4부터는 DRAM 이외에 Base Die가 추가된다. 일부는 Logic, 일부는 DRAM을 사용할 계획이다. 그리고 지금은 12층이 가장 높지만 20층까지 진화하면서 소재 비용이 추가될 것으로 예상된다.

HBM4
가격 상승 < 비용 증가

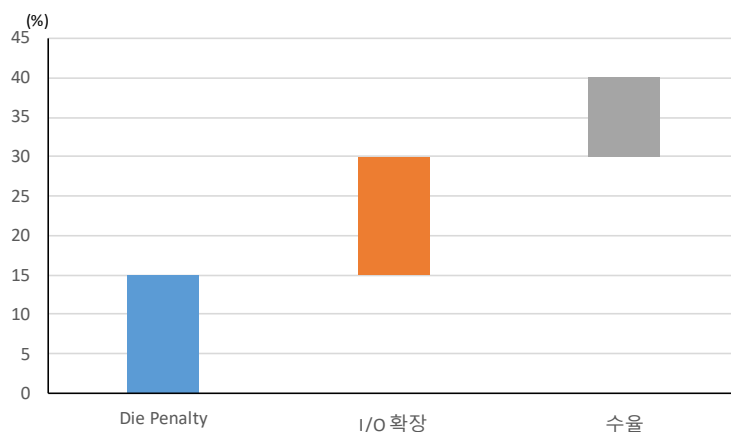
HBM4 가격은 아직 결정되지 않았지만 원가 구조만 보더라도 이전 제품 대비로는 35% 이상 상승해야 이전 수준의 수익성을 확보할 수 있을 것으로 분석된다. 원가 상승 요인은 Die penalty, I/O 증가, 수율, Base die 추가 등이다. Die Penalty 15%, I/O 증가에 따른 공정 비용 15%, 수율 하락에 따른 15%로 분석된다.

그림 19. HBM 세대별 가격 프리미엄



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 20. HBM4 요소별 비용 상승 요인별 분석



자료: OMDIA, IBK투자증권

IV. 2027년 DRAM 매출에서 HBM 비중은 55%

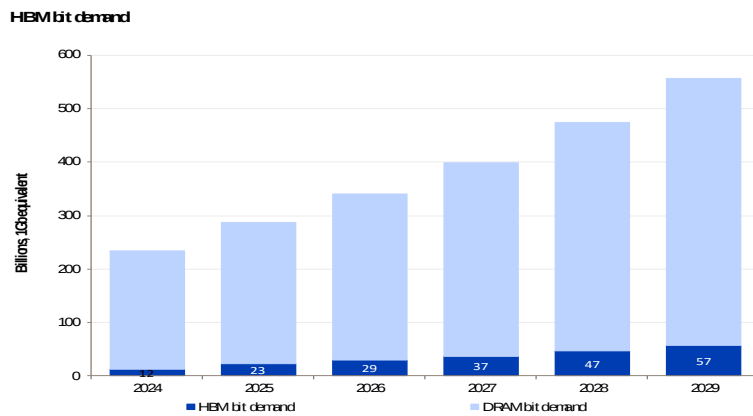
HBM 시장 규모는
성장세 지속

HBM 시장 성장에 대한 우려는 지속적으로 제기되고 있지만 당분간 성장세는 지속될 것으로 전망한다. 2024년 122억 Gb, 2025년은 225억 Gb, 2026년에는 295억 Gb, 2027년 372억 Gb으로 수요를 전망한다. 올해는 수요에 비해서 생산이 제한적이어서 시장 규모는 200억 Gb으로 예상한다.

DRAM 매출 내 비중은
2027년 55%까지

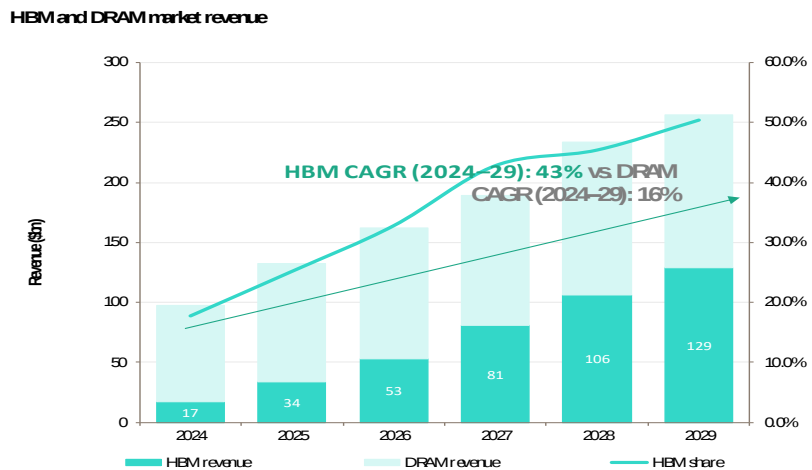
가격 프리미엄으로 출하 대비 매출액 규모는 훨씬 높는데 2024년 174억 달러, 2025년 335억 달러, 2026년 533억 달러, 2027년 808억 달러로 전망한다. DRAM 시장 내 비중은 24년 26.9%, 25년 35.4%, 26년 44.4%, 27년 55.2%로 추정한다. 과반이 넘는 시점은 이보다 앞당겨질 수도 있을 전망이다.

그림 21. HBM 수요 전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 22. HBM 시장 규모 전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

V. AI 수익화로 투자 확대

2025년 Open AI 예상
매출액은 120억 달러

2025년 Open AI 매출액은 120억 달러에 이를 것으로 예상하고 있다. 25년 7월에만 10억 달러에 이른다는 언론사 보도도 있다. 매출만으로 평가할 수는 없지만 AI 투자가 수익성을 확보할 수 있을 것인지에 대한 의문은 해소 시키는 수준은 되는 것으로 판단한다.

AI 도입의 가속화는 투자에 빠르게 반영 중이다. 2025년 투자 규모가 100억 달러 이상 투자할 예정인 업체들 대상으로 분석하면 2024년 투자 규모는 2023년 대비 2배가 넘는 업체가 다수이다. 대표적인 업체는 Amazon, MS, Alibaba, Oracle, Tencent 등이다.

CSP 투자 규모는
증가세

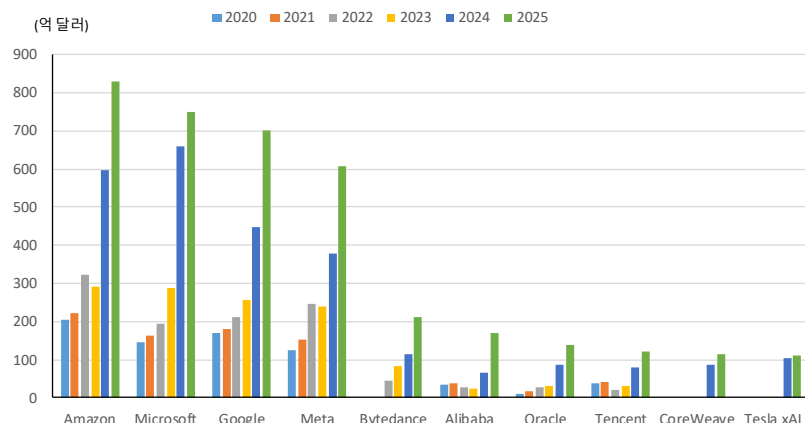
2025년 들어 몇몇 업체들은 투자 규모 증가율이 2024년 대비 낮아지지만 유사한 수준으로 투자할 예정인 업체도 다수이다. Google, Alibaba는 2024년과 비슷한 규모의 성장률을 보일 전망이다. Meta, Bytedance는 2025년 투자 증가율이 2024년 보다 높을 것으로 예상된다.

Reasoning에 대한 수요가 증가하고, MCP, Window context가 증가하면서 처리 Token이 큰 폭으로 증가하면서 메모리에 대한 수요가 이전 예상보다 추가로 소요될 것으로 예상하고 있어서 투자는 좀 더 장기화될 것으로 예상된다.

Neocloud 등장

또한 AI Neo-cloud가 새로이 등장하면서 Hyperscaler 수준으로 서비스를 확대하면서 장비 투자를 주도할 것으로 기대한다. 정부 주도 투자도 한 축으로 자리 매김할 전망이다.

그림 23. CSP별 투자 비중 추이



자료: OMDIA, IBK투자증권

25년 서버 투자
약 6,000억 달러

2022년부터 2030년까지 서버 투자는 매년 16.2% 증가할 것으로 예상된다. 2025년 투자 규모는 5,976억 달러로 예상하고, 2030년 투자 규모는 9,961억 달러에 이를 전망이다.

2025년 투자에서 가장 높은 비중을 차지하는 것은 컴퓨팅 관련 투자로 51.3%를 차지할 전망이다. 2030년에는 44.2%로 하락할 것으로 예상된다. 대신 Power 분산 인프라 투자 비중이 7.0%에서 10.7%로 높아질 전망이다.

Power 관련 투자가
가장 높은 성장률

가장 높은 성장률이 예상되는 부문은 Power 분배 인프라 투자로 20.6%로 예상된다. 열관리도 19.3%로 전망한다. 컴퓨팅은 19.6%로 전망한다. 백업 전력에 대한 투자도 12.5%로 증가할 것으로 예상된다. 전력 관련 비중이 점차 증가할 높아질 전망이다.

Computing, Rack Density 증가로 인프라 투자도 18% 증가할 것으로 예상된다. 장비 투자는 CAGR 11%로 예상하는데 이는 서버 수는 감소하지만 투자 규모가 확대된다는 점을 반영했다.

Scale up 투자가 대세

전반적인 투자의 특징은 Scale out(다수의 소규모 시스템)이 아닌 Scale up(소수의 고성능 시스템)으로 전환되고 있다. Inference AI의 확대로 Scale out 시장이 확장되는 것도 투자의 방향이지만 최근 AI는 Scale out에 좀 더 집중하는 경향이다.

표 8. CAPEX 투자 설비 추이 및 전망

(단위: 백만달러)

장비 구분	장비 타입	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
IT Infrastructure	Computing	105,429	121,466	228,952	306,455	330,456	360,456	390,056	417,056	440,101
	Networking	22,198	28,119	32,175	36,639	41,705	48,159	54,139	58,430	62,226
	Other IT Infrastructure	6,875	7,328	7,427	7,958	8,198	8,421	8,436	8,368	8,268
	Storage	62,916	56,724	66,723	79,734	86,994	96,785	108,399	117,071	124,095
Physical Infrastructure	Backup power	10,867	12,472	14,551	17,194	19,039	21,345	23,792	25,879	27,887
	Other physical infrastructure	33,572	37,812	43,941	52,064	61,516	72,921	86,178	101,362	118,777
	Power Distribution Infrastructure	23,827	27,330	33,412	41,562	51,334	62,619	75,375	89,803	106,273
	Racks and accessories	2,258	2,094	2,333	2,519	2,673	2,776	2,783	2,789	2,800
	Thermal Management	6,099	7,673	10,510	13,343	16,320	18,989	21,070	23,112	25,086
Other (Land & Building)		25,321	29,589	34,979	40,183	46,179	52,918	60,923	70,080	80,605

자료: OMDIA, IBK투자증권

VI. AI 투자 새로운 모멘텀은 Neo Cloud

투자는
Hyperscaler들이 주도

2022년 Chat GPT 등장 이후 AI 투자는 Hyperscaler 중심으로 진행되었다. 아직도 절대 규모에서는 메이저 CSP인 아마존, MS, 구글, 메타를 능가하는 기업은 없고, 앞으로도 찾기 어려울 것으로 판단한다.

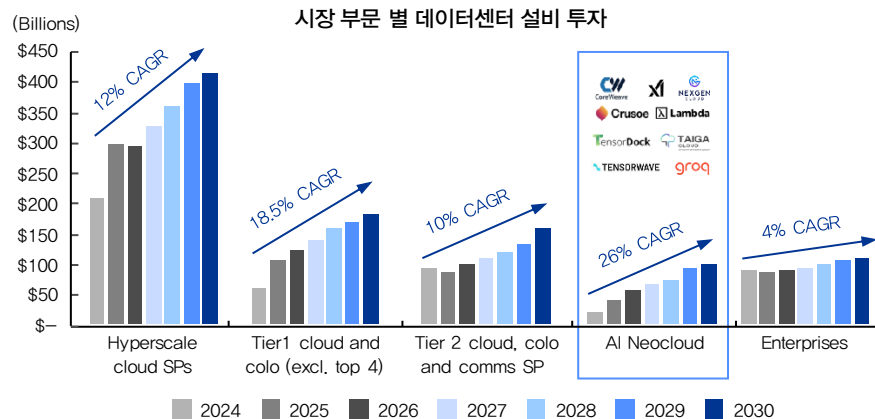
Neo-cloud는
AI에 특화

지금의 규모는 적지만 앞으로 가장 빠른 속도로 증가하고 있는 CSP(Cloud Server Provider)는 Neo-cloud이다. Neo-cloud는 기존 CSP에 비해서 GPU 및 AI/ML (Machine Learning) 작업에 특화된 클라우드 인프라 제공업체를 말한다.

Neo-cloud가
성장속도는 가장 빨라

2024년에서 2030년까지 CSP들의 투자금액의 연평균 성장률은 Hyperscaler 12%, Tier 1 CSP 18.5%, Tier 2, 10%, AI Neo cloud 26%, Enterprise 4%로 성장률은 AI Neo-cloud가 가장 높다. 다만 절대 규모는 Hyperscaler이 절대적으로 크다. 2030년에도 AI Neo-cloud 투자 규모는 Hyperscaler의 1/4 수준일 것으로 예상된다.

그림 24. CSP 그룹별 서버 투자 규모 추이



자료: OMDIA, IBK투자증권

CXL 시장 도래는 시기 상조

I. CXL in 2025

차세대 인터페이스
CXL

CXL(Compute Express Link)은 CPU, GPU, 메모리, 가속기 등 다양한 컴퓨팅 자원을 고속으로 연결하기 위한 차세대 인터커넥트 표준이다. 이전까지는 PCI(Peripheral Component Interconnect Express)를 기반으로 발전했지만, 일관성과 공유 메모리를 지원한다는 점에서 차이가 있다.

주요 참여업체로는 Intel, AMD, NVIDIA, 삼성전자, SK하이닉스, Micron 등이 있다. CXL을 지원하는 별도의 CPU가 필요하고, 이를 지원하는 DRAM도 새로이 개발해야 한다. 지금까지는 CXL 2.0을 지원하는 DRAM을 3사가 개발했다. CXL 3.0은 아직 개발 중에 있다.

2025년은 테스트

기간별로는 2025년 하반기에는

- 1) Intel Granite Rapids가 출시되면서 CXL 3.0을 지원할 전망
- 2) OEM 일부 테스트 진행할 것

2026년 상업용 시작

2026년에는

- 1) AMD Turin, Intel Xeon이 CXL 3.0 대응할 것
- 2) 최초의 상업용 pooling-ready 인프라 구축

2027년 Hyperscaler
채택

2027년에는

- 1) CXL 3.1/3.2가 switch, 메모리 모듈에 채택
- 2) Memory pooling, Fabric-level이 Hyperscaler에 적용될 것

표 9. CXL 진행 상황

Vender	CXL2.0 Commercialization	CXL3.0 Support	Memory pooling /Fabric support
Samsung	256GB CMM-D production-ready	Under research (focus on hybrid CMM-H with NAND + DRAM)	Prototype-level evaluation only
SK hynix	96GB/128GB CMM DDR5 validated	In development	Not disclosed (likely in early-stage R&D)
Micron	CZ120 (128GB/256GB) sample available	Partial support under development	Not disclosed (likely in early-stage R&D)

자료: OMDIA, IBK투자증권

II. CXL 미래 그리고 앞으로 갈 길

기회 요인

[기회]

- 대규모 수요 대응
- 비용 효율성
- 단가 상승

- 1) 기술적 수요: AI, LLM 시장 성장은 대규모 DRAM 수요
- 2) 비용 압박: DRAM 여부 물량 확보, 서버 과잉
- 3) 구조 전환: Memory 분산, 유연하고, 전용 인터커넥트 구조가 필요
- 4) 공급자 전략: 범용 제품에서 보다 높은 가격과 다양한 제품 라인으로 대응
 - Full solution: 컨트롤러, 펌웨어, 소프트웨어
 - 초기 고객 투자가 결정적: 공동 개발 및 에코시스템 공유

위협 요인

[위협]

- 시스템 고도화 선행
- 호환성
- 높은 비용

- 1) Platform 성숙: CXL 3.0은 PCIe 6.0 PHY 요구
- 2) 스위치 및 fabric ecosystem: 성숙한 CXL 스위치 부족
- 3) 상호운용성 리스크: Firmware, SDK는 호환성이 제한적
- 4) 비용 장벽: CXL 모듈은 RDIMM 보다 2배 이상 비쌈
- 5) 구조간 경쟁: NVIDIA NVLink, AMD Infinity Fabric

III. CXL 방정식

RDIMM 대비 효율적

CXL은 모듈 개별로는 이전 RDIMM(Registered Dual Inline Memory Module) 대비 비싸지만, 시스템 전체 비용을 고려하면 보다 원가 경쟁력이 높아질 것으로 분석한다.

DRAM으로만 AI 서버를 구축했을 때 서버는 1,000개가 필요하고, 서버 비용은 \$10M, GPU는 \$60M, DRAM은 \$12.3M이 소요된다. 3년간 전력 비용 \$4.5M, 3년간 유지비용 \$3M을 고려하면 3년간 소요되는 전체 비용은 \$89.79M으로 추정한다.

CXL Hybrid는 서버가 750로 감소하고, 이로 인해 GPU, DRAM+CXL 비용은 \$12.29M이 소요되고, 3년간 전력비 및 운영비도 경쟁력이 있을 것으로 예상한다. 전체 비용은 \$70.41M으로 DRAM 서버 대비 21.6% 저렴하다.

표 10. TCO 비교

	DRAM-only	CXL hybrid
Server count	1,000 units	750 units
Server base cost	\$10.0m	\$7.5m
GPU cost (B200 x2)	\$60.0m	\$45.0m
DRAM cost (1TB)	\$12.3m	
DRAM (512GB)		\$4.61m + \$7.68m = \$12.29m
CXL (512GB)		
Power cost (3 years)	\$4.5m	\$3.38m
Maintenance (3 years)	\$3.0m	\$2.25m
Total TCO (3 years)	\$89.79m	\$70.41m
TCO savings		\$19.38m
TCO saving rate		21.6% reduction

자료: OMDIA, IBK투자증권

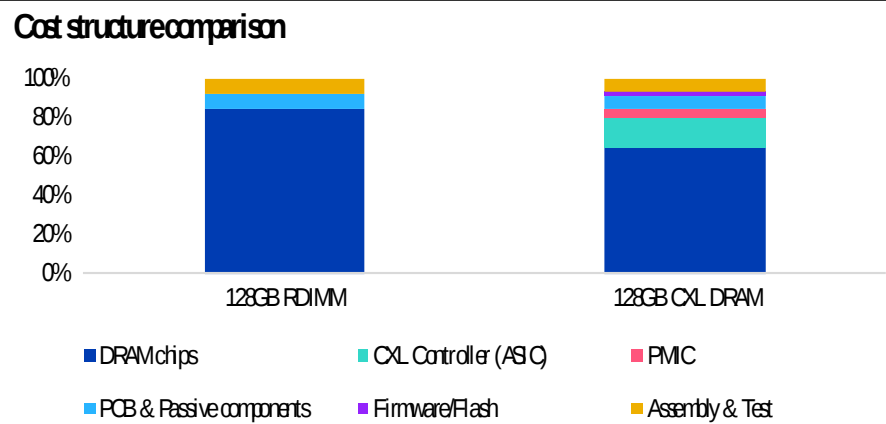
CXL 가격 프리미엄은
50% 수준이 적절

CXL 가격 프리미엄에 대한 시뮬레이션 결과는 50%가 현실적이고, 30%는 이상적인
수준인 것으로 판단한다. 프리미엄이 50%라고 가정하면 응용처는 LLM, Inferecne AI
용이고, CXL 점유율은 10% 수준일 것으로 추정하고, 10%로 낮아지면 응용처는
Cloud로 확산되고, 점유율은 20%를 상회할 것으로 추정한다.

RIDMM 대비 20%p
높은 원가 구조

CXL 원가 구성에서는 DRAM 보다 컨트롤러, PMIC, Firmware가 추가될 전망이다.
RDIMM에서 칩을 제외한 원가 비중이 15%인 것에 비해서 CXL은 35%를 차지한다.

그림 25. 원가 구조 비교



자료: OMDIA, IBK투자증권

표 11. TCO 비교

Premium	Adoption	Workloads	CXL share
100%	Low (too expensive)	PoC only	1%
70%	Moderate	In-memory DB	~5%
50%	Acceptable with TCO benefit	LLM inference	10%
30%	Mainstream deployment	General AI	15%
%	Broad adoption	Cloud	Over 20%

자료: OMDIA, IBK투자증권

2018 데자뷰(Déjà vu)?

I. 2018년 수요 붕괴, 재고자산 증가, 가격 하락, 수익성 하락

메모리는 호황

2025년 3분기 실적 발표를 앞둔 현 시점의 반도체 업황은 호황이다. HDD 공급 부족이라는 뉴스에서 시작된 것으로 보고 있지만 정황적으로 AI 투자 이후 일반 서버에 대한 투자가 동반된 것이 가장 큰 원인으로 분석된다. 서버를 제외한 PC, Mobile 움직임은 크지 않기 때문이다.

메모리 3사 주가 역시 이를 반영하고 있다. 2022년 1월을 100으로 보면 SK하이닉스는 372, 마이크론은 222, 삼성전자는 125이다.

2018년 상황 재현에
대한 우려 존재

우려되는 점은 2018년 상황의 재현이다. 2016년 1월 대비 2018년 7월은 마이크론은 6배 상승했다. 2018년 12월은 6월 고점 대비 반토막 났다. 실제 업황은 2018년 3분기부터 급격히 나빠지기 시작했다.

그림 26. 삼성전자 SK하이닉스 마이크론 상대주가 (22년 1월~ 현재)



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

그림 27. 삼성전자 SK하이닉스 마이크론 상대주가 (16년 1월~ 19년 12월)



자료: Bloomberg, Quantiwise, IBK투자증권

7분기 동안 DRAM
ASP 86% 상승

2016년 3분기 저점에서 2018년 2분기 고점까지 DRAM ASP는 86.4% 상승했다. 2016년 3분기부터 생산량 대비 출하량이 높아지기 시작했기 때문이다. 서버 수요가 증가한 것이 원인인데 Meta(이전 Facebook), Google의 Youtube, Amazon의 AWS 등이 수요 급증의 원인으로 분석된다.

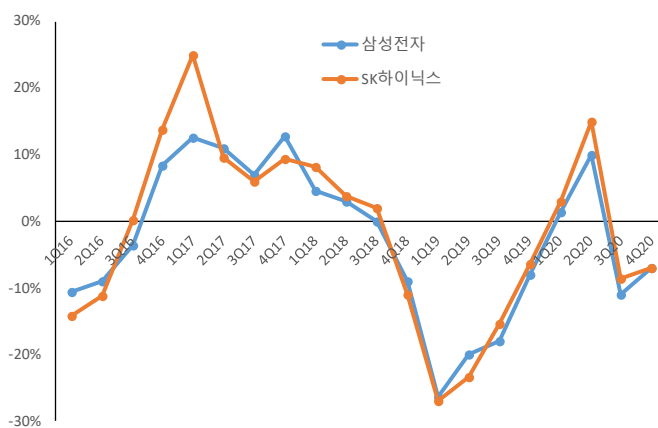
5분기 동안 DRAM
ASP 59% 하락,
원인은 Order cut

2018년 고점 대비 2019년까지 ASP는 59% 하락했다. 고객들의 주문 취소가 원인이었다. 지속적으로 빠르게 성장할 것으로 기대했던 서버 시장이 부진한 것이라기 보다 DRAM 물량 확보 규모가 실제 투입량 대비 지나치게 빠르게 확보한 영향이다.

급격한 출하 축소

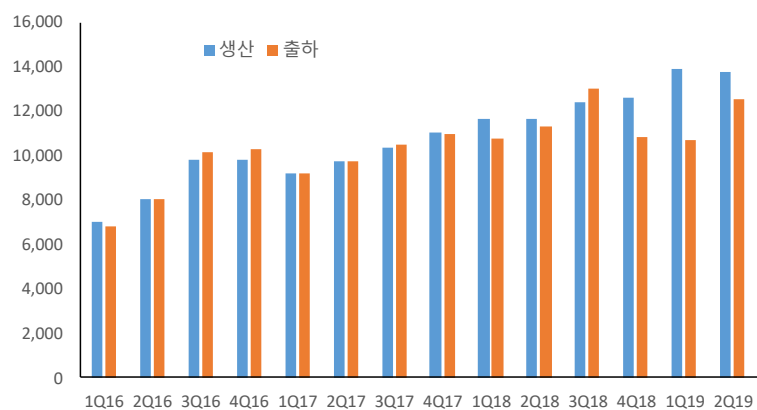
2018년 1분기부터 삼성전자 생산량은 출하량을 상회하기 시작했다. 간극이 본격적으로 확대된 시점은 2018년 4분기, 2019년 1분기이다. 가격은 2019년 1분기에 가장 큰 폭으로 하락했다. 2019년 3분기까지 20%에 가까운 하락세를 이어갔다.

그림 28. 삼성전자 SK하이닉스 ASP 분기별 추이



자료: 삼성전자, SK하이닉스, IBK투자증권

그림 29. 삼성전자 DRAM 분기별 생산, 출하 (2016~2019년, 단위: 백만 Gb)



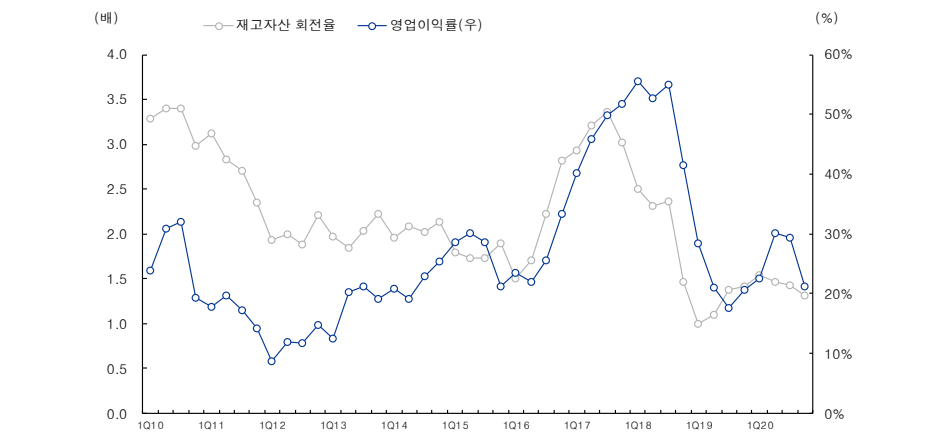
자료: 삼성전자, SK하이닉스, IBK투자증권

빠른 재고 증가

수요 부진은 메이커들의 재고 증가로 이어졌다. 삼성전자 DS사업부 분기별 재고자산 회전율이 2017년 3분기 3.4배까지 급상승했다가 2019년 1분기에 1.0배까지 하락했다. 이는 영업이익률과 높은 상관관계를 보인다.

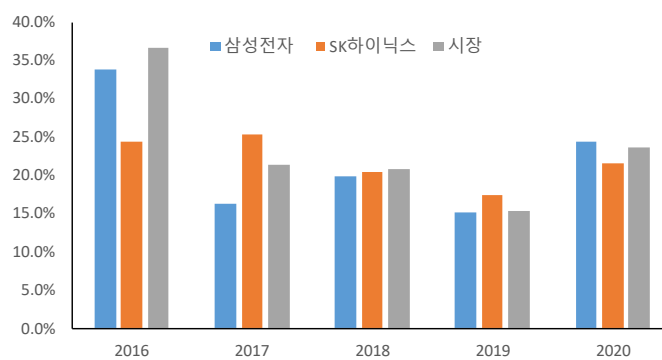
DRAM 메이커들의 생산 Bit Growth도 재고 증가로 2016년을 정점으로 2019년까지 하락세를 지속한다. 2020년 생산 Bit Growth가 반등하는 것은 COVID-19 특수에 따른 영향이다.

그림 30. 삼성전자 DS사업부 매출액/재고자산 및 영업이익률 추이



자료: Dart, IBK투자증권

그림 31. DRAM 생산 Bit Growth



자료: OMDIA, IBK투자증권

II. 2025년 무엇이 다른가

2018년은 수요 부진이
원인

2018년부터 꺾이기 시작한 업황의 원인은 수요의 급감이다. 수요 급감의 원인은 고객사들의 재고 관리 실패라고 볼 수 있는데 2025년 이후에도 가장 걱정해야 할 부분은 수요 부진에 따른 재고 증가, 가격 하락 및 수익성 부진이다.

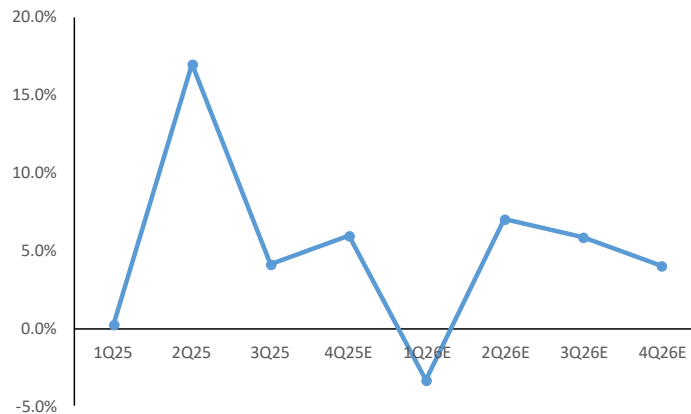
2026년은 수요 부진
가능성은 낮아

현 시점에서는 2026년말까지 수요 부진으로 가격이 급락할 가능성은 없을 것으로 예상된다. OMDIA는 2026년 1분기 가격이 2025년 4분기 대비 소폭 하락할 것으로 전망하고 있으나 이 역시도 상향 조정의 여지가 클 것으로 예상된다.

2026년은 서버 수요
Bit Growth는 28.5%

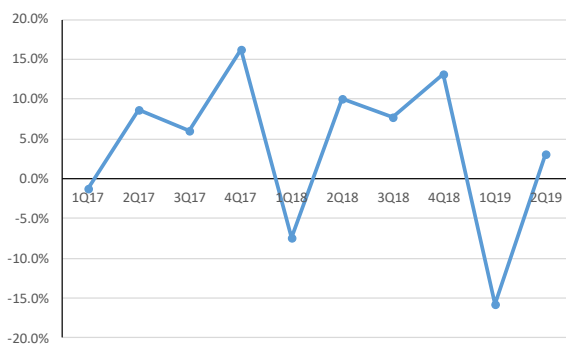
서버 DRAM 수요 Bit Growth 전망은 2025년 3분기 이후로 계속해서 증가세를 유지할 것으로 보고 있다. 물론 이러한 전망은 수요에서 큰 변수가 발생하지 않을 것을 전제로 한다.

그림 32. DRAM 가격 전망



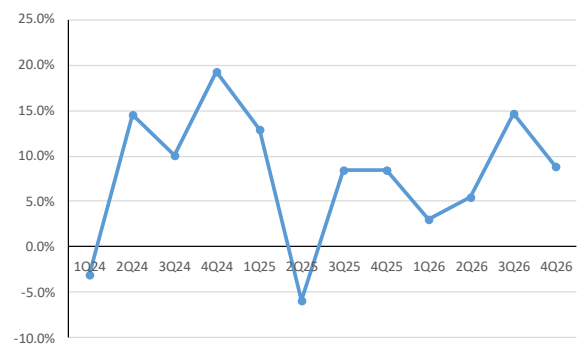
자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 33. 서버 DRAM Bit Growth(17.1Q~19.2Q)



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 34. 서버 DRAM Bit Growth(24.1Q~26.4Q)



자료: OMDIA, IBK투자증권

3가지 이유

2018년과 같은 수요 붕괴가 2026년에도 일어날 수 있을까? 지금으로선 그럴 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 이유는

- 1) 생산능력 확대가 제한되어 있다는 점과
- 2) AI 수요는 이전 서버 수요와는 다른 양상이고
- 3) 재고는 건전한 상황이기 때문이다.

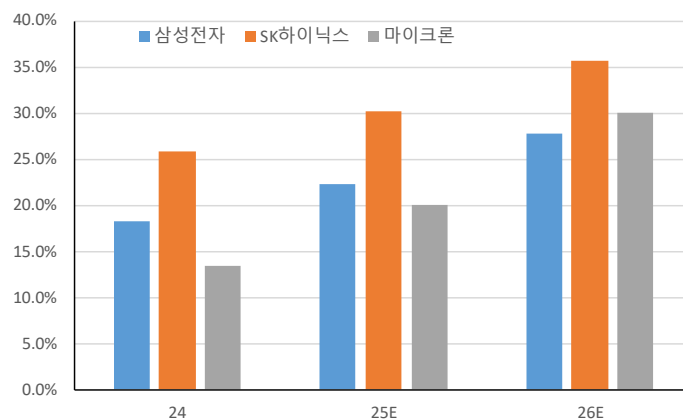
공급 확대 한계

생산능력 확대에 제약은 2026년 생산 Bit Growth를 통해서 확인할 수 있다. 가동률은 100%인 상황에서 Wafer 증가가 제한적이고 생산 Bit Growth는 2024년을 정점으로 하락세가 지속되고 있다.

HBM 할당량 확대

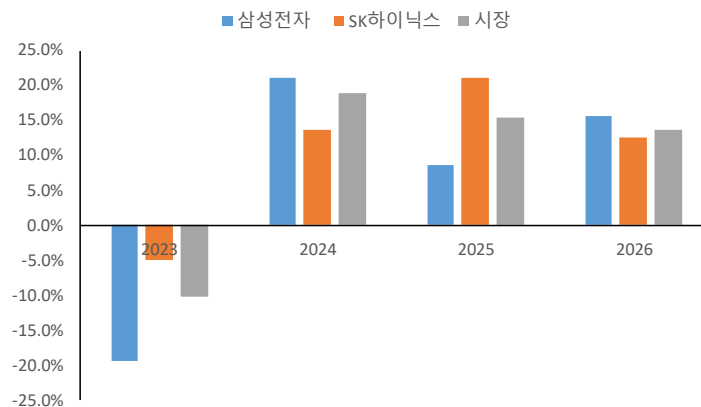
공정 전환의 어려움도 있지만 가장 큰 원인은 HBM으로 투자가 쏠리는 것인데, 전체 DRAM 공정 내에서 HBM 비중은 지속적으로 상승세를 보일 전망이다. HBM은 DRAM에 비해서 Wafer당 생산량이 1/3에 불과하다.

그림 35. Wafer 내 HBM 비중



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 36. DRAM 생산 Bit Growth



자료: OMDIA, IBK투자증권

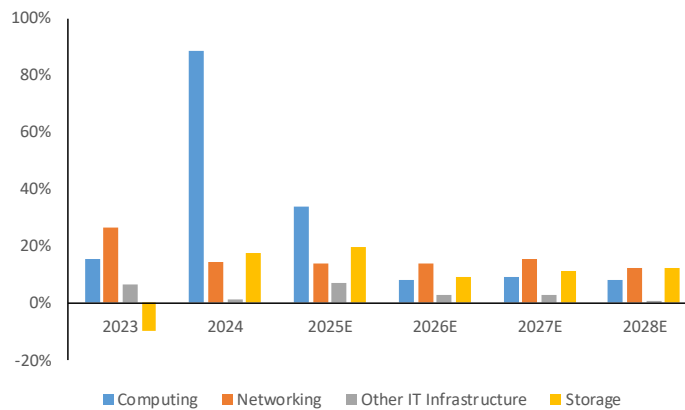
AI 수요 확대로
CSP들의 투자도
동반 증가

AI 수요가 점차 확산되는 중이다. AI 서버 투자 확대로 GPU 및 HBM에 대한 수요가 급격하게 증가한 이후 추가 성장에 대한 불안감은 있지만 최근 AI 모델의 발전으로 필요한 메모리 용량이 급격히 증가하는 상황이고 AI 모델 간 경쟁으로 투자 규모도 2026년까지 증가할 것으로 예상된다.

2026년 CSP 투자는
메모리가 최우선

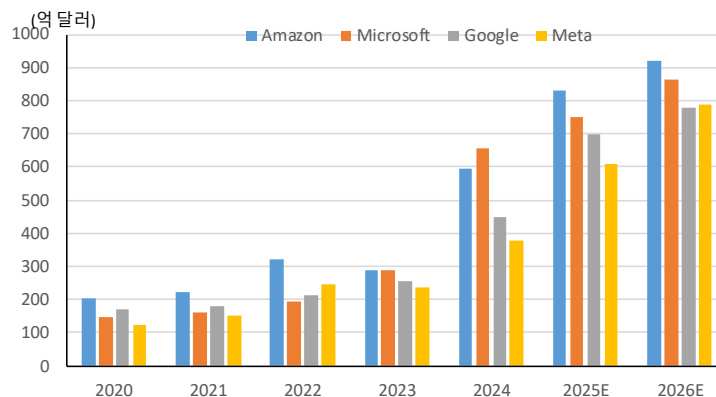
CSP의 투자 규모의 증가율은 2024년 이후 급격히 하락세를 보이고 있지만 2026년에도 증가세는 유지할 것으로 예상된다. DRAM 관점에서는 절대 투자 규모도 중요하지만 투자포인트가 DRAM 확보에 집중되었다는 점이 예년에 비해서 차별화 된 상황으로 볼 수 있다.

그림 37. Server Infra 중 Computing 투자 증가율



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 38. CSP CAPEX



자료: OMDIA, IBK투자증권

DRAM 재고는
낮아지는 중

메이커들의 재고 상황을 정확하게 파악하긴 어렵지만 삼성전자, SK하이닉스의 분기별 DRAM 생산량과 출하량의 추이를 고려하면 재고수준이 빠르게 낮아지고 있는 것으로 판단한다. Trendforce는 3.3주 수준으로 낮아졌다고 발표했었는데 DRAM 메이커들의 재고는 과거 4주를 중심으로 정상이라고 판단했으나 최근까지도 7주 수준을 유지해왔다. 2025년 상반기 중에 상당 수준의 재고가 소진된 것으로 추정한다.

삼성전자 재고자산 회전율은 2023년 1분기에 0.4배까지 내려갔다가 지금은 상승 중에 있으며 지난 2025년 2분기에는 1.0으로 회복했다. 지난 2017년 3.0까지 높아지기는 어렵겠지만 재고는 빠른 속도로 감소할 것으로 기대한다.

그림 39. 삼성전자 재고자산 회전율

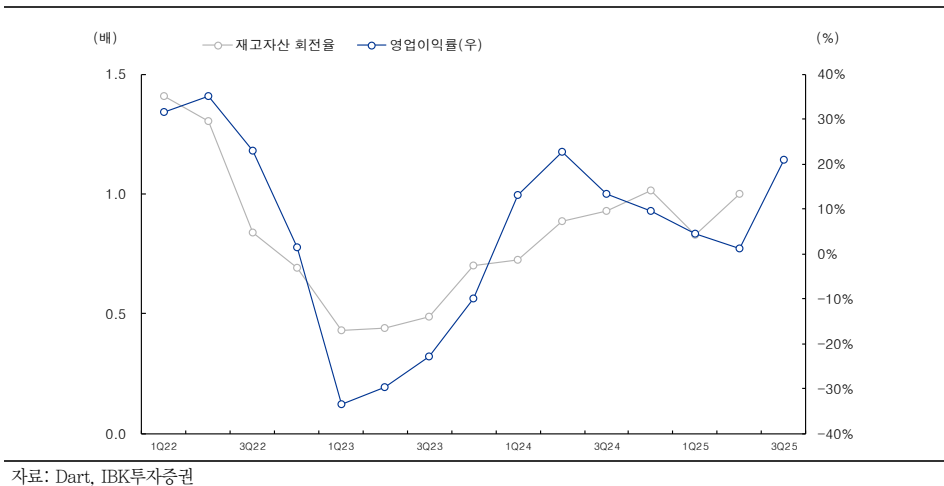


그림 40. 삼성전자 분기별 DRAM 생산 및 출하 추이

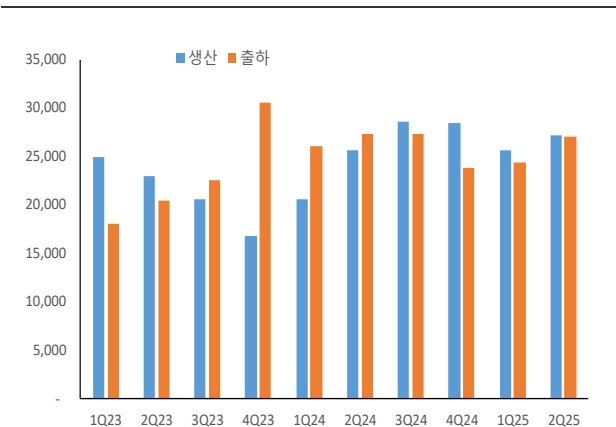
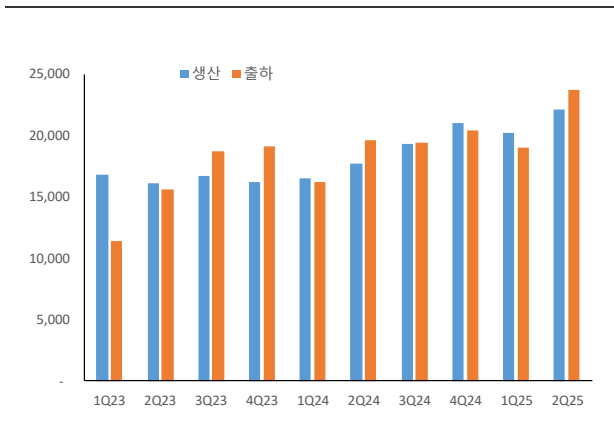


그림 41. SK하이닉스 분기별 DRAM 생산 및 출하 추이





Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
삼성전자 (005930)	매수(유지)	140,000원
SK하이닉스 (000660)	매수(유지)	700,000원

매수 (유지)

목표주가(상향) 140,000원
현재가 (10/22) 98,600원

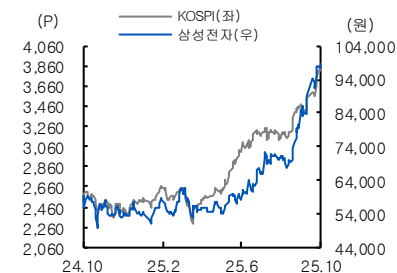
KOSPI (10/22) 3,883.68pt
시가총액 647,567십억원
발행주식수 6,735,613천주
액면가 100원
52주 최고가 98,600원
최저가 49,900원
60일 일평균거래대금 1,513십억원
외국인 지분율 52.2%
배당수익률 (2025F) 3.9%

주주구성
삼성생명보험 외 16인 20.14%
국민연금공단 7.75%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	5%	15%	13%
절대기준	18%	79%	71%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	140,000	110,000	▲
EPS(25)	5,907	5,650	▲
EPS(26)	12,028	9,623	▲

삼성전자 상대주가 (%)



삼성전자 (005930)

알을 깨고서

25년 3분기부터 DS 반등

삼성전자의 2025년 3분기 잠정실적에서 DS사업부의 실적 개선이 독보적이다. DRAM, NAND 업황 개선과 비메모리 적자 규모 감소가 동반된 결과로 판단한다. DRAM은 HBM 부진으로 한동안 시장 대비 부진했지만 25년 3분기부터는 물량 증가로 ASP에서 경쟁사들과 차별화된 것으로 판단한다. 2025년 4분기도 DS 사업부 영업이익은 크게 개선될 전망이다. 공급 부족으로 가격 상승이 본격화된 영향이다.

2026년 메모리 업황 개선

2026년 삼성전자 DS 사업부 영업이익은 67.4조원으로 2025년 대비 3배 이상 증가할 것으로 기대한다. HBM도 물량 개선 영향이 있겠지만 Conventional 업황 개선 영향이 주요 원인이다. 삼성전자는 DRAM 수익성이 HBM 보다 높을 것으로 예상한다. 우려했던 HBM4도 시장에 안착할 것으로 기대하고, NAND도 영업이익이 크게 개선될 것으로 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 140,000원으로 상향

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. DS 사업부는 2024년을 저점으로 매년 꾸준히 개선되고 있으며 2026년에는 영업이익이 71조원 수준으로 증가할 것으로 기대하기 때문이다. HBM 부진으로 상대적 주가수익률이 떨어졌지만 2026년 영업이익 개선폭은 업계에서 가장 높을 것으로 기대한다. 목표주가는 11만원에서 14만원으로 27.3% 상향 조정한다. 2026년 예상 BPS 68,993원에 PBR 2.0배를 적용한 수준이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	328,114	379,610	378,506
영업이익	6,567	32,726	39,794	86,578	95,494
세전이익	11,006	37,530	45,386	92,075	101,652
지배주주이익	14,473	33,621	39,834	81,016	89,387
EPS(원)	2,131	4,950	5,907	12,028	13,271
증가율(%)	-73.6	132.3	19.3	103.6	10.3
영업이익률(%)	2.5	10.9	12.1	22.8	25.2
순이익률(%)	6.0	11.5	12.5	22.0	24.3
ROE(%)	4.1	9.0	9.9	18.5	17.8
PER	36.8	10.7	16.6	8.2	7.4
PBR	1.5	0.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.0	3.6	6.9	4.2	3.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 12. 삼성전자 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		2024				2025				증감률	
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	QoQ(%)	YoY(%)
매출액	DS	23,514	28,560	29,272	30,124	25,126	27,935	33,613	40,171	20.3	14.8
	Display	5,390	7,650	7,985	8,112	5,931	6,419	7,840	7,639	22.1	-1.8
	MX/네트워크	33,530	27,380	30,521	25,773	37,058	29,208	34,319	28,958	17.5	12.4
	VD/가전	13,478	14,420	14,141	14,405	14,509	14,102	13,521	14,506	-4.1	-4.4
	HAR	3,214	3,620	3,530	3,918	3,409	3,818	4,009	4,209	5.0	13.6
	합계	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,040	88,367	15.4	8.8
영업이익	DS	1,867	6,446	3,860	2,911	1,128	405	7,004	12,098	1,627.7	81.5
	Display	343	1,008	1,507	902	525	506	1,154	928	128.2	-23.4
	MX/네트워크	3,511	2,234	2,821	2,126	4,339	3,093	3,336	2,615	7.9	18.3
	VD/가전	527	490	533	229	334	212	204	317	-3.6	-61.7
	HAR	240	320	360	400	340	500	400	320	-20.0	11.1
	합계	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,126	16,306	159.3	32.0
영업이익률	DS	7.9%	22.6%	13.2%	9.7%	4.5%	1.5%	20.8%	30.1%		
	Display	6.4%	13.2%	18.9%	11.1%	8.8%	7.9%	14.7%	12.1%		
	MX/네트워크	10.5%	8.2%	9.2%	8.2%	11.7%	10.6%	9.7%	9.0%		
	VD/가전	3.9%	3.4%	3.8%	1.6%	2.3%	1.5%	1.5%	2.2%		
	HAR	7.5%	8.8%	10.2%	10.2%	10.0%	13.1%	10.0%	7.6%		
	합계	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	6.3%	14.1%	18.5%		

자료: 삼성전자, IBK투자증권

주: 매출액, 영업이익 합계는 내부거래 제외된 숫자

표 13. 삼성전자 실적 변경 내용

(단위: 십억원)	2025년 3분기 실적			2025년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DS	33,613	33,613	-	126,844	124,961	1.5%
Display	7,840	7,840	-	27,828	27,828	-
MX/네트워크	34,319	34,319	-	129,542	129,542	-
VD/가전	13,521	13,521	-	56,638	56,638	-
HAR	4,009	4,009	-	15,445	15,445	-
매출액	86,040	86,040	-	328,114	326,231	0.6%
DS	7,004	7,004	-	20,637	18,553	11.2%
Display	1,154	1,154	-	3,113	3,113	-
MX/네트워크	3,336	3,336	-	13,383	13,383	-
VD/가전	204	204	-	1,067	1,067	-
HAR	400	400	-	1,560	1,560	-
영업이익	12,126	12,126	-	39,794	37,710	5.5%

자료: IBK투자증권

주: 내부거래 제외자료

표 14. 삼성전자 실적 추정 주요 가정

		2024				2025				2024	2025E	2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE			
원/달러	평균	1329	1370	1345	1401	1453	1401	1387	1405	1361	1411	1350
	기말	1347	1385	1330	1467	1474	1355	1405	1395	1467	1395	1350
DRAM	B/G	-15%	5%	-1%	-12%	2%	11%	14%	10%	14%	11%	20%
	ASP	17%	19%	8%	21%	-20%	1%	14%	15%	59%	14%	36%
NAND	B/G	-2%	-5%	-6%	-4%	-10%	27%	8%	10%	14%	8%	21%
	ASP	31%	22%	7%	-7%	-15%	-5%	4%	7%	62%	-12%	10%
스마트폰	출하	61.0	54.0	56.8	52.0	61.0	58.0	62.0	53.0	223.8	234.0	229.0
	QoQ/YoY	15%	-11%	5%	-8%	17%	-5%	7%	-15%	-1%	5%	-2%
OLED	출하	77.0	114.7	120.2	117.5	85.5	93.3	115.0	116.0	429.4	409.8	545.0
	QoQ/YoY	-42%	49%	5%	0%	-27%	9%	23%	1%	1%	6%	31%
TV	출하	8.6	8.8	8.8	10.5	9.4	8.3	8.0	10.5	36.7	36.1	37.5
	QoQ/YoY	-15%	2%	0%	20%	-11%	-11%	-3%	31%	-1%	-2%	4%

자료: IBK투자증권

표 15. 삼성전자 주요 가정 변화

		2025년 3분기			2025년 연간		
		신규 추정치	기존 추정치	차이	신규 추정치	기존 추정치	변화폭
원/달러	평균	1387	1387	-	1405	1411	-0.4%
	기말	1405	1405	-	1395	1395	-
DRAM	B/G	14.0%	14.0%	-	10.0%	11.4%	-1.4%p
	ASP	14.0%	14.0%	-	15.0%	10.3%	4.7%p
NAND	B/G	8%	8%	-	10%	7.8%	2.3%p
	ASP	4%	4%	-	7%	-12%	19%p
스마트폰	출하	62.0	62.0	-	53.0	234.0	-77.4%
	QoQ/YoY	7%	7%	-	-15%	4.6%	-19.6%p
OLED	출하	115.0	115.0	-	116.0	409.8	-71.7%
	QoQ/YoY	23%	23%	-	1%	6%	-5%p
TV	출하	8.0	8.0	-	10.5	36.1	-70.9%
	QoQ/YoY	-3%	-3%	-	31%	-2%	33%p

자료: IBK투자증권

표 16. 삼성전자 사업부별 세부 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,040	88,367	300,871	328,114	379,610
반도체	23,514	28,560	29,272	30,124	25,126	27,935	33,613	40,171	111,471	126,844	173,788
메모리	17,485	21,740	22,269	23,060	19,126	21,249	25,922	32,413	84,554	98,711	141,342
DRAM	9,512	12,218	12,866	14,270	12,152	13,136	16,901	21,657	48,866	63,847	97,643
NAND	7,973	9,522	9,403	8,790	6,974	8,113	9,021	10,756	35,688	34,864	43,699
비메모리	6,029	6,820	7,003	7,064	6,000	6,686	7,690	7,757	26,916	28,133	32,446
Display	5,390	7,650	7,985	8,112	5,931	6,419	7,840	7,639	29,137	27,828	33,503
LCD	260	300	350	400	300	500	600	500	1,310	1,900	2,000
OLED	5,130	7,350	7,635	7,712	5,631	5,919	7,240	7,139	27,827	25,928	31,503
IM	33,530	27,380	30,521	25,773	37,058	29,208	34,319	28,958	117,205	129,542	121,656
무선	32,794	26,644	29,980	25,016	36,225	28,499	33,504	28,062	114,434	126,289	118,553
NW/기타	736	736	541	758	833	708	815	896	2,771	3,253	3,103
CE	13,478	14,420	14,141	14,405	14,509	14,102	13,521	14,506	56,444	56,638	58,680
VD	7,230	7,537	7,582	8,614	7,824	7,067	6,896	8,599	30,961	30,385	31,514
가전/기타	6,248	6,884	6,559	5,792	6,686	7,035	6,625	5,907	25,482	26,253	27,166
HAR	3,214	3,620	3,530	3,918	3,409	3,818	4,009	4,209	14,282	15,445	19,050
기타	-7,210	-7,562	-6,350	-6,545	-6,892	-6,915	-7,261	-7,116	-27,668	-28,183	-27,067
영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,126	16,306	32,726	39,794	86,578
반도체	1,867	6,446	3,860	2,911	1,128	405	7,004	12,098	15,084	20,637	67,450
메모리	2,645	6,940	5,334	5,160	3,576	3,029	7,822	13,113	20,079	27,541	71,042
DRAM	1,712	4,618	5,866	5,570	3,902	3,336	7,101	11,657	17,766	25,997	62,843
NAND	933	2,322	1,368	590	-326	-307	721	1,456	5,213	1,544	8,199
SLSI	-778	-495	-1,474	-2,249	-2,448	-2,624	-818	-1,015	-4,996	-6,904	-3,592
Display	343	1,008	1,507	902	525	506	1,154	928	3,760	3,113	4,045
LCD	-180	-150	-150	-120	-100	-120	-50	-50	-600	-320	60
OLED	523	1,158	1,657	1,022	625	626	1,204	978	4,360	3,433	3,985
IM	3,511	2,234	2,821	2,126	4,339	3,093	3,336	2,615	10,691	13,383	12,149
무선	3,496	2,345	2,929	2,201	4,422	3,163	3,417	2,526	10,971	13,529	11,951
NW/기타	15	-110	-108	-76	-83	-71	-81	90	-280	-146	199
가전	527	490	533	229	334	212	204	317	1,780	1,067	1,291
VD	434	415	500	345	368	141	138	258	1,693	905	1,032
가전/기타	94	76	33	-116	-33	70	66	59	86	162	259
HAR	240	320	360	400	340	500	400	320	1320	1560	1530
기타	118	-54	102	-75	19	-39	27	28	92	34	112
영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	6.3%	14.1%	18.5%	10.9%	12.1%	22.8%
반도체	7.9%	22.6%	13.2%	9.7%	4.5%	1.5%	20.8%	30.1%	13.5%	16.3%	38.8%
메모리	15.1%	31.9%	24.0%	22.4%	18.7%	14.3%	30.2%	40.5%	23.7%	27.9%	50.3%
DRAM	18.0%	37.8%	45.6%	39.0%	32.1%	25.4%	42.0%	53.8%	36.4%	40.7%	64.4%
NAND	11.7%	24.4%	14.5%	6.7%	-4.7%	-3.8%	8.0%	13.5%	14.6%	4.4%	18.8%
SLSI	-12.9%	-7.3%	-21.0%	-31.8%	-40.8%	-39.2%	-10.6%	-13.1%	-18.6%	-24.5%	-11.1%
Display	6.4%	13.2%	18.9%	11.1%	8.8%	7.9%	14.7%	12.1%	12.9%	11.2%	12.1%
LCD	-69.2%	-50.0%	-42.9%	-30.0%	-33.3%	-24.0%	-8.3%	-10.0%	-45.8%	-16.8%	3.0%
OLED	10.2%	15.8%	21.7%	13.2%	11.1%	10.6%	16.6%	13.7%	15.7%	13.2%	12.7%
IM	10.5%	8.2%	9.2%	8.2%	11.7%	10.6%	9.7%	9.0%	9.1%	10.3%	10.0%
무선	10.7%	8.8%	9.8%	8.8%	12.2%	11.1%	10.2%	9.0%	9.6%	10.7%	10.1%
NW/기타	2.0%	-15.0%	-20.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-10.0%	10.0%	-10.1%	-4.5%	6.4%
가전	3.9%	3.4%	3.8%	1.6%	2.3%	1.5%	1.5%	2.2%	3.2%	1.9%	2.2%
VD	6.0%	5.5%	6.6%	4.0%	4.7%	2.0%	2.0%	3.0%	5.5%	3.0%	3.3%
가전/기타	1.5%	1.1%	0.5%	-2.0%	-0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	0.3%	0.6%	1.0%
HAR	7.5%	8.8%	10.2%	10.2%	10.0%	13.1%	10.0%	7.6%	9.2%	10.1%	8.0%

자료: IBK투자증권

삼성전자 (005930)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	328,114	379,610	378,506
증가율(%)	-14.3	16.2	9.1	15.7	-0.3
매출원가	180,389	186,562	208,652	225,770	208,950
매출총이익	78,547	114,309	119,463	153,839	169,556
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	36.4	40.5	44.8
판매비	71,980	81,583	79,669	67,261	74,062
판매비율(%)	27.8	27.1	24.3	17.7	19.6
영업이익	6,567	32,726	39,794	86,578	95,494
증가율(%)	-84.9	398.3	21.6	117.6	10.3
영업이익률(%)	2.5	10.9	12.1	22.8	25.2
순금융손익	3,455	3,718	4,692	4,497	5,258
이자손익	3,428	3,915	3,734	3,662	5,123
기타	27	-197	958	835	135
기타영업외손익	97	335	32	130	530
종속/관계기업손익	888	751	868	870	370
세전이익	11,006	37,530	45,386	92,075	101,652
법인세	-4,481	3,078	4,429	8,652	9,649
법인세율	-40.7	8.2	9.8	9.4	9.5
계속사업이익	15,487	34,451	40,957	83,423	92,003
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	40,957	83,423	92,003
증가율(%)	-72.2	122.5	18.9	103.7	10.3
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	12.5	22.0	24.3
지배주주당기순이익	14,473	33,621	39,834	81,016	89,387
기타포괄이익	3,350	16,845	-7,358	0	0
총포괄이익	18,837	51,296	33,599	83,423	92,003
EBITDA	45,234	75,357	82,193	128,004	139,017
증가율(%)	-45.2	66.6	9.1	55.7	8.6
EBITDA마진율(%)	17.5	25.0	25.1	33.7	36.7

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,131	4,950	5,907	12,028	13,271
BPS	52,002	57,663	60,984	68,993	79,841
DPS	1,444	1,446	3,018	1,400	1,400
밸류에이션(배)					
PER	36.8	10.7	16.6	8.2	7.4
PBR	1.5	0.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.0	3.6	6.9	4.2	3.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-14.3	16.2	9.1	15.7	-0.3
EPS증가율	-73.6	132.3	19.3	103.6	10.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	2.7	3.9	1.8	1.8
ROE	4.1	9.0	9.9	18.5	17.8
ROA	3.4	7.1	7.8	14.5	14.1
ROIC	6.7	13.5	14.9	27.9	27.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	25.4	27.9	28.4	27.5	24.8
순차입금 비율(%)	-21.7	-23.2	-20.7	-25.8	-31.9
이자보상배율(배)	7.1	36.2	66.8	158.8	180.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	6.9	7.2	6.5
재고자산회전율	5.0	5.8	5.9	6.1	5.9
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	230,743	276,330	344,999
현금및현금성자산	69,081	53,706	46,966	90,979	147,361
유가증권	22,691	58,909	54,658	46,299	42,705
매출채권	36,647	43,623	50,859	54,143	63,167
재고자산	51,626	51,755	60,370	63,167	65,346
비유동자산	259,969	287,470	311,441	334,117	347,065
유형자산	187,256	205,945	216,340	235,103	247,759
무형자산	22,742	23,739	26,049	25,960	25,882
투자자산	20,680	24,349	25,698	26,568	26,938
자산총계	455,906	514,532	542,184	610,448	692,063
유동부채	75,719	93,326	94,663	95,578	83,479
매입채무및기타채무	11,320	12,370	15,368	16,478	17,227
단기차입금	7,115	13,173	7,407	6,832	6,302
유동성장기부채	1,309	2,207	1,194	1,204	1,204
비유동부채	16,509	19,014	25,145	36,137	54,167
사채	538	15	63	53	63
장기차입금	0	7	2,006	2,106	2,206
부채총계	92,228	112,340	119,807	131,715	137,645
지배주주지분	353,234	391,688	410,763	464,712	537,781
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정등	99	-1,725	-2,532	-2,532	-2,532
기타포괄이익누계액	1,181	17,598	10,319	10,319	10,319
이익잉여금	346,652	370,513	397,674	451,623	524,692
비지배주주지분	10,444	10,504	11,614	14,021	16,637
자본총계	363,678	402,192	422,377	478,732	554,418
비이자부채	79542	93010	105520	117903	124254
총차입금	12,686	19,330	14,287	13,812	13,391
순차입금	-79,086	-93,285	-87,336	-123,467	-176,674

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	67,491	118,335	124,038
당기순이익	15,487	34,451	40,957	83,423	92,003
비현금성 비용 및 수익	36,520	42,947	42,507	35,929	37,365
유형자산감가상각비	35,532	39,650	39,063	38,237	40,345
무형자산상각비	3,134	2,981	3,337	3,188	3,178
운전자본변동	-5,459	-1,568	-16,597	-4,678	-10,453
매출채권등의 감소	-90	-2,496	-8,531	-3,285	-9,024
재고자산의 감소	-3,207	2,541	-12,379	-2,797	-2,178
매입채무등의 증가	318	-2,574	3,995	1,110	749
기타 영업현금흐름	-2411	-2847	624	3661	5123
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-63,930	-58,723	-57,185
유형자산의 증가(CAPEX)	-57,611	-51,406	-54,253	-57,000	-53,000
유형자산의 감소	98	156	102	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2,911	-2,319	-3,828	-3,100	-3,100
투자자산의 감소(증가)	-788	134	-244	0	0
기타	44289	-31947	-5707	1377	-1085
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-8,696	-15,598	-10,471
차입금의 증가(감소)	355	405	448	100	100
자본의 증가	0	0	0	-1	7
기타	-8948	-8202	-9144	-15697	-10578
기타 및 조정	779	4821	-1605	0	-1
현금의 증가	19,400	-15,375	-6,740	44,014	56,381
기초현금	49,681	69,081	53,706	46,966	90,979
기말현금	69,081	53,706	46,966	90,979	147,361

매수 (유지)

목표주가(상향) 700,000원
현재가 (10/22) 481,500원

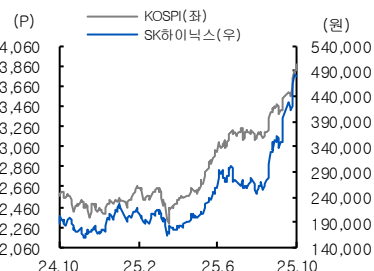
KOSPI (10/22) 3,883.68pt
시가총액 350,533십억원
발행주식수 728,002천주
액면가 5,000원
52주 최고가 485,500원
최저가 158,800원
60일 일평균거래대금 1,102십억원
외국인 지분율 55.0%
배당수익률 (2025F) 0.7%

주주구성
에스케이스퀘어 외 8인 20.07%
국민연금공단 7.35%

	1M	6M	12M
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	23%	77%	70%
절대기준	37%	177%	156%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	700,000	450,000	▲
EPS(25)	52,891	50,422	▲
EPS(26)	81,364	61,843	▲

SK하이닉스 상대주가 (%)



SK하이닉스 (000660)

A Whole new world

25년 3분기가 변곡점

2025년 3분기 SK하이닉스 영업이익은 11조원을 상회할 전망이다. 사상 최대 규모이다. HBM 보다는 DRAM, NAND 개선 효과가 더 클 것으로 예상된다. DRAM, NAND 업황 개선은 AI 투자 확대에 따른 메모리 수요가 전반적으로 개선된 영향으로 분석된다. 이로 인해 가격 상승의 장기화가 전망된다.

모든 것이 아우러진 시기

메모리 시장 업황은 호황이 지속될 것으로 기대한다. 2026년 수요에 대한 불안감을 Open AI, Oracle, NVIDIA, AMD와 Google, MS, AWS가 불식시키고 있기 때문이다. 2025년까지 투자 금액도 엄청나지만 메모리 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다. AI엔진의 발전이 주요 원인이다. AI 서버뿐만 아니라 일반 서버 증설이 본격화 될 것으로 예상된다.

공급 증가는 최저 수준의 증가밖에 할 수 없는 상황이다. FAB에 여유가 있는 업체는 삼성전자가 유일하고, 나머지 업체들의 26년 생산 Bit Growth는 10% 내외일 전망이다기 때문이다. HBM 증설이 가장 큰 원인이다.

투자의견 매수, 목표주가 700,000원으로 상향

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 2026년에도 AI 중심으로 메모리 시장은 성장할 것으로 기대하고 SK하이닉스는 DRAM, NAND에서 차별화된 실적이 가능할 것으로 예상하고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 70만원으로 상향 조정한다. 2026년 예상 BPS 229,448원에 PBR 3배를 적용한 수준이다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	93,511	123,817	135,417
영업이익	-7,730	23,467	43,065	72,414	75,149
세전이익	-11,658	23,885	46,036	72,393	76,420
지배주주순이익	-9,112	19,789	38,505	59,233	62,728
EPS(원)	-12,517	27,182	52,891	81,364	86,164
증가율(%)	-508.7	-317.2	94.6	53.8	5.9
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.1	58.5	55.5
순이익률(%)	-27.9	29.9	41.2	47.9	46.3
ROE(%)	-15.6	31.1	41.9	42.8	31.8
PER	-11.3	6.4	9.1	5.9	5.6
PBR	1.9	1.7	3.2	2.1	1.5
EV/EBITDA	21.3	3.8	6.1	3.3	2.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 17. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		2024				2025				2024	2025E	2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE			
매출액	DRAM	7,579	10,959	12,241	14,699	14,124	17,123	18,512	22,019	45,478	71,778	94,802
	NAND	4,507	5,159	4,902	4,778	3,176	4,670	5,641	6,469	19,346	19,956	26,365
	기타	345	305	430	290	339	438	500	500	1,370	1,777	2,650
	합계	12,431	16,423	17,573	19,767	17,639	22,232	24,653	28,987	66,193	93,511	123,817
영업이익	DRAM	2,501	4,753	6,243	7,520	7,380	9,589	11,107	14,092	21,017	42,168	68,230
	NAND	388	727	809	583	81	-210	282	970	2,507	1,123	4,264
	기타	-10	-10	-22	-20	-20	-166	-20	-20	-62	-226	-80
	합계	2,879	5,470	7,030	8,083	7,441	9,213	11,369	15,042	23,461	43,065	72,414
영업이익률	DRAM	33.0%	43.4%	51.0%	51.2%	52.3%	56.0%	60.0%	64.0%	46.2%	58.7%	72.0%
	NAND	8.6%	14.1%	16.5%	12.2%	2.6%	-4.5%	5.0%	15.0%	13.0%	5.6%	16.2%
	합계	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	46.1%	51.9%	35.4%	46.0%	58.5%
EBITDA		6,080	8,600	10,112	11,256	10,786	12,667	15,258	18,842	36,049	57,553	89,028
세전이익		2,373	5,052	6,879	9,581	9,299	8,723	11,364	16,650	23,885	46,036	72,393
순이익		1,917	4,120	5,753	8,006	8,108	6,996	9,506	13,913	19,797	38,523	59,256

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 18. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

(단위:십억원)	2025년 3분기 실적			2025년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	18,512	18,458	0.3%	71,778	69,364	3.5%
NAND	5,641	5,540	1.8%	19,956	19,739	1.1%
매출액	24,653	24,499	0.6%	93,511	90,881	2.9%
DRAM	11,107	11,075	0.3%	42,168	40,035	5.3%
NAND	282	277	1.8%	1,123	1,101	2.0%
영업이익	11,369	11,332	0.3%	43,065	40,907	5.3%
DRAM	60.0%	60.0%	-	58.7%	57.7%	1.0%p
NAND	5.0%	5.0%	-	5.6%	5.6%	-
영업이익률	46.1%	46.3%	-0.2%p	46.0%	45.0%	1.0%p

자료: IBK투자증권

표 19. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

		2024				2025				2024	2025E	2026E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE			
원/달러	평균	1329	1370	1345	1401	1453	1401	1387	1405	1361	1411	1350
	기말	1347	1385	1330	1467	1474	1355	1405	1395	1467	1395	1350
DRAM	B/G	-16.0%	22.0%	-2.0%	4.8%	-7.4%	24.0%	4.0%	3.0%	16.9%	20.8%	14.6%
	ASP	22.0%	15.0%	16.1%	10.0%	0.0%	1.4%	5.0%	14.0%	86.9%	29.7%	20.4%
NAND	B/G	0.0%	-4.0%	-14.7%	-6.0%	-17.3%	72.0%	4.0%	5.0%	-3.4%	14.6%	18.0%
	ASP	32.0%	16.0%	16.0%	-6.0%	-20.0%	-7.0%	12.0%	10.0%	104.7%	-10.9%	17.4%

자료: IBK투자증권

표 20. SK하이닉스 주요 가정 변화

		2025년 3분기			2025년 연간		
		신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
원/달러	평균	1387	1383	0.3%	1411	1403	0.6%
	기말	1405	1380	1.8%	1395	1370	1.8%
DRAM	B/G	4.0%	4.0%	-	20.8%	20.8%	-
	ASP	5.0%	5.0%	-	29.7%	26.3%	3.4%
NAND	B/G	4.0%	4.0%	-	14.6%	14.6%	-
	ASP	12.0%	12.0%	-	-10.9%	-10.9%	-

자료: IBK투자증권

SK하이닉스 (000660)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	93,511	123,817	135,417
증가율(%)	-26.6	102.0	41.3	32.4	9.4
매출원가	33,299	34,365	40,271	53,673	58,585
매출총이익	-533	31,828	53,240	70,144	76,832
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	56.9	56.7	56.7
판매비	7,197	8,361	10,175	-2,270	1,683
판매비율(%)	22.0	12.6	10.9	-1.8	1.2
영업이익	-7,730	23,467	43,065	72,414	75,149
증가율(%)	-213.5	-403.6	83.5	68.2	3.8
영업이익률(%)	-23.6	35.5	46.1	58.5	55.5
순금융손익	-3,831	-853	1,678	70	1,354
이자손익	-1,252	-1,000	-488	185	1,444
기타	-2579	147	2166	-115	-90
기타영업외손익	-111	1,309	1,272	-110	-102
종속/관계기업손익	15	-38	21	19	19
세전이익	-11,658	23,885	46,036	72,393	76,420
법인세	-2,520	4,088	7,513	13,137	13,664
법인세율	21.6	17.1	16.3	18.1	17.9
계속사업이익	-9,138	19,797	38,523	59,256	62,756
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	38,523	59,256	62,756
증가율(%)	-507.6	-316.7	94.6	53.8	5.9
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	41.2	47.9	46.3
지배주주당기순이익	-9,112	19,789	38,505	59,233	62,728
기타포괄이익	100	1,248	-1,046	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	37,477	59,256	62,756
EBITDA	5,943	36,049	57,553	89,028	92,366
증가율(%)	-71.6	506.5	59.7	54.7	3.7
EBITDA마진율(%)	18.1	54.5	61.5	71.9	68.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	52,891	81,364	86,164
BPS	73,495	101,515	151,183	229,448	311,732
DPS	1,200	2,204	2,220	3,050	3,050
밸류에이션(배)					
PER	-11.3	6.4	9.1	5.9	5.6
PBR	1.9	1.7	3.2	2.1	1.5
EV/EBITDA	21.3	3.8	6.1	3.3	2.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.6	102.0	41.3	32.4	9.4
EPS증가율	-508.7	-317.2	94.6	53.8	5.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.3	0.7	0.9	0.9
ROE	-15.6	31.1	41.9	42.8	31.8
ROA	-8.9	18.0	28.3	33.0	26.5
ROIC	-13.0	28.4	45.8	61.5	61.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	87.5	62.2	38.2	24.1	17.4
순차입금 비율(%)	44.5	15.3	1.4	-31.3	-44.0
이자보상배율(배)	-5.3	17.4	47.4	91.4	107.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	6.7	5.8	6.7	6.7
재고자산회전율	2.2	4.9	6.1	7.0	6.7
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	61,062	111,434	165,756
현금및현금성자산	7,587	11,205	14,697	65,738	110,324
유가증권	473	2,382	6,345	6,602	6,870
매출채권	6,600	13,019	19,165	17,841	22,507
재고자산	13,481	13,314	17,568	17,841	22,507
비유동자산	69,862	77,576	91,062	96,003	100,718
유형자산	52,705	60,157	71,046	74,082	76,537
무형자산	3,835	4,019	4,063	4,214	4,343
투자자산	5,809	6,522	7,920	7,945	7,971
자산총계	100,330	119,855	152,124	207,437	266,474
유동부채	21,008	24,965	25,460	24,792	23,516
매입채무및기타채무	1,846	2,277	2,319	2,498	3,151
단기차입금	4,146	1,283	5,379	4,758	4,079
유동성장기부채	5,712	3,969	2,370	1,520	-380
비유동부채	25,819	20,974	16,569	15,550	15,931
사채	9,490	12,409	9,161	9,161	9,161
장기차입금	10,121	5,022	3,708	2,558	2,458
부채총계	46,826	45,940	42,029	40,342	39,447
지배주주지분	53,504	73,903	110,062	167,039	226,942
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
자본조정등	-2,269	-2,192	-2,104	-2,104	-2,104
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	46,729	65,418	102,293	159,270	219,172
비지배주주지분	-1	12	34	57	85
자본총계	53,504	73,916	110,095	167,095	227,027
비이자부채	14,959	21,076	19,417	20,352	22,136
총차입금	31,867	24,864	22,612	19,990	17,311
순차입금	23,807	11,277	1,569	-52,350	-99,883

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	37,861	77,345	71,608
당기순이익	-9,138	19,797	38,523	59,256	62,756
비현금성 비용 및 수익	15,033	17,054	13,956	16,635	15,946
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,800	15,965	16,545
무형자산상각비	553	596	689	650	671
운전자본변동	794	-5,600	-10,873	1,268	-8,538
매출채권등의 감소	-1,406	-5,098	-7,089	1,324	-4,666
재고자산의 감소	2,288	167	-4,471	-273	-4,666
매입채무등의 증가	-168	275	394	179	653
기타 영업현금흐름	-2411	-1455	-3745	186	1444
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-33,574	-21,940	-22,336
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-24,616	-19,000	-19,000
유형자산의 감소	1,540	47	75	0	0
무형자산의 감소(증가)	-454	-697	-838	-800	-800
투자자산의 감소(증가)	-19	-113	-7	-25	-27
기타	-77	-1296	-8188	-2115	-2509
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-415	-4,364	-4,685
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	-289	-1,150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1272	-1328	-126	-3214	-4585
기타 및 조정	-30	531	-380	-1	-1
현금의 증가	2,610	3,618	3,492	51,040	44,586
기초현금	4,977	7,587	11,205	14,697	65,738
기말현금	7,587	11,205	14,697	65,738	110,324

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련

해당 사항 없음

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중 확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중 축소 ~ -10%	

투자 등급 통계 (2024.10.01~2025.09.30)

투자 등급 구분	건수	비율(%)
매수	129	90.8
Trading Buy (중립)	11	7.7
중립	2	1.4
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

삼성전자	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.04.07	매수	90,000	-20.91	-5.22
	2024.04.05	매수	110,000	-29.60	-20.18
	2024.10.02	매수	95,000	-40.29	-35.79
	2024.12.17	매수	82,000	-33.88	-30.12
	2025.01.31	매수	75,000	-22.50	-3.20
	2025.07.31	매수	90,000	-21.03	-11.78
	2025.09.17	매수	110,000	-19.05	-10.82
	2025.10.23	매수	140,000		
SK하이닉스	추천일자	투자 의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.06.26	매수	130,000	-8.74	0.00
	2023.10.26	매수	150,000	-16.27	-11.33
	2023.11.14	매수	170,000	-17.40	1.12
	2024.03.12	매수	200,000	-10.51	0.00
	2024.05.27	매수	250,000	-11.51	-4.40
	2024.07.11	매수	300,000	-34.55	-1.00
	2025.07.11	1년경과	300,000	-100.00	-100.00
	2025.07.14	매수	360,000	-22.45	-1.94
	2025.09.23	매수	450,000	-10.19	7.89
	2025.10.23	매수	700,000		

Note

Note

Note



IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200