[반도체]

Neutral

[月刊 반도체 8월]

추세 전환은 아직 아닌 듯

HBM 업황 둔화가 진행 중인 것으로 보임

2025.08.01

In-Depth Report

[반도체]
송명섭 2122-9207
mssong@imfnsec.com

CONTENTS

[산업분석]

Ⅰ. Summary 3

Ⅱ. 수요 전망 6

Ⅲ. Memory 반도체 업황 현황 및 전망 17

Ⅳ. 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석 25

[기업분석]

삼성전자(005930) 32

SK하이닉스(000660) 37

Summary

수요 전망

- CY25 DRAM 수요 증가율을 18.2%로 전망함. 이는 당사 연초 전망치 18.1%에서 소폭 상향 조정된 것으로 Server향 수요 증가율의 상향에 따른 것임
- 2Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량 YoY 증감률은 +1.8%로 전분기의 +3.2%에서 둔화. 2H25에는 관세 부과 전 선생산에 따른 PC 생산 둔화 예상
- 6월 미국과 중국의 스마트폰 판매 YoY 증가율 하락은 관세 부과 전 선구매와 보조금 영향의 둔화를 의미하는 듯. 5월 중국 시장 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 -21.2%로 전월의 -1.6%에서 대폭 둔화
- 최근 Google의 Capex 상향 영향으로 미, 중 빅테크 업체들의 FY25 Capex YoY 증감률은 +51.0%로 상승. 단 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +11.3%이며 CY26에는 소버린 AI 투자의 증가가 빅테크 AI 투자 증가율 둔화를 얼마나 상쇄할 것인가가 관건
- TSMC 포함 전세계 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 750K에서 CY26에는 1,300K로 73% 상승 예상. CY26 Nvidia에 대한 할당량은 653K로 67% 증가해 CY25의 할당량 증가율 98%에서 하락할 전망. Nvidia의 CY26 AI GPU 생산량은 YoY 9% 증가에 그칠 것으로 추정. 이는 CY26 주력 생산 GPU인 Rubin의 Net Die 수가 9~10개로 Hopper의 29개, Blackwell의 15개에서 감소하기 때문. CY26 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 22% 증가할 듯
- CY25 HBM 실수요량은 24.6억 GB로 YoY 136% 증가할 전망임. CY25 업계 생산량 계획치는 29.3억 GB (SK하이닉스 16.2억, 삼성전자 8.1억, Micron 5.0억)로 연초 계획치인 37.5억 GB에서 대폭 하향되었으나 여전히 생산량이 수요량을 상회
- CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 20.8억 GB로 YoY 43% 증가하고 전체 실수요량은 40.7억 GB로 65% 증가할 전망. 이는 CY25의 실수요량 증가율 136% 대비 크게 하락. Rubin의 HBM 탑재량이 B300 대비 증가하지 못하는 것이 주요 원인. HBM 업체들의 Capa 전망에 기반해 현재 예상되는 CY26 HBM 생산량은 44억 GB (SK하이닉스 18.8억, 삼성전자 15.1억, Micron 10.0억) 수준으로 추정되어 CY26에도 실수요량을 상회할 듯
- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단 최종 인증 결과는 4Q25 중에 발표될 전망이며 아직 발열 문제가 남아있는 듯. 1Q26에 공급 예정인 삼성전자 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 동사 1C 나노의 수율 상승에도 불구하고 HBM4의 성공 가능성은 아직 미지수
- HBM4의 칩 사이즈 증가, I/O 수 증가, Logic Die 비용 증가, 수율 하락 등을 감안 시 HBM4의 가격은 동일 용량의 3E 대비 40% 가량 상승해야 공급 업체들의 이익률이 유지될 수 있음. 단 최근 시장 소식에 따르면 HBM4 가격 상승률이 현재 HBM3E 가격 대비 20% 수준에 그칠 가능성이 있는 듯
- Nvidia는 공급 경쟁을 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 기존 HBM 제품 가격을 인하하거나 또는 HBM4 가격의 프리미엄을 축소시키려 할 가능성이 있는 듯. HBM 판매 비중 상승에도 불구하고 2Q25 DRAM ASP가 1% 상승에 그쳤음을 감안 시, 이미 HBM 가격의 하락 추세가 발생 중일 가능성도 존재

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 급격한 생산 축소와 투기성 구매에 따라 최근 D4 가격 급등. 단 D4 실수요는 점차 감소할 것이며 현물시장의 D4 과잉 재고도 조만간 임계점에 도달할 전망임. 또한 일부 업체의 D4 생산량 소폭 증가 가능성도 존재. 따라서 D4 가격의 급등이 장기화되기는 어려울 것으로 판단됨
- 3Q25 DRAM Blended ASP는 한자리수대 중반 상승할 것으로 판단됨. 현재 고객들의 완성품 Set 재고는 관세 부과 전 선생산에 따라 크게 증가한 것으로 보임. 또한 유통 채널 내 메모리 반도체 재고는 여전히 매우 높은 수준임. 2H25에는 Legacy DRAM 생산이 증가하고 고객들의 과잉 Set 재고 및 관세 부과 전 선구매에 따라 수요 절벽 현상이 나타날 수 있으므로 4Q25 이후 고정거래가격의 하락이 재발생할 것으로 판단됨
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 16%와 74%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 18%. 관세 부과 전 선구매와 공급 제한에 따라 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호했으나, 2H25 이후에는 선구매의 부작용과 생산량 증가에 따라 Legacy DRAM 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 메모리 반도체 시장 규모는 2Q25부터 재증가하기 시작했으며 3Q25까지는 증가세가 이어질 듯. 업황 상승세가 지속될 경우, 이번 하락 싸이클은 1개 분기만에 이미 종료되었다는 의미. 단 역사적으로 반도체 싸이클은 15~30개월간 지속되었고, 과거 하락 싸이클에서 시장 규모가 크게 반등했다 재하락하는 경우가 자주 있었음. 4Q25 이후 업황이 재둔화될 가능성이 높으므로 아직 메모리 반도체 업황이 상승 싸이클로 추세 전환되지는 않은 것으로 판단됨
- 반도체에 대한 품목 관세율은 15~20% 수준일 가능성이 높은 것으로 예상되며 이경우 한국 반도체 업체들의 매출에 대한 직,간접적 영향은 3% 수준일 전망임. 단 이에는 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 매출에 미칠 실제 영향은 3% 수준에 그치지 않을 수 있음

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 6월 미국 ISM 제조업 지수가 소폭 반등한 것은 신규 주문의 부진에도 불구하고 관세 부과 전 선생산이 급증한 것이 원인임. 관세 부과가 현실화될 경우 장기적인 측면에서 세부 지표 중 가격을 제외한 신규 주문, 생산, 고용의 하락이 나타날 가능성이 높음. 미국 ISM 제조업 지수와 이와 동행하는 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯
- 5월, 6월에는 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. 향후 Global 유동성의 급증 여부에는 달러 약세의 장기화 가능성이 일부 영향을 미칠 전망임. 다만 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락 (3Q25), 반등 (4Q25), 재하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨

Summary

- 중국 Credit Impulse 지수, 중국 M2 YoY 증감률 등 중국 경기선행지표들이 최근 반등 중이며 중국 경기는 회복 조짐을 보이고 있는 것으로 판단됨. 단 중국 정부의 보조금 효과가 둔화되고 있는 것으로 보이는 점은 IT 수요에 우려 사항이고, 향후 미국의 중국에 대한 고관세율이 유지된다면 중국 경기의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음
- 삼성전자의 최근 하향 조정된 P/B 밴드의 중간 배수는 1.2배이며 동사 현주가는 중간 배수 수준에 근접. 장기적인 측면에서 Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 HBM에서의 확실한 성과가 확인되어야 P/B Band가 회복될 수 있을 전망임. 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯
- SK하이닉스의 전고점 배수는 2.1배로 최근 상향 조정된 동사 P/B 밴드의 중간 배수 수준이었음. 경쟁사의 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호하고, 당분간 동사의 경쟁 우위는 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 단 HBM 이익률 하락이 확실해지거나 2H25 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수는 부담스러운 상황인 듯

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/85,000원) : 경쟁력 회복 조짐 발생 중이나 아직 확인할 것들이 있음
- SK하이닉스 (00660/HOLD/280,000원) : HBM 업황 둔화 진행 중인 듯

CY25 DRAM 수요 증감률: +18.2% 전망

- 당사의 IT Set 출하량과 DRAM 탑재량 전망치를 반영하여 CY25 DRAM 수요 증가율을 18.2%로 전망함
- 이는 당사 연초 전망치 18.1%에서 소폭 상향 조정된 것으로 Server향 수요 증가율의 상향에 따른 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

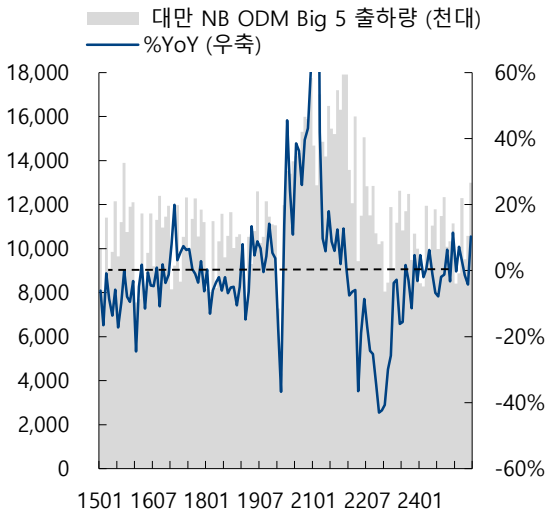
CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규
Set 출하 증가율	1.4%	1.3%	0.1%	-0.5%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	11.3%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.4%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	9.6%	11.6%	10.8%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	31.7%	**18.1%**	**18.2%**
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%	-0.5%	9.0%	-2.9%	1.4%	-0.7%	4.3%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.2%	9.5%	11.3%	6.4%	4.3%	-0.5%	1.6%	27.5%	22.4%		
DRAM 수요 증가율	8.5%	9.6%	13.7%	10.8%	16.0%	1.2%	1.0%	0.9%	33.0%	31.7%	**19.2%**	**18.2%**

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 관세 부과 전 선생산 효과가 둔화된 2Q25

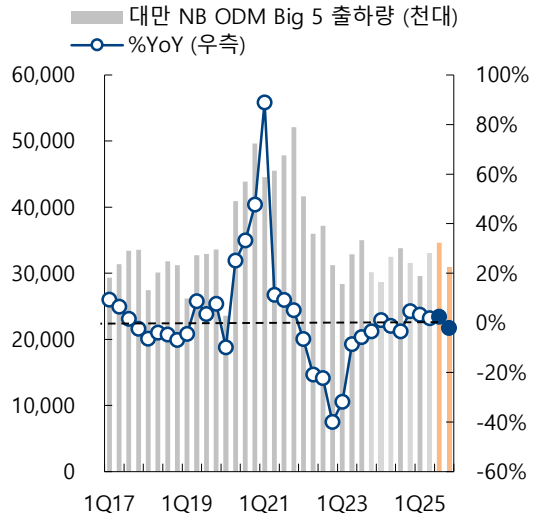
- 6월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 13.0백만대로 YoY +10.3%의 증감률을 기록해 전월의 -4.3%에서 대폭 개선
- 단 2Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 33.1백만대로 YoY +1.8% 증감률을 기록해 전분기의 +3.2%에서 둔화
- 6월에는 관세 결정 시기의 연기에 따라 3Q25의 실제 관세 부과를 앞두고 PC 선생산 효과가 집중된 듯
- 2H25에는 관세 부과 전 선생산에 따른 생산 둔화가 발생할 것으로 예상되며, 당사는 CY25 PC 출하량 증가율을 +1.3%로 전망

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



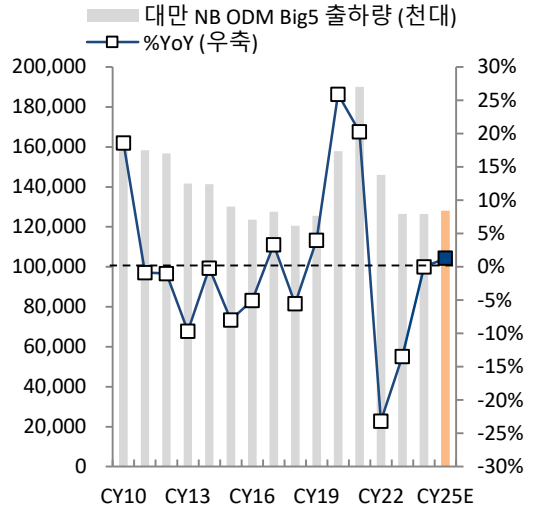
자료 : 각사 자료

<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
- 단 AI PC 시장 개화 시 Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음
- 또한 내년으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM 메모리는 한국 업체들이 모두 4Q25에 출하를 개시할 계획

<그림4> AI PC를 위한 Snapdragon X 시리즈와 4Q25에 출시 예정인 SOCAMM 메모리

자료 : Qualcomm, SK Hynix

스마트폰: 관세 부과 전 선구매 및 보조금 지급 효과 둔화

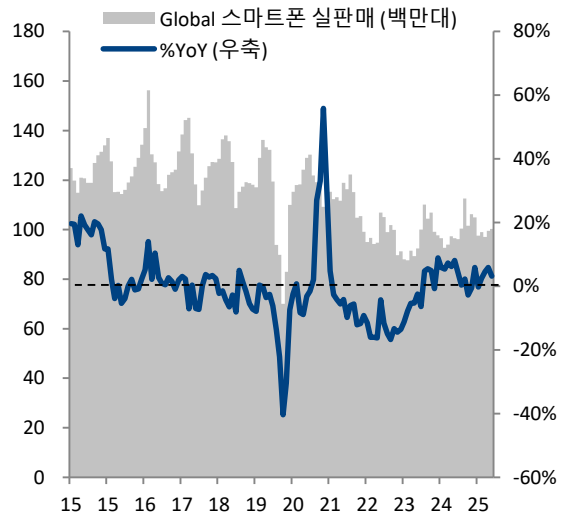
- CY25 6월 글로벌 스마트폰 판매량은 100.4백만대로 YoY 증감률이 +3.2%를 기록해 전월의 +5.9%에서 하락. 6월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (41.4M, +6.2% -> +5.2%), 중국 (25.1M, +5.9% -> -0.5%), 인도 (12.5M, +11.3% -> +7.1%), 미국 (8.7M, +10.2% -> +2.2%)에서 하락했고 유럽 (12.7M, -2.0% -> +1.5%)에서만 상승

- 미국 지역의 증가율 하락은 관세 부과에 따른 스마트폰 가격 상승 전 선구매가 둔화되고 있음을 의미. 중국에서는 6.18 특수에도 불구하고 보조금 지급의 장기화에 따른 영향 둔화가 나타난 듯

- 5월 중국 시장 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 -21.2%로 전월의 -1.6%에서 대폭 둔화. 6월 중국 시장 누적 재고는 6월 판매량이 5월 출하량 (22.5M)을 상회함에 따라 감소했으나 여전히 역대급 규모. 향후 모바일 반도체에 대한 실수요 부진은 좀더 지속될 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

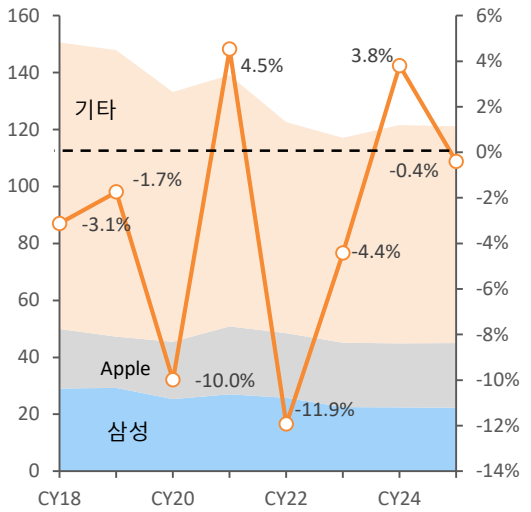


자료 : Counterpoint

<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% 이상을 기록. 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

자료 : Apple

Server: FY25 Capex 전망치 지속 상향 중

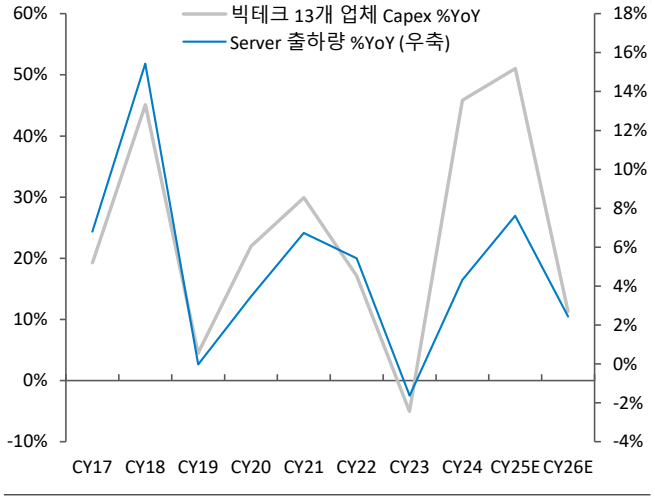
- 7월 30일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률은 6월 30일 집계치 +47.7%에서 +51.0%로 상승. 이는 최근 Google의 Capex 상향이 여타 미국 빅테크 업체들의 Capex 전망치에도 영향을 주고 있기 때문
- 당사는 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 7.6%로 전망하나 Trendforce와 Micron은 5%를 전망 중
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 2H25에는 GB200 생산 문제 해결에 따라 서버 출하가 크게 증가할 것으로 예상되었으나, GB300 출시 연기 및 1H25의 관세 부과전 서버 선구매의 영향으로 2H25 개선 정도가 다소 기대에 미치지 못할 가능성이 있음
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +11.3%이며 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율이 한자리수대 초중반에 그칠 가능성이 있음. 소버린 AI 투자의 증가가 빅테크 AI 투자 증가율 둔화를 얼마나 상쇄할 것인가가 관건

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex ($mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E 6월 30일	FY25E 7월 30일	FY26E
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	74,828	81,105	89,357
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	11,015	11,278	12,248
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	66,609	67,787	79,877
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	104,385	104,418	110,039
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	65,265	65,926	73,925
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,532	1,519	1,597
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	21,215	25,560
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	896	894	931
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	498	500	512
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	798
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	11,907	15,427
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	11,860	11,826	11,776
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,477	1,439	1,484
Total	54,173	64,616	93,758	97,940	119,461	155,225	181,877	172,740	251,904	372,145	380,474	423,530
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	346,901	355,301	394,843
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	25,244	25,173	28,687
Total %YoY	20.0%	19.3%	45.1%	4.5%	22.0%	29.9%	17.2%	-5.0%	45.8%	47.7%	51.0%	11.3%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	46.7%	50.2%	11.1%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	63.9%	63.5%	14.0%

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 전망

- 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. 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 AI GPU의 수요 발생이 불확실해졌기 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 16.1백만개 (YoY +57%)로 추정

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

CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H100	29	
			H200	29	
			New H20	29	
			B200	15	
			B200A/B300A	30	
			B300	15	
		CoWoS (K)		390	98%
		비중	H100	0%	
			H200	2%	
			New H20	4%	
			B200	40%	
			B200A/B300A	24%	
			B300	30%	
		Chip 수 (K)	H100	0	
			H200	226	
			New H20	452	
			B200	2,340	
			B200A/B300A	2,808	
			B300	1,755	
			Total	7,582	45%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI325X/350	16	
		CoWoS (K)		50	14%
		비중	MI325X/350	100%	
		Chip 수 (K)	MI325X/350	800	14%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		10	25%
		비중	Gaudi3	100%	
		Chip 수 (K)	Gaudi3	200	0%
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	25	
		CoWoS (K)		300	152%
		Chip 수 (K)		7,500	84%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		16,082	57%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

Server: CY26 CoWoS Capa 할당량 및 AI 가속기 반도체 생산 전망

- TSMC의 가속기 반도체향 CY26 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 632K에서 975K로 54% 증가하고 TSMC 포함 전세계 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 750K에서 CY26에는 1,300K로 73% 상승할 전망임

- CY26 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량은 653K로 67% 증가해 CY25의 할당량 증가율 98%에서 하락할 전망. AMD, Broadcom, AWS에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 51K -> 75K, 89K -> 94K, 76K -> 93K로 증가 예상

- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량과 각 GPU의 Net Die 수를 감안하면 Nvidia의 CY26 AI GPU 생산량은 YoY 9% 증가에 그칠 것으로 추정. 이는 CY26 주력 생산 GPU인 Rubin의 Net Die 수가 9~10개로 감소하기 때문. CY26 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 22% 증가할 듯

<표4> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY26 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY26	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	B200	15	
			B200A/B300A	30	
			B300	15	
			중국 전용	22	
			Rubin	10	
		CoWoS (K)		653	67%
		비중	B200	5%	
			B200A/B300A	5%	
			B300	15%	
			중국 전용	5%	
			Rubin	70%	
		Chip 수 (K)	B200	490	
			B200A/B300A	980	
			B300	1,469	
			중국 전용	718	
			Rubin	4,571	
			Total	8,228	9%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI350X	14	
			MI400X	10	
		CoWoS (K)		75	50%
		비중	MI350X	70%	
			MI400X	30%	
		Chip 수 (K)	MI350X	735	
			MI400X	225	
			Total	960	20%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		10	0%
		비중	Gaudi3	100%	
		Chip 수 (K)	Gaudi3	200	0%
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	18	
		CoWoS (K)		562	87%
		Chip 수 (K)		10,285	37%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		19,672	22%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 생산량이 수요량을 앞설 듯

- CY25 HBM 실수요량은 24.6억 GB로 YoY 136% 증가할 전망임. CY25 업계 생산량 계획치는 29.3억 GB (SK하이닉스 16.2억, 삼성전자 8.1억, Micron 5.0억)로 연초 계획치인 37.5억 GB에서 대폭 하향되었으나 여전히 생산량이 수요량을 상회. 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 현재 HBM 구매는 과거와 달리 전혀 어렵지 않은 상황임

- 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 20.8억 GB로 YoY 43% 증가하고 전체 실수요량은 40.7억 GB로 65% 증가할 전망. 이는 CY25의 실수요량 증가율 대비 크게 하락. Rubin의 HBM 탑재량이 B300 대비 증가하지 못하는 것이 주요 원인

- HBM 업체들의 Capa 증설 전망에 기반해 현재 예상되는 CY26 HBM 생산량은 44억 GB (SK하이닉스 18.8억, 삼성전자 15.1억, Micron 10.0억) 수준으로 추정되어 CY26에도 실수요량을 상회할 듯

<표5> CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

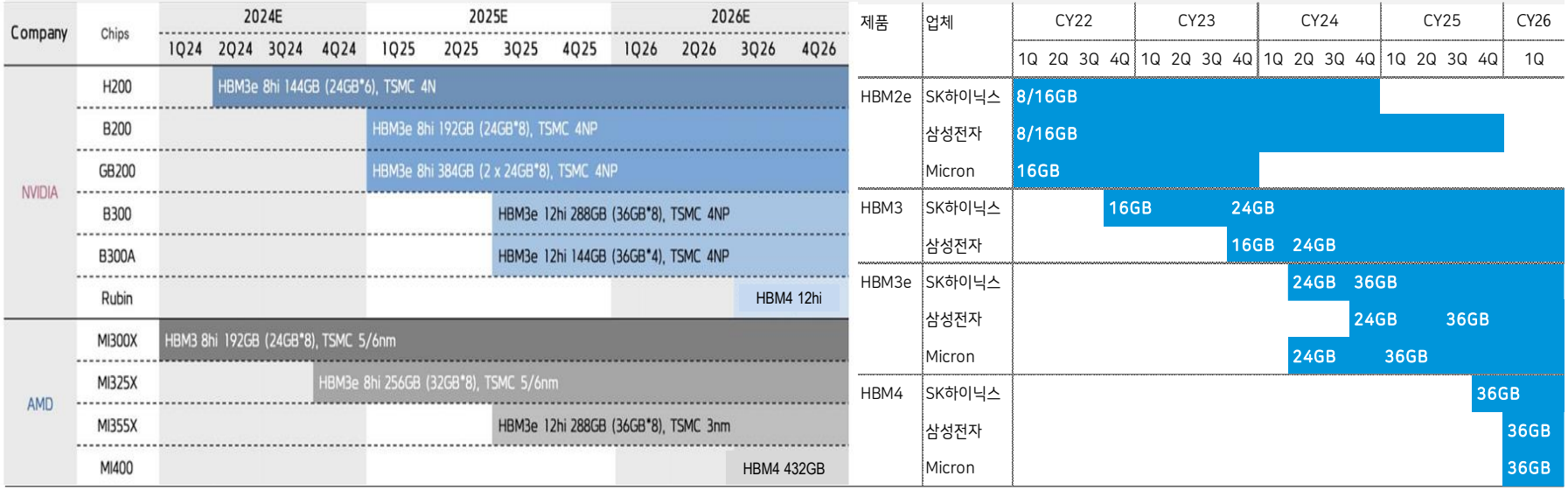
	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	226	HBM3E	24	6	144	33	
		New H20	452	HBM3E	24	6	144	65	
		B200	2,340	HBM3E	24	8	192	449	
		B200A/B300A	2,808	HBM3E	36	4	144	404	
		B300	1,755	HBM3E	36	8	288	505	
		Total	7,582					1,457	136%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	7,500	HBM3/3E	20	5	100	750	176%
	Total		16,082				153	2,463	136%
CY26	Nvidia	B200	490	HBM3E	24	8	192	94	
		B200A/B300A	980	HBM3E	36	4	144	141	
		B300	1,469	HBM3E	36	8	288	423	
		중국 전용	718	HBM3E	24	6	144	103	
		Rubin	4,571	HBM4	36	8	288	1,316	
		Total	8,228					2,078	43%
	AMD	MI350X	735	HBM3E	36	8	288	212	
		MI400X	225	HBM4	54	8	432	97	
		Total	960					309	34%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	0%
	기타	ASIC/FPGA	10,285	HBM3E/4	25	6	161	1,659	121%
	Total		19,672				207	4,071	65%

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
- 최근 HBM3E 12단 수율이 크게 상승한 Micron은 3Q25부터 HBM3E 12단 공급량이 8단을 상회. 현재 4개 고객사 확보. 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 1Q26에 개시할 예정
- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단 최종 인증 결과는 4Q25 중에 발표될 전망이므로 CY25 내 동사 HBM 판매량의 대폭 증가를 기대하기 어려운 것으로 판단됨. 아직 발열 문제가 남아있는 듯. 1Q26에 공급 예정인 삼성전자 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려 있으며 성공 가능성은 아직 미지수
- 칩 사이즈를 키우고 난이도를 낮춰 재설계된 삼성전자 1C 나노 2nd Version은 R&D 수율이 60%에 도달해 양산 준비 단계에 넘어간 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



자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 가격 및 이익률 하락 가능성

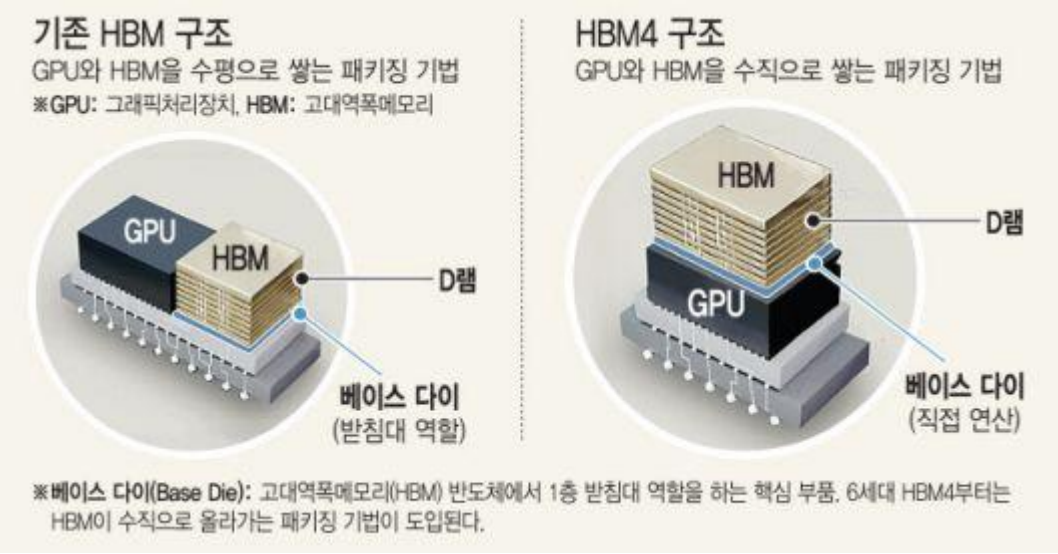
- HBM4의 칩 사이즈 증가, I/O 수 증가, Logic Die 비용 증가, 수율 하락 등을 감안 시 HBM4의 가격은 동일 용량의 3E 대비 40% 가량 상승해야 공급 업체들의 이익률이 유지될 수 있음. 단 최근 시장 소식에 따르면 HBM4 가격 상승률이 현재 HBM3E 가격 대비 20% 수준에 그칠 가능성이 있는 듯

- Nvidia가 동사 GPU 재고 증가와 Rubin 출시 연기에 따라 CY26 HBM 수요에 대해 보수적으로 전망 중이라는 시장 소식 존재. 또한 일부 HBM 업체의 CY26 생산 계획이 하향 조정된 것으로 보임

- Nvidia는 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 기존 HBM 제품 가격을 분기 단위로 인하하거나 또는 HBM4 가격의 프리미엄을 축소시키려 할 가능성이 있는 듯

- 한국 반도체 업체들의 2Q25 DRAM Blended ASP는 고가 HBM 판매 비중 증가에도 불구하고 1% 상승에 그쳤으며, 이는 이미 HBM 가격의 하락이 진행 중일 가능성을 내포하는 것으로 보임

<그림11> HBM4의 구조 변화

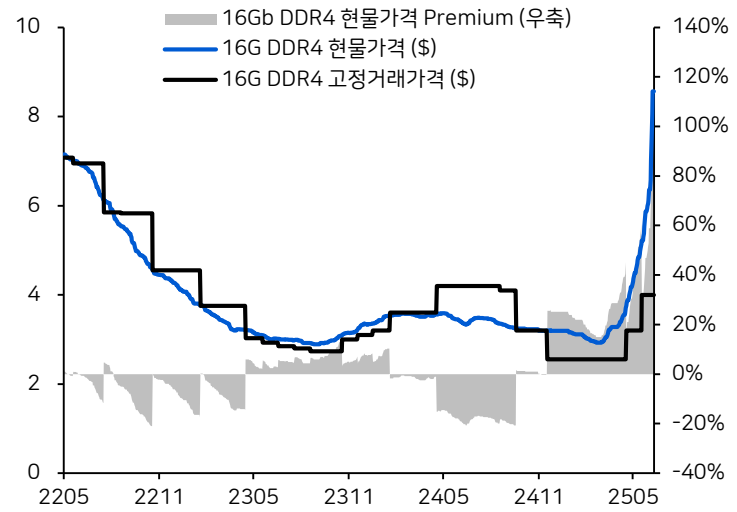


자료 : 이데일리

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

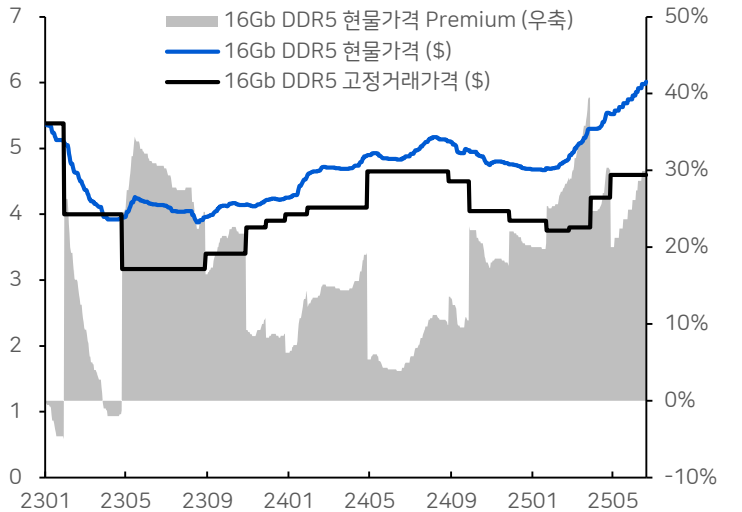
- 현재 한국 업체들의 전체 DRAM (D4, D5, Mobile, HBM 포함) 생산에서 D4 비중은 5~8%. 이는 CY24말의 10% 수준에서 하락한 것임. 또한 삼성전자와 Micron은 올해 7월까지만 D4 주문을 받고 CY25말까지 출하를 종료할 계획임. 이러한 급격한 구세대 DRAM의 생산 축소는 과거에 없던 현상임. 단 특수용 (산업용, 국방용 등) D4 고객들에 대해서는 향후 수년간 공급 지속
- 이에 더해 최근 Intel의 구형 CPU가 시장에 대거 풀린 바 있음. 이에 따라 여전히 남아있는 저가 PC, 서버 생산을 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 24일 현재 D4 16Gb (2Gb x 8) 단품칩의 일중 최저가는 $6.4인데 반해 최고가는 $16.6로 양 가격간 격차가 무려 159%에 달하고 있음

- 또한 동 칩의 현물가격이 $8.6인데 반해 8GB (16Gb 칩 4개로 구성되는) Module의 가격은 $17 수준임. 만약 Module 업체 또는 고객들이 현재 현물가격인 $8.6로 16Gb 칩 4개를 구매해 8GB Module을 구성한다면 총 비용은 $37.5 (칩 구매 비용 $34.5 + 모듈 구성 비용 $3)에 달하게 됨. 이는 현재 시장 가격 대비 무려 2.2배의 비용에 해당

- 이러한 현상을 감안 시 현재 현물가격은 투기성 수요에 크게 좌우되고 있는 것으로 판단되며 실제 현물시장 내 거래량은 감소한 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 전망임. 또한 일부 업체의 D4 생산량 소폭 증가 가능성도 존재. 따라서 D4 가격의 급등이 장기화되기는 어려울 것으로 판단됨

<그림14> DRAM 제품별 7월 24일 현물가격

DRAM Spot Price MORE — Jul.24 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	4.68	9.20	4.68	6.168	-0.55 %
DDR4 16Gb (1Gx16)3200	21.60	15.35	21.50	15.35	15.876	-0.26 %
DDR4 16Gb (2Gx8)3200	16.60	6.40	16.60	6.40	8.622	-0.26 %
DDR4 8Gb (1Gx8) 3200	8.15	3.22	8.15	3.22	5.195	-0.52 %
DDR4 8Gb (512Mx16) 3200	9.00	4.12	9.00	4.12	6.334	-0.17 %

자료 : DRAMeXchange

고정거래가격 전망: 4Q25부터 하락 재개 예상

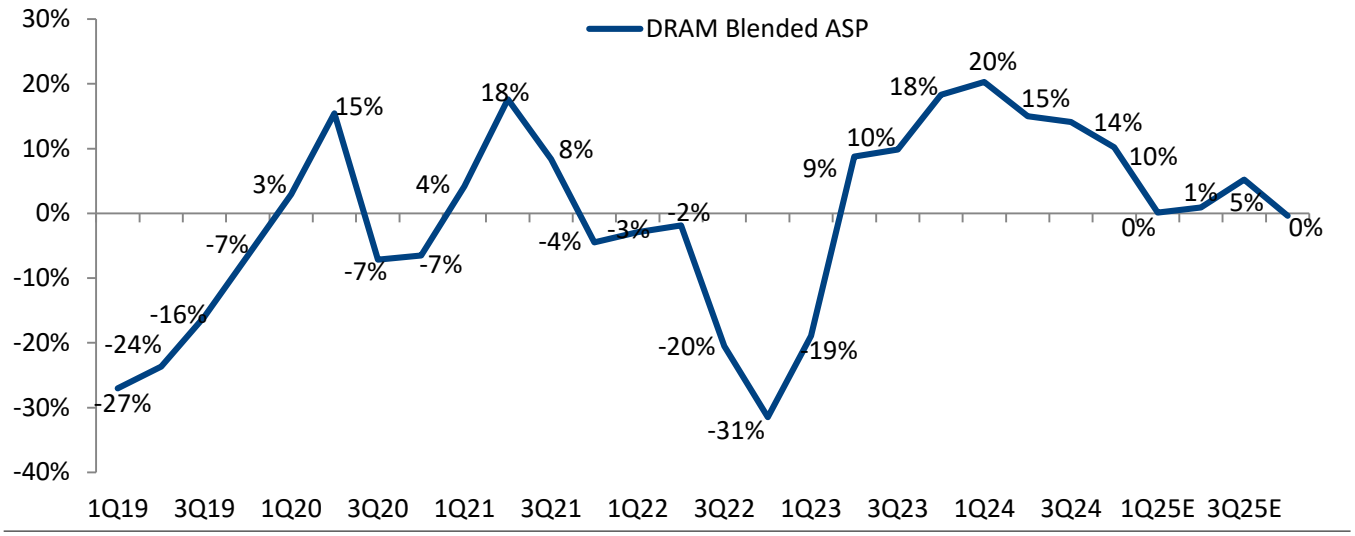
- 2Q25 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격은 5~7% 가량 상승했으나, 한국 반도체 업체들의 DRAM Blended ASP는 1% 상승, NAND Blended ASP는 9% 하락했음. 고가 제품의 판매 비중이 대폭 하락했거나 가격이 하락했을 가능성이 있는 것으로 추정됨

- 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 전망임. 3Q25 DRAM Blended ASP는 한자리수대 중반 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 부과 전 선생산에 따라 크게 증가한 것으로 보임. 또한 유통 채널 내 메모리 반도체 재고는 여전히 매우 높은 수준임

- 2H25에는 Legacy DRAM 생산이 증가하고, 고객들의 과잉 Set 재고 및 관세 부과 전 선구매에 따라 수요 절벽 현상이 나타날 수 있으므로 4Q25 이후 고정거래가격의 하락이 재발생할 것으로 판단됨

<그림15> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정

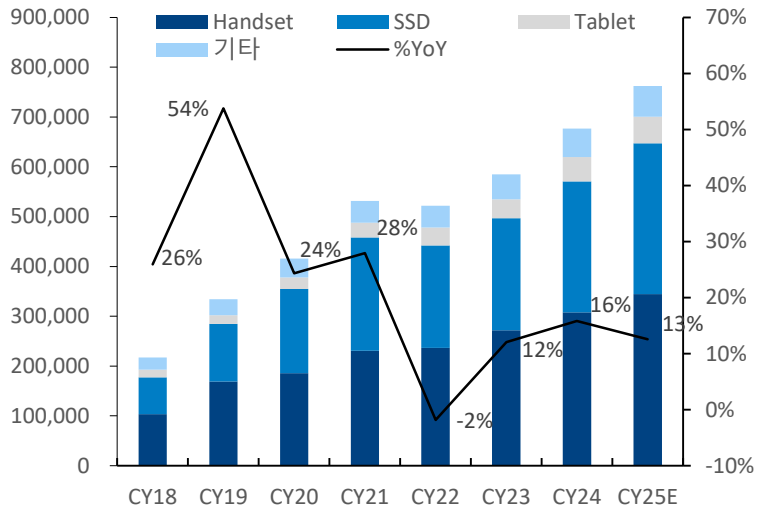


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치 12.6%. 아직 과잉 재고가 문제

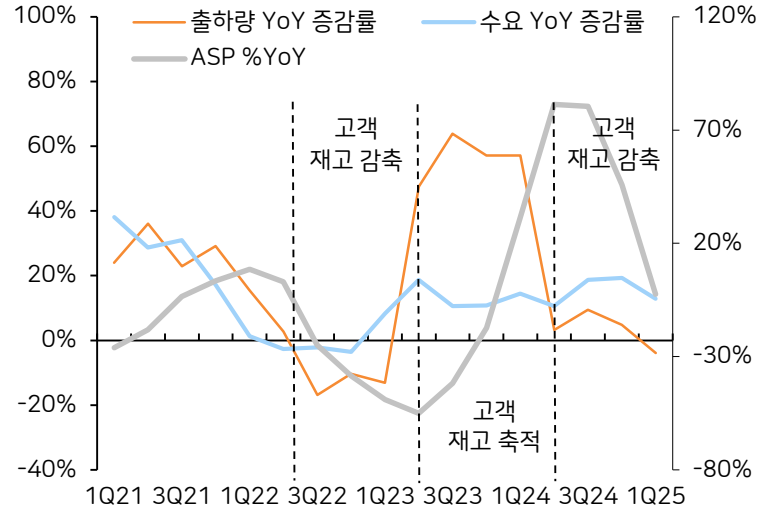
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +12.6%로 예상됨. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +23.9%로 수요 증가율인 +12.4%와 +11.9%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- 3Q24 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 +5.1%를 기록해 수요 증가율 +12.6%를 하회할 전망이나 과잉 재고에 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 업체별로 변화될 듯

- FY25 DRAM Capex는 527.0억 달러로 YoY 19% 증가할 전망이나 HBM 투자액은 회사별로 상향 또는 하향 조정될 듯
- 삼성전자의 1C 나노를 위한 P5 건설 재개는 CY25말부터 시작될 전망이므로 올해 Capex에는 영향이 없을 듯
- CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망임

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

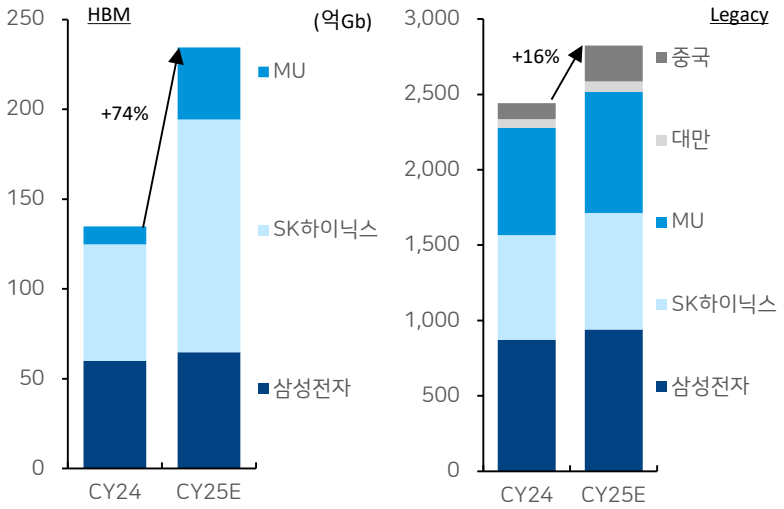
DRAM ($mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	14,481
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	613
PowerChip	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	6,143	7,300	7,688
Swaysure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000
Total	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	28,501	44,292	52,700
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-19%	55%	19%
NAND ($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%
	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

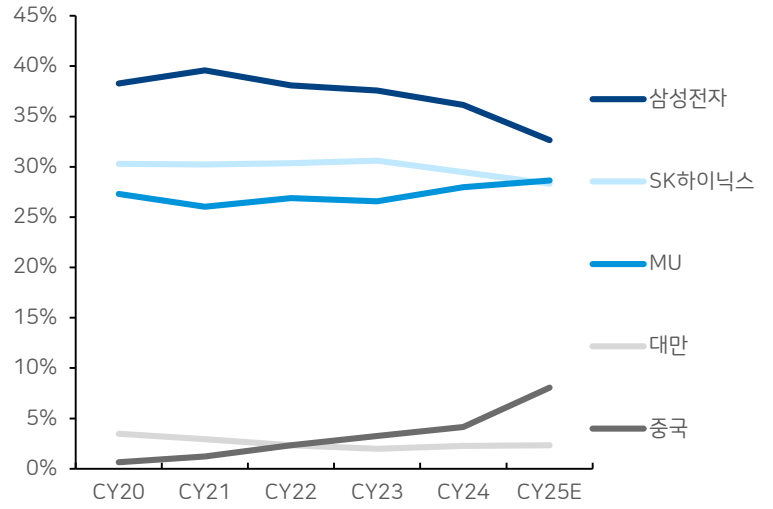
- 삼성전자는 CY25 HBM 생산 증가율이 10% 이하로 대폭 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 8%를 기록할 전망임. SK하이닉스의 CY25 생산량 증가율은 HBM, Legacy DRAM 모두에서 당초 전망치인 100%, 11%가 유지될 듯. Micron의 CY25 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 300%, 11%로 추정됨
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 125% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 4%에서 8%까지 상승할 것으로 추정됨
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 16%와 74%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 18%
- 관세 부과 전 선구매와 공급 제한에 따라 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호했으나, 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

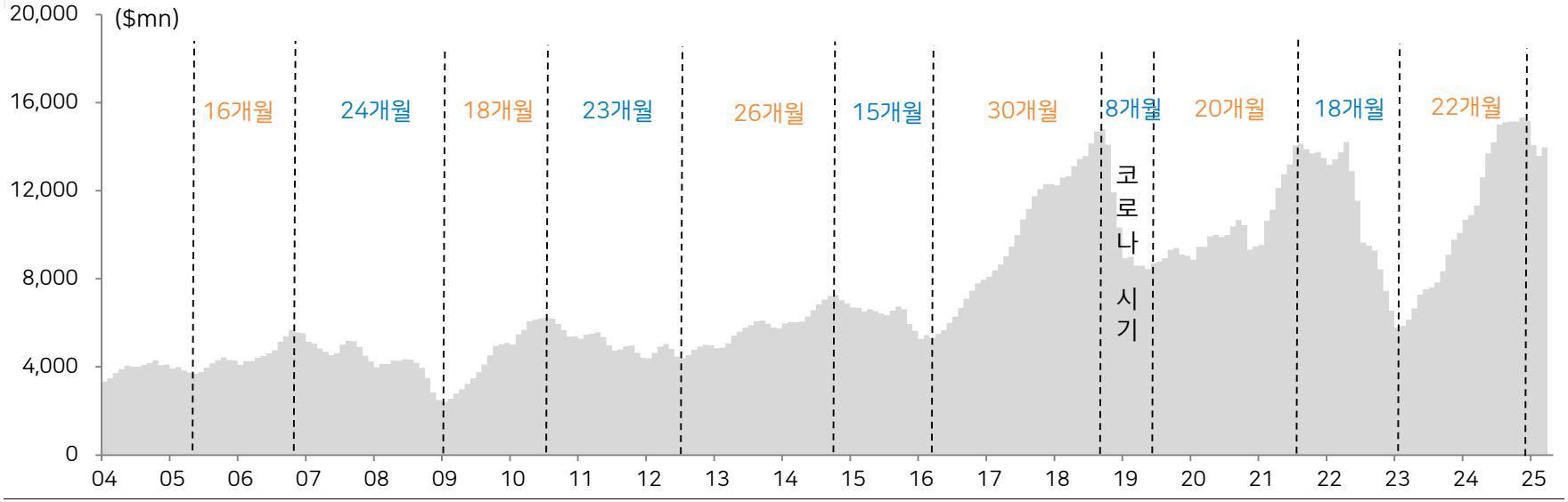


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 싸이클: 4Q25에 하락 싸이클이 재개될 전망

- 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, Legacy DRAM 생산은 증가할 전망이므로 업황이 재악화될 가능성이 높은 듯
- WSTS 통계에 따르면 메모리 반도체 시장 규모는 2Q25부터 재증가하기 시작했으며 3Q25까지는 증가세가 이어질 것으로 전망됨. 시장 규모의 증가세가 지속될 경우, 이번 하락 싸이클은 1개 분기만에 이미 종료되었다는 의미임
- 단 역사적으로 반도체 싸이클은 코로나 시기의 특수한 경우를 제외하면 15~30개월간 지속되었고, 과거 하락 싸이클에서 CY22의 경우처럼 시장 규모가 크게 반등했다 재하락하는 경우가 자주 있었음
- 4Q25 이후 업황이 재둔화될 가능성이 높으므로 아직 메모리 반도체 업황이 상승 싸이클로 전환되지는 않은 것으로 판단됨

<그림20> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간



자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

관세 부과가 미칠 영향: 작지않은 영향이 예상됨

- 한국에 대한 상호 관세가 15%로 결정 난 상황에서 반도체에 대해서는 20% 수준의 개별 관세를 부과할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 한국 반도체에 향후 20%의 개별 관세가 부과될 경우, 미국 Set 업체들의 반도체 구매 비용은 20% 상승하게 되며 이중 1/3인 6.7%를 가격 인상으로 고객에 전가시키고 나머지를 반반씩 Set 업체와 반도체 업체들이 부담하는 것으로 가정한다면 한국 반도체 업체들은 6.7%의 가격 하락을 겪게 됨. 한국 반도체 수출 중 미국향 비중이 15~20% 수준이므로 전체 매출에 미치는 악영향은 이 경우 1.0~1.3%에 불과함
- 반도체를 탑재하는 IT Set에 대해서 국가별 상호관세는 면제하나 반도체에 준하는 품목 관세 (20% 수준?)를 부과할 수 있을 것으로 판단됨. 전체 서버, 스마트폰, PC 시장에서 미국 비중은 각각 56%, 10%, 25%이며 이에 품목 관세 20%를 감안하면, 관세 부과에 따라 전세계 서버, 스마트폰, PC Set 가격은 각각 11%, 2%, 5% 상승하는 효과. 비용 상승분의 1/3을 반도체 업체들이 부담하는 것으로 가정할 경우, 반도체 가격하락 압력은 서버 4%, 스마트폰 1%, PC 2%. 이에 한국 반도체 업체들의 매출 중 각 부문이 차지하는 비중을 고려하면 관세 부과는 한국 반도체 업체들의 매출을 2.0% 하락시키는 영향
- 다만 이에는 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 매출에 미칠 실제 영향은 3% 수준에 그치지 않을 수 있음
- 미국과 중국의 상호 국가 관세율이 현재의 55%, 10%에서 어떻게 변화될지도 향후 반도체 수요 및 가격에 큰 영향을 미칠 전망임

<표7> 상호 관세가 한국 반도체 매출에 미칠 간접적 영향

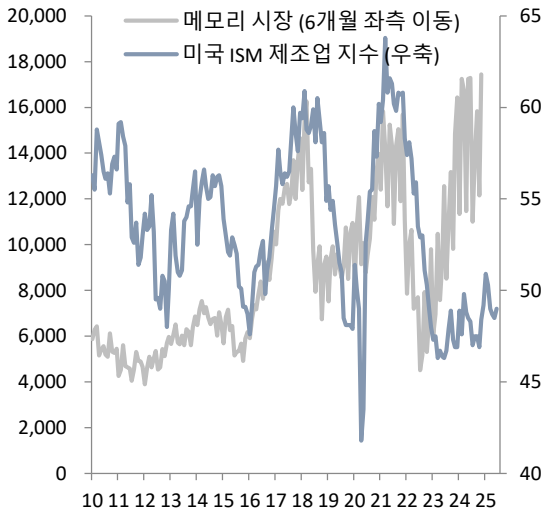
	미국 비중	전체 Set 비용 상승률	반도체 가격 예상 하락율	한국 반도체 매출 중 비중	매출 감소율
서버	56%	11%	4%	40%	1.5%
스마트폰	10%	2%	1%	36%	0.2%
PC	25%	5%	2%	14%	0.2%
					2.0%

자료 : Counterpoint, IDC, 각사 자료, iM증권 리서치본부

경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

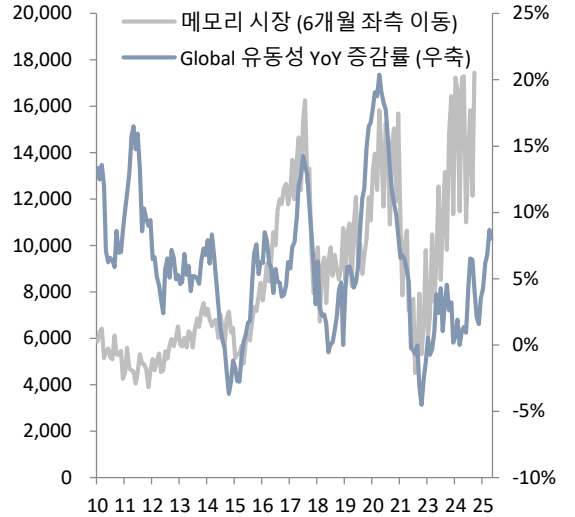
- 역사적으로 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수를 6개월 후행해온 반도체 시장 규모 (업황)는 동 경기선행지표들의 그간 하락세를 반영하며 CY25 1월부터 둔화
- 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 반도체 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월부터 하락 추세에 진입
- 만약 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수의 신호로 해석될 수 있음
- 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더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

<그림21> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



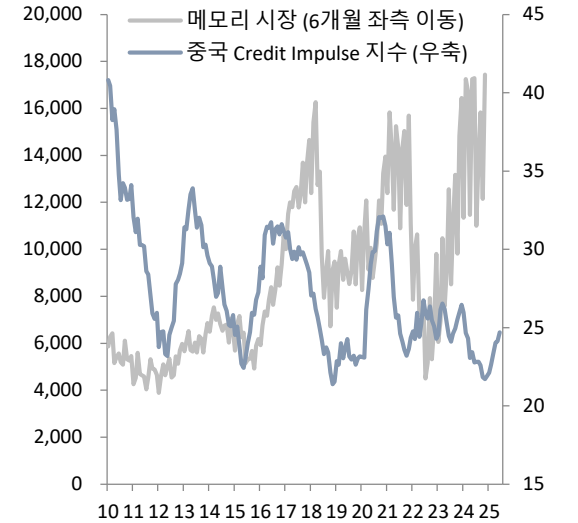
자료 : Datastream, WSTS

<그림22> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림23> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

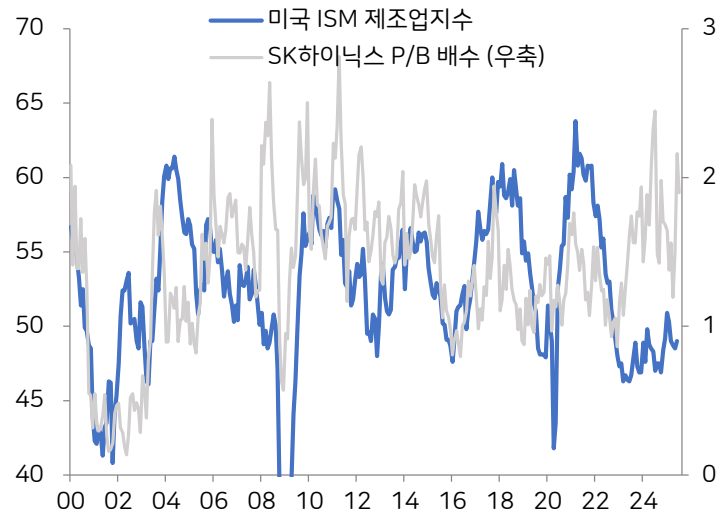


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 6월에 소폭 반등했으나…

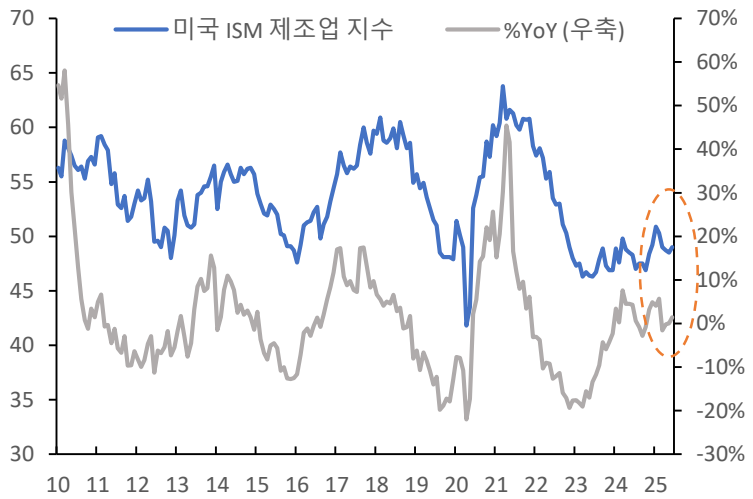
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 2월 (50.3)부터 5월 (48.5)까지 하락하다 6월 (49.0)에 소폭 반등
- 6월의 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 역사적으로 동 경기선행지표와 높은 상관 관계를 보여온 반도체 주가 역시 추세 상승할 것으로 전망됨
- 단 6월 지수의 세부 지표를 보면 생산 (45.4 -> 50.3)의 급증을 제외하면 신규 주문 (47.6 -> 46.4)과 고용 (46.8 -> 45.0)에서 전월대비 악화된 것으로 나타났음. 신규 주문의 부진에도 불구하고 생산이 급증한 것은 관세 부과 전 재고 축적을 의미
- 관세 부과가 현실화될 경우 장기적인 측면에서 가격을 제외한 신규 주문, 생산, 고용의 하락이 나타날 가능성이 높음
- 8월 이후 관세 부과의 영향이 본격화될 수 있고 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

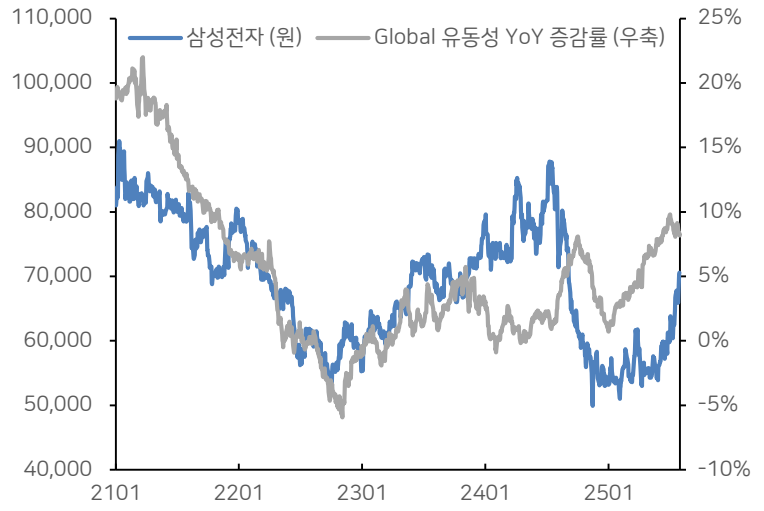


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

Global 유동성 증감률: 추세 상승은 쉽지 않을 듯

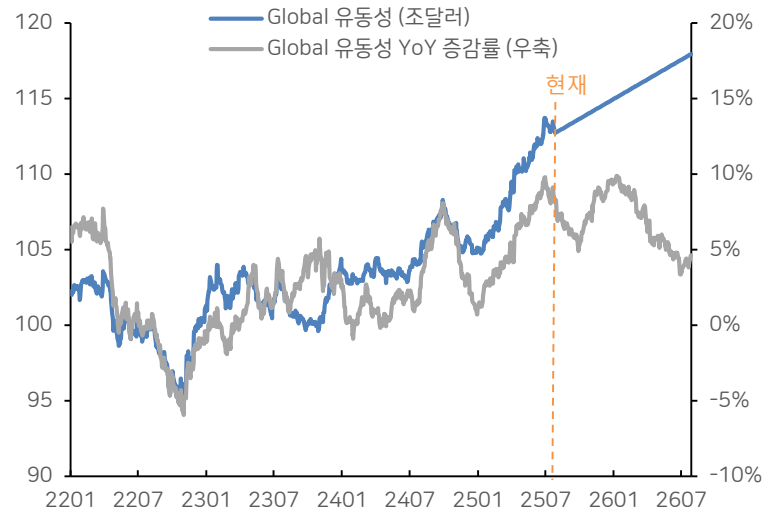
- 업체별 경쟁력 차이에 따라 주가 상승폭과 하락폭에 차이가 있으나 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 5월, 6월에는 달러 약세에 따라 달러 표시 Global 유동성과 YoY 증감률이 빠르게 상승했으며 이는 한국 반도체 주식과 같은 위험 자산에 대한 선호도 및 주가의 상승으로 이어진 듯
- 향후 Global 유동성의 급증 여부에는 달러 약세의 장기화 가능성이 일부 영향을 미칠 전망임
- 다만 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락 (3Q25), 반등 (4Q25), 재하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

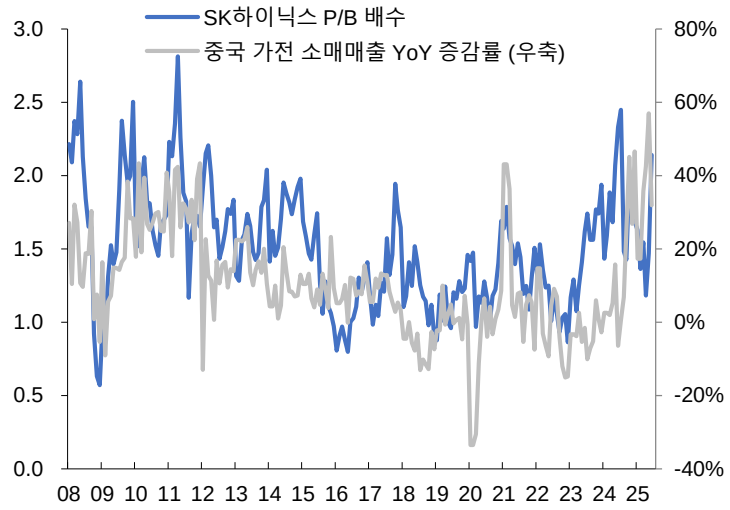


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

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

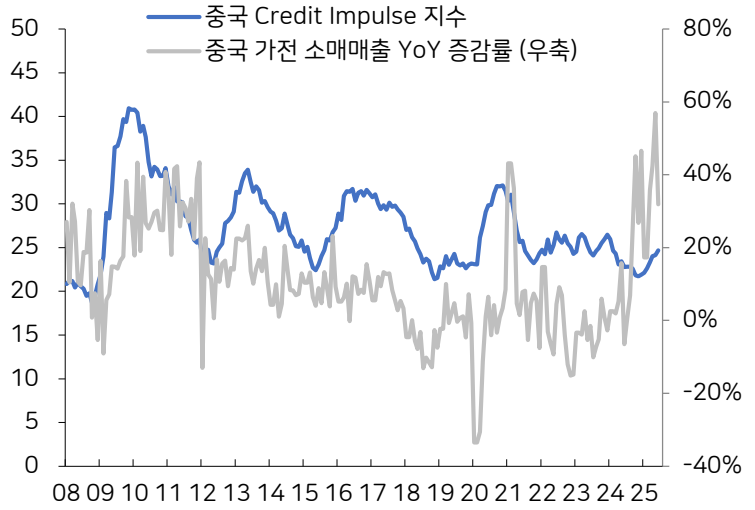
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승세
- CY24 11월까지 하락하던 중국 Credit Impulse 지수는 12월부터 6월까지 반등하며 중국 경기 회복에 대한 기대감을 불러 일으키는 중

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



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

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

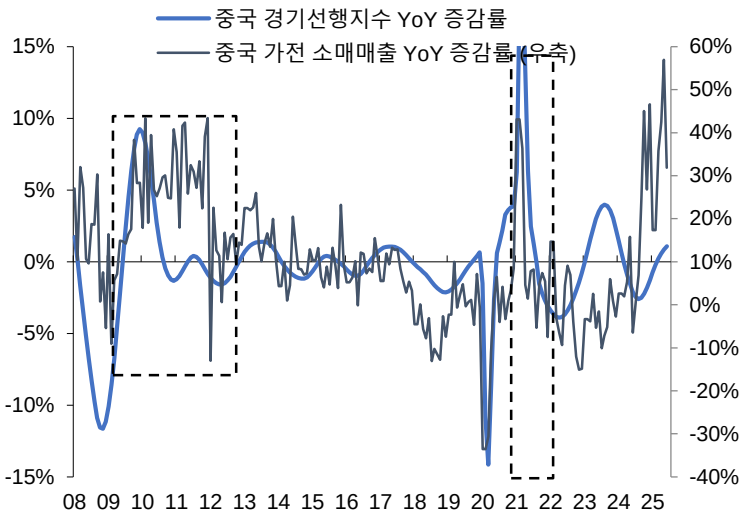


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

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

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY24 11월 이후 CY25 3월까지의 하락세에서 벗어나 6월까지 전반적으로 회복세
- 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 미국의 중국에 대한 고관세율이 유지되거나 중국이 미국발 경기 둔화의 영향을 받는다면 중국 경기의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음

<그림30> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

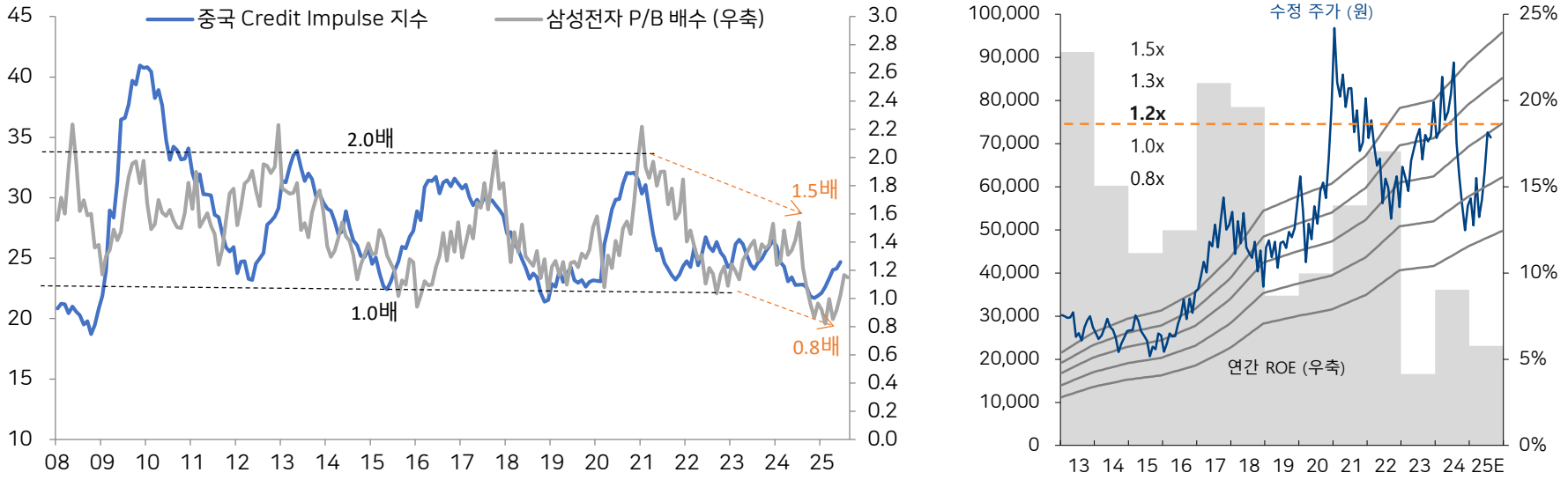
<그림31> 중국 M2 YoY 증감률 추이

자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 추격 매수보다는 저점 매수 전략

- 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.54배였으며 저점 주가는 0.82배로 최근 하향 조정된 P/B 밴드의 중간 배수는 1.2배. 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 중간 배수 수준에 근접
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 1.0배를 적용할 경우 62,000원의 주가 도출. 따라서 6만원대 초중반 주가는 장기 측면에서 Valuation Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨
- 장기적인 측면에서 Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 HBM에서의 확실한 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망임
- 또한 6개월 내 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부도 아직 불확실하므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯

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

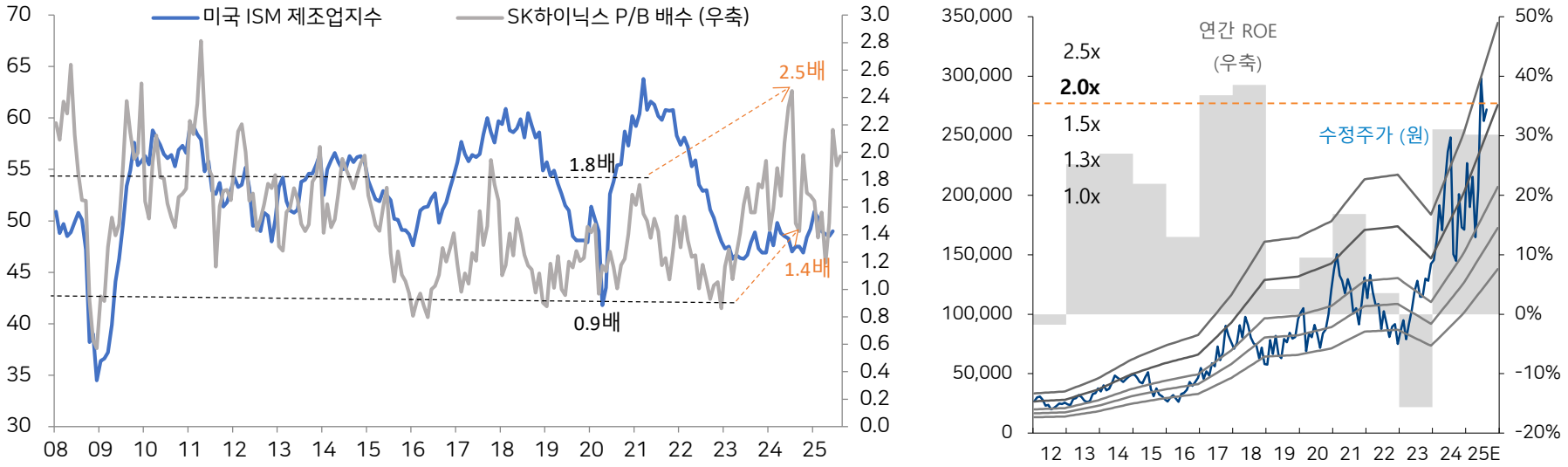


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 추격 매수는 부담스러운 구간

- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 최근 싸이클에서 동사 고점 P/B 배수는 기존의 1.8배에서 2.5배까지 상승. 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.4배 (20만원) 수준에서 형성
- 최근 전고점 배수는 2.1배로 새로운 동사 P/B 밴드의 중간 배수 수준이었음
- 경쟁사의 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호하고, 당분간 동사의 경쟁 우위는 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 단 HBM 업황 둔화가 확실해지거나 2H25 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수는 부담스러운 상황인 듯

<그림33> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

경쟁력 회복 조짐 발생 중이나 아직 확인할 것들이 있음

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	85,000원(상향)
종가(2025.07.31)	71,400원
상승여력	19.0 %

Stock Indicator	
자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	477,663십억원
외국인지분율	50.7%
52주 주가	49,900~83,900원
60일평균거래량	18,257,490주
60일평균거래대금	1,112.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.4	30.8	38.5	-13.5
상대수익률	15.5	3.5	9.3	-30.9

[투자포인트]

■ 동사 1C 나노 DRAM이 이전 세대들보다 빠르게 양산 단계에 진입할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 대규모 적자를 발생시키고 있는 Foundry 부문에서도 수년만에 대형 계약이 체결되었다. 동사의 경쟁력이 최근에 회복되는 조짐이 일부 발생 중이며 이를 감안해 동사에 대한 목표주가를 85,000원으로 상향 조정한다.

■ 단 엔비디아향 HBM3E12단 인증의 최종 결과는 4Q25 중에나 발표될 전망이고 발열 문제가 여전한 것으로 알려져 있어 통과 여부를 확신하기는 아직 이르다. 또한 성공적인 양산 진입에도 불구하고 1C 나노 베이스 HBM4의 특성들이 엔비디아의 기준에 부합할 수 있을지 아직 알 수 없다. 가장 중요한 HBM 부문의 경쟁력 회복 여부를 확신하기엔 아직 시간이 좀더 필요한 것으로 보인다.

■ 테슬라를 위해 동사가 생산할 제품은 AI6 칩이며 동 계약을 통한 본격 매출 발생 시기는 빨라도 CY27일 것으로 추정된다. Foundry 본격 회복을 위해서는 최신 미세공정에서 대형 고객들의 주문을 추가로 확보할 필요가 있다.

■ 동사 3Q25 영업이익은 DRAM ASP 상승, 계절적인 IT 수요 개선에 따라 8.5조원으로 개선될 전망이다. 단 4Q25에는 계절적 요인, 관세 부과 전 선구매에 따른 수요 둔화 등에 따라 실적이 재둔화될 것으로 보인다. 또한 2H25 이후 실적 전망에는 스마트폰, 반도체 등에 대한 관세 부과의 영향을 감안할 필요가 있다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	312,179	302,814	333,095
영업이익(십억원)	32,726	25,890	22,872	28,022
순이익(십억원)	33,621	23,539	21,033	25,546
EPS(원)	4,950	3,465	3,096	3,761
BPS(원)	57,663	62,170	66,308	71,111
PER(배)	10.7	21.0	23.4	19.3
PBR(배)	0.9	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	9.0	5.8	4.8	5.5
배당수익률(%)	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	3.5	4.9	4.3	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표8> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	FY23	FY24	FY25E
전사	**매출**	**71,916**	**74,068**	**79,099**	**75,788**	**79,141**	**74,566**	**82,352**	**76,121**	**258,935**	**300,871**	**312,179**
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	26,000	25,500	29,971	28,510	78,543	114,284	109,981
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	32.9%	34.2%	36.4%	37.5%	30.3%	38.0%	35.2%
	영업이익	**6,606**	**10,444**	**9,183**	**6,493**	**6,685**	**4,676**	**8,543**	**5,985**	**6,567**	**32,726**	**25,890**
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	6.3%	10.4%	7.9%	2.5%	10.9%	8.3%
DS	**매출**	**23,141**	**28,560**	**29,271**	**30,101**	**25,100**	**27,924**	**30,657**	**29,214**	**66,595**	**111,073**	**112,895**
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	5,450	5,182	8,120	7,513	984	32,774	26,265
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	21.7%	18.6%	26.5%	25.7%	1.5%	29.5%	23.3%
	영업이익	**1,913**	**6,450**	**3,860**	**2,895**	**1,057**	**406**	**3,305**	**2,640**	**-14,873**	**15,118**	**7,407**
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	4.2%	1.5%	10.8%	9.0%	-22.3%	13.6%	6.6%
SDC	**매출**	**5,390**	**7,650**	**8,000**	**8,100**	**5,910**	**6,400**	**7,319**	**7,388**	**30,969**	**29,140**	**27,016**
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	5,999	5,365	5,444	6,000	5,831	24,321	23,218	22,640
	매출총이익률	93.7%	75.8%	79.7%	74.1%	90.8%	85.1%	82.0%	78.9%	78.5%	79.7%	83.8%
	영업이익	**340**	**1,010**	**1,510**	**900**	**500**	**501**	**979**	**575**	**5,569**	**3,760**	**2,555**
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	8.5%	7.8%	13.4%	7.8%	18.0%	12.9%	9.5%
MX/네트워크	**매출**	**33,530**	**27,380**	**30,520**	**25,800**	**37,006**	**29,207**	**33,037**	**27,895**	**112,409**	**117,229**	**127,146**
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	12,438	9,922	11,412	9,690	37,462	39,831	43,462
	매출총이익률	33.2%	33.5%	34.4%	34.9%	33.6%	34.0%	34.5%	34.7%	33.3%	34.0%	34.2%
	영업이익	**3,510**	**2,230**	**2,820**	**2,101**	**4,300**	**3,100**	**3,513**	**2,353**	**13,011**	**10,661**	**13,266**
	영업이익률	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	11.6%	10.6%	10.6%	8.4%	11.6%	9.1%	10.4%
VD/가전	**매출**	**16,680**	**18,040**	**17,670**	**18,304**	**17,900**	**17,915**	**17,701**	**18,140**	**70,830**	**70,695**	**71,656**
(하만 포함)	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	12,438	9,922	11,412	9,690	37,462	39,831	43,462
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	49.2%	69.5%	55.4%	64.5%	53.4%	52.9%	56.3%	60.7%
	영업이익	**770**	**811**	**890**	**600**	**600**	**704**	**643**	**421**	**2,432**	**3,071**	**2,369**
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.3%	3.4%	3.9%	3.6%	2.3%	3.4%	4.3%	3.3%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표9> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	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	1,380	1,370	1,278	1,305	1,368	1,398
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	21,532	21,650	23,960	26,005	24,628	73,875	81,698	93,131	96,243
	%QoQ / % YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-11%	1%	11%	9%	-5%	-3%	11%	14%	3%
	1Gb 기준 ASP ($)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4
	%QoQ / % YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	20%	-15%	1%	7%	1%	-14%	-44%	62%	10%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,827	8,739	10,156	9,734	28,143	17,279	32,008	36,456
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-14%	12%	16%	-4%	-17%	-39%	85%	14%
	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	11,379	12,242	14,016	13,336	35,957	22,541	43,771	50,973
	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-11%	8%	14%	-5%	-7%	-37%	94%	16%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	3,558	3,078	5,461	5,102	16,063	-985	12,744	17,198
	영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	31%	25%	39%	38%	45%	-4%	29%	34%
NAND	16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	50,275	47,185	138,772	158,613	178,991	182,882
	%QoQ / % YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	5%	-6%	3%	14%	13%	2%
	16Gb 기준 ASP ($)	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%	-4%	1%	-5%	-17%	-47%	63%	-16%
	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	6,753	6,021	25,208	15,410	28,387	24,357
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	6%	-11%	-14%	-39%	84%	-14%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	9,319	8,248	32,232	20,073	38,752	34,071
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	4%	-11%	-4%	-38%	93%	-12%
	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-166	-288	-100	-753	4,807	-11,296	7,189	-1,307
	영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	-1%	-9%	15%	-56%	19%	-4%
System LSI	매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,075	5,997	6,700	7,260	7,568	29,924	22,460	26,546	27,526
	%QoQ / % YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	1%	-15%	12%	8%	4%	39%	-25%	18%	4%
	영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-2,390	-2,365	-2,393	-2,053	-1,696	2,948	-2,571	-5,410	-8,507
	영업이익률	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-25%	-34%	-39%	-36%	-28%	-22%	10%	-11%	-20%	-31%
디스플레이	출하량 (백만개)	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	189.0	198.4	840.0	716.0	747.0	684.5
	%QoQ / % YoY	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	20%	5%	-20%	-15%	4%	-8%
	ASP ($)	33	32	34	33	28	29	29	28	29	29	28	27	32	33	29	28
	%QoQ / % YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	-3%	-3%	20%	5%	-14%	-1%
	매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,304	5,393	26,555	23,766	21,312	19,329
	%QoQ / % YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	16%	2%	-4%	-11%	-10%	-9%
	매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	7,319	7,388	34,380	30,969	29,140	27,016
	%QoQ / % YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	14%	1%	8%	-10%	-6%	-7%
	중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-31	-38	-1,153	-116	-215	-153
	영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-15%	-7%
	소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	956	540	546	1,010	612	7,105	5,686	3,975	2,708
	영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	15%	22%	19%	14%	11%
	전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	900	500	501	979	575	5,952	5,569	3,760	2,555
	영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	11%	8%	8%	13%	8%	17%	18%	13%	9%
휴대폰 /Tablet	출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	67.2	61.1	300.1	260.9	260.3	264.4
	%QoQ / % YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	1%	-9%	-5%	-13%	0%	2%
	ASP ($)	335	300	318	284	353	305	325	289	355	303	345	320	287	310	319	331
	%QoQ / % YoY	30%	-10%	6%	-11%	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	14%	-7%	4%	8%	3%	4%
	매출 (백만불)	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,208	19,561	86,065	80,891	83,063	87,615
	%QoQ / % YoY	31%	-21%	17%	-18%	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	15%	-16%	-1%	-6%	3%	5%
	매출 (십억원)	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	32,026	26,798	110,754	105,126	113,105	122,959
	%QoQ / % YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	13%	-16%	11%	-5%	8%	9%
	영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,438	2,270	10,577	12,899	10,518	12,849
	영업이익률	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.7%	8.5%	9.5%	12.3%	9.3%	10.4%
TV	출하량 (백만개)	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.4	10.3	39.0	36.7	37.6	36.8
	%QoQ / % YoY	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	11%	10%	-8%	-6%	3%	-2%
	ASP ($)	556	603	538	558	558	564	519	524	529	535	492	492	590	563	540	511
	%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	4,518	4,614	5,075	23,023	20,632	20,308	18,793
	%QoQ / % YoY	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	2%	10%	-5%	-10%	-2%	-7%
	매출 (십억원)	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,367	6,953	29,702	26,842	27,740	26,316
	%QoQ / % YoY	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	1%	9%	6%	-10%	3%	-5%
	영업이익 (십억원)	566	598	380	350	388	298	383	361	376	126	127	139	1,428	1,895	1,431	767
	영업이익률	9%	9%	6%	5%	6%	4%	6%	5%	6%	2%	2%	2%	5%	7%	5%	3%
기타	매출 (십억원)	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,394	5,848	5,659	5,691	5,751	6,045	5,829	29,284	30,922	21,817	23,317
	영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	548	620	675	691	349	1,601	1,056	2,494	2,335
Total	매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	82,352	76,121	302,231	258,935	300,871	312,179
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	10%	-8%	8%	-14%	16%	4%
	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	8,543	5,985	43,377	6,567	32,726	25,890
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	8%	6%	10%	8%	14%	3%	11%	8%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	227,062	262,392	307,102	352,528
현금 및 현금성자산	53,706	84,230	131,272	159,213
단기금융자산	58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권	53,246	55,247	53,590	58,949
재고자산	51,755	53,700	52,089	57,298
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	554,250	591,871	637,284
유동부채	93,326	101,849	110,842	123,002
매입채무	12,370	12,835	12,450	13,695
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	120,862	129,855	142,016
지배주주지분	391,688	422,302	450,411	483,033
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	384,283	395,547	411,323
기타자본항목	15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분	10,504	11,086	11,605	12,235
자본총계	402,192	433,388	462,016	495,268

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	300,871	312,179	302,814	333,095
증가율(%)	16.2	3.8	-3.0	10.0
매출원가	186,562	202,198	198,343	215,746
매출총이익	114,309	109,981	104,471	117,350
판매비와관리비	81,583	84,091	81,598	89,327
연구개발비	34,998	36,314	35,224	38,747
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	32,726	25,890	22,872	28,022
증가율(%)	398.3	-20.9	-11.7	22.5
영업이익률(%)	10.9	8.3	7.6	8.4
이자수익	16,703	16,179	17,591	18,606
이자비용	12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)	751	751	751	751
기타영업외손익	335	377	377	377
세전계속사업이익	37,530	30,150	28,737	34,902
법인세비용	3,078	6,030	7,184	8,725
세전계속이익률(%)	12.5	9.7	9.5	10.5
당기순이익	34,451	24,120	21,553	26,176
순이익률(%)	11.5	7.7	7.1	7.9
지배주주귀속 순이익	33,621	23,539	21,033	25,546
기타포괄이익	16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익	51,296	40,965	38,398	43,021
지배주주귀속총포괄이익	50,061	39,978	37,472	41,985

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	72,983	71,686	78,202	69,996
당기순이익	34,451	24,120	21,553	26,176
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	30,525	47,042	27,941
기초현금및현금성자산	69,081	53,706	84,230	131,272
기말현금및현금성자산	53,706	84,230	131,272	159,213

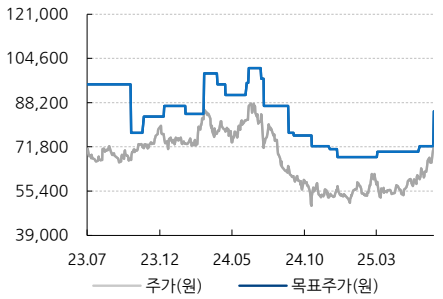
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	4,950	3,465	3,096	3,761
BPS	57,663	62,170	66,308	71,111
CFPS	11,226	10,288	10,136	10,495
DPS	1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)				
PER	10.7	21.0	23.4	19.3
PBR	0.9	1.2	1.1	1.0
PCR	4.7	7.1	7.2	6.9
EV/EBITDA	3.5	4.9	4.3	3.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.0	5.8	4.8	5.5
EBITDA이익률	25.0	23.1	23.3	22.1
부채비율	27.9	27.9	28.1	28.7
순부채비율	-23.2	-28.6	-37.0	-41.3
매출채권회전율(x)	6.2	5.8	5.6	5.9
재고자산회전율(x)	5.8	5.9	5.7	6.1

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

삼성전자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			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	-10.0%	0.8%
2025-07-31	Buy	85,000		



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)

[투자비율등급 공시 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

SK하이닉스(000660)

HBM 업황 둔화 진행 중인 듯

Hold(Maintain)

목표주가(12M)	280,000원(유지)
종가(2025.07.31)	273,500원
상승여력	2.4 %

Stock Indicator	
자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	191,829십억원
외국인지분율	55.1%
52주 주가	152,800~300,000원
60일평균거래량	3,607,676주
60일평균거래대금	898.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.8	48.5	32.3	35.4
상대수익률	-15.7	21.2	3.0	17.9

[투자포인트]

■ 한국 반도체 업체들의 2Q25 DRAM Blended ASP는 모두 1% 상승에 그쳤다. D5의 고정거래가격은 5~10% 가량 상승한 것으로 보이고 D4의 가격은 대폭 상승했음에도 불구하고 ASP가 1% 상승에 그쳤다면 이는 2Q25 고가 HBM 판매 비중이 크게 하락했거나 또는 HBM 가격이 하락했을 가능성을 제시하는 것으로 판단된다.

■ 경쟁사는 2Q25 실적 발표에서 HBM 3E 공급이 수요를 상회 중이고 이에 따라 가격이 하락할 수 있음을 언급했다. 이미 HBM 가격이 하락세에 진입했을 가능성이 있는 것으로 추정된다. 또한 CoWoS Capa 할당량과 AI 반도체 들의 Net Die 수에 기반하면 CY26 AI 반도체 생산량 증가율은 22%로 CY25의 57%에서 하락할 것으로 예상된다. CY26 HBM 수요 증가율 역시 65%로 CY25의 136%에서 하락할 전망이다.

■ 동사 3Q25 영업이익은 10.2조원으로 개선될 것으로 예상된다. DRAM ASP가 5% 상승하고 NAND ASP 역시 안정될 전망이다. 단 3Q25 이후 동사 실적에 있어서 불확실성은 조만간 결정될 반도체 품목 관세의 영향이다. 관세율의 수준과 관세 부과에 따른 악영향을 미국 수입 업체들이 어느 정도나 분담해 줄 것인지가 관건이다.

■ 2H25에는 일부 업체들의 D5 생산이 증가하는 반면, 관세 부과 전 선생산에 기인한 과잉 Set 재고와 경기 둔화에 따른 수요 절벽 현상이 나타날 수 있다. 4Q25부터는 반도체 업황이 재둔화될 가능성이 존재한다.

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	84,296	77,552	89,185
영업이익(십억원)	23,467	35,619	27,707	31,968
순이익(십억원)	19,789	26,324	19,459	22,878
EPS(원)	27,182	36,159	26,729	31,426
BPS(원)	101,515	137,969	164,992	196,711
PER(배)	6.4	7.3	9.9	8.4
PBR(배)	1.7	1.9	1.6	1.3
ROE(%)	31.1	30.2	17.6	17.4
배당수익률(%)	0.7	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.8	3.8	3.7	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	18,774	23,391	23,978	22,515	58,858	66,563	75,982	88,658
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-8.5%	24.6%	2.5%	-6.1%	1.0%	13.1%	14.1%	16.7%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.51	0.51	0.53	0.53	0.39	0.25	0.43	0.52
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	0.1%	0.9%	4.7%	-0.1%	-16.6%	-36.8%	75.7%	20.5%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,485	11,926	12,803	12,012	22,923	16,390	32,878	46,227
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,379	40,234	40,597	36,972	106,710	131,867	130,645	141,183
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-18.6%	72.1%	0.9%	-8.9%	45.7%	23.6%	-0.9%	8.1%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.10	0.09	0.09	0.09	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-19.5%	-9.0%	1.0%	-5.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-20.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,331	3,650	3,720	3,218	11,400	7,982	15,093	12,919
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	15,870	16,814	15,490	34,857	24,935	48,464	60,306
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,454	1,401	1,380	1,370	1,280	1,314	1,366	1,398
연결기준 매출 (십억원)	**12,430**	**16,423**	**17,573**	**19,767**	**17,639**	**22,232**	**23,203**	**21,222**	**44,622**	**32,766**	**66,193**	**84,296**
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	7,537	10,249	10,201	9,467	28,994	33,299	34,364	37,453
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	10,102	11,983	13,002	11,755	15,628	-533	31,829	46,843
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,661	2,770	2,812	2,980	8,818	7,197	8,361	11,224
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**	**9,213**	**10,190**	**8,775**	**6,809**	**-7,730**	**23,467**	**35,619**
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	43.9%	41.4%	15.3%	-23.6%	35.5%	42.3%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	7,401	9,387	10,318	9,324	8,908	1,021	21,140	36,430
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	53.7%	56.2%	58.4%	56.7%	30.3%	4.7%	47.0%	56.4%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	21	-190	-144	-563	-2,163	-8,763	2,345	-875
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	0.6%	-3.7%	-2.8%	-12.8%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-4.8%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	42,279	59,451	74,795	91,266
현금 및 현금성자산	11,205	25,787	45,861	57,881
단기금융자산	3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권	13,299	12,644	7,755	8,919
재고자산	13,314	12,644	11,633	13,378
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	147,027	166,476	189,978
유동부채	24,965	25,588	25,356	25,756
매입채무	2,277	2,900	2,668	3,068
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	46,562	46,330	46,731
지배주주지분	73,903	100,441	120,114	143,206
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	65,418	90,709	109,134	130,978
기타자본항목	341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분	12	23	31	41
자본총계	73,916	100,465	120,146	143,247

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	66,193	84,296	77,552	89,185
증가율(%)	102.0	27.3	-8.0	15.0
매출원가	34,365	37,453	38,776	44,593
매출총이익	31,828	46,843	38,776	44,593
판매비와관리비	8,361	11,224	11,069	12,625
연구개발비	4,436	5,732	5,816	6,689
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	23,467	35,619	27,707	31,968
증가율(%)	흑전	51.8	-22.2	15.4
영업이익률(%)	35.5	42.3	35.7	35.8
이자수익	4,855	2,972	3,466	3,766
이자비용	5,708	5,179	5,179	5,179
지분법이익(손실)	-38	-38	-38	-38
기타영업외손익	1,309	1,740	-	-
세전계속사업이익	23,885	35,113	25,956	30,517
법인세비용	4,088	8,778	6,489	7,629
세전계속이익률(%)	36.1	41.7	33.5	34.2
당기순이익	19,797	26,335	19,467	22,887
순이익률(%)	29.9	31.2	25.1	25.7
지배주주귀속 순이익	19,789	26,324	19,459	22,878
기타포괄이익	1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익	21,044	27,582	20,715	24,135
지배주주귀속총포괄이익	21,036	27,571	20,706	24,125

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	29,796	39,789	38,785	34,731
당기순이익	19,797	26,335	19,467	22,887
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	14,582	20,074	12,020
기초현금및현금성자산	7,587	11,205	25,787	45,861
기말현금및현금성자산	11,205	25,787	45,861	57,881

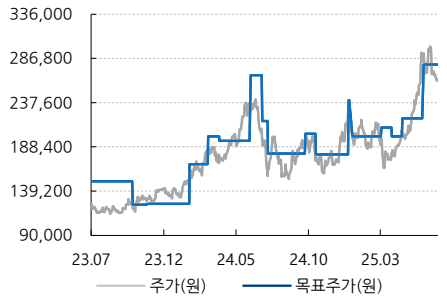
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	27,182	36,159	26,729	31,426
BPS	101,515	137,969	164,992	196,711
CFPS	44,464	54,336	48,861	55,011
DPS	2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)				
PER	6.4	7.3	9.9	8.4
PBR	1.7	1.9	1.6	1.3
PCR	3.9	4.8	5.4	4.8
EV/EBITDA	3.8	3.8	3.7	3.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	31.1	30.2	17.6	17.4
EBITDA이익률	54.5	58.0	56.5	55.1
부채비율	62.2	46.3	38.6	32.6
순부채비율	14.4	-7.2	-23.0	-27.9
매출채권회전율(x)	6.5	6.5	7.6	10.7
재고자산회전율(x)	4.9	6.5	6.4	7.1

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			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-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)

[투자비율등급 공시 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%