

[반도체]

2025.07.01

Neutral

In-Depth Report

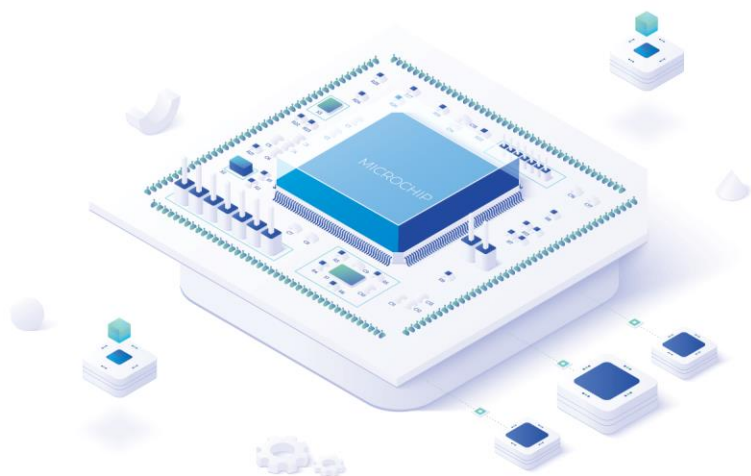
[月刊 반도체 7월]

추세 전환? 일시적 반등?

2H25 업황 재둔화 가능성이 높음

[반도체]

송명섭 2122-9207
mssong@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	5
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	15
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	23

[기업분석]

삼성전자(005930)	30
SK하이닉스(000660)	35

Summary

- 대만 NB ODM 출하량 YoY 증감률이 5월에 -4.7%를 기록하며 2월의 +7.2%에서 지속 하락 중. 관세 부과전 선생산 효과가 악화되기 시작한 것으로 보이며 실수요가 부진함을 의미
- 미국 등지에서 여전히 관세 부과전 스마트폰 선구매가 발생 중이나 중국 시장 누적 재고는 5월 현재 역대급으로 많은 상황이며, 시장 소식에 따르면 올해 618 쇼핑 특수 기간의 매출이 전년대비 소폭 증가에 그쳐 기대에 미치지 못한 듯
- 6월 30일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률은 5월 16일 집계치 +46.0%에서 +47.7%로 상승. 강력한 AI 투자 추이가 당분간 지속될 것으로 예상됨. 다만 내년의 서버 출하 증가율은 올해의 7.6% 대비 하락할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 삼성전자의 1B 나노 D5 생산이 본격화되었고 1C 나노 초기 수율도 동사 목표치에 충분히 부합하고 있는 것으로 보임. Legacy DRAM 경쟁력이 회복되는 조짐으로 볼 수 있음. 다만 Nvidia향 HBM 3E 12단 인증이 기대보다 지연되고 있고 HBM4의 성공 여부도 아직 확신할 수 없는 상황임
- HBM4의 칩 사이즈 증가, I/O 수 증가, Logic Die 비용 증가, 수율 하락 등을 감안 시 HBM4의 가격은 동일 용량의 3E 대비 30~40% 가량 상승해야 공급 업체들의 이익률이 유지될 수 있음. 단 최근 시장 소식에 따르면 HBM4의 가격 상승률이 이에 미치지 못할 가능성이 높은 듯
- 소규모 시장에서 급격한 수급 불일치 현상과 강력한 투기성 구매가 최근 D4 현물가격의 급등을 불러온 것으로 판단됨. 3Q25까지는 D4 고정거래가격의 강세가 이어질 가능성이 높으며 현물가격의 상승도 당분간 이어질 수 있음. 단 D4 실수요는 점차 감소할 것이며 현물시장의 D4 과잉 재고도 조만간 임계점에 도달할 전망이다. 따라서 D4 가격의 급등이 장기화되기는 어려울 것으로 판단됨
- DRAM 업체들은 3Q25 고정거래가격에 대해 D4 30% 인상, D5 5% 이상 인상을 추진할 전망이다. 다만 DRAM 업체들의 낮은 D4 판매 비중에 따라 D4 가격의 급등이 DRAM 업체들의 3Q25 실적에 미칠 영향은 제한적일 듯. 3Q25 DRAM Blended ASP는 한자리수대 중후반 상승할 것으로 판단됨
- 2H25에는 일부 업체들의 D5 생산이 빠르게 증가하고, 고객들의 과잉 Set 재고 및 관세 부과전 선구매에 따라 수요 절벽 현상이 나타날 수 있으므로 4Q25 이후 고정거래가격의 하락이 재발생할 것으로 판단됨
- 5월부터의 반도체 주가 반등이 추세 상승의 시작일 경우, 반도체 업황은 6개월 이후인 CY25 11월부터 역시 추세 상승기에 진입해야 함. 단 당사는 2H25에 다시 반도체 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망하고 있으며 따라서 5월의 주가 반등이 주가 추세 상승의 시작일 가능성은 낮은 것으로 판단함. 만약 5월 주가의 반등이 추세 상승의 시작이라면 이번 주가, 업황 하락 사이클은 10개월만에 종료되는 것이며 이는 역사상 드문 일임

Summary

- 아직 관세 부과의 영향은 시작되지도 않았고 미국과 중국의 마찰이 재현될 가능성이 존재하며 미국의 수요는 둔화 조짐을 보이고 있으므로, 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯
- 최근 달러 약세에 따라 달러 표시 Global 유동성과 YoY 증감률이 빠르게 상승했으며 이는 한국 반도체 주식과 같은 위험 자산에 대한 선호도 및 주가의 상승으로 이어진 듯. 최근 시장은 유동성 장세의 모습을 보이고 있는 것으로 판단. 다만 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락과 상승을 반복하는 모습이 전망됨
- 중국 경기선행지표들은 회복 조짐을 보이고 있으나 향후 미국과의 마찰이 길어지거나 미국발 경기 둔화의 영향을 받는다면 중국 경기의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음. 올해 618 쇼핑 특수는 장기간에 걸친 보조금 지급에 따른 효과 둔화로, IT 제품 전반에 걸쳐 매출이 전년 대비 소폭 상회하는데 그친 것으로 알려져 있음
- 삼성전자 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.0배로 아직 중간 배수 1.2배에 미치지 못하고 있음. 5만원대 중후반 주가는 장기 측면에서 Val. Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨. 장기 측면에서 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망임. 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 당분간은 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯
- SK하이닉스의 현재 배수는 2.1배로 새로운 P/B 밴드의 중간 배수 2.0배를 상회 중. 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호하고, 당분간 동사의 경쟁 우위는 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 단 HBM 경쟁 심화가 확실해지거나 2H25 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 현재 주가 수준에서는 추격 매수보다 저점 매수 전략이 적절한 듯
- 삼성전자 (005930/BUY/72,000원) : Legacy DRAM 경쟁력 회복 조짐 Vs 늦어지고 있는 HBM 경쟁력 개선
- SK하이닉스 (000660/HOLD/280,000원) : 강력한 경쟁력과 실적 Vs 하반기 업황 재둔화 가능성과 Valuation 부담

CY25 DRAM 수요 증감률: +17.4% 전망

- 당사의 IT Set 출하량과 DRAM 탑재량 전망치를 반영하여 CY25 DRAM 수요 증가율을 17.4%로 전망함
- 이는 당사 기존 전망치 18.1%에서 소폭 하향 조정된 것으로 관세 부과전 선구매 영향에 따른 2H25 수요 둔화 가능성 및 HBM 수요 증가율 하향 및 일부 시장 조사 기관의 IT Set 출하 증가율 전망치 하향 조정을 반영한 것임
- CY25에는 HBM 포함 Server DRAM 수요의 강세가 이어지고 PC 출하량은 소폭 증가하며 스마트폰 출하량은 올해 수준에 머물 것으로 판단됨
- 최근 Micron은 CY25 PC와 스마트폰 출하 증가율을 한자리수대 초반으로 하향하고 서버 출하 증가율은 한자리수대 중반으로 전망. 동사를 포함한 반도체 업체들의 CY25 DRAM 수요 증가율 전망치는 10%대 중후반~후반 수준

<표1> CY25 DRAM 수요 증가율 전망

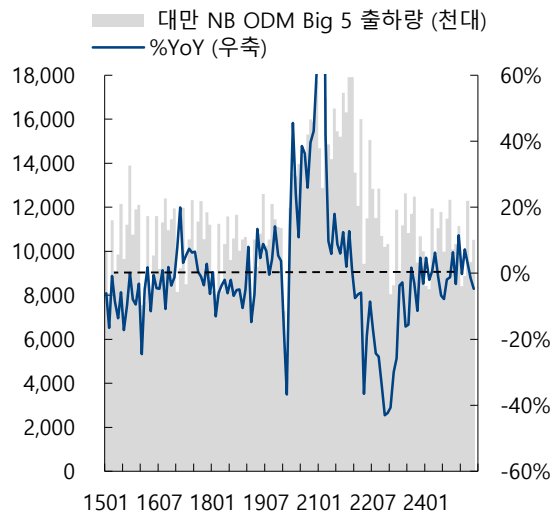
CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규
Set 출하 증가율	1.4%	1.3%	0.1%	-0.4%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.3%	11.5%	11.4%	4.8%	4.8%	3.4%	1.6%	21.0%	20.4%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	9.7%	11.6%	10.9%	-0.8%	1.7%	3.6%	0.9%	30.8%	29.6%	18.1%	17.4%
CY24 Vs CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25
Set 출하 증가율	0.0%	1.3%	3.8%	-0.4%	9.0%	-2.9%	1.4%	-0.7%	4.3%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.3%	9.5%	11.4%	6.4%	4.8%	-0.5%	1.6%	27.5%	20.4%		
DRAM 수요 증가율	8.5%	9.7%	13.7%	10.9%	16.0%	1.7%	1.0%	0.9%	33.0%	29.6%	19.2%	17.4%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 관세 부과전 선행산 효과가 둔화되기 시작한 듯

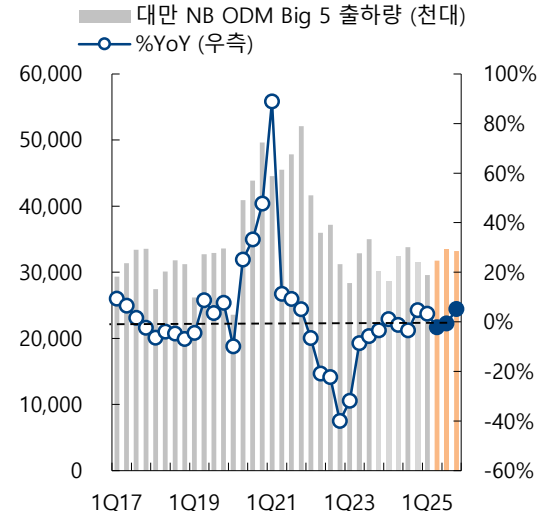
- 1Q25 대만 NB ODM 출하량은 29.6백만대로 QoQ -6%, YoY +3%로 일반적인 계절성 대비 매우 양호
- 최근의 양호한 출하량은 관세 부과 전 선행산이 지속된 영향인 것으로 판단됨. 실제로 2월, 3월 미국향 출하량이 강했음. 단 시장 소식에 따르면 2Q25에 진입하며 동 효과가 다소 약화되기 시작한 것으로 보임
- 5월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.5백만대로 YoY -4.7%의 증감률 기록. YoY 증감률이 2월의 +7.2%, 3월의 +2.9%, 4월의 -1.5%에서 둔화 중
- 가이드언스에 따르면 2Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 31.8백만대로 QoQ +7.3%, YoY -2.2% 증감률을 기록할 듯
- 실제로 관세가 결정될 경우, 선행산에 따른 부작용이 발생할 것으로 예상되며, 당사는 CY25 PC 출하량 증가율을 기존 +1.4%와 유사한 +1.3%로 전망

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



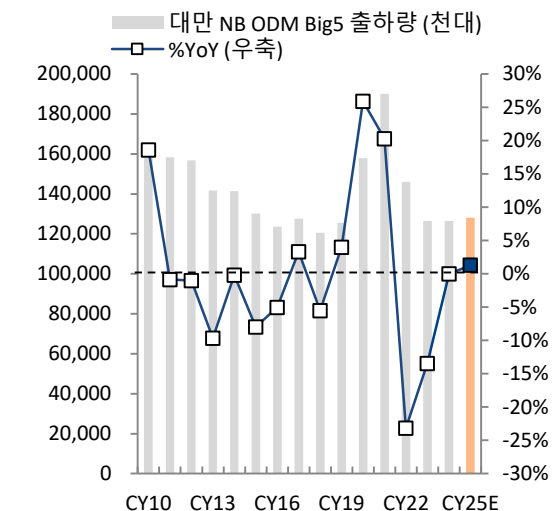
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

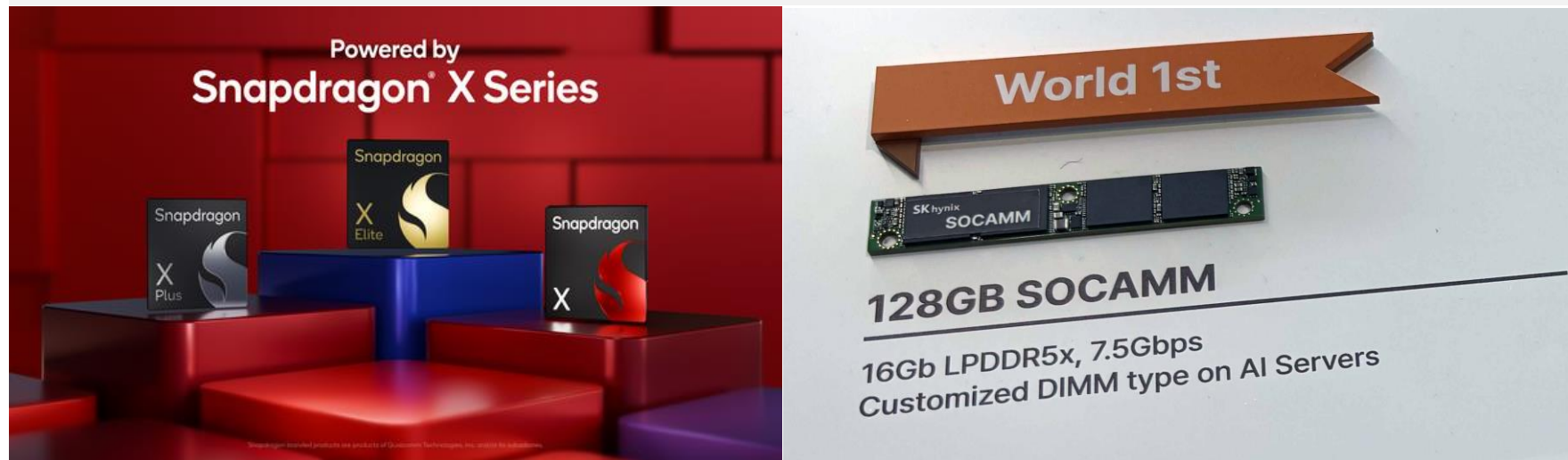


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

AI PC: 기대보다 부진한 성장

- AI PC의 확산 속도가 기대보다 더딘 상황. PC 교체를 고려하던 소비자들이 AI PC를 선택하는 수준에 머무르고 있음
- AI PC만을 위한 전용 S/W 및 생태계 구축이 필요하다는 공감대 형성 중. Asustek CEO는 CY26까지 AI PC 시장의 특별한 모멘텀이 기대되지 않는다고 전망
- Qualcomm은 Snapdragon X Elite, X Plus에 이어 2025 CES에서 현재 주력 PC 가격대를 타겟으로 개발된 Snapdragon X를 발표했으나 호환성 문제가 발목을 잡고 있음. 1Q25 ARM 기반 PC의 전체 PC 시장 내 점유율은 1% 미만
- Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 판매 증가 시 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음. 단 AI PC용으로 Nvidia가 2H25에 구매를 계획했던 LPDDR5X SOCAMM의 출하는 모든 DRAM 회사들이 CY26으로 연기한 것으로 보임

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

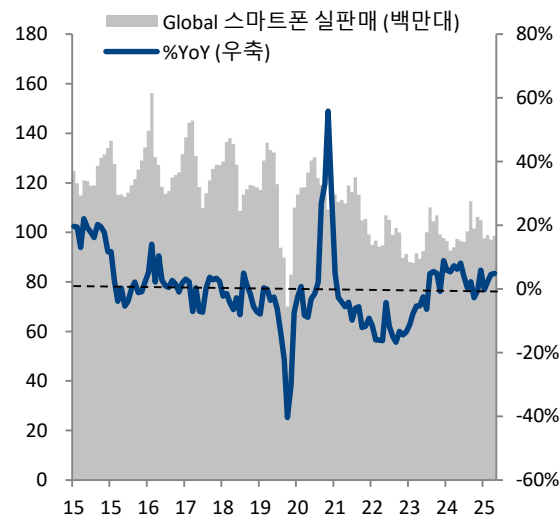


자료 : Qualcomm, SK Hynix

스마트폰: 관세 부과전 선구매 지속 중이나 세트 재고는 역대급

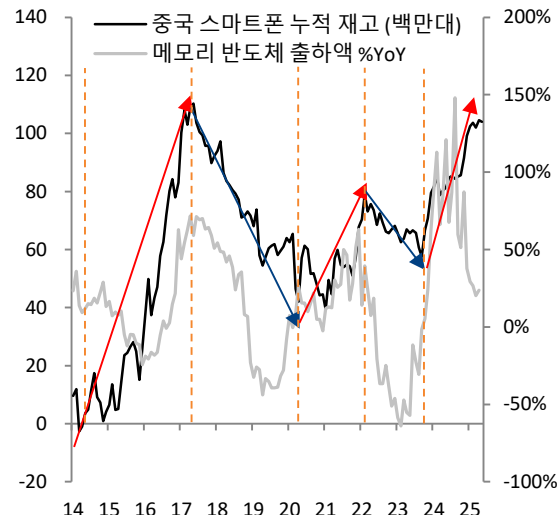
- CY25 5월 글로벌 스마트폰 판매량은 98.6백만대로 YoY 증감률이 +4.9%를 기록해 전월의 +4.6%에서 개선. 5월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (42.5M, +7.5% -> +5.1%), 미국 (8.6M, +14.8% -> +10.2%)에서 하락, 중국 (22.8M, +1.0% -> +5.9%), 유럽 (12.9M, -2.4% -> -2.4%), 인도 (11.8M, +1.3% -> +6.9%)에서 개선. 미국 지역의 높은 증가율을 감안 시, 관세 부과에 따른 가격 상승 전 선구매가 지속되고 있는 것으로 판단됨. 중국에서는 6.18 특수를 겨냥한 조기 판매 확대 영향이 있었던 것으로 보임
- 5월 중국 시장 누적 재고는 5월 판매량이 4월 출하량 (22.3M)을 상회함에 따라 소폭 감소했으나 여전히 역대급 규모. 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험과 현재 역대급 재고 수준을 감안 시, 향후 모바일 반도체에 대한 실수요 부진은 좀더 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 또한 시장 소식에 따르면 올해 618 쇼핑 특수 기간의 매출이 전년대비 소폭 증가에 그쳐 기대에 미치지 못한 듯
- 1Q25 글로벌 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 시장 조사기관들의 당초 예상치였던 +6%를 크게 하회하는 +2% 수준에 머문 것으로 보임. 향후 경기 불확실성과 시장 조사 기관의 하향 조정을 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 기존의 +0.1%에서 -0.4%로 하향 조정함. 1Q~3Q25 아이폰 생산량 YoY 증가율 계획치도 당초의 +4.6%에서 -1.0% (140.5백만대)로 하향 조정된 것으로 보임

<그림5> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



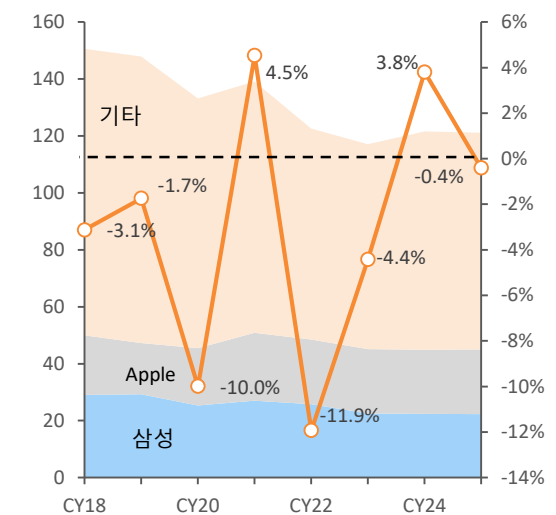
자료 : Counterpoint

<그림6> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림7> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

AI 스마트폰: 아직 DRAM 탑재량 증가 효과 미미

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

<그림8> i-Phone 17 Spec

			
iPhone 17	iPhone 17 Air	iPhone 17 Pro	iPhone 17 Pro Max
6.3-inch OLED Display - Anti-Reflective Display 120Hz Refresh rate - Dual Rear Camera 24MP Front Camera - Apple A19 chip 8GB RAM - Aluminum Frame	6.6-inch OLED Display - Anti-Reflective Display 120Hz Refresh rate - Single Rear Camera 24MP Front Camera - Apple A19 chip 8GB RAM - Aluminum Frame	6.3-inch OLED Display - Anti-Reflective Display 120Hz Refresh rate - Triple Rear Camera 24MP Front Camera - Apple A19 Pro chip 12GB RAM - Titanium Frame	6.9-inch OLED Display - Anti-Reflective Display 120Hz Refresh rate - Triple Rear Camera 24MP Front Camera - Apple A19 Pro chip 12GB RAM - Titanium Frame

자료 : Apple

Server: 당분간 강력한 AI 투자 지속

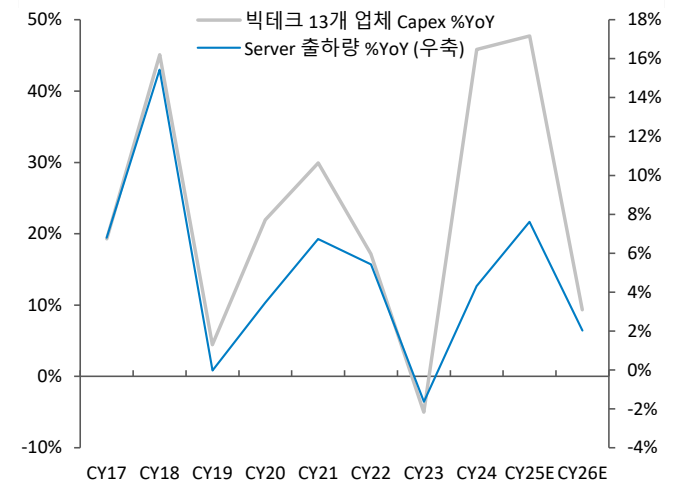
- 6월 30일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률은 5월 16일 집계치 +46.0%에서 +47.7%로 상승. 이는 5월에 FY25 회계연도를 종료한 Oracle의 Capex가 업데이트되며 스타게이트에 대한 초기 투자 분이 반영되었기 때문. 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가율을 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 7.6%로 전망
- Meta, Microsoft 등 업체들은 FY25 Capex의 증가를 발표하고 DeepSeek의 영향으로 중국 빅테크 업체들의 Capex는 지속 상향 중. 반면 Microsoft는 FY26부터 AI 투자액 증가율이 하락할 것임을 밝혔으며, 또한 Alibaba는 현재 업계 AI 투자액이 실수요를 넘어서는 과잉 상태임을 언급. Amazon 역시 데이터센터 임차 계약 취소 소식
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 2H25에는 GB200 생산 문제 해결에 따라 서버 출하가 크게 증가할 것으로 예상되었으나, GB300 출시 연기 및 1H25의 관세 부과전 서버 선구매의 영향으로 2H25 개선 정도가 다소 기대에 미치지 못할 가능성이 있음
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +9.4%이며 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율이 한자리수대 초반에 그칠 가능성이 있음

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E		FY26E
										5월 16일	6월 30일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	74,889	74,828	77,000
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	10,919	11,015	12,190
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	66,555	66,609	77,948
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	104,260	104,385	109,397
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	65,103	65,265	72,607
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,519	1,532	1,604
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	16,060	21,215	25,468
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	895	896	936
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	498	498	508
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	708	658	800
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,526	11,907	15,205
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	13,222	11,860	11,775
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,506	1,477	1,524
Total	54,173	64,616	93,758	97,940	119,461	155,225	181,877	172,740	251,904	367,660	372,145	406,962
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	341,406	346,901	378,458
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	26,254	25,244	28,504
Total %YoY	20.0%	19.3%	45.1%	4.5%	22.0%	29.9%	17.2%	-5.0%	45.8%	46.0%	47.7%	9.4%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	44.4%	46.7%	9.1%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	70.5%	63.9%	12.9%

자료 : Bloomberg

<그림9> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

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

- TSMC는 가속기 반도체향으로 동사 CY25 CoWoS Capa 할당량을 당초 전망치 650~700K에서 632K로 하향. CY25 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량도 390K (TSMC 380K, Amkor 10K)로 당초 전망치 440K에서 하락. Amkor의 CoWoS Capa 할당량은 CY24의 50K에서 오히려 감소. AMD, AWS에 대한 CY25 CoWoS Capa 할당량도 기존 전망치 60K, 120K에서 50K, 76K로 하향된 듯
- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량의 감소는 B300A GPU의 Pkg.가 CoWoS-L로 변경되고 중국향 H20 및 B20의 수요 발생이 불확실해 졌기 때문. AMD의 경우 과잉 재고, AWS의 경우 Trainium 2 R2와 3의 출시 연기가 CoWoS Capa 할당량 축소의 원인
- CY25 Nvidia AI GPU 생산량은 7.6백만개 (YoY +45%), 전체 가속기 반도체 생산량은 13.4백만개 (YoY +31%)로 신규 추정되며 이는 당사 기존 전망치 Nvidia 8.4백만개, 전체 14.6백만개에서 하향 조정된 것임
- Nvidia의 GB200 NVL72 DGX 서버는 4월에야 생산이 본격화되는 것으로 보이나 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 6월 말로 예정되어 있던 GB300 서버의 생산은 2~3개월 연기되는 것으로 보임. 당초 예상보다 올해 DGX 서버 생산은 하회할 듯

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY25 가속기 반도체 생산 가능량 추정

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

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 업계 수요/판매량 전망치 하향 조정

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

<표4> 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	1,945	HBM3E	24	6	144	280	
		B200	509	HBM3E	24	8	192	98	
		Total	5,238					617	436%
	AMD	MI300X	704	HBM3	24	8	192	135	646%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10	
		Total	200					22	152%
	기타	ASIC/FPGA	4,069	HBM2E/3	17	4	67	271	287%
	Total		10,211				102	1,045	393%
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	226	HBM3E	24	6	144	33	
		New H20	493	HBM3E	24	6	144	71	
		B200	2,106	HBM3E	24	8	192	404	
		B200A/B300A	2,760	HBM3E	36	4	144	397	
		B300	1,992	HBM3E	36	8	288	574	
		Total	7,577					1,479	140%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	4,800	HBM3/3E	24	5	120	576	112%
	Total		13,377				173	2,311	121%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 Legacy DRAM 경쟁력 개선 조짐. 단 HBM 성공 여부는 미지수

- SK하이닉스는 4Q25에 1B 나노 베이스 HBM4 공급을 소규모로 개시. CY25에도 Nvidia향 HBM 공급을 대부분 담당하며 독주를 이어갈 듯
- Micron은 3Q25부터 HBM3E 12단 공급량이 8단을 상회. 현재 4개 고객사 확보. 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 1Q26에 개시할 예정
- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단 인증은 성공 시에도 3Q25 후반 이후에 가능할 전망이므로 3Q25까지 동사 HBM 판매량의 대폭 증가를 기대하기 어려운 것으로 판단됨. 1Q26에 공급 예정인 삼성전자 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수
- 칩 사이즈를 키우고 난이도를 낮춰 재설계된 삼성전자 1C 나노 2nd Version은 수율이 50% 이상에 도달해 현재까지 큰 문제없이 진행 중인 것으로 보이며 동사는 당초 계획보다 1C 나노의 양산 규모를 빨리 확대할 가능성이 있는 것으로 판단됨. 1C 나노의 성공 여부는 HBM 뿐 아니라 동사 DRAM 사업 경쟁력 전반에 극히 중요

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

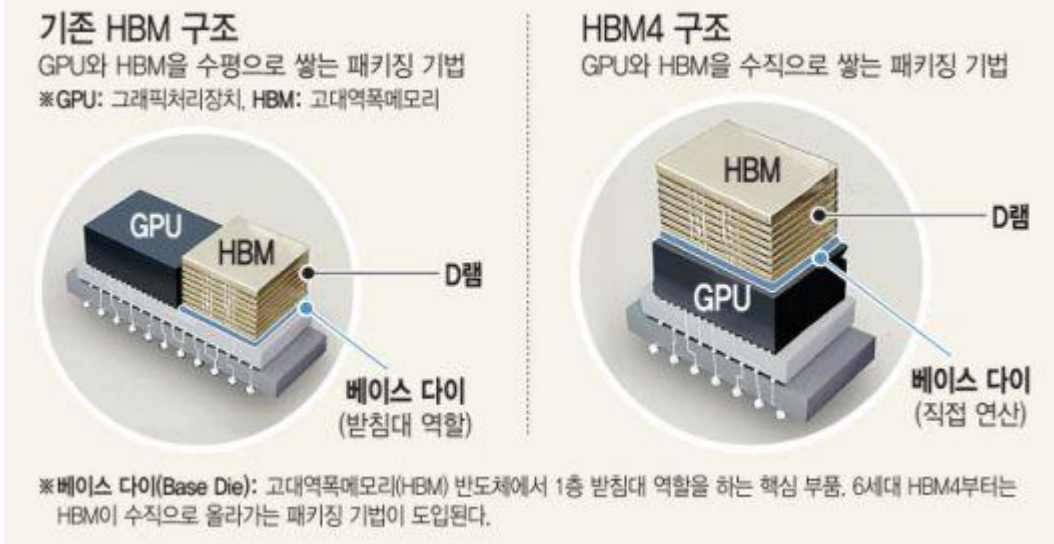
Company	Chips	2024E				2025E				2026E				제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25				CY26
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
NVIDIA	H200	HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N												HBM2e	SK하이닉스	8/16GB																
	B200	HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP													삼성전자	8/16GB																
	GB200	HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP													Micron	16GB																
	B300	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP												HBM3	SK하이닉스	16GB				24GB												
	B300A	HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP													삼성전자	16GB				24GB												
	Rubin	HBM4 8hi/12hi												HBM3e	SK하이닉스					24GB				36GB								
AMD	M300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm													삼성전자									24GB				36GB				
	M325X	HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm													Micron					24GB				36GB								
	M355X	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm												HBM4	SK하이닉스									36GB								
	M1400	TBD													삼성전자													36GB				
															Micron													36GB				

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM4: 가격 상승폭이 시장 기대치에 미치지 못할 듯

- HBM4는 이전 세대의 1,024개 에서 I/O 수가 2,048개로 두배 증가. 또한 3, 4나노급의 초미세공정으로 제작되는 Logic Die도 필요
- SK하이닉스는 HBM4에서도 16단까지 MR-MUF를 적용할 계획임. HBM4에서 동사의 난제 중 하나는 초미세공정 Logic Die (베이스 다이)의 생산을 TSMC가 담당한다는 점. 불량 발생 시 양사 간 이견이 발생할 수 있고 문제 해결을 위한 시간이 장기화될 가능성이 있음
- 삼성전자는 HBM4에서도 TC-NCF 방식을 계속 적용하고 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 적용할 계획. 최근 동사의 HBM 본딩 이슈는 발생하지 않고있는 상황. HBM4용 Logic Die는 자체 생산
- HBM4의 칩 사이즈 증가, I/O 수 증가, Logic Die 비용 증가, 수율 하락 등을 감안 시 HBM4의 가격은 동일 용량의 3E 대비 30~40% 가량 상승해야 공급 업체들의 이익률이 유지될 수 있음. 단 최근 시장 소식에 따르면 HBM4의 가격 상승률이 이에 미치지 못할 가능성이 높은 듯

<그림11> HBM4의 구조 변화

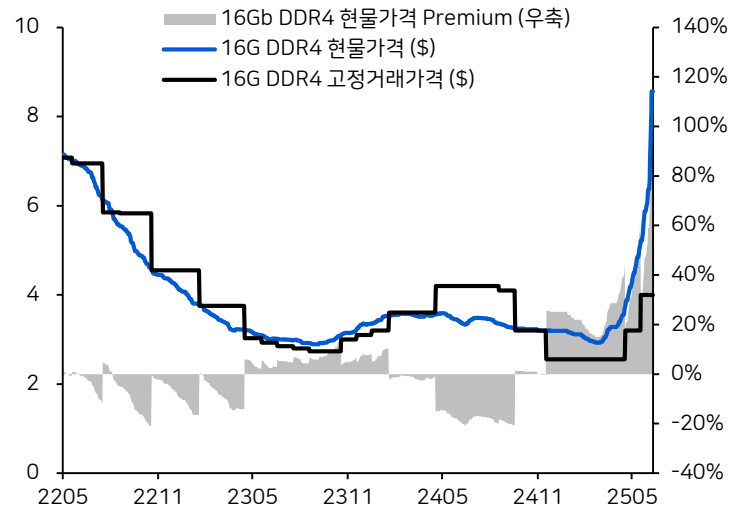


자료 : 이데일리

DDR4 종산의 영향: 급격한 생산 축소와 투기성 구매에 따른 현물가격 급등

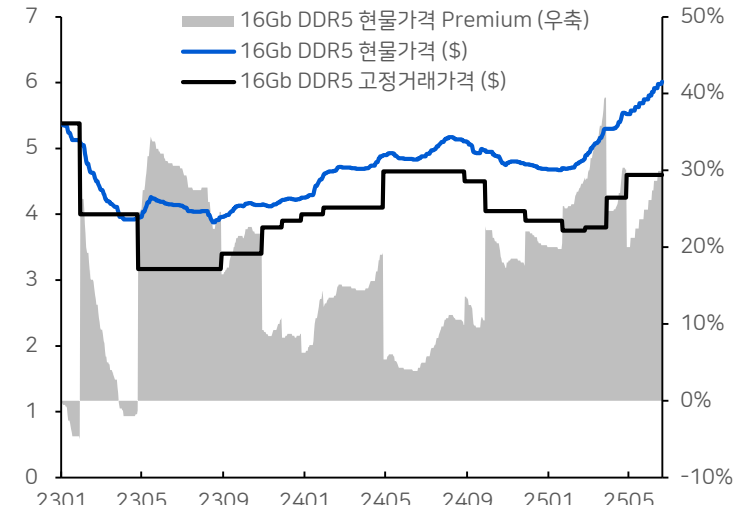
- 현재 한국 업체들의 전체 DRAM (D4, D5, Mobile, HBM 포함) 생산에서 D4 비중은 5~8%. 이는 CY24말의 10% 수준에서 하락한 것임. 또한 삼성전자와 Micron은 올해 7월까지만 D4 주문을 받고 CY25말까지 출하를 종료할 계획임. 이러한 급격한 구세대 DRAM의 생산 축소는 과거에 없던 현상임. 단 특수용 (산업용, 국방용 등) D4 고객들에 대해서는 향후 수년간 공급 지속
- 이에 더해 최근 Intel의 구형 CPU가 시장에 대거 풀린 바 있음. 이에 따라 여전히 남아있는 저가 PC, 서버 생산을 위한 다양한 고객들 (Microsoft, 유통 업자 포함)의 D4 확보 경쟁이 극히 심화되었음
- 전체 DRAM 수요에서 D4의 비중은 10% 수준이며, 소규모 시장에서 급격한 수급 불일치 현상과 강력한 투기성 구매가 최근 D4 현물가격의 급등을 불러온 것으로 판단됨
- 강력한 수요에 대응하기 위한 D4 재고 판매에 따라 현물시장의 가장 큰 손인 Adata의 DRAM 재고는 1Q25말의 20주에서 5월말 현재 10주 (D5 비중 55%) 이하로 축소되었고 한국 DRAM 업체들의 D4 재고 역시 1Q25말의 10주에서 현재 정상 수준까지 빠르게 감소한 듯

<그림12> 16Gb DDR4 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림13> 16Gb DDR5 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

DDR4 종산의 영향: 가격 급등이 장기화되기는 어려울 듯

- 현재 현물시장에서는 극히 이례적인 현상이 발생 중임. 7월 26일 현재 D4 16Gb (1Gb x16) 단품칩의 일중 최저가는 \$12인데 반해 최고가는 \$24로 양 가격간 격차가 무려 100%에 달하고 있음
- 또한 타 주력 D4 제품인 16Gb (2Gb x 8) 칩의 현물가격이 \$8.5인데 반해 8GB (16Gb 칩 4개로 구성되는) Module의 가격은 \$14.5 수준임. 만약 Module 업체 또는 고객들이 현재 현물가격인 \$8.5로 16Gb 칩 4개를 구매해 8GB Module을 구성한다면 총 비용은 \$37 (칩 구매 비용 \$34 + 모듈 구성 비용 \$3)에 달하게 됨. 이는 현재 시장 가격 대비 무려 2.3배 이상의 비용에 해당
- 이러한 현상을 감안 시 현재 현물가격은 투기성 수요에 크게 좌우되고 있는 것으로 판단되며 실제 현물시장 내 거래량은 많지않은 것으로 보임. 물론 일부 중국 유통업자 들은 아직 충분한 양을 구매하지 못했고, D4 현물가격의 급등이 올해 연말까지 이어질 것으로 주장하고 있음
- 3Q25까지는 D4 고정거래가격의 강세가 이어질 가능성이 높으며 현물가격의 상승도 당분간 이어질 수 있음. 단 D4 실수요는 점차 감소할 것이며 현물시장의 D4 과잉 재고도 조만간 임계점에 도달할 전망이다. 따라서 D4 가격의 급등이 장기화되기는 어려울 것으로 판단됨

<그림14> DRAM 제품별 7월 26일 현물가격

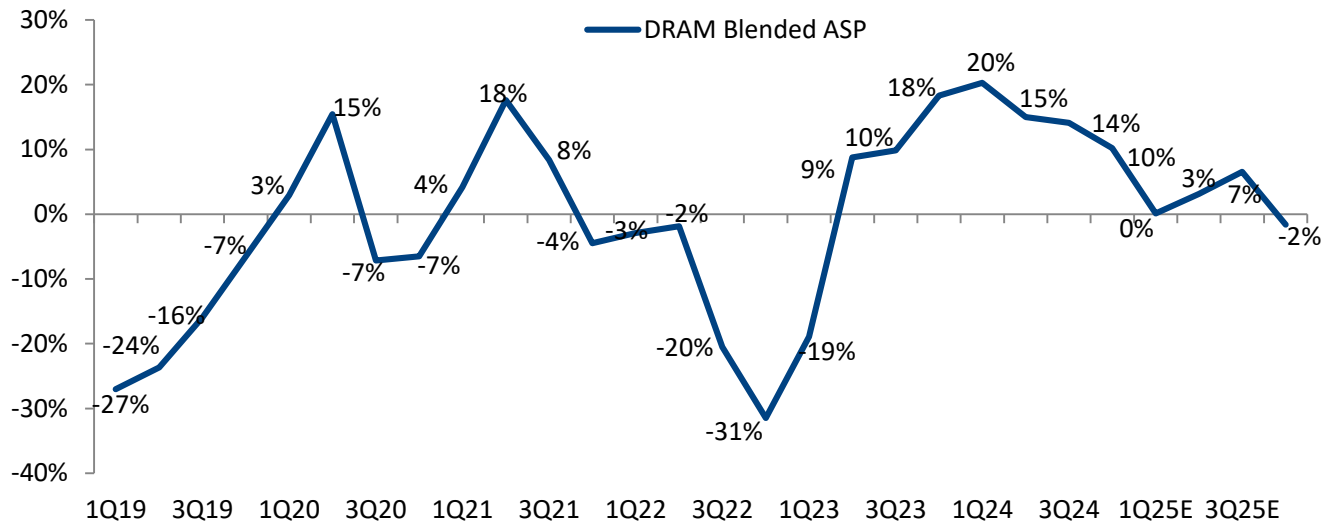
DRAM Spot Price MORE Jun.26 2025 18:10 (GMT+8)						
Item	Daily High	Daily Low	Session High	Session Low	Session Avg.	Session Change
DDR5 16G (2Gx8) 4800/5600	9.20	4.60	9.20	4.60	6.047	▼-0.10 %
DDR4 16Gb (1Gx16)3200	24.00	12.00	24.00	12.00	12.800	▲2.40 %
DDR4 16Gb (2Gx8)3200	17.00	6.05	17.00	6.05	8.537	▼-0.22 %
DDR4 8Gb (1Gx8) 3200	8.60	3.10	8.50	3.10	5.100	▼-1.03 %
DDR4 8Gb (512Mx16) 3200	8.65	3.40	8.40	3.40	5.736	▲0.47 %
DDR3 4Gb 512Mx8 1600/1866	2.00	1.05	2.00	1.05	1.418	—0.00 %

자료 : DRAMeXchange

고정거래가격 전망: 4Q25부터 하락 재개 예상

- 2Q25 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격은 5~7% 가량 상승했으며, 제품 믹스의 변화에 따라 반도체 업체들의 DRAM, NAND Blended ASP는 0~6% 상승한 것으로 추정됨. DRAM 업체들의 현물시장 판매 비중이 매우 낮고 D4 고정거래가격은 현물가격과 상당한 괴리가 있으므로 D4 가격의 상승이 DRAM 업체들의 2Q25 실적에 미치는 영향은 그리 크지 않았을 것으로 판단됨
- DRAM 업체들은 3Q25 고정거래가격에 대해 D4 30% 인상, D5 5% 이상 인상을 추진할 것으로 예상됨. 다만 D4 재고 및 생산 감소에 따라 3Q25 이후 DRAM 업체들의 판매량 중 D4 비중은 전분기 대비 축소될 것이므로, D4 가격의 급등이 DRAM 업체들의 3Q25 실적에 미칠 영향은 제한적일 전망이다. 3Q25 DRAM Blended ASP는 한자리수대 중후반 상승할 것으로 판단됨
- 현재 OEM 고객들의 DRAM 재고가 서버 업체 12주, PC 업체 8주 수준으로 최근 약간 증가한 것으로 알려져 있으나, 동 고객들의 완성품 Set 재고는 관세 부과전 선생산에 따라 크게 증가한 것으로 보임. 또한 유통 채널 내 메모리 반도체 재고는 여전히 매우 높은 수준임
- 2H25에는 일부 업체들의 D5 생산이 빠르게 증가하고, 고객들의 과잉 Set 재고 및 관세 부과전 선구매에 따라 수요 절벽 현상이 나타날 수 있으므로 4Q25 이후 고정거래가격의 하락이 재발생할 것으로 판단됨

<그림15> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정

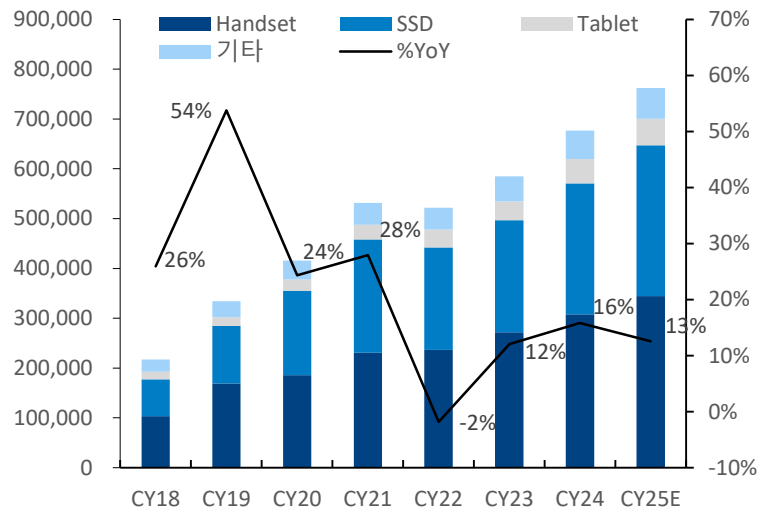


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치 12.6%. 아직 고객 재고 축소 흐름 지속 중

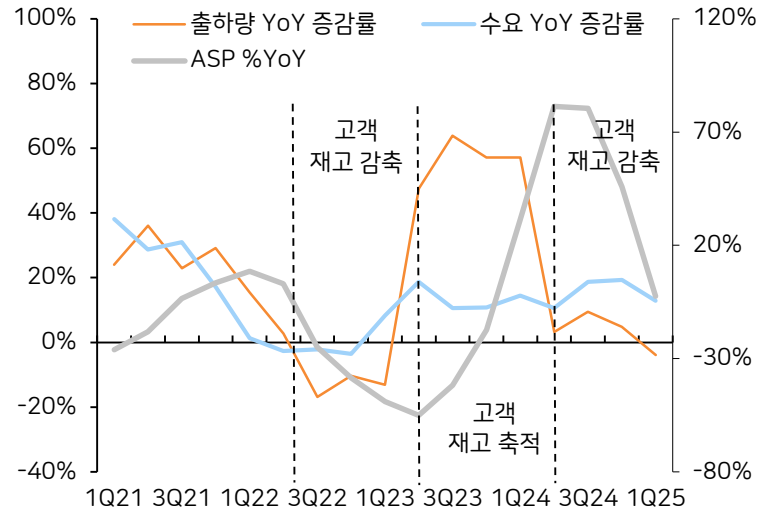
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +12.6%로 예상됨. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +23.9%로 수요 증가율인 +12.4%와 +11.9%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- 3Q24 이후에는 고객들의 재고 정리를 위한 주문 축소에 따라 반도체 업체들의 재고가 증가하고 ASP YoY 증감률이 하락 추세에 진입한 것으로 판단됨. 1Q25에도 출하량 YoY 증감률이 -4%를 기록해 고객 재고 정리와 NAND 업체 재고 증가가 이어진 듯
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +4.7%를 기록해 수요 증가율 +12.6%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 당분간 업황 둔화가 이어질 것으로 예상됨
- NAND 업체들은 Wafer 투입량을 원복 시키지 않고 보완 투자를 자제하는 방식으로 소극적인 감산을 진행 중

<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

FY25 DRAM Capex는 하향 조정될 가능성이 높은 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 26% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 55% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 18% 감소한 듯
- FY25 DRAM Capex는 527.0억 달러로 YoY 19% 증가할 전망이나 HBM 생산 계획 축소에 따라 향후 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다

<표5> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

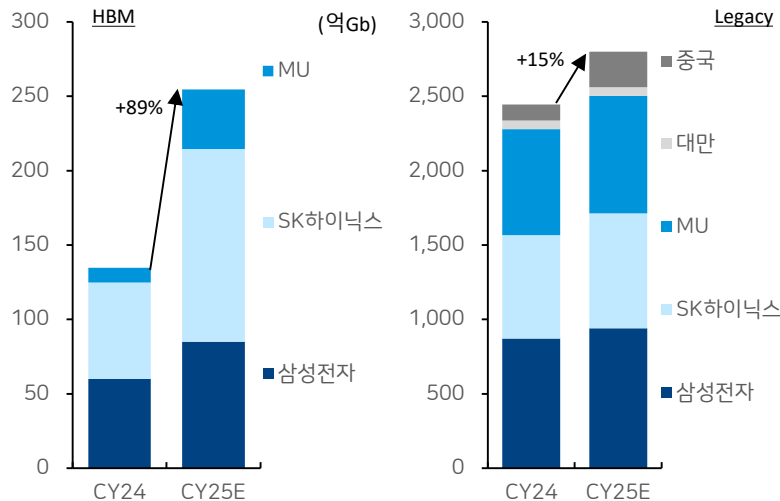
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	14,481
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	613
PowerChip	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	6,143	7,300	7,688
Swasure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000
Total	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	28,501	44,292	52,700
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-19%	55%	19%
NAND (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	3,993	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407	7,481
Micron	1,700	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250	2,800
SK하이닉스	800	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	1,500
Kioxia + WD	3,500	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	2,500	2,875
PowerChip	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,900
Total	10,093	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,165	18,556
% YoY	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-18%	15%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
WW Memory CAPEX (\$mn)	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	48,151	60,457	71,257
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-24%	26%	18%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

2H25 업황은 재둔화 가능성이 높은 듯

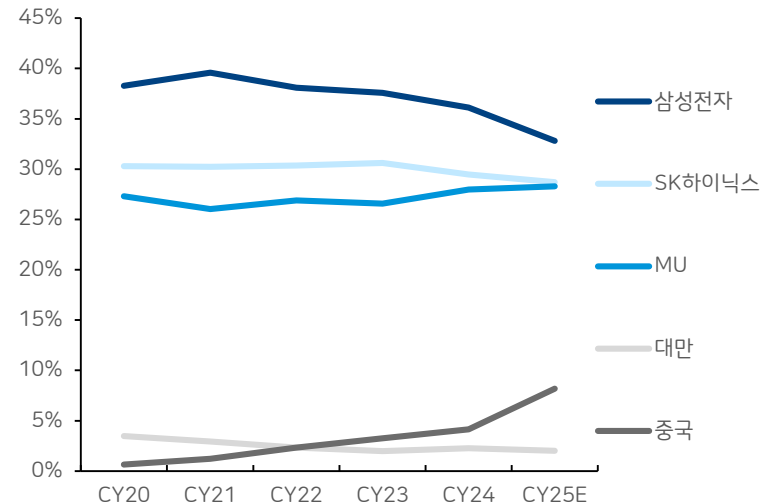
- 삼성전자는 CY25 HBM 생산 증가율이 42%로 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 1b 나노 DDR5 위주로 9%까지 상승할 전망이다. SK 하이닉스의 CY25 생산량 증가율은 HBM, Legacy DRAM 모두에서 당초 전망치인 100%, 11%가 유지될 듯. Micron의 CY25 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 300%, 11%로 추정됨
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM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

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



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림19> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

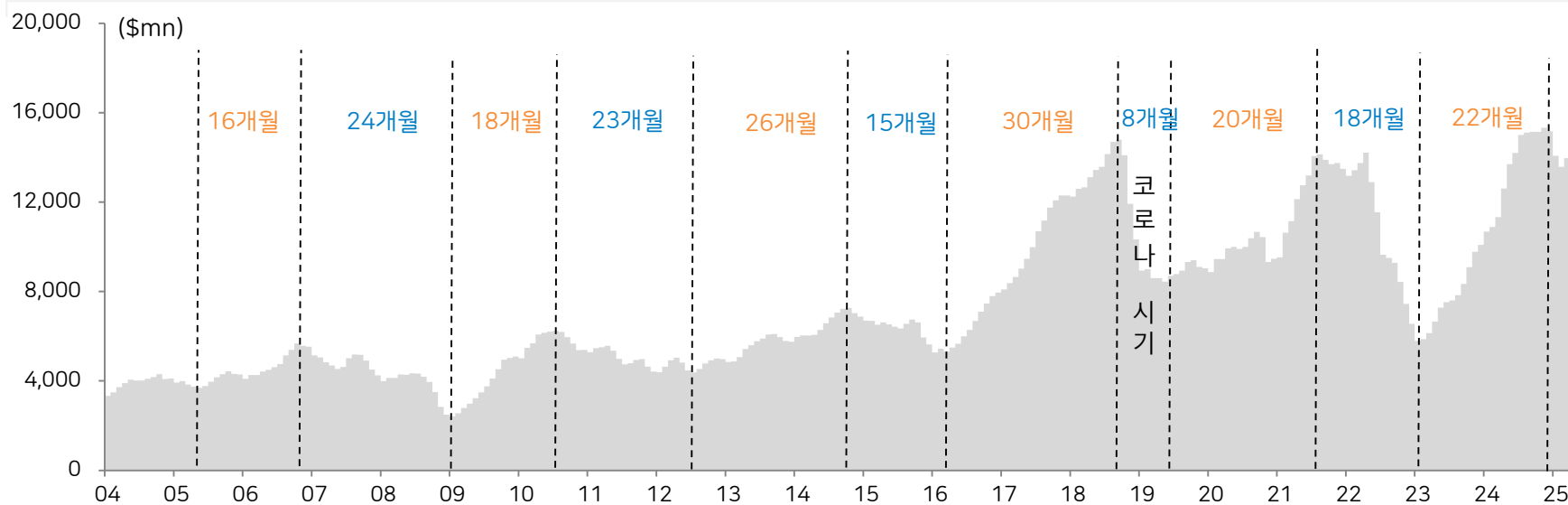


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 사이클: 하락 사이클이 재개될 전망

- 반도체 업체들의 재고 축소와 고객들의 재고 재축적이 개시되며 1Q23 말부터 메모리 반도체 상승 사이클 개시. 4Q24 말까지 메모리 반도체 상승 사이클이 22개월 간 지속. 단 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입
- 반도체 주가는 CY22 10월부터 상승했고 CY24 7월부터 하락하기 시작했으므로 이번에도 업황을 6개월 가량 선행 중인 것으로 판단됨
- 관세 부과 전 선구매와 D4 종산 선언에 따라 1H25 업황은 당초 우려 대비 양호. 단 2H25에는 경기 하강 및 관세 부과 전 선구매에 따른 부작용으로 수요 절벽 현상이 발생할 수 있고, D5 생산은 증가할 전망이므로 업황이 재악화될 가능성이 높은 듯
- 5월부터의 반도체 주가 반등이 추세 상승의 시작일 경우, 반도체 업황은 6개월 이후인 CY25 11월부터 역시 추세 상승기에 진입해야 함. 당사는 2H25에 다시 반도체 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망하고 있으며 따라서 5월의 주가 반등이 주가 추세 상승의 시작일 가능성은 낮은 것으로 판단함
- 만약 5월 주가의 반등이 추세 상승의 시작이라면 이번 주가, 업황 하락 사이클은 10개월만에 종료되는 것이며 이는 역사상 드문 일임

<그림20> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간



자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

관세 부과가 미칠 영향: 상당한 악영향이 예상됨

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

<표6> 상호 관세가 한국 반도체 매출에 미칠 간접적 영향

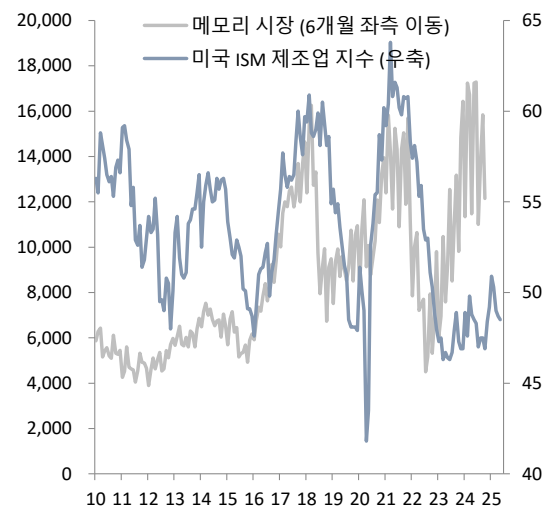
	미국 비중	전체 Set 비용 상승률	반도체 가격 예상 하락율	한국 반도체 매출 중 비중	매출 감소율
서버	56%	14%	5%	40%	1.9%
스마트폰	10%	2%	1%	36%	0.3%
PC	25%	6%	2%	14%	0.3%
					2.5%

자료 : Counterpoint, IDC, 각사 자료, iM증권 리서치본부

경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

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

<그림21> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



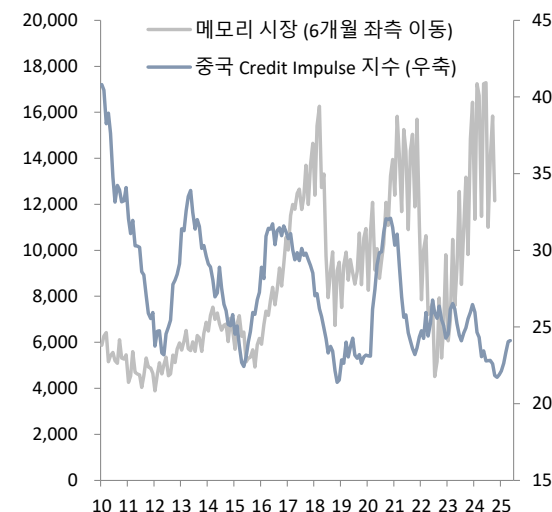
자료 : Datastream, WSTS

<그림22> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림23> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

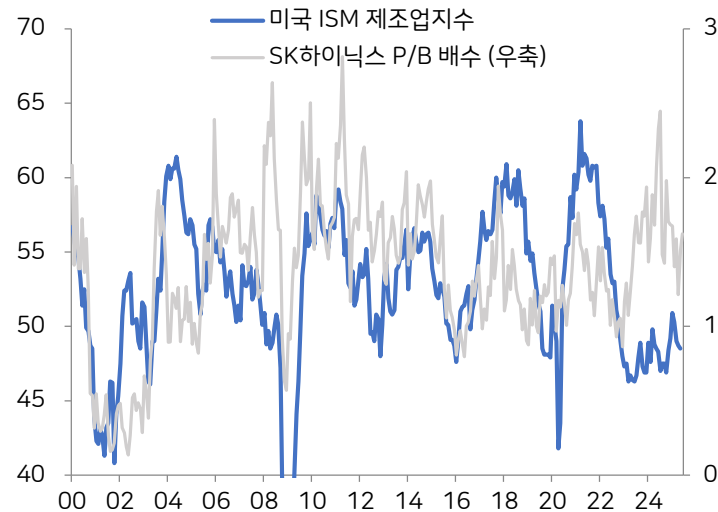


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 5월 추가 하락

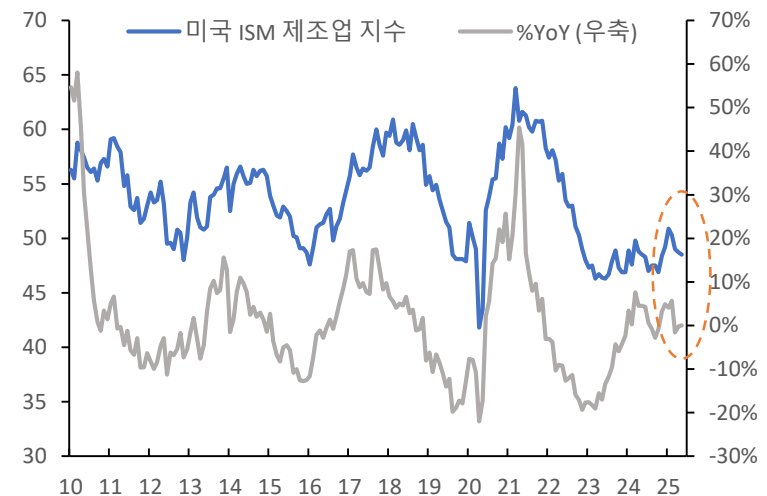
- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 11월 이후 CY25 1월까지 반등하다 2, 3, 4, 5월에 하락
- 최근의 반락세가 추세 상승으로 전환될 경우 역사적으로 동 경기선행지표와 높은 상관 관계를 보여온 반도체 주가 역시 긍정적 영향을 받게 될 것으로 전망됨
- 단 아직 관세 부과의 영향은 시작되지도 않았고 미국과 중국의 마찰이 재현될 가능성이 존재하며 미국의 수요는 둔화 조짐을 보이고 있으므로, 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯

<그림24> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림25> 미국 ISM 제조업지수와 YoY 증감률 추이

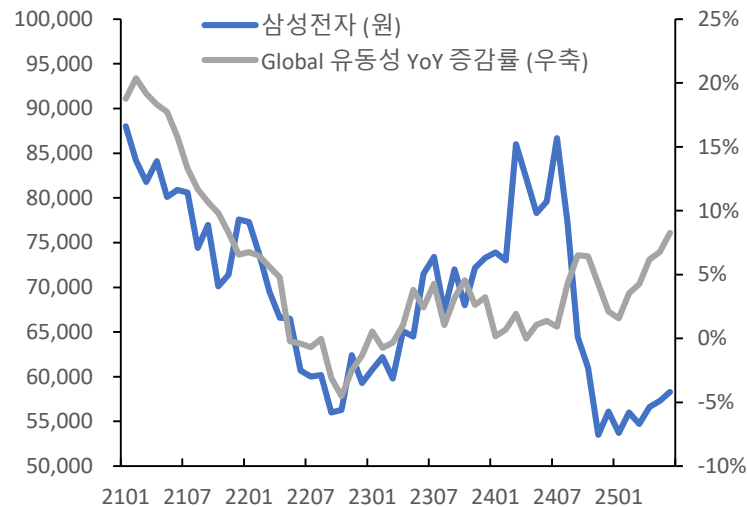


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

Global 유동성 증감률: 현재는 유동성 장세. 단 추세 상승은 쉽지 않을 듯

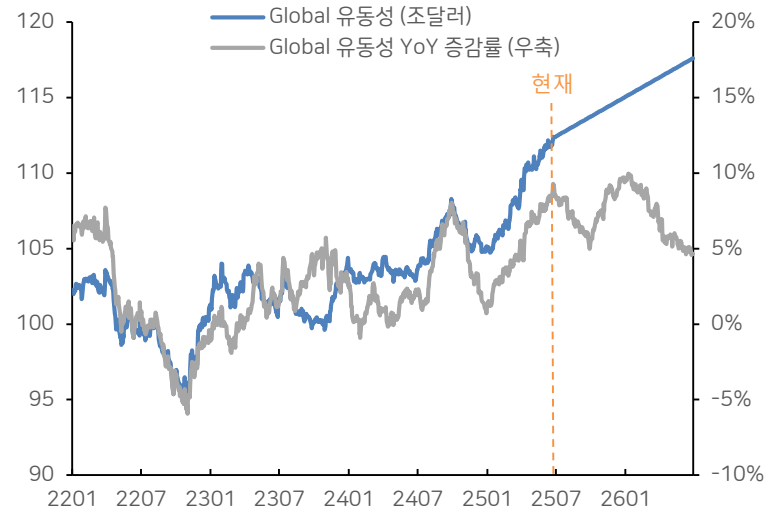
- 업체별 경쟁력 차이에 따라 주가 상승폭과 하락폭에 차이가 있으나 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 최근 달러 약세에 따라 달러 표시 Global 유동성과 YoY 증감률이 빠르게 상승했으며 이는 한국 반도체 주식과 같은 위험 자산에 대한 선호도 및 주가의 상승으로 이어진 듯
- 다만 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락과 상승을 반복하는 모습이 전망됨

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

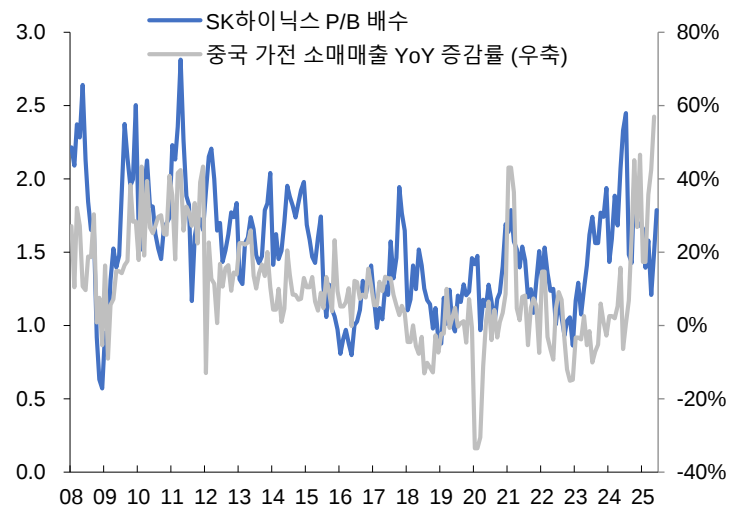


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기 선행 지표: 경기 회복 조짐 발생 중이나 아직 안심하기는 이른 듯

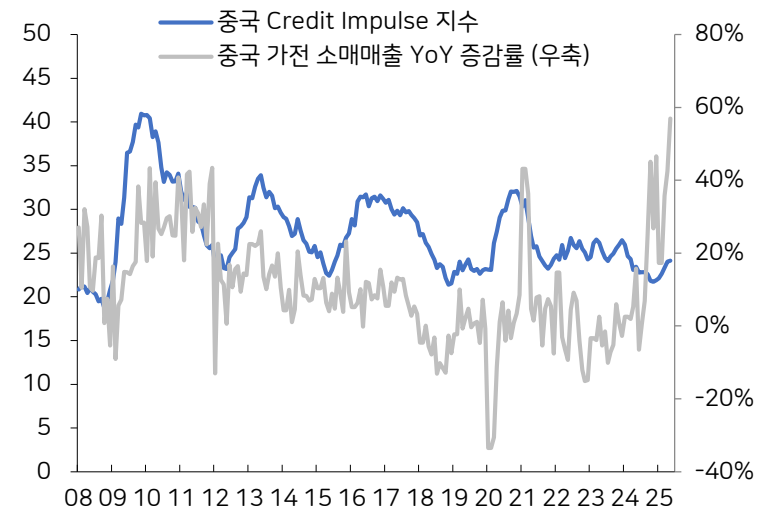
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- 또한 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승 중
- CY24 11월까지 하락하던 중국 Credit Impulse 지수는 12월부터 5월까지 소폭 반등하며 중국 경기 회복에 대한 기대감을 불러 일으키고 있음

<그림28> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림29> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

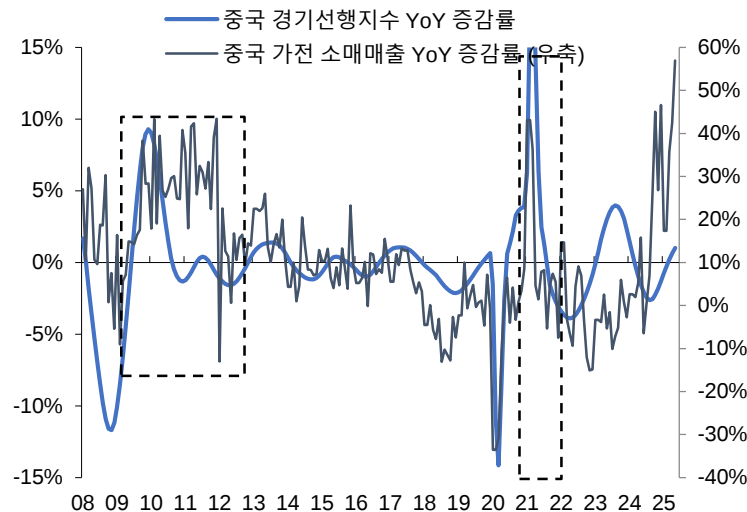


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기 선행 지표: 경기 회복 조짐 발생 중이나 아직 안심하기는 이른 듯

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY24 11월 이후 CY25 3월까지의 하락세에서 벗어나 4월에 반등했으나 5월에 소폭 재하락
- 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금도 확대. CY25 보조금 규모가 CY21의 두배인 점은 긍정적이나, 최근 실업률 재상승, 부동산 경기 부진 지속은 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부는 아직 불확실함
- 중국의 올해 618 쇼핑 특수는 장기간에 걸친 보조금 지급에 따른 효과 둔화로, IT 제품 전반에 걸쳐 매출이 전년 대비 소폭 상회하는데 그친 것으로 보임
- 향후 미국과의 마찰이 길어지거나 미국발 경기 둔화의 영향을 받는다면 중국 경기의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음

<그림30> 중국 경기 선행 지표와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림31> 중국 M2 YoY 증감률 추이



자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 추격 매수보다는 저점 매수 전략

- 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.5배였으며 저점 주가는 0.8배로 새로운 P/B 밴드의 중간 배수는 1.2배. 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.0배로 아직 중간 배수에 미치지 못하고 있음
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.9배를 적용할 경우 56,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중후반 주가는 장기 측면에서 Valuation Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨
- 장기적인 측면에서 Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망임
- 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 당분간은 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯

<그림32> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

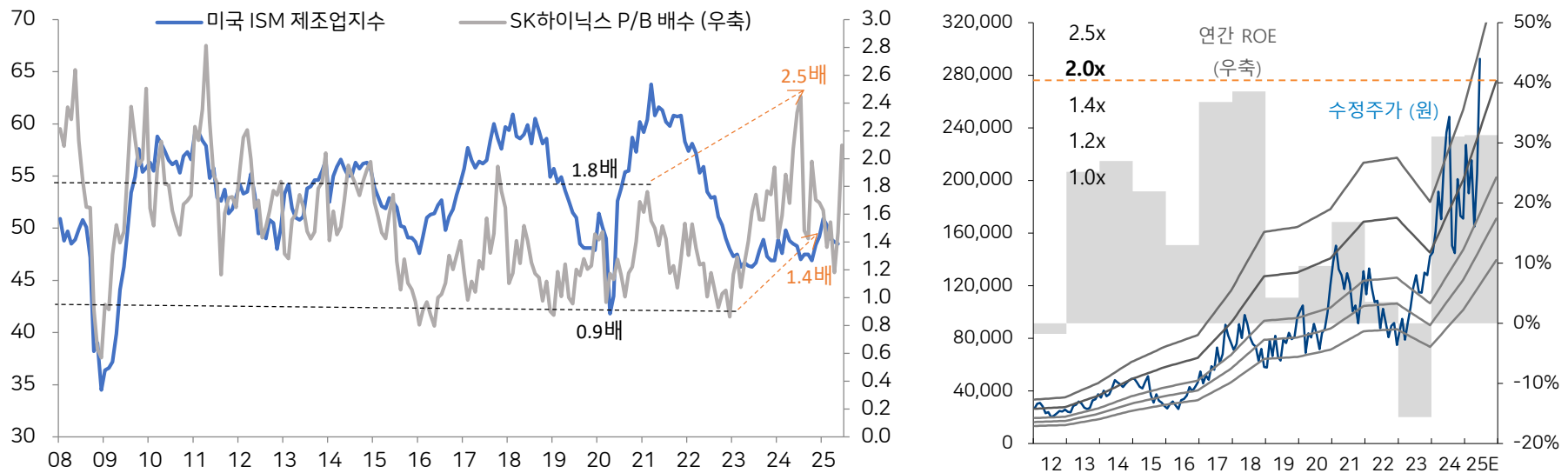


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 추격 매수보다는 저점 매수 전략

- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 최근 사이클에서 동사 고점 P/B 배수는 기존의 1.8배에서 2.5배까지 상승. 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.4배 (20만원) 수준에서 형성. 현재 배수는 2.1배로 새로운 P/B 밴드의 중간 배수 2.0배를 상회 중
- 단 동사 직전 저점 주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 최근 상향된 P/B 밴드를 하향 이탈. AI 투자 및 경기 둔화 가능성을 반영했던 듯
- 경쟁사의 D5 및 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호하고, 당분간 동사의 경쟁 우위는 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 단 AI 투자 사이클의 둔화 또는 HBM 경쟁 심화가 확실해지거나 2H25 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 현재 주가 수준에서는 추격 매수보다 저점 매수 전략이 적절한 듯

<그림33> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

Legacy DRAM 경쟁력 회복 조짐 Vs 늦어지고 있는 HBM 경쟁력 개선

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	72,000원(상향)
증가(2025.06.30)	59,800원
상승여력	20.4 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	401,202십억원
외국인지분율	49.7%
52주 추가	49,900~87,800원
60일평균거래량	15,870,952주
60일평균거래대금	904.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	5.2	14.3	-25.4
상대수익률	-5.1	-18.0	-13.1	-34.6



[투자포인트]

- 2Q25 매출은 73.7조원, 영업이익은 6.5조원으로 전망. 부문별 영업이익은 DS 2.7조원 (메모리 4.7조원), SDC 0.8조원, MX/NT 2.4조원, CE (하만 포함) 0.8조원으로 예상. 2Q25 DRAM, NAND 출하증가율은 +10%, +13%, ASP는 +6%, 0%로 추정. D4 재고 소진과 단품칩 NAND 출하 증가가 발생했을 듯. 동사 HBM 판매량은 QoQ 소폭 증가에 그친 것으로 보임. 비메모리 2Q25 실적은 큰폭의 적자 축소가 발생하지 못한 것으로 판단됨
- 현재로서는 3Q25 매출과 영업이익은 79.3조원과 9.1조원을 기록하여 전분기 대비 개선될 것으로 전망. 3Q25에는 DRAM ASP가 8% 상승하며 실적 개선을 이끌 듯. 다만 2H25에는 많은 불확실성이 존재함. 동사 반도체, 스마트폰에 대한 관세 부과가 현실화될 경우 실적이 당사 예상치를 하회할 수 있음. 또한 당사가 현재 예상하고 있는 2H25 HBM 판매량 대폭 증가의 달성 여부도 Nvidia 3E 12단 인증 통과 여부에 달려있음
- 동사는 최근 1B 나노 D5 생산을 본격화하기 시작했고 1C 나노 공정의 수율도 동사 목표치에 충분히 부합하고 있는 것으로 판단됨. Legacy DRAM 부문의 경쟁력이 회복되는 조짐으로 보임. 다만 Nvidia향 HBM 3E 12단의 인증이 당초 기대보다 지연되고 있으며 1C 나노 기반 HBM4의 성공 여부도 아직 불확실한 상황
- FY25 실적 전망치의 상향 조정을 반영하여 목표주가를 기존의 7만원에서 72,000원으로 소폭 상향

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	307,063	297,851	327,637
영업이익(십억원)	32,726	29,002	16,764	31,343
순이익(십억원)	33,621	26,066	16,552	28,025
EPS(원)	4,950	3,837	2,437	4,126
BPS(원)	57,663	62,542	66,021	71,188
PER(배)	10.7	15.8	25.0	14.7
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	9.0	6.4	3.8	6.0
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.5	3.6	3.6	2.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표7> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY23	FY24	FY25E
전사	매출	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	73,745	79,312	74,866	258,935	300,871	307,063
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	26,000	27,039	30,686	29,294	78,543	114,284	113,019
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	32.9%	36.7%	38.7%	39.1%	30.3%	38.0%	36.8%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	6,550	9,072	6,695	6,567	32,726	29,002
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	8.9%	11.4%	8.9%	2.5%	10.9%	9.4%
DS	매출	23,141	28,560	29,271	30,101	25,100	27,120	29,361	28,647	66,595	111,073	110,228
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	5,450	7,145	9,177	8,443	984	32,774	30,216
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	21.7%	26.3%	31.3%	29.5%	1.5%	29.5%	27.4%
	영업이익	1,913	6,450	3,860	2,895	1,057	2,667	4,610	3,724	-14,873	15,118	12,057
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	4.2%	9.8%	15.7%	13.0%	-22.3%	13.6%	10.9%
SDC	매출	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	5,828	6,567	6,677	30,969	29,140	24,982
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	5,999	5,365	5,708	6,032	5,795	24,321	23,218	22,899
	매출총이익률	93.7%	75.8%	79.7%	74.1%	90.8%	97.9%	91.8%	86.8%	78.5%	79.7%	91.7%
	영업이익	340	1,010	1,510	900	500	765	1,011	538	5,569	3,760	2,814
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	8.5%	13.1%	15.4%	8.1%	18.0%	12.9%	11.3%
MX/네트워크	매출	33,530	27,380	30,520	25,800	37,006	29,552	31,243	26,919	112,409	117,229	124,719
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	12,438	9,938	10,748	9,279	37,462	39,831	42,403
	매출총이익률	33.2%	33.5%	34.4%	34.9%	33.6%	33.6%	34.4%	34.5%	33.3%	34.0%	34.0%
	영업이익	3,510	2,230	2,820	2,101	4,300	2,377	2,533	1,867	13,011	10,661	11,077
	영업이익률	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	11.6%	8.0%	8.1%	6.9%	11.6%	9.1%	8.9%
VD/가전 (하만 포함)	매출	16,680	18,040	17,670	18,304	17,900	18,808	18,503	19,140	70,830	70,695	74,350
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	12,438	9,938	10,748	9,279	37,462	39,831	42,403
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	49.2%	69.5%	52.8%	58.1%	48.5%	52.9%	56.3%	57.0%
	영업이익	770	811	890	600	600	797	815	570	2,432	3,071	2,782
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.3%	3.4%	4.2%	4.4%	3.0%	3.4%	4.3%	3.7%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표8> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
원/달러 환율 (원)		1,280	1,286	1,315	1,322	1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,401	1,360	1,360	1,278	1,305	1,368	1,389
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	21,532	21,650	23,708	25,091	25,710	73,875	81,698	93,131	96,159
	%QoQ / % YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-11%	1%	10%	6%	2%	-3%	11%	14%	3%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4
	%QoQ / % YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	20%	-15%	6%	8%	-2%	-14%	-44%	62%	14%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,827	9,048	10,334	10,380	28,143	17,279	32,008	37,588
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-14%	16%	14%	0%	-17%	-39%	85%	17%
	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	11,379	12,674	14,055	14,117	35,957	22,541	43,771	52,225
NAND	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-11%	11%	11%	0%	-7%	-37%	94%	19%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	3,558	4,591	5,839	5,704	16,063	-985	12,744	19,691
	영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	31%	36%	42%	40%	45%	-4%	29%	38%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	42,378	46,051	44,701	138,772	158,613	178,991	170,672
	%QoQ / % YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	13%	9%	-3%	3%	14%	13%	-5%
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
	%QoQ / % YoY	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	9%	-6%	-16%	0%	0%	-10%	-17%	-47%	63%	-15%
System LSI	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	5,889	6,399	5,590	25,208	15,410	28,387	23,095
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-25%	13%	9%	-13%	-14%	-39%	84%	-19%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,249	8,703	7,603	32,232	20,073	38,752	32,140
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-4%	-22%	9%	5%	-13%	-4%	-38%	93%	-17%
	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-166	78	256	-742	4,807	-11,296	7,189	-573
	영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	-2%	1%	3%	-10%	15%	-56%	19%	-2%
	매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,075	5,997	6,067	6,479	6,803	29,924	22,460	26,546	25,348
디스플레이	%QoQ / % YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	1%	-15%	1%	7%	5%	39%	-25%	18%	-5%
	영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-2,390	-2,365	-2,034	-1,500	-1,241	2,948	-2,571	-5,410	-7,140
	영업이익률	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-25%	-34%	-39%	-34%	-23%	-18%	10%	-11%	-20%	-28%
	출하량 (백만개)	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	146.6	175.9	184.7	840.0	716.0	747.0	646.8
	%QoQ / % YoY	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	3%	1%	-32%	5%	20%	5%	-20%	-15%	4%	-13%
	ASP (\$)	33	32	34	33	28	29	29	28	29	28	27	27	32	33	29	28
	%QoQ / % YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-3%	3%	-3%	-3%	-3%	20%	5%	-14%	-3%
휴대폰 / Tablet	매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,161	4,829	4,909	26,555	23,766	21,312	17,963
	%QoQ / % YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	-2%	-30%	2%	16%	2%	-4%	-11%	-10%	-16%
	매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	5,828	6,567	6,677	34,380	30,969	29,140	24,982
	%QoQ / % YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	1%	-27%	-1%	13%	2%	8%	-10%	-6%	-14%
	중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-56	-40	-151	-223	-163	-1,153	-116	-215	-577
	영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-15%	-26%
	소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	956	540	917	1,233	701	7,105	5,686	3,975	3,391
TV	영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	13%	14%	10%	17%	21%	22%	19%	14%	15%
	전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	900	500	765	1,011	538	5,952	5,569	3,760	2,814
	영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	11%	8%	13%	15%	8%	17%	18%	13%	11%
	출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	62.0	65.7	60.1	300.1	260.9	260.3	257.4
	%QoQ / % YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-9%	14%	-11%	6%	-9%	-5%	-13%	0%	-1%
	ASP (\$)	335	300	318	284	353	305	325	289	355	329	339	316	287	310	319	335
	%QoQ / % YoY	30%	-10%	6%	-11%	24%	-14%	7%	-11%	23%	-7%	3%	-7%	4%	8%	3%	5%
기타	매출 (백만불)	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,397	22,232	18,990	86,065	80,891	83,063	86,317
	%QoQ / % YoY	31%	-21%	17%	-18%	38%	-21%	14%	-19%	40%	-17%	9%	-15%	-1%	-6%	3%	4%
	매출 (십억원)	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,574	30,236	25,826	110,754	105,126	113,105	120,545
	%QoQ / % YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-17%	46%	-20%	6%	-15%	11%	-5%	8%	7%
	영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,373	2,529	1,862	10,577	12,899	10,518	10,927
	영업이익률	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	8.3%	8.4%	7.2%	9.5%	12.3%	9.3%	9.1%
	출하량 (백만개)	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.8	9.7	10.9	39.0	36.7	37.6	38.0
기타	%QoQ / % YoY	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	10%	-19%	1%	11%	12%	-8%	-6%	3%	1%
	ASP (\$)	556	603	538	558	558	564	519	524	529	535	492	492	590	563	540	510
	%QoQ / % YoY	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	1%	1%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%	-5%
	매출 (백만불)	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,681	4,780	5,354	23,023	20,632	20,308	19,402
	%QoQ / % YoY	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	2%	11%	-18%	2%	2%	12%	-5%	-10%	-2%	-4%
	매출 (십억원)	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,558	6,501	7,281	29,702	26,842	27,740	27,009
	%QoQ / % YoY	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	15%	-15%	-2%	-1%	12%	6%	-10%	3%	-3%
기타	영업이익 (십억원)	566	598	380	350	388	298	383	361	376	262	276	310	1,428	1,895	1,431	1,224
	영업이익률	9%	9%	6%	5%	6%	4%	6%	5%	6%	4%	4%	4%	5%	7%	5%	5%
	매출 (십억원)	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,394	5,848	5,659	5,691	5,794	6,771	6,559	29,284	30,922	21,817	24,815
	영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	548	620	514	661	265	1,601	1,056	2,494	2,060
	매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	73,745	79,312	74,866	302,231	258,935	300,871	307,063
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	4%	-7%	8%	9%	8%	-14%	16%	2%
	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	6,550	9,072	6,695	43,377	6,567	32,726	29,002
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	8%	9%	11%	9%	14%	3%	11%	9%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		227,062	264,771	304,896	352,842
현금 및 현금성자산		53,706	88,395	130,798	161,432
단기금융자산		58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권		53,246	54,342	52,712	57,983
재고자산		51,755	52,820	51,235	56,359
비유동자산		287,470	291,858	284,769	284,756
유형자산		205,945	212,637	207,296	208,578
무형자산		23,739	20,705	18,227	16,203
자산총계		514,532	556,629	589,665	637,598
유동부채		93,326	101,638	110,638	122,778
매입채무		12,370	12,625	12,246	13,471
단기차입금		13,173	13,173	13,173	13,173
유동성장기부채		2,207	2,207	2,207	2,207
비유동부채		19,014	19,014	19,014	19,014
사채		15	15	15	15
장기차입금		3,936	3,936	3,936	3,936
부채총계		112,340	120,652	129,651	141,792
지배주주지분		391,688	424,829	448,457	483,558
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	386,810	393,593	411,849
기타자본항목		15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분		10,504	11,148	11,557	12,248
자본총계		402,192	435,977	460,014	495,806

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	75,851	73,563	72,689
당기순이익		34,451	26,710	16,961	28,717
유형자산감가상각비		39,650	43,308	45,341	43,718
무형자산상각비		2,981	3,033	2,478	2,024
지분법관련손실(이익)		751	751	751	751
투자활동 현금흐름		-85,382	-43,253	-33,253	-44,148
유형자산의 처분(취득)		-51,250	-50,000	-40,000	-45,000
무형자산의 처분(취득)		-2,319	-	-	-
금융상품의 증감		-35,620	-	-	-5,895
재무활동 현금흐름		-7,797	-9,819	-9,778	-9,778
단기금융부채의증감		5,871	-	-	-
장기금융부채의증감		-960	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-10,889	-9,811	-9,769	-9,769
현금및현금성자산의증감		-15,375	34,689	42,403	30,634
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	88,395	130,798
기말현금및현금성자산		53,706	88,395	130,798	161,432

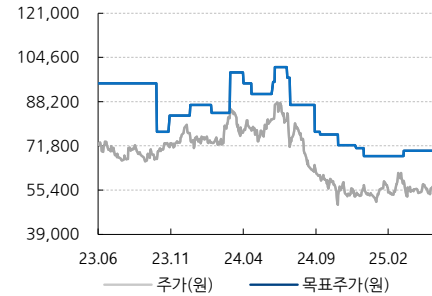
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		300,871	307,063	297,851	327,637
증가율(%)		16.2	2.1	-3.0	10.0
매출원가		186,562	194,044	199,560	207,045
매출총이익		114,309	113,019	98,291	120,591
판매비와관리비		81,583	84,017	81,527	89,248
연구개발비		34,998	35,718	34,647	38,112
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	29,002	16,764	31,343
증가율(%)		398.3	-11.4	-42.2	87.0
영업이익률(%)		10.9	9.4	5.6	9.6
이자수익		16,703	16,304	17,577	18,672
이자비용		12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)		751	751	751	751
기타영업외손익		335	377	377	377
세전계속사업이익		37,530	33,387	22,614	38,289
법인세비용		3,078	6,677	5,654	9,572
세전계속이익률(%)		12.5	10.9	7.6	11.7
당기순이익		34,451	26,710	16,961	28,717
순이익률(%)		11.5	8.7	5.7	8.8
지배주주귀속 순이익		33,621	26,066	16,552	28,025
기타포괄이익		16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		51,296	43,555	33,806	45,562
지배주주귀속총포괄이익		50,061	42,505	32,991	44,464

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		4,950	3,837	2,437	4,126
BPS		57,663	62,542	66,021	71,188
CFPS		11,226	10,660	9,477	10,860
DPS		1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)					
PER		10.7	15.8	25.0	14.7
PBR		0.9	1.0	0.9	0.9
PCR		4.7	5.7	6.4	5.6
EV/EBITDA		3.5	3.6	3.6	2.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.0	6.4	3.8	6.0
EBITDA이익률		25.0	24.5	21.7	23.5
부채비율		27.9	27.7	28.2	28.6
순부채비율		-23.2	-29.4	-37.0	-41.7
매출채권회전율(x)		6.2	5.7	5.6	5.9
재고자산회전율(x)		5.8	5.9	5.7	6.1

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-10-31	Buy	77,000	-7.5%	-5.5%
2023-11-27	Buy	83,000	-10.4%	-4.1%
2024-01-09	Buy	87,000	-15.3%	-13.6%
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%
2025-01-08	Buy	68,000	-17.8%	-9.1%
2025-04-02	Buy	70,000	-19.1%	-12.4%
2025-06-30	Buy	72,000		



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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)

[투자비율등급 공시 2025-06-30 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%

SK하이닉스(000660)

강력한 경쟁력과 실적 Vs 하반기 업황 재둔화 가능성과 Valuation 부담

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	280,000원(상향)
증가(2025.06.30)	292,000원
상승여력	-4.1 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	206,753십억원
외국인지분율	55.5%
52주 주가	152,800~293,000원
60일평균거래량	3,678,588주
60일평균거래대금	771.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	38.9	48.9	63.3	20.1
상대수익률	25.6	25.8	36.0	10.9



[투자포인트]

- 2Q25 동사 매출 및 영업이익을 19.6조원과 9.3조원으로 전망함. 2Q25 DRAM, NAND 출하증가율은 11%, 24%로 예상되며 ASP 증감률은 3%, -2%로 전망. 2Q25에는 HBM 판매량이 전분기 대비 소폭 증가에 그치고 NAND 판매량은 가격이 저렴한 단품칩 위주로 증가했을 것으로 보임
- 3Q25에는 DRAM ASP가 5% 상승하고 NAND ASP의 하락도 멈출 것으로 예상되며 이에 따라 3Q25 매출과 영업이익이 21.2조원과 10.6조원으로 개선될 듯. 단 관세 부과가 현실화될 경우 3Q25 실제 이익이 당사 전망치를 다소 하회할 가능성이 있음
- 동사의 강력한 경쟁력이 이어질 것이나 경쟁사의 Legacy DRAM 경쟁력이 회복되는 조짐이 있고 HBM4 가격 상승폭이 시장 예상치보다 적음에 따라 FY26의 HBM 이익률이 다소 하락할 가능성이 존재함. 2H25에는 경기 하강 및 관세 부과 전 선구매에 따른 부작용으로 수요 절벽 현상이 발생할 수 있고, 업계 D5 생산은 증가할 전망이므로 업황이 재악화될 가능성이 높음. 이러한 경우 2.1배인 동사의 현재 P/B 배수는 다소 부담스러운 수준인 것으로 보임
- FY25 실적 전망치 및 적용 P/B 배수 (최근 중간 값 2.0배)를 상향함에 따라 목표주가를 28만원 으로 조정함

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	79,298	75,333	86,633
영업이익(십억원)	23,467	37,054	23,130	31,036
순이익(십억원)	19,789	27,445	15,994	22,133
EPS(원)	27,182	37,699	21,969	30,402
BPS(원)	101,515	139,508	161,771	192,467
PER(배)	6.4	7.5	12.9	9.3
PBR(배)	1.7	2.0	1.8	1.5
ROE(%)	31.1	31.3	14.6	17.2
배당수익률(%)	0.7	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.8	3.9	4.6	3.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표9> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	18,774	20,902	22,329	21,701	58,858	66,563	75,982	83,705
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-8.5%	11.3%	6.8%	-2.8%	1.0%	13.1%	14.1%	10.2%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.51	0.52	0.55	0.56	0.39	0.25	0.43	0.53
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	0.1%	3.2%	4.8%	1.9%	-16.6%	-36.8%	75.7%	23.3%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,485	10,899	12,204	12,086	22,923	16,390	32,878	44,675
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,379	28,998	31,898	33,347	106,710	131,867	130,645	117,622
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-18.6%	24.0%	10.0%	4.5%	45.7%	23.6%	-0.9%	-10.0%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.10	0.10	0.10	0.09	0.11	0.06	0.12	0.10
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-19.5%	-2.0%	0.0%	-10.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-17.5%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,331	2,833	3,116	2,932	11,400	7,982	15,093	11,213
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	316	294	291	260	534	563	492	1,160
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	12,132	14,026	15,611	15,278	34,857	24,935	48,464	57,048
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,454	1,401	1,360	1,360	1,280	1,314	1,366	1,390
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	17,639	19,649	21,231	20,778	44,622	32,766	66,193	79,298
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	7,537	8,012	8,207	8,241	28,994	33,299	34,364	31,997
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	10,102	11,637	13,025	12,537	15,628	-533	31,829	47,301
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,661	2,366	2,450	2,769	8,818	7,197	8,361	10,247
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	9,271	10,574	9,768	6,809	-7,730	23,467	37,054
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	47.2%	49.8%	47.0%	15.3%	-23.6%	35.5%	46.7%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	7,401	8,910	10,067	9,811	8,908	1,021	21,140	36,190
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	53.7%	58.4%	60.7%	59.7%	30.3%	4.7%	47.0%	58.3%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	21	345	492	-57	-2,163	-8,763	2,345	801
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	0.6%	8.7%	11.6%	-1.4%	-14.8%	-83.6%	11.4%	5.1%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	60,400	72,373	88,087
현금 및 현금성자산		11,205	28,236	43,994	55,341
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	11,895	7,533	8,663
재고자산		13,314	11,895	11,300	12,995
비유동자산		77,576	87,576	91,681	98,711
유형자산		60,157	71,549	75,938	83,170
무형자산		4,019	3,395	2,894	2,492
자산총계		119,855	147,976	164,054	186,799
유동부채		24,965	25,416	25,280	25,669
매입채무		2,277	2,728	2,592	2,981
단기차입금		1,283	1,283	1,283	1,283
유동성장기부채		3,969	3,969	3,969	3,969
비유동부채		20,974	20,974	20,974	20,974
사채		12,409	12,409	12,409	12,409
장기차입금		7,208	7,208	7,208	7,208
부채총계		45,940	46,390	46,254	46,643
지배주주지분		73,903	101,562	117,770	140,117
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	91,829	106,789	127,889
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	24	30	40
자본총계		73,916	101,586	117,800	140,156

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	42,238	34,469	34,058
당기순이익		19,797	27,456	16,000	22,142
유형자산감가상각비		11,985	12,609	15,611	16,768
무형자산상각비		596	624	501	402
지분법관련손실(이익)		-38	-38	-38	-38
투자활동 현금흐름		-18,005	-26,394	-19,400	-23,416
유형자산의 처분(취득)		-15,898	-24,000	-20,000	-24,000
무형자산의 처분(취득)		-697	-	-	-
금융상품의 증감		-1,577	-3,310	-316	-332
재무활동 현금흐름		-8,704	-2,116	-1,629	-1,629
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-7,376	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-826	-1,520	-1,034	-1,034
현금및현금성자산의증감		3,618	17,031	15,758	11,347
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	28,236	43,994
기말현금및현금성자산		11,205	28,236	43,994	55,341

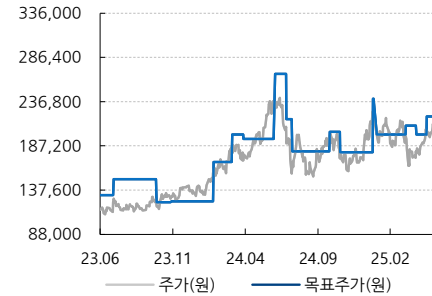
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	79,298	75,333	86,633
증가율(%)		102.0	19.8	-5.0	15.0
매출원가		34,365	31,997	41,433	43,316
매출총이익		31,828	47,301	33,900	43,316
판매비와관리비		8,361	10,247	10,770	12,281
연구개발비		4,436	5,392	5,650	6,497
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	37,054	23,130	31,036
증가율(%)		흑전	57.9	-37.6	34.2
영업이익률(%)		35.5	46.7	30.7	35.8
이자수익		4,855	3,031	3,421	3,704
이자비용		5,708	5,179	5,179	5,179
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	1,740	-	-
세전계속사업이익		23,885	36,608	21,334	29,523
법인세비용		4,088	9,152	5,333	7,381
세전계속이익률(%)		36.1	46.2	28.3	34.1
당기순이익		19,797	27,456	16,000	22,142
순이익률(%)		29.9	34.6	21.2	25.6
지배주주귀속 순이익		19,789	27,445	15,994	22,133
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	28,704	17,248	23,390
지배주주귀속총포괄이익		21,036	28,692	17,241	23,380

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	37,699	21,969	30,402
BPS		101,515	139,508	161,771	192,467
CFPS		44,464	55,875	44,101	53,987
DPS		2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER		6.4	7.5	12.9	9.3
PBR		1.7	2.0	1.8	1.5
PCR		3.9	5.1	6.4	5.3
EV/EBITDA		3.8	3.9	4.6	3.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	31.3	14.6	17.2
EBITDA이익률		54.5	63.4	52.1	55.6
부채비율		62.2	45.7	39.3	33.3
순부채비율		14.4	-9.5	-21.9	-26.7
매출채권회전율(x)		6.5	6.3	7.8	10.7
재고자산회전율(x)		4.9	6.3	6.5	7.1

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000	-4.9%	3.0%
2025-05-16	Hold	220,000	5.5%	33.2%
2025-06-30	Hold	280,000		



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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 2025-06-30기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%