

[반도체]

Neutral

2025.02.03

In-Depth Report

[月刊 반도체 2월]

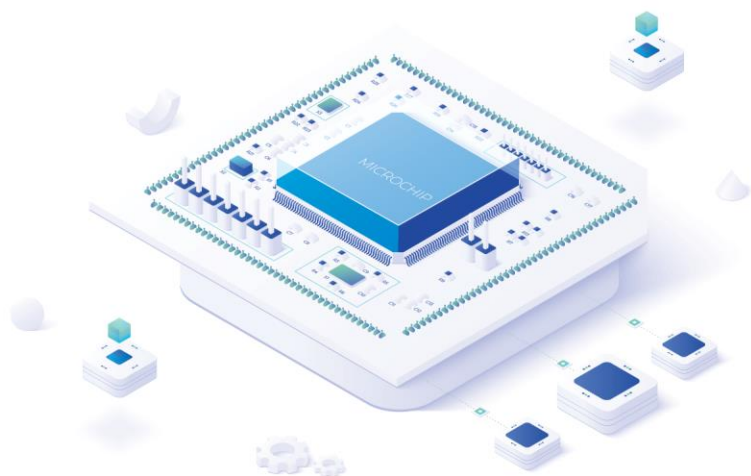
좀더 여유를 가지고 저점 매수하는 전략 권고

DeepSeek가 불러올 영향에 주목 필요

[반도체]

송명섭 2122-9207

mssong@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	19
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	27

[기업분석]

삼성전자(005930)	33
SK하이닉스(000660)	38

Summary

수요 전망

- PC 출하량 전망치를 소폭 하향함에 따라 CY25 DRAM 수요 증감률에 대한 당사의 전망치를 17.5% -> 17.2%로 소폭 하향 조정
- 대만 NB ODM 4Q24 출하량 QoQ 증감률은 -6.6%, CY24 출하량 YoY 증감률은 0.0%를 기록해 당초 시장 컨센서스를 하회. 지난 20년 간의 분기별 계절성과 경기 상황을 감안하면 CY25 PC 출하량 증감률은 현재 시장 컨센서스인 0 ~ +1%를 하회하는 -1.5%를 기록할 것으로 추정
- CY24 12월 글로벌 스마트폰 판매량 YoY 증감률이 -0.5%를 기록해 전월의 -2.8%에서 개선되었으나 역성장 지속. 11월 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 전고점을 상회하며 추가 상승. 메모리 반도체 출하액 YoY 증감률은 중국 스마트폰 누적 재고 추이와 유사한 기간과 흐름을 보이고 있음
- 세트 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험을 감안 시 향후 재고 축소에 따른 모바일 반도체 수요 부진은 CY25 내내 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 중국 중앙 정부의 스마트폰에 대한 보조금 (15%) 지급이 스마트폰 판매 확대와 재고 소진 기간 단축에 어느 정도나 영향을 줄지가 관건
- 2월 1일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 집계치는 2,416억 달러로 1월 집계된 2,427억 달러 대비 0.5% 하향 조정된 반면 FY25 Capex 증감률 전망치는 +28.4%로 1월 집계치 25.0%에서 3.3%p 상향. CY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯
- DeepSeek의 충격에도 불구하고 FY25 Capex 가이드는 상향되었으나 투자 계획을 변경하기에는 시간이 충분치 않았던 것으로 판단됨. 단 Microsoft는 실적 발표에서 7월부터 시작되는 FY26부터 사업성을 고려한 효율적인 AI 투자로 전환할 것임을 언급. 경쟁적인 AI 투자가 FY26에 둔화될 가능성을 배제할 수 없음
- 서버 구성 상의 발열 문제까지 있는 GB200 뿐 아니라 B200의 칩 레벨 발열 문제도 아직 완전히 해결되지 못한 상태로 보임. B200의 수율이 낮아 B200 서버의 출하량이 기존 계획에 미치지 못하고 있으며, GB200 서버의 본격 출하는 당초 계획대비 1개 분기 정도 연기된 2Q25 초에 개시될 수 있을 듯. 1Q25 Nvidia의 실적이 시장 예상치를 하회하고 올해 Blackwell의 생산량이 당초 계획보다 적을 수 있음
- CY25 HBM 생산량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 것으로 판단됨. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 수 있을지가 관건인 듯. 중국향 HBM 판매가 미국의 제한으로 중단될 경우 HBM 가수요에 악영향 예상
- 삼성전자는 2Q25 내로 HBM 3E 12단 재설계 제품의 인증을 통과해 2H25에 Nvidia B200A, B300에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오. 동사의 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM (2차 버전 6월 양산 목표)의 Quality에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수

Summary

- DeepSeek는 A100 또는 H800 등 저성능 구형 GPU로 초고가, 고성능 AI GPU를 사용한 여타 LLM 서비스들에 필적하는 성능 구현. 개발자의 발표 내용이 사실이라면 빅테크 업체들은 대규모 지출보다는 더 큰 비중으로 효율적인 투자와 소프트웨어 개발에 관심을 기울일 듯
- AI 산업의 성장 속도가 빨라짐에 따라 중저가 반도체를 포함한 전반적인 AI 반도체 시장 규모가 커질 수 있으므로, DeepSeek는 반도체 업계 전체에 기회가 될 수 있음. 또한 빅테크 업체들의 자체 개발 가속기 반도체 채용량이 급증할 수 있음. 단 이는 이미 고성능 AI 반도체 시장을 독점하며 성장해온 Nvidia에게는 부정적인 방향. 동사의 초고가 GPU 판매량과 70%에 달하는 이익률에 하락 압력이 발생할 가능성이 높아졌음
- 일부 보도에 따르면 DeepSeek에는 DRAM을 ChatGPT보다 75% 덜 사용. DRAM 채용량 정체 또는 감소로 향후 HBM 판매에 부정적인 영향을 줄 가능성 존재. 저용량, 저가인 GDDR 등 DRAM이 AI 용으로 얼마나 빨리 성장해서 HBM의 성장세 둔화를 상쇄할 것인지가 관건. 미국 정부가 이번 사건을 계기로 Nvidia의 중국 전용 GPU (H800, H20 등)와 HBM의 판매를 향후 모두 금지하게 된다면, Nvidia뿐 아니라 한국 HBM 업체들에도 부정적인 영향 발생
- SK하이닉스는 HBM4에서도 16단까지 MR-MUF를 적용할 전망이다. HBM4에서 동사의 난제 중 하나는 초미세공정 Logic Die의 생산을 TSMC가 담당한다는 점. 불량 발생 시 양사 간 불화가 발생할 수 있고 문제 해결을 위한 시간이 오래 걸릴 가능성이 있음. 삼성전자는 HBM4에서도 TC-NCF 방식을 계속 적용하고 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 적용할 가능성이 높은 듯. MR-MUF로의 전환은 동사가 이미 TC-NCF에 대규모 투자를 실시해왔고 원료 수급에도 문제가 있으므로 실행되기 어려운 상황. Micron 역시 당분간 TC-NCF 방식을 유지할 전망. 동사는 후공정에서의 어려움을 극복하기 위해 대만, 한국에서 인력을 대규모로 충원 중이며 동사 HBM3E 8단의 수율은 60% 수준으로 알려져 있음

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 최근 일부 DRAM 현물가격의 소폭 반등은 특정 Configuration에 대한 중국으로부터의 일시적 주문 증가가 원인. 그간의 가격 급락과 춘절 수요에 따른 기술적 반등인 듯. 2월부터는 현물가격의 재하락 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 1Q25에는 DDR4 및 NAND 가격이 10~15% 하락하고 DDR5 가격도 5~10% 하락해 기존 예상보다 낙폭이 클 것으로 전망됨. 올해부터는 HBM에서도 GPU 출시 시기에 따른 계절성이 발생하기 시작. 1Q25 HBM 출하량은 업체별로 전분기 대비 10%~50% 감소할 듯. 따라서 향후 분기별 ASP는 HBM 출하량에 따라 큰폭의 변동성을 보일 전망이다. 1Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 5%~13% 하락하고 NAND ASP는 10% 가량 하락할 것으로 추정됨
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입할 전망이다. 1Q25에는 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시할 것으로 예상됨. 이에 따라 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 가능성이 높음. 7월부터 하락하기 시작한 반도체 주가는 이번에도 업황을 6개월 가량 선행하고 있는 것으로 판단됨

Summary

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 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. 경기 민감주인 반도체 주가에 미국 시장 금리의 변동은 앞으로 큰 영향을 미칠 것으로 판단됨
- 중국 정부의 경기 부양 정책과 유동성 확대에도 불구하고 중국 Credit Impulse 지수와 M2 YoY 증감률은 여전히 혼조세. 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되었음. 단 현재 중국 경제 상황이 지난 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부는 불확실
- 삼성전자의 직전 고점 주가는 P/B 1.59배였으며 저점 주가는 0.78배이므로 동사 주가는 최근 51% 급락. FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.90배를 적용할 경우 52,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 초중반 이하 주가는 장기 투자가 입장에서 매수가 가능한 가격대. 단 경쟁력 하락에 따라 이번 사이클에서 고점 배수가 2.0배에서 1.6배로 하락했음을 감안하면, 최저점 배수의 하향 조정과 소폭의 추가 주가 하락이 발생할 가능성도 배제할 수 없음. 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 동사의 본원 경쟁력 회복을 확인하기까지 시간이 필요하며 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 본격적인 주가 상승에는 좀더 시간이 필요할 것으로 판단됨. 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함
- SK하이닉스의 직전 고점 배수는 2.52배, 직전 저점 배수는 1.47배로 동사 주가는 최근 42% 급락했다가 반등세. 동사의 경쟁력 강화를 반영해 이번 사이클에서 고점 배수는 기존의 1.8배 수준에서 2.5배까지 상승. HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.5배 (18만원) 수준에서 형성될 수 있음. 단 DeepSeek의 등장에 따라 HBM의 고성장성을 시장이 의심하게 될 경우 Valuation 밴드가 다시 소폭 하향 조정될 가능성도 존재. 이번 주가 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드의 중간 배수인 2.0배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 중간 이상의 배수를 부여받기 위해서는 업황 사이클의 상승 전환이 확인되어야 가능. 동사 역시 시간을 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

기업분석

삼성전자(005930) : 경쟁력 및 주가 회복을 확신하기엔 아직도 너무 많은 변수

SK하이닉스(000660) : HBM에도 계절성 발생

CY25 DRAM 수요 증감률: +17.2%로 소폭 하향

- CY24에는 PC 수요가 부진했으나 스마트폰 출하는 양호했고 서버 수요는 당초 예상 대비 강세
- PC 출하량 전망치를 소폭 하향함에 따라 CY25 DRAM 수요 증감률에 대한 당사의 전망치를 17.5% -> 17.2%로 소폭 하향 조정
- CY25에는 HBM 포함 Server DRAM 수요의 강세가 이어질 전망이나 PC 출하량은 소폭 감소하고 스마트폰 출하량은 올해 수준에 머물 것으로 판단됨
- CY25에는 On-Device AI Set 성장에도 불구하고 그간의 DRAM 가격 상승에 의한 비용 부담에 따라 전체 Set 내 탑재량 증가 효과도 크지 않을 듯

<표1> CY24, CY25 DRAM 수요 증감율 전망

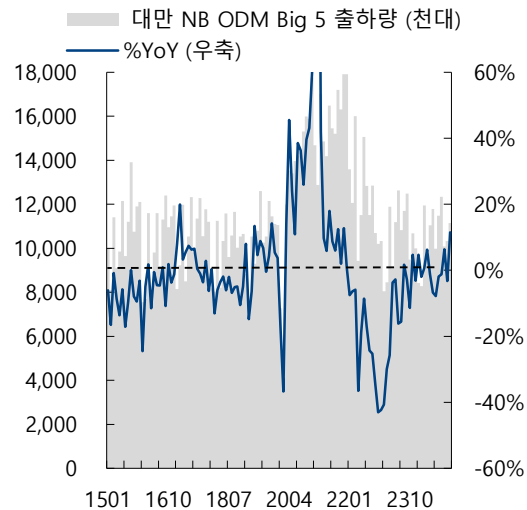
CY24 Vs CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25
Set 출하 증감율	0.0%	-1.5%	3.4%	0.1%	-0.5%	-5.3%	-3.8%	0.2%	6.9%	6.3%		
DRAM 탑재량 증감율	8.5%	8.4%	9.4%	11.5%	6.4%	4.8%	-0.5%	3.4%	27.7%	21.8%		
DRAM 수요 증감율	8.5%	6.8%	13.2%	11.6%	5.8%	-0.8%	-4.3%	3.7%	36.5%	29.5%	19.3%	17.2%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: CY25 출하량 YoY 증감률을 -1.5%로 전망

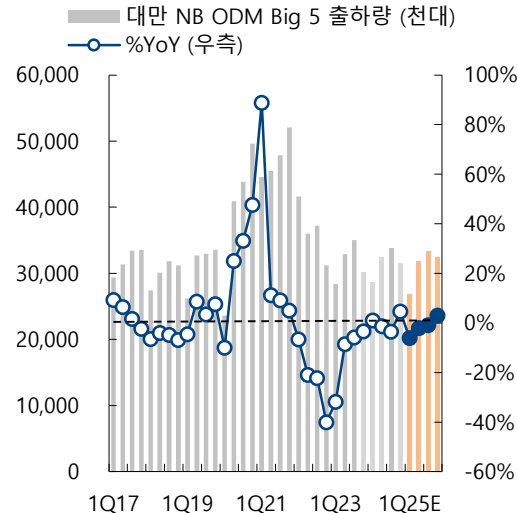
- 12월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 11.2백만대로 MoM +7.9%, YoY +11.5%의 증감률 기록. 전년 동기의 기저 효과와 1월 하순에 있을 춘절 수요에 대비한 개선인 듯
- 단 4Q24 출하량 QoQ 증감률은 -6.6%, CY24 출하량 YoY 증감률은 0.0%를 기록해 당초 시장 컨센서스를 하회
- 지난 20년 간의 분기별 계절성과 경기 상황을 감안하면 CY25 PC 출하량 증감률은 현재 시장 컨센서스인 0 ~ +1%를 하회하는 -1.5%를 기록할 것으로 추정됨

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



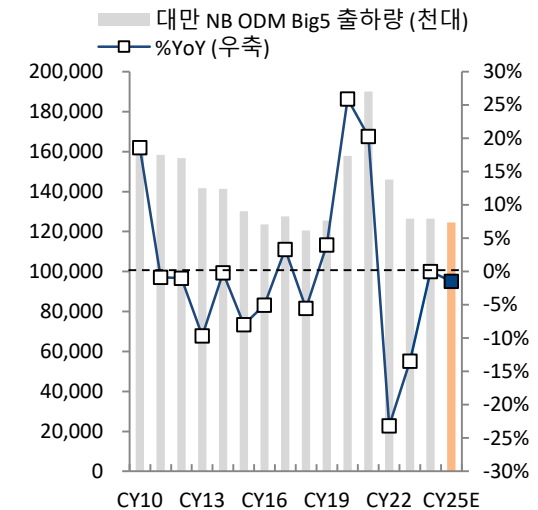
자료 : 각사 자료

<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: 가격 하락과 업무용 Application 출시 필요

- AI PC에 대한 정의에 따라 향후 AI PC 출하량은 크게 차별화. Nvidia는 전용 가속기 반도체를 장착한 PC, Microsoft와 Intel은 Copilot과 같은 소프트웨어를 Cloud 접속없이 자체적으로 돌릴 수 있는 40 TOPS 이상의 Computing Power를 가진 PC를 AI PC로 정의
- PC 업체들은 CY24 AI PC 출하량이 전체에서 5% 이상을 차지할 것으로 주장하고 있으나, Microsoft의 정의에 부합하는 AI PC는 CY24에 0.2%, CY25에 1%대 초반에 불과할 것으로 예상됨
- 현재 시장 주력 PC 제품의 가격인 7~8백 달러 대비 CY24에 LLM 기능을 탑재하고 AI PC라는 이름으로 출시된 제품들의 가격은 평균 1천달러대 중후반으로 두배 가량 비싸며, 전용 가속기 Chipset을 탑재한 AI PC의 가격은 네배에 달하는 3천 달러 수준인 것으로 보임
- 업무용 AI Application의 출시와 가격 하락이 AI PC의 본격 성장을 위해 필요할 것으로 판단됨
- Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 판매 증가 시 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음. Apple은 AI 프로그램을 돌리기 위해 20 TOPS면 충분하다고 언급 중이며 적절한 가격의 AI 맥북이 출시될 경우 판매 호조 가능

<그림4> Microsoft Copilot과 Qualcomm Snapdragon X Elite

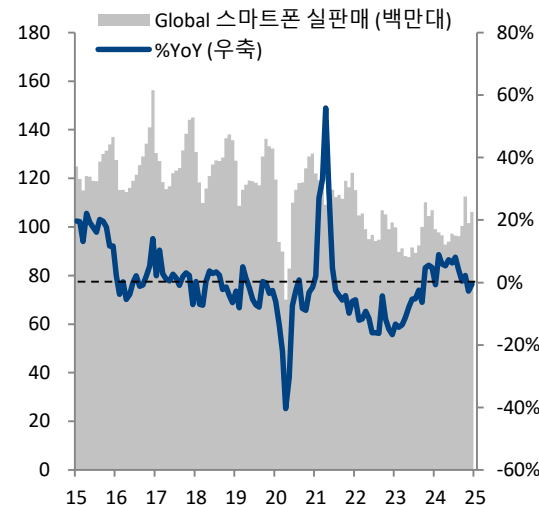


자료 : Intel, Microsoft

스마트폰: 올해 내내 재고 축소가 이어질 가능성이 높은 듯

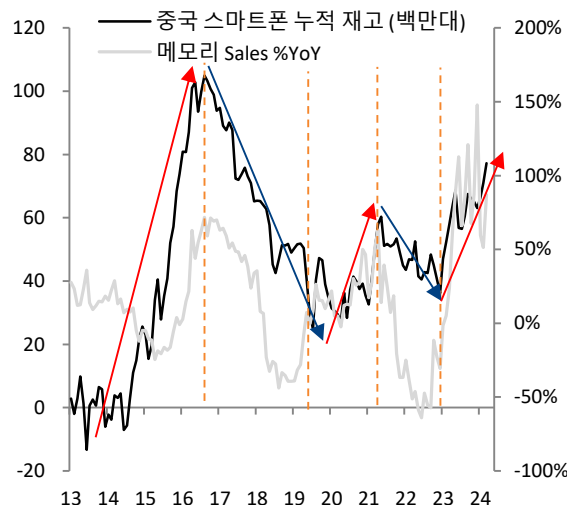
- CY24 12월 글로벌 스마트폰 판매량은 106.3백만대로 YoY 증감률이 -0.5%를 기록해 전월의 -2.8%에서 개선되었으나 역성장 지속
- 12월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 (47.1M, -0.8% -> -0.5%), 중국 (20.6M, -9.1% -> -2.0%), 미국 (12.7M, -5.0% -> +3.3%)에 서 개선된 반면 유럽 (15.3M, -0.9% -> -2.4%), 인도 (10.7M, +3.3% -> +0.6%)에서는 둔화
- 11월 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 전고점을 상회하며 추가 상승. 메모리 반도체 출하액 YoY 증감률은 중국 스마트폰 누적 재고 추이와 유사한 기간과 흐름을 보이고 있음
- 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험을 감안 시 향후 재고 축소에 따른 모바일 반도체 수요 부진은 CY25 내내 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 단 그간 30개 중국 지방 정부 중 5개가 제공했던 스마트폰향 보조금 (10~15%)이 종료된 반면, 중앙 정부 차원의 보조금 (15%) 지급이 결정되었음. 이에 따른 중국 스마트폰 판매 확대와 재고 소진 기간 단축이 어느 정도나 발생할 수 있을지가 관건

<그림5> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



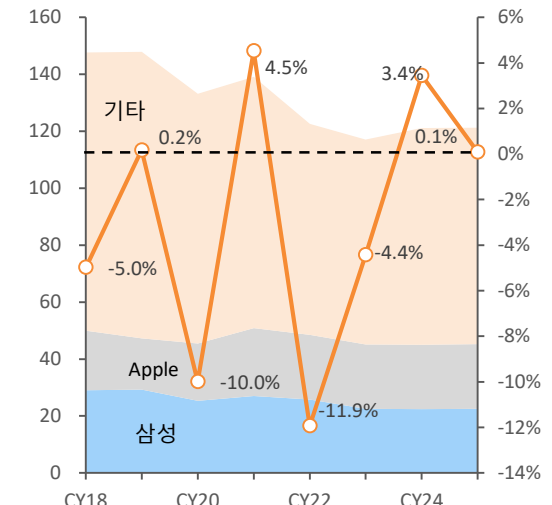
자료 : Counterpoint

<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> Gemini Live를 탑재한 삼성 Galaxy S25



자료 : Google, 삼성전자

Server: 당분간 강력한 AI 투자 기조가 지속될 듯

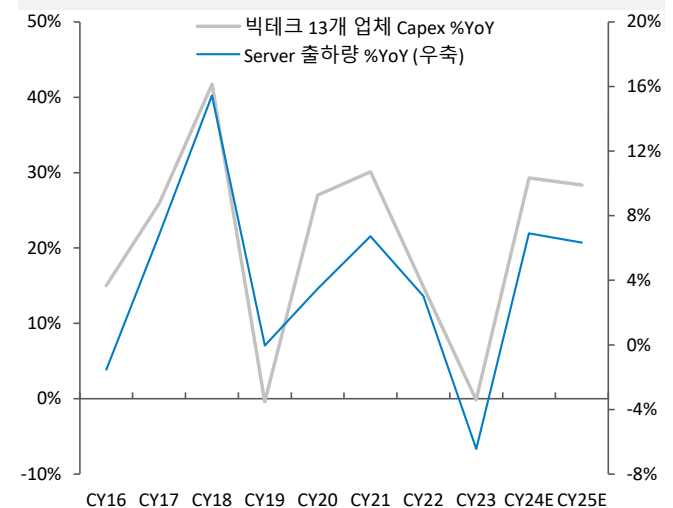
- 2월 1일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 집계치는 2,416억 달러로 1월 집계된 2,427억 달러 대비 0.5% 하향 조정
- 빅테크 업체들의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +28.4%로 1월 집계치 25.0%에서 3.3%p 상향. CY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯
- 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가율을 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 6.3%로 전망. 단 Quanta에 따르면 Conventional 서버 주문량이 2H24에 1H 대비 감소했으므로 CY25 전체 서버 출하량 증가율이 당사 전망치를 소폭 하회할 수 있음
- DeepSeek의 충격에도 불구하고 빅테크 업체들의 FY25 Capex 가이드는 상향되었으나 투자 계획을 변경하기에는 시간이 충분치 않았던 것으로 판단됨. 단 Microsoft는 실적 발표에서 7월부터 시작되는 FY26부터 사업성을 고려한 효율적인 AI 투자로 전환할 것임을 언급. 경쟁적인 AI 투자가 FY26에 둔화될 가능성을 배제할 수 없음

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E 1월	FY24E 2월	FY25E 1월	FY25E 2월
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	51,529	51,513	58,035	58,328
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	9,447	10,856	10,836
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	38,115	37,256	51,351	58,179
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	75,210	75,395	86,033	86,152
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	62,215	63,336
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,283	1,127	1,682	1,592
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	14,090	14,131
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	671	671	808	807
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	464	464	491	491
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	815	815	714	707
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,517	6,513	6,508
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,591	6,385	7,395	7,160
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,840	1,779	1,832	1,826
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	242,669	241,556	302,015	310,054
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	228,721	227,875	286,275	294,560
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	13,948	13,681	15,740	15,494
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	29.9%	29.3%	25.0%	28.4%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	28.8%	28.3%	25.6%	29.3%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	51.7%	48.8%	15.0%	13.2%

자료 : Bloomberg

<그림9> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- CY24에 191K/년의 CoWoS Capa (TSMC 154K, Amkor 37K)가 Nvidia에 할당. 이를 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산 가능량은 5.1백만개 (YoY +228%). AMD, Intel, 빅테크 업체들까지 포함 시, 총 가속기 반도체 생산 가능량은 10.4백만개 (YoY +209%)
- CY24 Nvidia GPU 만으로 생산 가능한 AI 서버는 64만대이며, 모든 가속기 반도체 생산량을 감안 시 AI 서버 생산 가능량은 130만대
- 현재까지는 가속기 반도체 재고 축적 수요와 실수요를 넘어서는 AI 서버 생산에 따라 가속기 반도체 수급의 안정이 지속되고 있는 듯
- 특히 중국 빅테크 업체들은 미국 정부의 제재에 따라 가속기 반도체와 HBM을 구매하지 못할 가능성을 염두에 두고 적극적으로 재고 축적에 나서고 있으며, 최근 일부 서버 생산 업체가 Nvidia의 최신 GPU를 중국에 우회 판매하려는 시도가 있었던 것으로 보임

<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)		191	254%
		비중	H20	18%	
			H100	32%	
			H200	34%	
			B200	16%	
		Chip 수 (K)	H20	1,015	
			H100	1,769	
			H200	1,885	
			B200	450	
			Total	5,119	228%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI300X	16	
		CoWoS (K)		18	205%
		비중	MI300X	100%	
		Chip 수 (K)	MI300X	288	205%
	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)		140	166%
		Chip 수 (K)		4,787	197%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		10,394	209%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- TSMC는 가속기 반도체향으로 동사 CoWoS Capa 할당량을 CY24 320K/년에서 CY25 650K/년까지 확대. Nvidia에 대한 할당량은 CY24 154K에서 CY25 390K까지 증가. CY25 CoWoS Capa 할당량 440K (Amkor 50K 포함) 가정에 기반한 Nvidia AI GPU 생산량은 8.4백만 개 (YoY +64%)이며 CoWoS Capa 할당량 700K에 기반한 전체 가속기 반도체 생산량은 14.6백만대 (YoY +40%)로 추정
- 단 최근 B200과 GB200의 발열 문제가 다시 불거진 상황. 서버 구성 상의 발열 문제까지 있는 GB200 뿐 아니라 B200의 칩 레벨 발열 문제도 아직 완전히 해결되지 못한 상태로 보임. B200 서버의 출하는 이미 개시되었으나 B200의 수율이 낮아 출하량이 기존 계획에 미치지 못하고 있으며, GB200 서버의 본격 출하는 당초 계획대비 1개 분기 정도 연기된 2Q25 초에 개시될 수 있을 듯. 1Q25 Nvidia의 실적이 시장 예상치를 하회하고 올해 Blackwell의 생산량이 당초 계획보다 적을 수 있음. 발열 문제가 장기화될 경우 HBM 수요에 부정적인 영향이 가능하나 현재 수요 둔화 조짐은 없는 상황

<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)		440	130%
		비중	H100	0%	
			H200	2%	
			New H20	4%	
			B200	36%	
			B200A/B300A	21%	
			B300	37%	
		Chip 수 (K)	H100	0	
			H200	255	
			New H20	556	
			B200	2,376	
			B200A/B300A	2,760	
			B300	2,424	
			Total	8,372	64%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI325X/350	16	
		CoWoS (K)		30	67%
		비중	MI325X/350	100%	
		Chip 수 (K)	MI325X/350	480	67%
	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)		220	57%
		Chip 수 (K)		5,500	15%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		14,552	40%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 경쟁적 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건

- HBM 실제 수요량은 CY25에 24.1억 GB로 143% 증가할 전망. 반면 HBM 3사의 CY25 생산량은 35.5억 GB (삼성전자 15.6억 GB, SK하이닉스 15.0억 GB, Micron 4.9억 GB)로 114% 증가할 듯. TSV Capa는 SK하이닉스 130K -> 160K, 삼성전자 150K -> 170K, Micron 25K -> 50K로 CY25말에 CY24말 대비 증가 예상
- CY25 HBM 생산량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 것으로 판단됨. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 수 있을지가 관건인 듯. 중국향 HBM 판매가 미국의 제한으로 중단될 경우 HBM 가수요에 악영향 예상. CY25 시장 수요 증가율이 143%인 반면 SK하이닉스의 생산 증가율이 85%에 불과한 점은 CY26의 공급 과잉 가능성을 의식함에 따른 것으로 추정됨
- 최근 Nvidia가 SK하이닉스에 추가 HBM 설비 확장을 요청하고 있는 것으로 알려졌으며 이는 CY25 SK하이닉스의 생산량이 CY24와 달리 Nvidia의 수요량에 미치지 못하는 상황에서 여타 업체들의 생산 차질 가능성을 염두에 둔 것인 듯

<표5> CY24, CY25 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					% YoY
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	
CY24	Nvidia	H20	1,015	HBM3	16	6	96	97	
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142	
		H200	1,885	HBM3E	24	6	144	272	
		B200	450	HBM3E	24	8	192	86	
		Total	5,119					597	419%
	AMD	MI300X	288	HBM3	24	8	192	55	205%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10	
		Total	200					22	152%
	기타	ASIC/FPGA	4,787	HBM2E/3	17	4	67	319	356%
	Total		10,394				96	993	369%
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	255	HBM3E	24	6	144	37	
		New H20	556	HBM3E	24	6	144	80	
		B200	2,376	HBM3E	24	8	192	456	
		B200A/B300A	2,760	HBM3E	36	4	144	397	
		B300	2,424	HBM3E	36	8	288	698	
		Total	8,372					1,669	180%
	AMD	MI325X/350	480	HBM3E	36	8	288	138	150%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	5,500	HBM3/3E	24	4	106	581	82%
	Total		14,552				166	2,413	143%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 1C 나노 Core DRAM 성공 여부가 관건

- SK하이닉스는 HBM3E 8단 공급을 2Q24초에 개시하고 HBM3E 12단 공급은 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 8단 공급을 2Q24에 시작했고 12단 공급은 1Q25에 개시. 동사는 1B 나노 베이스 HBM4의 양산을 1Q26에 개시할 예정
- 삼성전자는 4Q24에 신형 H20향 3E 8단을 Nvidia에 공급 개시. 단 H200 및 B200향 3E 8단의 공급은 SK하이닉스와 Micron이 담당. 동사는 1Q25 내로 3E 12단 1차 버전의 전력 개선 제품 인증을 통과해 AMD MI350 등에 공급하고, 2Q25 내로 3E 12단 2차 버전의 인증을 통과해 2H25에 Nvidia B200A, B300에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오
- 삼성전자의 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수. 동사 1C 나노는 두가지 버전으로 개발 중임. 기존 버전은 4월에 개발 완료 예정이나 특성이 기대에 미치지 못할 가능성이 있으며 多Step, 低난이도의 신버전은 6월 양산이 목표

<그림10> Nvidia와 AMD GPU 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기													
Company	Chips	2024E				2025E				2026E			
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
NVIDIA	H200	HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N											
	B200	HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP											
	GB200	HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP											
	B300	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP											
	B300A	HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP											
	Rubin	HBM4 8hi/12hi											
AMD	MI300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm											
	MI325X	HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm											
	MI355X	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm											
	MI400	TBD											

제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
HBM2e	SK하이닉스	8/16GB															
	삼성전자	8/16GB															
	Micron	16GB															
HBM3	SK하이닉스			16GB				24GB									
	삼성전자							16GB		24GB							
HBM3e	SK하이닉스									24GB		36GB					
	삼성전자											24GB		36GB			
	Micron									24GB			36GB				
HBM4	SK하이닉스															36GB	
	삼성전자																
	Micron																

자료 : Trendforce, 각사 자료

DeepSeek의 영향: AI 전반엔 긍정적, Nvidia와 HBM엔 부정적

- DeepSeek의 등장은 대규모 최신 GPU 구매만이 AI 개발을 위한 유일한 방법이라는 그간의 개발 방식에 변화를 가져올 수 있음
- 벤치마크 테스트 결과에 따르면 DeepSeek는 coding, mathematical reasoning, task-specific optimization 등 보다 전문적이고 특화된 분야에서 앞선 성능을 보임. 비용 측면에서도 DeepSeek-V3가 GPT-4o 대비 29.8배 저렴
- DeepSeek는 A100 또는 H800 등 저성능 구형 GPU로 초고가, 고성능 AI GPU를 사용한 여타 LLM 서비스들에 필적하는 성능 구현
- 개발자의 발표 내용이 사실이라면 이제부터 AI 혁신은 얼마나 지출하는지에 의해서가 아니고, 얼마나 효율적으로 개발하느냐에 따라 승패가 결정될 전망. 빅테크 업체들은 대규모 지출보다는 더 큰 비중으로 효율적인 투자와 소프트웨어 개발에 관심을 기울일 듯

<표6> ChatGPT와 DeepSeek 간 비교

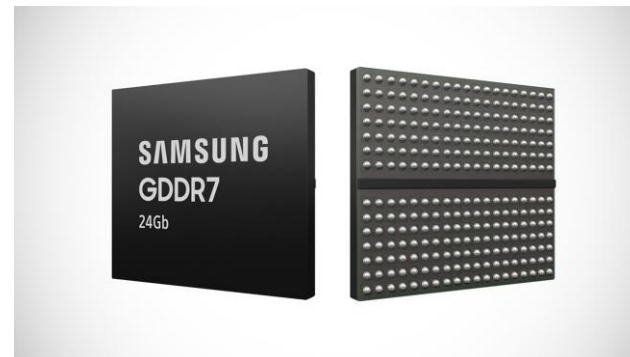
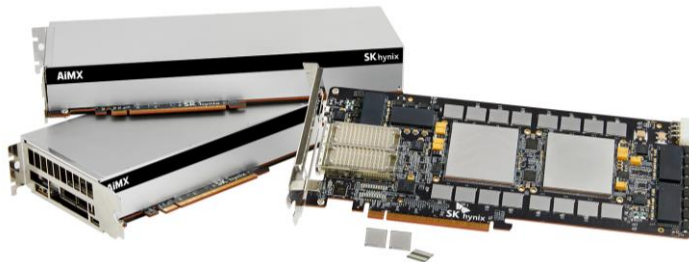
Feature	ChatGPT 	DeepSeek 
Parameters	1.8 trillion	671 billion
Training Cost	\$100 million	\$5.5 million
Training Efficiency	FP16 precision	FP8 precision
Open-Source	No	Yes
Input Cost	\$2.50/million tokens	\$0.14/million tokens
Output Cost	\$10.00/million tokens	\$0.28/million tokens
Best For	General-purpose tasks	Coding, math, specialized tasks

자료 : WWW

DeepSeek의 영향: AI 전반엔 긍정적, Nvidia와 HBM엔 부정적

- 저비용, 고효율 DeepSeek의 성공은 AI 산업 전반에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단. 이는 폐쇄적인 OpenAI와는 달리 DeepSeek는 시장 모두에 개방된 Open Source이기 때문. 소규모 개발자의 대거 참여로 장기적으로는 AI 시장 규모가 도리어 빠르게 확장될 수 있음
- AI 산업의 성장 속도가 빨라짐에 따라 중저가 반도체를 포함한 전반적인 AI 반도체 시장 규모가 커질 수 있으므로, 이는 반도체 업계 전체에 기회가 될 수 있음. 또한 빅테크 업체들의 자체 개발 가속기 반도체 채용량이 급증할 수 있음
- 이는 이미 고성능 AI 반도체 시장을 독점하며 성장해온 Nvidia에게는 부정적인 방향. 동사의 초고가 GPU 판매량과 70%에 달하는 이익률에 하락 압력이 발생할 가능성이 높아졌음
- 일부 보도에 따르면 DeepSeek에는 DRAM을 ChatGPT보다 75% 덜 사용. DRAM 채용량 정체 또는 감소로 향후 HBM 판매에 부정적인 영향을 줄 가능성 존재. 저용량, 저가인 GDDR 등 DRAM이 AI 용으로 얼마나 빨리 성장해서 HBM의 성장세 둔화를 상쇄할 것인지가 관건
- 미국 정부가 이번 사건을 계기로 Nvidia의 중국 전용 GPU (H800, H20 등)와 HBM의 판매를 향후 모두 금지하게 된다면, Nvidia뿐 아니라 한국 HBM 업체들에도 부정적인 영향 발생

<그림11> SK하이닉스의 GDDR6 기반 생성형 AI 가속기 카드 AiMX와 삼성전자의 AI용 GDDR7



자료 : SK하이닉스, 삼성전자

HBM4: 각 업체들은 기존 본딩 방식을 유지할 듯. 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 μ 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-MUF의 적용 가능성이 높은 것으로 보임. HBM4에서 동사의 난제 중 하나는 초미세공정 Logic Die의 생산을 TSMC가 담당한다는 점. 불량 발생 시 양사 간 불화가 발생할 수 있고 문제 해결을 위한 시간이 오래 걸릴 가능성이 있음
- 삼성전자는 HBM4에서도 TC-NCF 방식을 계속 적용하고 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 적용할 가능성이 높은 듯. MR-MUF로의 전환은 동사가 이미 TC-NCF에 대규모 투자를 실시해왔고 원료 수급에도 문제가 있으므로 실행되기 어려운 상황
- Micron 역시 당분간 TC-NCF 방식을 유지할 전망. 동사는 후공정에서의 어려움을 극복하기 위해 대만, 한국에서 인력을 대규모로 충원 중이며 동사 HBM3E 8단의 수율은 60% 수준으로 알려져 있음

<그림12> SK하이닉스의 HBM Bonding 개발 추이

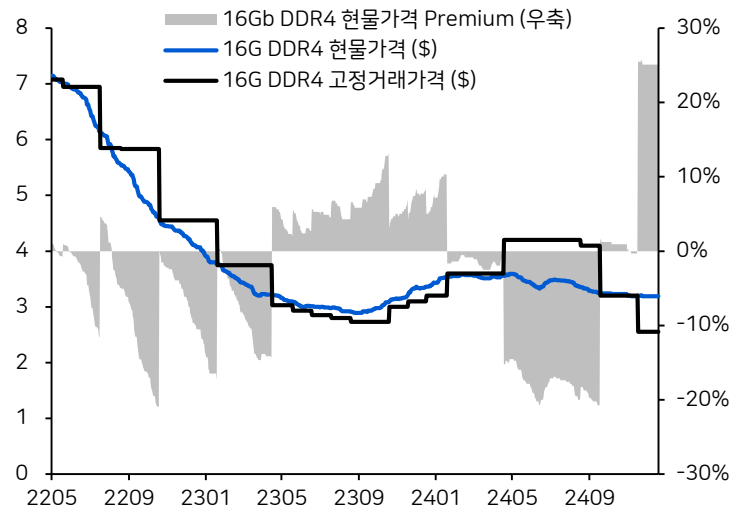


자료 : SK하이닉스, 서울경제

현물가격 전망: 최근 소폭 반등은 춘절 수요 발생과 기술적 요인에 따른 것

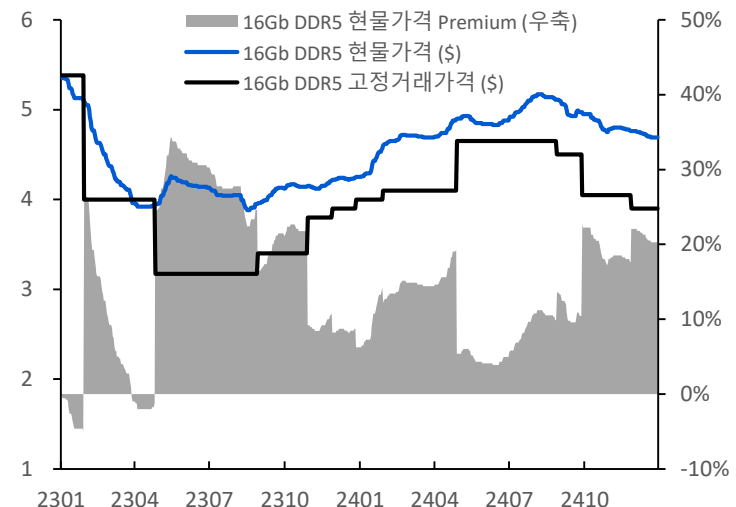
- 현물가격 하락의 가장 근본적인 문제는 부진한 수요에도 불구하고 감산 이후 가격 상승 및 HBM 생산 증가에 따른 Legacy DRAM 부족 가능성에 베팅한 고객, Module 업체들의 지나친 재고 축적임. 현재 최대 Module 생산 업체인 Kingston의 DRAM 재고는 1년치를 상회하고 ADATA의 재고 수준도 4~5개월에 달하는 상황. Kingston의 관계사인 PanRAM은 11월부터 Module 생산 사업을 중지
- 역대급 과잉 재고에 따라 Module 업체들은 CY24 중순부터 재고를 줄이기 시작했고, 동 업체들에 따르면 CY25 중순까지 재고를 현재의 절반 이하 수준으로 축소시킬 계획임. 따라서 현물가격의 하락세는 적어도 CY25 중순까지 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됨
- NAND의 경우 DRAM보다 재고 규모는 적으나 수요는 더욱 약세로 CY25에 업체들이 감산을 재개할 가능성이 높아졌음
- 최근 일부 DRAM 현물가격의 소폭 반등은 특정 Configuration에 대한 중국으로부터의 일시적 주문 증가가 원인. 그간의 가격 급락과 춘절 수요 대비에 따른 기술적 반등인 듯. 2월부터는 현물가격의 재하락 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림13> 16Gb DDR4 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림14> 16Gb DDR5 현물가격과 고정거래가격 추이

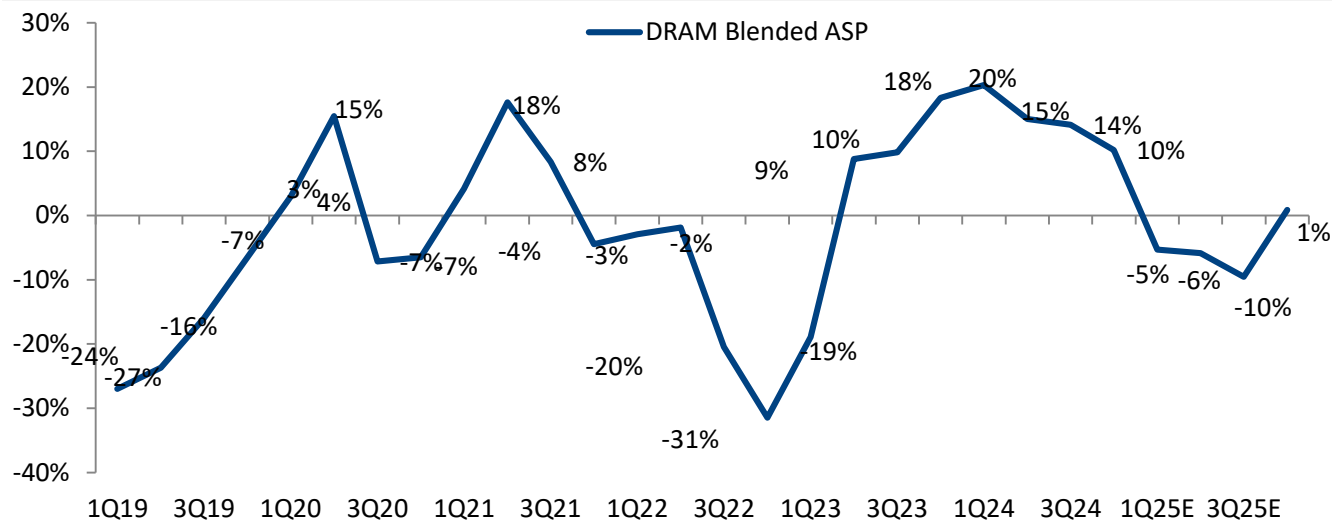


자료 DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

고정거래가격 전망: 1Q25부터 레거시 DRAM, NAND 가격 대폭 하락 예상

- 4Q24 DRAM 가격은 DDR4 소폭 하락 또는 유지, DDR5 소폭 상승으로 추정되며 HBM 평균 판매 가격은 3E 8단 판매 비중 대폭 증가로 상승. 따라서 4Q24 DRAM Blended ASP는 10%~20% 상승
- 4Q24 eSSD 가격은 유지 또는 소폭 하락했고 그외 NAND 가격은 10% 가량 하락. 따라서 Blended ASP는 한자리수대 중반 이상 하락 추정. 일부 업체들의 eSSD 저가 밀어내기 판매 발생
- 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 재고 축소 활동 강화에 따라 DDR4 및 NAND 가격은 10~15% 하락하고 DDR5 가격도 5~10% 하락해 기존 예상보다 낙폭이 조금 더 클 것으로 전망됨
- 과거와 달리 올해부터는 HBM에서도 GPU 출시 시기에 따른 계절성이 발생하기 시작. 1Q25 HBM 출하량은 업체별로 전분기 대비 10%~50% 감소할 듯. 따라서 향후 분기별 ASP는 HBM 출하량에 따라 큰폭의 변동성을 보일 전망임
- 1Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 5%~13% 하락하고 NAND ASP는 10% 가량 하락할 것으로 추정됨

<그림15> SK하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 추정

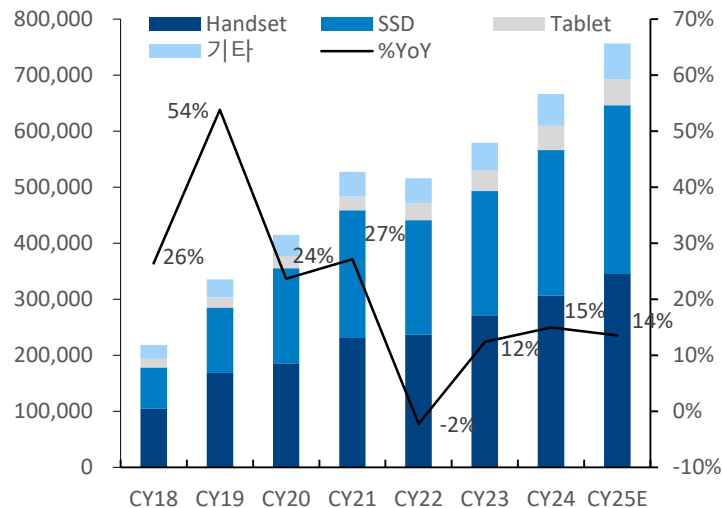


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치를 13.6%로 하향. 3Q24부터 재고 흐름 반전

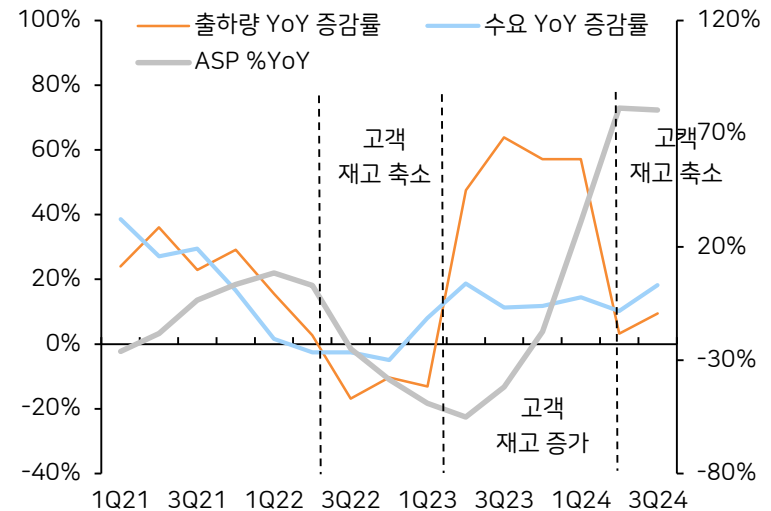
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY24, CY25 NAND 수요 증감률은 각각 +15.0%와 +13.6%로 예상됨. 이는 당사 기존 전망치 대비 소폭 하락한 것임. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 3Q24 누적 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +18.6%에 달해 CY23과 CY24의 수요 증가율인 +12.4%와 +15.0%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- CY24 중순 이후에는 고객들의 재고 정리를 위한 주문 축소에 따라 반도체 업체들의 재고가 증가하고 ASP YoY 증감률이 하락 추세에 진입한 것으로 판단됨
- 감산 재개가 없다면 CY25 업계 NAND 생산 증가율은 +12.4%를 기록해 수요 증가율 +13.6%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 CY25 업황은 둔화될 것으로 예상됨

<그림16> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림17> 전세계 월별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY24, FY25 DRAM Capex는 65%, 17% 증가할 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 28% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 65% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 18% 감소한 듯
- FY25 DRAM Capex 규모는 삼성전자의 경우 올해와 유사, SK하이닉스는 소폭 증가, 마이크론과 CXMT는 대폭 증가 예상. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다

<표7> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

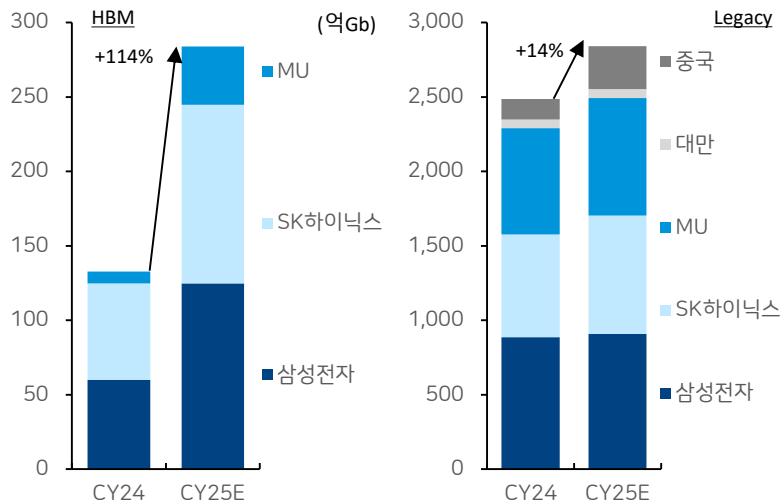
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	12,744
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	3,000	2,500	3,800	4,750
Swaysure	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	35,446	24,858	40,921	47,911
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	29%	-30%	65%	17%
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	63,701	44,508	57,086	66,468
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	19%	-30%	28%	16%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

CY25 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%로 수요 증가율 12%를 상회할 듯

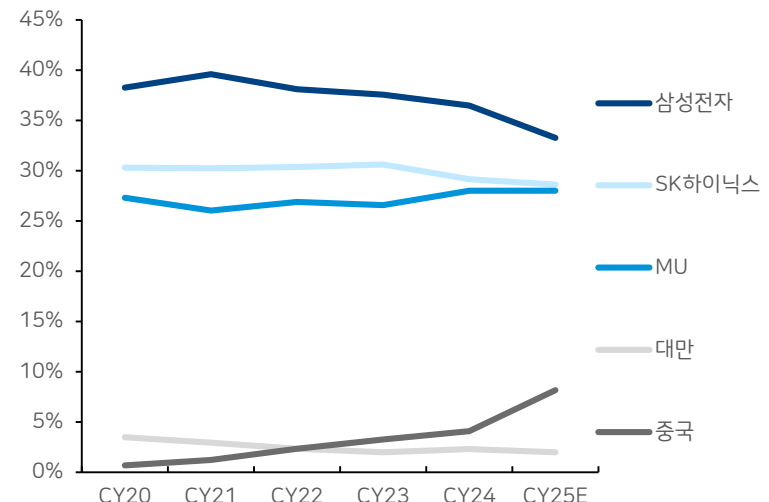
- 삼성전자는 P4 라인 하층의 Legacy DRAM 및 NAND 양산 계획을 CY26 중순으로 연기했으나 CY25에 P1, P2에서 약 60K의 추가 DRAM Capa 증설 예상. 동사는 CY25 Legacy DRAM 생산 증가율을 당초 계획 대비 하향 조정
- 반면 CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 131% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 4.1%에서 8.2%로 상승할 것으로 추정됨. 대만 반도체 장비 업체들의 중국향 판매가 최근 대폭 증가 중
- 삼성전자의 P4 설비 확대 중지에도 불구하고 중국 업체들의 생산 급증에 따라 CY25 업계 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%를 기록해 12%인 수요 증가율을 상회할 것으로 판단됨. CY25 Blended DRAM 생산 증가율은 HBM의 +114% 포함, 19%로 전망됨
- CXMT는 기존 장비 변경으로 1Z 나노까지 DRAM 생산이 가능할 전망이나, High-K Metal Gate 공정에서 어려움을 겪으며 아직 LPDDR5의 대규모 생산에는 성공하지 못하고 있는 것으로 보임. 당분간 중국 업체들의 악영향은 DDR4와 PC용 DDR5에 제한될 전망이다

<그림18> 업계 HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림19> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

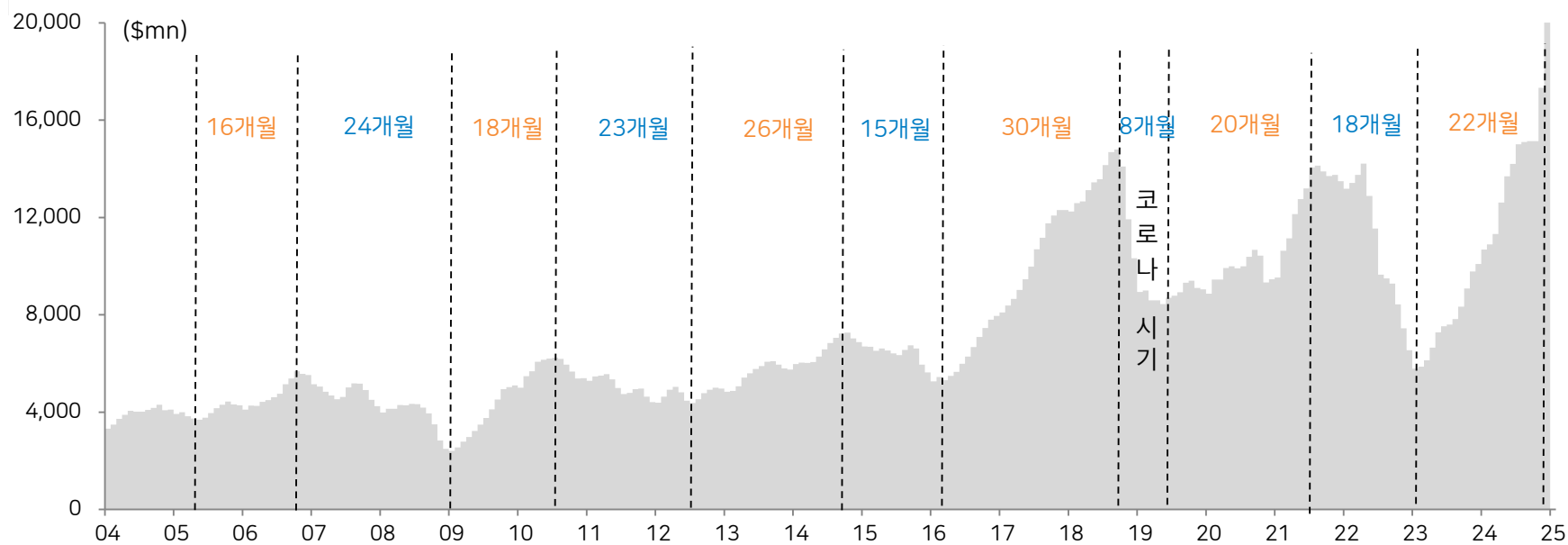


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 사이클: 1Q25부터 하락 사이클에 진입할 듯

- CY23 업계 DRAM 생산 증가율은 -3%, 수요 증가율은 6%, 출하 증가율은 12%. CY23에 반도체 업체들의 재고 축소와 고객들의 재고 재축적이 개시되며 2Q23초부터 메모리 반도체 상승 사이클 개시. CY24 업계 DRAM 생산 증가율은 12%, 수요 증가율과 출하 증가율은 19%. CY24에도 반도체 업체들의 재고 감소와 고객들의 재고 증가 추세가 이어지며 4Q까지 메모리 반도체 상승 사이클 지속
- CY25 업계 DRAM 생산 증가율은 19%, 수요 증가율은 17%로 예상되며 고객들의 재고 축소에 따라 출하 증가율은 13%에 머물 것으로 추정됨. CY25는 이전 2년 간의 흐름과는 반대로 DRAM 업체들의 재고가 증가하고 고객들의 재고는 감소하는 시기일 듯
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입할 전망이다. 1Q25는 계절적 비수기이므로 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시할 것으로 예상됨. 이에 따라 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 가능성이 높음. 7월부터 하락하기 시작한 반도체 주가는 이번에도 업황을 6개월 가량 선행하고 있는 것으로 판단됨

<그림20> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간

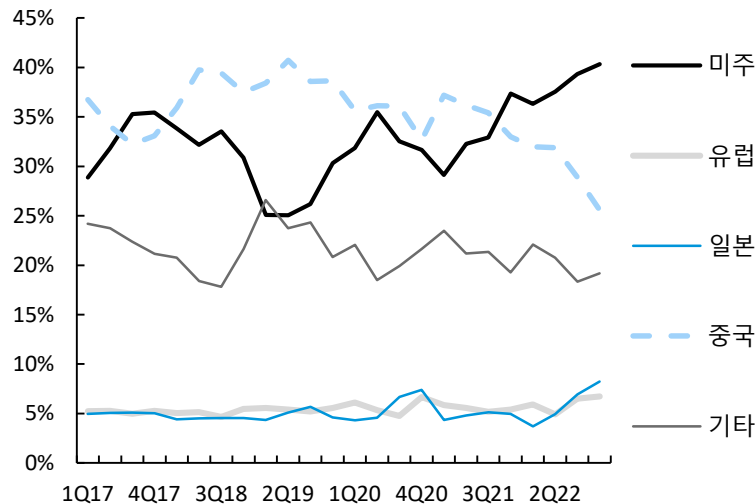


자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

트럼프 당선 영향: IT Set 생산 기지의 탈 중국화

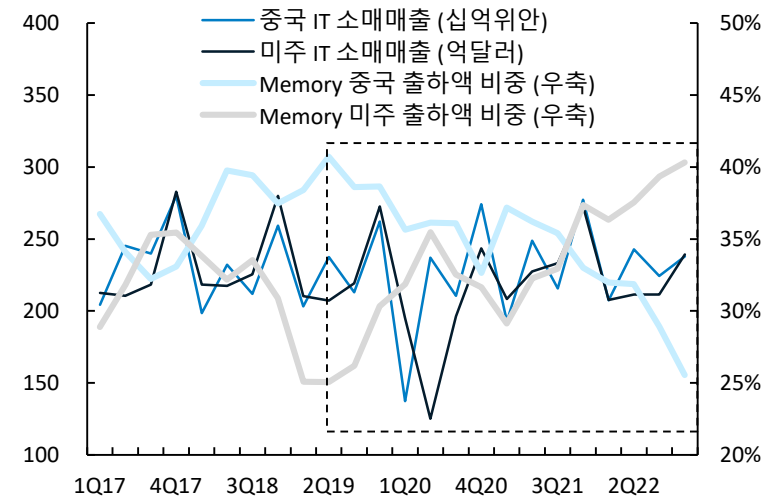
- 공약에 따르면 트럼프 정부는 중국에 대해 60%의 관세율을 일괄 적용해 중국산 물품 수입 자체를 어렵게 만들 계획임. 트럼프의 1차 집권 시기 이후 한국 반도체 수출에서 중화권이 차지하는 비중은 빠르게 감소해 왔음
- 전세계 메모리 반도체 출하액 중 중국향 비중은 급격한 하락세이고 미주향 비중은 강한 상승세. 반면 중국과 미국의 IT 수요 강도는 시기별로 유사한 흐름을 보이고 있음. 즉 미국과 동일한 시기에 중국의 IT 수요가 강해도 대 중국 반도체 출하 비중은 지속적으로 감소
- 2H19이후에도 중국의 IT 수요 증가 시기가 여러 차례 있었으나 메모리 반도체 출하액과 한국 수출액에서 중국의 비중은 지속적으로 하락
- 이는 향후 중국의 IT 수요가 회복되어도 중국향 전세계 메모리 반도체 출하액과 한국의 반도체 수출액이 크게 개선되지 못할 가능성이 있음을 의미하며 2019년부터 본격화된 IT Set 생산 기지의 탈중국화가 중국 비중 하락의 원인인 듯
- 아직도 전세계 PC, 스마트폰 생산의 절반 가량이 중국에서 이뤄지고 있는 상황에서 트럼프의 고관세 부과가 재현될 경우 IT Set 생산 기지의 탈 중국화와 대중국 반도체 수출 둔화는 더욱 심화될 것으로 판단됨

<그림21> 한국 반도체 수출액에서 각 지역이 차지하는 비중



자료: 한국무역협회, iM증권 리서치본부

<그림22> 미국, 중국의 IT 소매 매출 추이와 메모리 출하액 비중

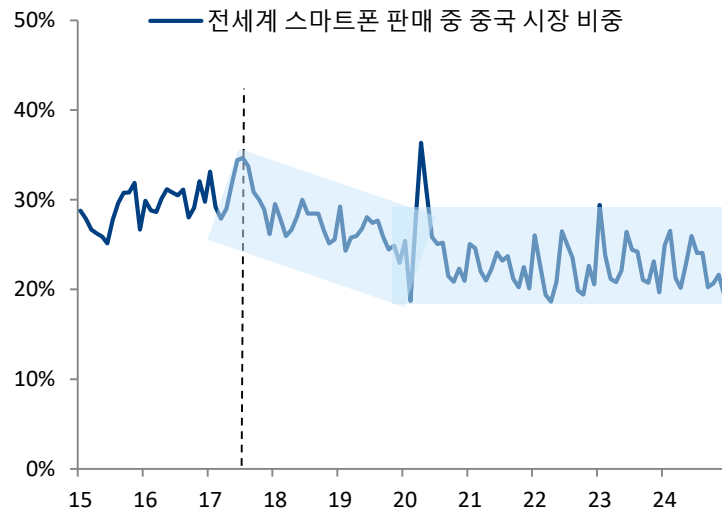


자료: WSTS, Datastream, iM증권 리서치본부

트럼프 당선 영향: 중국 경기 둔화에 따른 반도체 수요 둔화 우려

- 트럼프의 고관세 부과가 불러올 가장 근본적인 우려점은 전세계에서 가장 큰 IT 수요 시장인 중국의 경기 둔화 가능성임
- CY24년에 중국은 전세계 스마트폰 시장에서 23%의 점유율을 기록. 단 트럼프의 1차 집권 시기인 2017년 이후 중국의 비중은 점차 축소되고 있으며 이는 트럼프의 중국 때리기가 중국의 경기와 스마트폰 수요에 부정적인 영향을 줬을 가능성을 암시함
- 전세계 메모리 반도체 출하액 YoY 증감률은 중국 가전 소매 매출 YoY 증감률과 역사적으로 매우 유사한 흐름을 보여 왔음
- 따라서 트럼프의 중국에 대한 고관세 부과가 실행될 경우 중국의 경기는 재둔화되고, 중국이 가장 큰 시장을 보유한 PC, 스마트폰 등 IT Set 및 메모리 반도체의 수요에 장기적으로 부정적인 영향을 줄 가능성이 높음

<그림23> 전세계 스마트폰 판매 중 중국 시장 비중



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림24> 메모리 출하액과 중국 가전 수요 간 YoY 증감률 비교

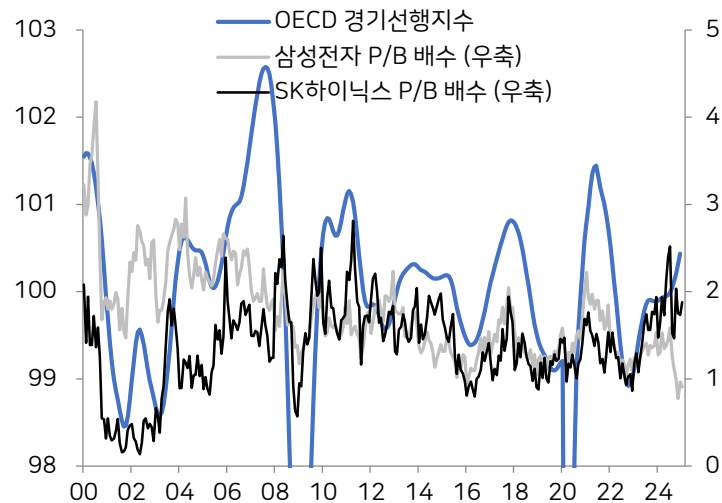


자료: WSTS, Datastream, iM증권 리서치본부

OECD 경기선행지수: 당분간 참고할 필요가 없는 듯

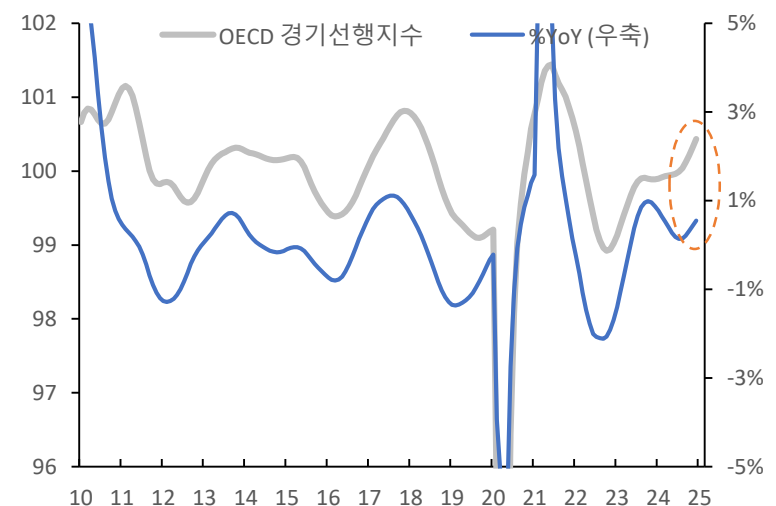
- OECD 경기선행지수는 CY22 11월 98.9를 시작으로 CY24 12월 현재 100.4까지 26개월간 상승세 지속. 역대 급 장기 상승 기록 중
- OECD 경기선행지수를 앞서는 YoY 증감률도 CY24 8월 이후 12월까지 반등세 지속
- 대부분 국가들의 경기 둔화가 지속되는 상황에서 장기 상승 중인 최근의 OECD 경기선행지수는 미국에 대한 의존도가 지나치게 높아 경기 선행 지표로서 의미를 상실한 듯. 역사적으로 비례, 동행해온 반도체 주가와 OECD 경기선행지수 간의 관계도 2H24 이후 일치하지 않고 있음
- 당분간 반도체 주가 전망을 위해서 OECD 경기선행지수를 참고할 필요는 없는 것으로 판단됨

<그림25> OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림26> OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이

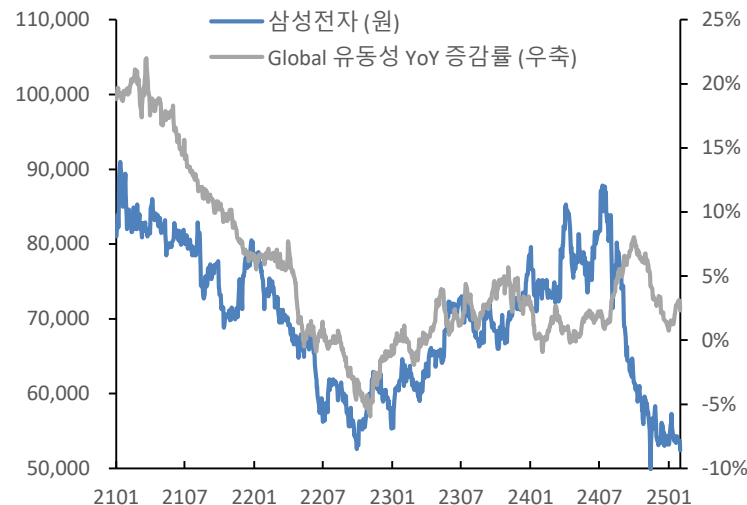


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

Global 유동성: 반도체 주가 흐름과 여전히 유사한 흐름

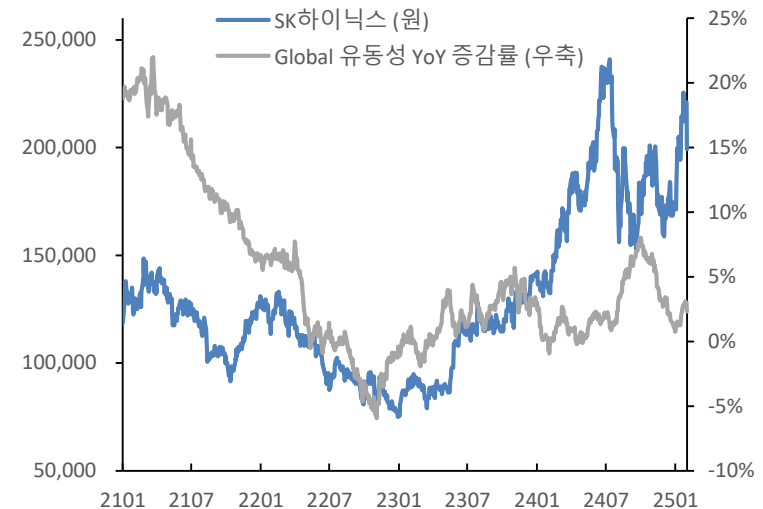
- 미국의 정책 금리 인하에도 불구하고 높은 시장 금리가 유지됨에 따라 4Q24초부터 Global 유동성 YoY 증감률의 하락이 발생했음
- 역사적으로 Global 유동성 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여온 반도체 주가는 3Q24부터 선행하며 하락 개시
- 물론 업체별 경쟁력 차이에 따라 주가 상승폭과 하락폭에 큰 차이가 있으나 현재까지도 양지표간 유사한 흐름이 이어지고 있는 것으로 보임
- 경기 민감주인 반도체 주가에 미국 시장 금리의 변동은 앞으로도 큰 영향을 미칠 것으로 판단됨

<그림27> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림28> Global 유동성 YoY 증감률과 SK하이닉스 주가

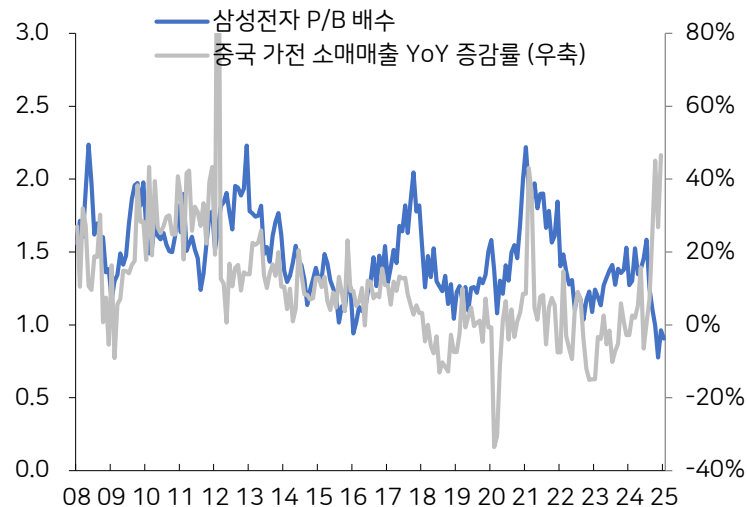


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요 지표 혼조세

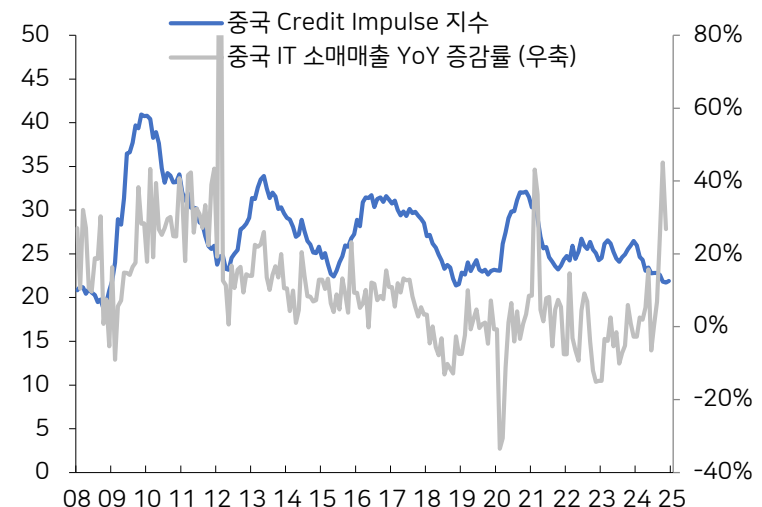
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음. 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- CY24 8월까지 3개월 연속 22.8에서 지지되었던 중국 Credit Impulse 지수는 9월부터 11월까지 재하락하다 12월에 21.9로 소폭 개선되어 여전히 뚜렷한 개선 추세를 보이지 못하고 있음
- 중국 정부의 경기 부양에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 여전히 부진한 상황

<그림29> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림30> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

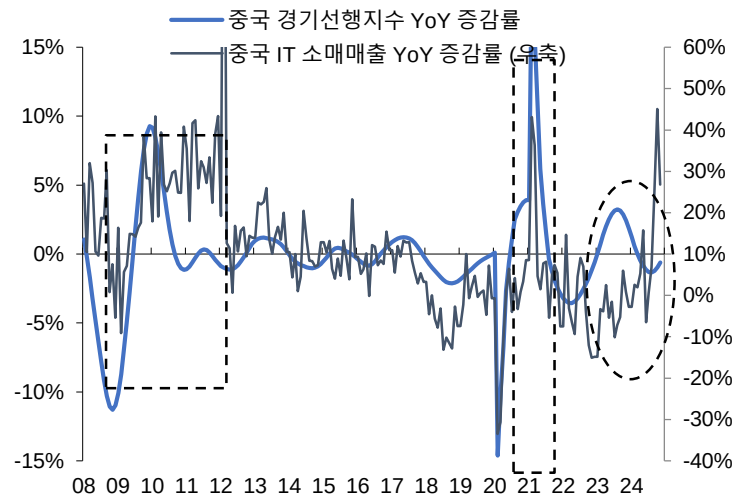


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요 지표 혼조세

- 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 최근 중국 M2 YoY 증감률은 여전히 혼조세
- 현재 혼조세를 보이고 있는 중국 경기선행지표들이 중국 정부의 경기 부양에 따라 향후 추세적으로 상승 전환할지는 아직 불확실함
- 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되었음. 단 현재 중국의 경제 상황이 지난 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부 역시 불확실함

<그림31> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림32> 중국 M2 YoY 증감률 추이

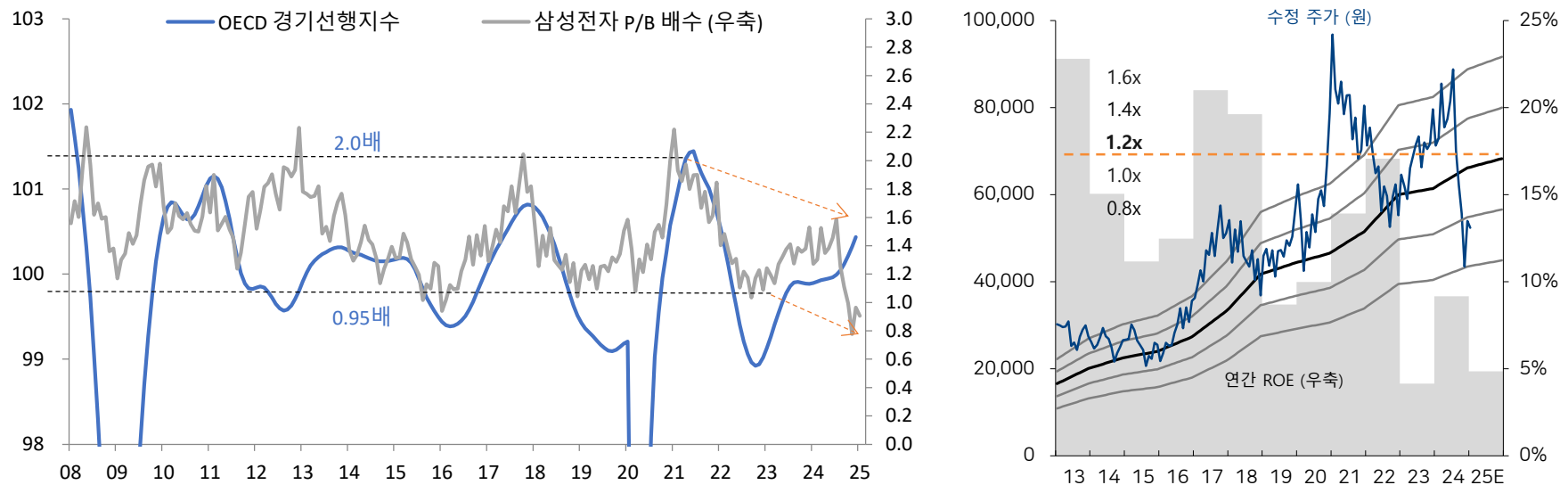


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 아직 추격 매수 시기는 아닌 듯

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 0.91배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.38배를 대폭 하회 중. 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.59배였으며 저점 주가는 0.78배이므로 동사 주가는 최근 51% 급락
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.90배를 적용할 경우 52,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 초중반 이하 주가는 장기 투자가 입장에서는 매수가 가능한 가격대인 것으로 판단됨
- 단 상승 사이클에서 역사적으로 2.0배 이상의 P/B 배수를 부여 받아온 동사가 경쟁력 하락에 따라 이번 사이클에서 고점 배수가 1.6배에 머물렀음을 감안하면, 최저점 배수의 하향 조정과 소폭의 추가 주가 하락이 발생할 가능성도 배제할 수 없음
- 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 동사의 본원 경쟁력 회복을 확인하기까지 시간이 필요하며 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 본격적인 주가 상승에는 좀더 시간이 필요할 것으로 판단됨. 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

<그림33> OECD 경기선행지수와 삼성전자 P/B 밴드

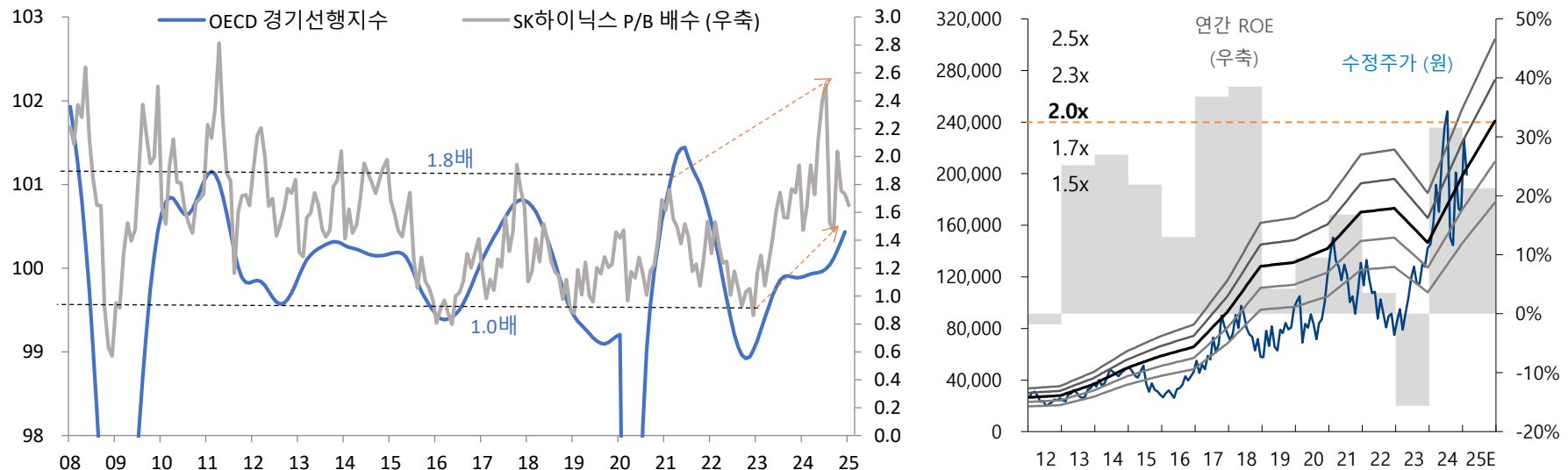


자료 : 삼성전자, Datastream, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 당분간은 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고

- 동사 직전 고점 배수 2.52배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수는 1.47배로 동사 주가는 최근 42% 급락했다가 반등세. 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.65배
- 동사의 경쟁력 강화를 반영해 이번 사이클에서 고점 배수는 기존의 1.8배 수준에서 2.5배까지 상승. HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.5배 (18만원) 수준에서 형성될 수 있음. 단 DeepSeek의 등장에 따라 HBM의 고성장성을 시장이 의심하게 될 경우 Valuation 밴드가 다시 소폭 하향 조정될 가능성도 존재
- 이번 주가 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드 (1.5배 ~ 2.5배)의 중간 배수인 2.0배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 중간 이상의 배수를 부여받기 위해서는 업황 사이클의 상승 전환이 확인되어야 가능
- 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 당분간은 시간을 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

<그림34> OECD 경기선행지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

경쟁력 및 주가 회복을 확신하기엔 아직도 너무 많은 변수

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	68,000원(유지)
증가(2025.01.31)	52,400원
상승여력	29.8 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	596,978만주
시가총액	312,817십억원
외국인지분율	50.2%
52주 주가	49,900~87,800원
60일평균거래량	22,445,657주
60일평균거래대금	1,230.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.5	-10.1	-36.9	-28.8
상대수익률	-6.4	-9.1	-27.6	-27.8



[투자포인트]

- 동사 1Q25 영업이익을 QoQ 19% 감소하는 5.2조원으로 전망. 1Q25 주요 사업 부문별 영업이익 전망치는 DS 0.5조원 (메모리 2.1조원), SDC 0.3조원, MX/NW 3.6조원, CE (하만 포함) 0.7조원. 1Q25 동사 실적의 가장 큰 변수는 HBM 판매량의 감소 규모와 비메모리 부문의 추가 일회성 비용 발생 여부
- 1Q25 DRAM, NAND 출하증가율에 대한 동사의 가이드는 각각 한자리수대 후반 하락, 10%대 초반 하락이나 HBM 판매량의 급감과 PC, 모바일 고객들의 재고 축소 흐름을 감안 시, 도전적인 수치인 것으로 판단됨. 1Q25 DRAM ASP는 레거시 제품 가격 본격 하락 및 HBM 판매 비중 감소에 따라 10%대 초중반 하락하고 NAND ASP 역시 10% 가량 하락하여 낙폭이 확대될 전망이다. 1Q25 NAND 부문에서는 적자 전환이 가능할 듯
- 향후 동사 HBM 경쟁력 및 실적의 개선 여부는 3E 12단 재설계 제품이 Nvidia의 인증에 통과할 수 있을지, HBM4에 사용될 1C 나노 코어 DRAM의 특성이 양호할지, 중국형 HBM 및 전용 GPU의 판매가 미국 정부에 의해 제한될지에 따라 크게 좌우될 전망이다
- 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 동사의 본원 경쟁력 회복을 확인하기까지 시간이 필요하며 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 본격적인 주가 상승에는 좀더 시간이 필요할 것으로 판단됨

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	258,935	300,871	314,662	305,222
영업이익(십억원)	6,567	32,726	20,696	16,898
순이익(십억원)	14,473	33,621	18,759	14,860
EPS(원)	2,131	4,950	2,762	2,188
BPS(원)	52,002	56,009	57,828	59,072
PER(배)	36.8	10.6	19.0	24.0
PBR(배)	1.5	0.9	0.9	0.9
ROE(%)	4.1	9.2	4.9	3.7
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.7	3.1	3.6	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표8> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY23	FY24E	FY25E
전사	매출	71,916	74,068	79,099	75,788	78,158	74,522	82,792	79,189	258,935	300,871	314,662
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	25,846	24,984	27,866	28,362	78,543	114,284	107,056
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	33.1%	33.5%	33.7%	35.8%	30.3%	38.0%	34.0%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	5,249	4,318	5,618	5,511	6,567	32,726	20,696
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	6.7%	5.8%	6.8%	7.0%	2.5%	10.9%	6.6%
DS	매출	23,141	28,560	29,271	30,101	26,025	27,729	29,277	30,555	66,595	111,073	113,586
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	4,988	4,993	5,302	6,484	984	32,774	21,767
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	19.2%	18.0%	18.1%	21.2%	1.5%	29.5%	19.2%
	영업이익	1,913	6,450	3,860	2,895	534	317	440	1,490	-14,873	15,118	2,782
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	2.1%	1.1%	1.5%	4.9%	-22.3%	13.6%	2.4%
SDC	매출	5,390	7,650	8,000	8,100	6,761	6,814	8,793	8,820	30,969	29,140	31,188
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	5,999	5,212	5,873	6,524	6,453	24,321	23,218	24,062
	매출총이익률	93.7%	75.8%	79.7%	74.1%	77.1%	86.2%	74.2%	73.2%	78.5%	79.7%	77.2%
	영업이익	340	1,010	1,510	900	347	930	1,503	1,196	5,569	3,760	3,976
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	5.1%	13.6%	17.1%	13.6%	18.0%	12.9%	12.8%
MX/네트워크	매출	33,530	27,380	30,520	25,800	35,685	29,915	33,558	28,253	112,409	117,229	127,411
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	11,901	10,068	11,572	9,769	37,462	39,831	43,311
	매출총이익률	33.2%	33.5%	34.4%	34.9%	33.4%	33.7%	34.5%	34.6%	33.3%	34.0%	34.0%
	영업이익	3,510	2,230	2,820	2,101	3,557	2,396	2,897	2,240	13,011	10,661	11,089
	영업이익률	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	10.0%	8.0%	8.6%	7.9%	11.6%	9.1%	8.7%
VD/가전 (하만 포함)	매출	16,680	18,040	17,670	18,304	16,513	17,626	17,527	18,077	70,830	70,695	69,743
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	11,901	10,068	11,572	9,769	37,462	39,831	43,311
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	49.2%	72.1%	57.1%	66.0%	54.0%	52.9%	56.3%	62.1%
	영업이익	770	811	890	600	738	731	675	587	2,432	3,071	2,732
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.3%	4.5%	4.1%	3.9%	3.2%	3.4%	4.3%	3.9%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표9> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24E	FY25E
원/달러 환율 (원)		1,280	1,286	1,315	1,322	1,331	1,370	1,357	1,400	1,460	1,440	1,420	1,400	1,278	1,305	1,368	1,427
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	21,532	19,488	22,699	26,136	27,064	73,875	81,698	93,131	95,387
	%QoQ / % YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-11%	-9%	16%	15%	4%	-3%	11%	14%	2%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4
	%QoQ / % YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	20%	-13%	-8%	-2%	9%	-14%	-44%	62%	2%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,207	7,765	8,761	9,847	28,143	17,279	32,008	33,580
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-21%	8%	13%	12%	-17%	-39%	85%	5%
NAND	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	10,523	11,181	12,440	13,786	35,957	22,541	43,771	47,930
	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-18%	6%	11%	11%	-7%	-37%	94%	10%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	2,047	2,051	2,663	3,899	16,063	-985	12,744	10,660
	영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	19%	18%	21%	28%	45%	-4%	29%	22%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,891	37,185	42,749	48,585	52,152	138,772	158,613	178,991	180,672
	%QoQ / % YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-1%	-11%	15%	14%	7%	3%	14%	13%	1%
System LSI	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%	-10%	-12%	-15%	-10%	-17%	-47%	63%	-24%
	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,536	5,601	5,411	5,227	25,208	15,410	28,387	21,775
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-20%	1%	-3%	-3%	-14%	-39%	84%	-23%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	8,083	8,065	7,683	7,318	32,232	20,073	38,752	31,149
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	23%	19%	-1%	-4%	-17%	0%	-5%	-5%	-4%	-38%	93%	-20%
디스플레이	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-229	-807	-1,620	-2,168	4,807	-11,296	7,189	-4,824
	영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	-3%	-10%	-21%	-30%	15%	-56%	19%	-15%
	매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,075	6,920	8,006	8,684	8,990	29,924	22,460	26,546	32,600
	%QoQ / % YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	1%	-2%	16%	8%	4%	39%	-25%	18%	23%
	영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-2,390	-1,544	-1,157	-789	-381	2,948	-2,571	-5,410	-3,871
	영업이익률	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-25%	-34%	-22%	-14%	-9%	-4%	10%	-11%	-20%	-12%
휴대폰 / Tablet	출하량 (백만개)	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	202.5	205.0	164.1	172.3	206.7	217.1	840.0	716.0	747.0	760.1
	%QoQ / % YoY	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	3%	1%	-20%	5%	20%	5%	-20%	-15%	4%	2%
	ASP (\$)	33	32	34	33	28	29	29	28	28	27	30	29	32	33	29	29
	%QoQ / % YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-3%	0%	-3%	9%	-3%	20%	5%	-14%	1%
	매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,786	4,631	4,732	6,192	6,300	26,555	23,766	21,312	21,855
	%QoQ / % YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	-2%	-20%	2%	31%	2%	-4%	-11%	-10%	3%
TV	매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,100	6,761	6,814	8,793	8,820	34,380	30,969	29,140	31,188
	%QoQ / % YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	1%	-17%	1%	29%	0%	8%	-10%	-6%	7%
	중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-56	-4	1	2	24	-1,153	-116	-215	23
	영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-15%	1%
	소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	956	351	929	1,501	1,173	7,105	5,686	3,975	3,954
	영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	13%	14%	6%	15%	18%	22%	19%	14%	13%
기타	전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	900	347	930	1,503	1,196	5,952	5,569	3,760	3,976
	영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	11%	5%	14%	17%	14%	17%	18%	13%	13%
	출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.0	67.6	61.5	67.2	61.1	300.1	260.9	260.3	257.4
	%QoQ / % YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-9%	11%	-9%	9%	-9%	-5%	-13%	0%	-1%
	ASP (\$)	335	300	318	284	353	305	325	289	353	329	343	320	287	310	319	337
	%QoQ / % YoY	30%	-10%	6%	-11%	24%	-14%	7%	-11%	22%	-7%	4%	-7%	4%	8%	3%	6%
Total	매출 (백만불)	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,221	21,841	17,613	23,831	20,220	23,051	19,543	86,065	80,891	83,063	86,645
	%QoQ / % YoY	31%	-21%	17%	-18%	38%	-21%	14%	-19%	35%	-15%	14%	-15%	-1%	-6%	3%	4%
	매출 (십억원)	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,332	29,648	24,659	34,794	29,116	32,732	27,360	110,754	105,126	113,105	124,002
	%QoQ / % YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-17%	41%	-16%	12%	-16%	11%	-5%	8%	10%
	영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	1,973	3,552	2,392	2,892	2,235	10,577	12,899	10,518	11,071
	영업이익률	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	10.2%	8.2%	8.8%	8.2%	9.5%	12.3%	9.3%	8.9%
기타	출하량 (백만개)	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.6	8.6	8.7	9.7	10.8	39.0	36.7	37.6	37.8
	%QoQ / % YoY	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	10%	-19%	1%	11%	12%	-8%	-6%	3%	0%
	ASP (\$)	556	603	538	558	558	564	519	524	524	530	487	487	590	563	540	505
	%QoQ / % YoY	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	1%	0%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%	-6%
	매출 (백만불)	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,911	5,015	5,572	4,513	4,606	4,704	5,268	23,023	20,632	20,308	19,092
	%QoQ / % YoY	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	2%	11%	-19%	2%	2%	12%	-5%	-10%	-2%	-6%
기타	매출 (십억원)	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,800	6,589	6,633	6,680	7,376	29,702	26,842	27,740	27,278
	%QoQ / % YoY	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	15%	-16%	1%	1%	10%	6%	-10%	3%	-2%
	영업이익 (십억원)	566	598	380	350	388	298	383	361	305	199	217	314	1,428	1,895	1,431	1,035
	영업이익률	9%	9%	6%	5%	6%	4%	6%	5%	5%	3%	3%	4%	5%	7%	5%	4%
	매출 (십억원)	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,394	5,848	5,659	4,488	4,706	5,781	5,540	29,284	30,922	21,817	20,515
	영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	548	771	710	752	415	1,601	1,056	2,494	2,648
Total	매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	75,788	78,158	74,522	82,792	79,189	302,231	258,935	300,871	314,662
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	3%	-5%	11%	-4%	8%	-14%	16%	5%
	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	5,249	4,318	5,618	5,511	43,377	6,567	32,726	20,696
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	7%	6%	7%	7%	14%	3%	11%	7%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		195,937	209,153	211,198	205,653
현금 및 현금성자산		69,081	72,118	68,646	65,558
단기금융자산		23,326	24,493	25,717	27,003
매출채권		43,281	50,290	52,595	51,017
재고자산		51,626	54,157	56,639	54,940
비유동자산		259,969	271,477	278,326	288,306
유형자산		187,256	201,425	210,141	221,370
무형자산		22,742	19,149	16,348	14,166
자산총계		455,906	480,630	489,524	493,959
유동부채		75,719	72,397	68,474	64,088
매입채무		11,320	13,153	13,756	13,343
단기차입금		7,115	7,115	7,115	7,115
유동성장기부채		1,309	1,309	1,309	1,309
비유동부채		16,509	16,509	16,509	16,509
사채		538	538	538	538
장기차입금		3,725	3,725	3,725	3,725
부채총계		92,228	88,906	84,983	80,597
지배주주지분		353,234	380,450	392,803	401,258
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		346,652	370,518	379,521	384,626
기타자본항목		1,280	4,630	7,981	11,331
비지배주주지분		10,444	11,274	11,737	12,104
자본총계		363,678	391,724	404,541	413,362

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		44,137	61,087	53,213	58,658
당기순이익		15,487	34,451	19,222	15,227
유형자산감가상각비		35,532	37,242	41,284	43,770
무형자산상각비		3,134	3,593	2,800	2,182
지분법관련손실(이익)		888	888	888	888
투자활동 현금흐름		-16,923	-55,244	-53,893	-58,954
유형자산의 처분(취득)		-57,513	-51,410	-50,000	-55,000
무형자산의 처분(취득)		-2,911	-	-	-
금융상품의 증감		42,220	-1,166	-1,225	-1,286
재무활동 현금흐름		-8,593	-9,819	-9,765	-9,765
단기금융부채의증감		2,145	-	-	-
장기금융부채의증감		-865	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-9,864	-9,809	-9,756	-9,756
현금및현금성자산의증감		19,400	3,037	-3,472	-3,088
기초현금및현금성자산		49,681	69,081	72,118	68,646
기말현금및현금성자산		69,081	72,118	68,646	65,558

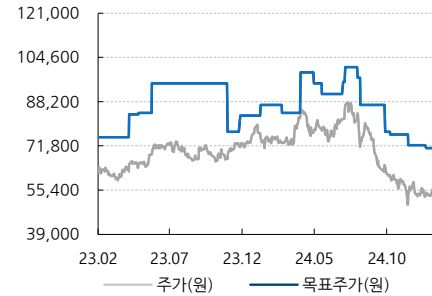
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		258,935	300,871	314,662	305,222
증가율 (%)		-14.3	16.2	4.6	-3.0
매출원가		180,389	186,587	207,605	204,499
매출총이익		78,547	114,284	107,056	100,723
판매비와관리비		71,980	81,558	86,361	83,825
연구개발비		28,340	30,087	31,466	30,522
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		6,567	32,726	20,696	16,898
증가율 (%)		-84.9	398.3	-36.8	-18.4
영업이익률 (%)		2.5	10.9	6.6	5.5
이자수익		16,100	16,441	14,716	14,662
이자비용		12,646	12,603	12,350	12,223
지분법이익(손실)		888	888	888	888
기타영업외손익		97	78	78	78
세전계속사업이익		11,006	37,530	24,028	20,303
법인세비용		-4,481	3,078	4,806	5,076
세전계속이익률 (%)		4.3	12.5	7.6	6.7
당기순이익		15,487	34,451	19,222	15,227
순이익률 (%)		6.0	11.5	6.1	5.0
지배주주귀속 순이익		14,473	33,621	18,759	14,860
기타포괄이익		3,350	3,350	3,350	3,350
총포괄이익		18,837	37,802	22,573	18,577
지배주주귀속총포괄이익		17,604	36,891	22,029	18,130

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)					
EPS		2,131	4,950	2,762	2,188
BPS		52,002	56,009	57,828	59,072
CFPS		7,823	10,961	9,252	8,953
DPS		1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation (배)					
PER		36.8	10.6	19.0	24.0
PBR		1.5	0.9	0.9	0.9
PCR		10.0	4.8	5.7	5.9
EV/EBITDA		9.7	3.1	3.6	3.7
Key Financial Ratio (%)					
ROE		4.1	9.2	4.9	3.7
EBITDA이익률		17.5	24.4	20.6	20.6
부채비율		25.4	22.7	21.0	19.5
순부채비율		-21.9	-21.4	-20.2	-19.3
매출채권회전율(x)		6.1	6.4	6.1	5.9
재고자산회전율(x)		5.0	5.7	5.7	5.5

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-07	Buy	83,400	-21.7%	-20.7%
2023-04-27	Buy	84,000	-21.5%	-18.5%
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		



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자 비율 등급 공시 2024-12-31 기준]

매수
92.4%

중립(보유)
6.9%

매도
0.7%

SK하이닉스(000660)

HBM에도 계절성 발생

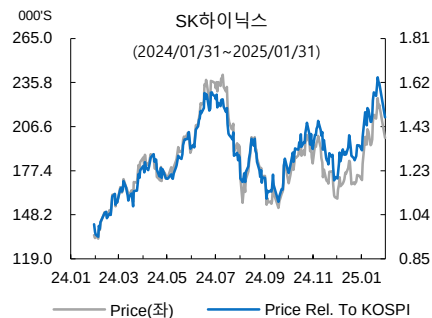
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(하향)
증가(2025.01.31)	199,200원
상승여력	0.4 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	145,018십억원
외국인지분율	55.9%
52주 주가	132,300~241,000원
60일평균거래량	4,163,590주
60일평균거래대금	775.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.5	9.3	3.1	50.1
상대수익률	9.6	10.3	12.4	51.1



[투자포인트]

- 1Q25 동사 영업이익을 QoQ 23% 감소하는 6.2조원으로 추정. PC, 스마트폰 수요 부진과 고객 재고 축소에 따라 DRAM과 NAND 출하량이 12%, 18% 감소할 전망. 또한 1Q25에는 HBM 출하량도 10% 이상 감소할 듯. 1Q25 DDR4, NAND ASP는 10~15%, DDR5 ASP도 5~10% 가량 하락하고, HBM 비중 증가에 따른 ASP 상승 효과도 없을 듯. 당사가 현재 예상하고 있는 동사 1Q25 DRAM, NAND ASP 하락률은 5%와 10%
- 1Q25에는 NAND 영업이익이 적자로 전환될 가능성이 있으며, 1Q25 실적에는 전분기에 있었던 특별 상여금의 악영향이 사라지는 반면 NAND 부문에서는 재고자산 평가손이 발생할 수 있음
- 높은 시장 스마트폰 및 PC 재고를 감안 시 이번에만 재고 조정과 반도체 하락 사이클이 6개월만에 종료되고 3Q25부터 상승 사이클로 전환될 것이란 근거는 아직 발견하기 어려움. 이에 따라 당사는 동사 실적 컨센서스의 하향 조정이 필요한 것으로 판단함
- DeepSeek의 등장은 초고가 최신 Nvidia GPU 및 내장 고용량 HBM의 고성장에 의문점을 부여 중이며 이에 따라 지난해 상향 조정된 동사 Valuation 밴드가 다소 하향될 가능성이 존재함. 이를 반영하여 동사 목표주가 산정을 위한 P/B 배수와 목표주가를 1.6배 (지난 2년간 평균 배수)와 20만원으로 하향함

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	66,193	68,839	65,397
영업이익(십억원)	-7,730	23,467	23,479	16,845
순이익(십억원)	-9,112	19,789	17,027	12,034
EPS(원)	-12,517	27,182	23,389	16,530
BPS(원)	73,495	98,727	120,834	136,082
PER(배)		7.3	8.5	12.1
PBR(배)	1.9	2.0	1.6	1.5
ROE(%)	-15.6	31.6	21.3	12.9
배당수익률(%)	0.2	0.7	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	21.2	4.3	3.8	4.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	17,960	20,653	22,329	23,328	58,858	66,563	75,982	84,270
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-12.5%	15.0%	8.1%	4.5%	1.0%	13.1%	14.1%	10.9%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.48	0.45	0.41	0.41	0.39	0.25	0.43	0.43
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	-5.3%	-5.9%	-9.6%	0.9%	-16.6%	-36.8%	75.7%	0.2%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	8,584	9,293	9,087	9,578	22,923	16,390	32,878	36,542
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,561	28,998	33,347	36,247	106,710	131,867	130,645	122,153
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-17.9%	23.1%	15.0%	8.7%	45.7%	23.6%	-0.9%	-6.5%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.11	0.10	0.08	0.08	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-10.0%	-12.0%	-15.0%	-10.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-22.3%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,626	2,844	2,780	2,720	11,400	7,982	15,093	10,971
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	176	164	162	145	534	563	492	647
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	11,386	12,301	12,029	12,443	34,857	24,935	48,464	48,159
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,460	1,440	1,420	1,400	1,280	1,314	1,366	1,429
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	16,623	17,714	17,082	17,420	44,622	32,766	66,193	68,839
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	8,185	8,925	9,379	9,568	28,994	33,299	34,364	36,057
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	8,438	8,789	7,703	7,852	15,628	-533	31,829	32,782
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,215	2,278	2,342	2,468	8,818	7,197	8,361	9,302
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	8,083	6,223	6,511	5,361	5,384	6,809	-7,730	23,467	23,479
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	37.4%	36.8%	31.4%	30.9%	15.3%	-23.6%	35.5%	34.1%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	6,366	6,794	6,081	6,440	8,908	1,021	21,140	25,682
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	50.8%	50.8%	47.1%	48.0%	30.3%	4.7%	47.0%	49.2%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	-154	-293	-729	-1,064	-2,163	-8,763	2,345	-2,239
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	-4.0%	-7.1%	-18.5%	-27.9%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-14.3%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		30,468	37,257	49,458	59,213
현금 및 현금성자산		7,587	15,104	26,652	37,561
단기금융자산		1,433	1,421	1,408	1,396
매출채권		6,942	9,929	10,326	6,540
재고자산		13,481	9,929	10,326	13,079
비유동자산		69,862	72,555	76,603	77,761
유형자산		52,705	57,525	61,939	63,249
무형자산		3,835	3,217	2,726	2,334
자산총계		100,330	109,812	126,062	136,973
유동부채		21,008	16,312	16,461	16,267
매입채무		1,846	3,728	3,877	3,684
단기차입금		4,146	2,146	2,146	2,146
유동성장기부채		5,712	3,200	3,200	3,200
비유동부채		25,819	21,619	21,619	21,619
사채		9,490	7,290	7,290	7,290
장기차입금		12,523	10,523	10,523	10,523
부채총계		46,826	37,930	38,079	37,886
지배주주지분		53,504	71,874	87,967	99,068
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,373	4,373	4,373	4,373
이익잉여금		46,729	64,999	80,992	91,993
기타자본항목		-1,255	-1,155	-1,055	-955
비지배주주지분		-1	8	15	20
자본총계		53,504	71,881	87,982	99,088

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		4,278	31,025	29,474	26,462
당기순이익		-9,138	19,797	17,034	12,039
유형자산감가상각비		13,121	11,380	12,586	13,690
무형자산상각비		553	617	492	391
지분법관련손실(이익)		15	15	15	15
투자활동 현금흐름		-7,335	-17,883	-18,684	-16,684
유형자산의 처분(취득)		-6,785	-16,200	-17,000	-15,000
무형자산의 처분(취득)		-454	-	-	-
금융상품의 증감		13	13	13	12
재무활동 현금흐름		5,697	-10,008	-1,990	-1,504
단기금융부채의증감		-	-4,512	-	-
장기금융부채의증감		6,969	-4,200	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-826	-826	-1,519	-1,034
현금및현금성자산의증감		2,610	7,517	11,548	10,909
기초현금및현금성자산		4,977	7,587	15,104	26,652
기말현금및현금성자산		7,587	15,104	26,652	37,561

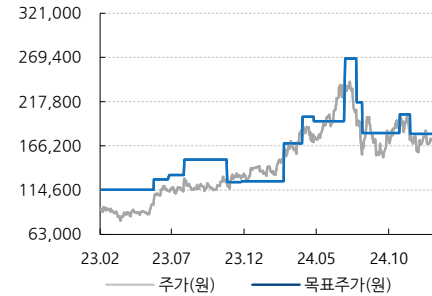
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		32,766	66,193	68,839	65,397
증가율(%)		-26.6	102.0	4.0	-5.0
매출원가		33,299	34,364	36,057	39,238
매출총이익		-533	31,829	32,782	26,159
판매비와관리비		7,197	8,361	9,302	9,314
연구개발비		3,751	4,303	4,681	4,905
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-7,730	23,467	23,479	16,845
증가율(%)		적전	흑전	0.1	-28.3
영업이익률(%)		-23.6	35.5	34.1	25.8
이자수익		2,262	4,442	2,719	2,980
이자비용		6,093	4,733	4,480	4,480
지분법이익(손실)		15	15	15	15
기타영업외손익		-111	694	-	-
세전계속사업이익		-11,658	23,885	21,733	15,360
법인세비용		-2,520	4,088	4,698	3,321
세전계속이익률(%)		-35.6	36.1	31.6	23.5
당기순이익		-9,138	19,797	17,034	12,039
순이익률(%)		-27.9	29.9	24.7	18.4
지배주주귀속 순이익		-9,112	19,789	17,027	12,034
기타포괄이익		100	100	100	100
총포괄이익		-9,037	19,897	17,134	12,139
지배주주귀속총포괄이익		-9,013	19,889	17,127	12,134

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-12,517	27,182	23,389	16,530
BPS		73,495	98,727	120,834	136,082
CFPS		6,265	43,661	41,352	35,873
DPS		1,200	2,205	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER			7.3	8.5	12.1
PBR		1.9	2.0	1.6	1.5
PCR		22.6	4.6	4.8	5.6
EV/EBITDA		21.2	4.3	3.8	4.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-15.6	31.6	21.3	12.9
EBITDA이익률		18.1	53.6	53.1	47.3
부채비율		87.5	52.8	43.3	38.2
순부채비율		42.7	9.2	-5.6	-15.9
매출채권회전율(x)		5.3	7.8	6.8	7.8
재고자산회전율(x)		2.2	5.7	6.8	5.6

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-02-01	Buy	110,000	-19.1%	-10.7%
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%
2025-02-03	Hold	200,000		



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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율등급공시 2024-12-31 기준]

매수
92.4%

중립(보유)
6.9%

매도
0.7%