

[반도체]

Neutral

2025.09.03

In-Depth Report

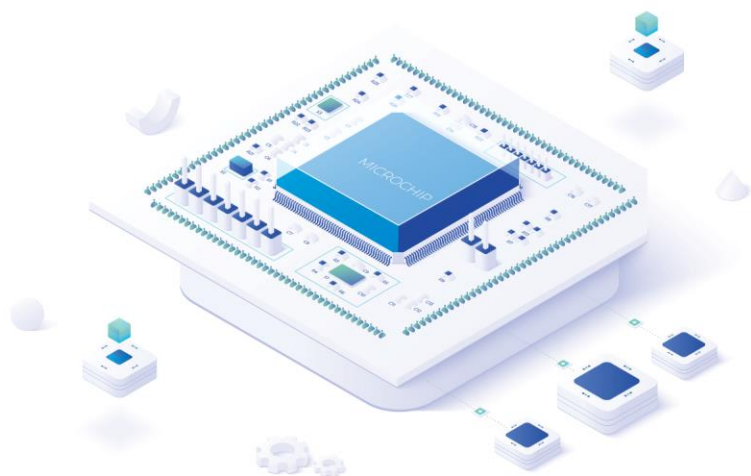
[月刊 반도체 9월]

3Q 저점 매수, 4Q 고점 매도 전략

HBM 업황 둔화 진행 중

[반도체]

송명섭 2122-9207
mssong@imfnsec.com





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	5
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	16
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	23

[기업분석]

삼성전자(005930)	30
SK하이닉스(000660)	42

Summary

수요 전망

- 3Q25 대만 노트북 ODM 출하량은 상반기의 관세 부과 전 선생산에 따른 높은 베이스 효과로 일반적인 계절성을 하회할 전망이며, 스마트폰 부문에서는 관세 부과에 따른 스마트폰 가격 상승 전 선구매가 둔화되고 중국 정부의 보조금 지급 효과도 약화되고 있는 것으로 보임
- 빅테크 업체들의 FY25 Capex 증감률은 최근 +56.9%로 상승했고 Blackwell GPU의 생산이 정상화되며 서버 생산이 증가 중인 것으로 판단됨. 올해 서버 출하 증가율 전망치를 7.6%로 유지함. 현재 FY26 Capex 증감률 전망치는 +19.8%로 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 한자리수대 초중반 수준
- CY25 HBM 수요량은 24.6억 GB, 업계 생산량은 29.3억 GB로 생산량이 수요량을 상회함에 따라 HBM 가격은 이미 분기별로 하락세가 지속 중인 것으로 판단됨. 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 HBM 수요량은 40.7억 GB로 예상되며 Capa 증설에 기반해 추정되는 CY26 HBM 생산 가능량은 44억 GB 이상으로 판단됨. 단 실제 생산량은 고객들의 CY26 수요 제시치에 기반해 41.3억 GB 수준일 듯
- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단 최종 인증 결과는 빠르면 3Q25 말 또는 4Q 초에 발표될 듯. 최근 양사 간 협력이 강화되는 분위기이므로 통과 가능성은 높은 것으로 보임. 다만 1Q26초에 최종 인증 결과가 나올 HBM4의 성공 여부는 아직 미지수
- 당사는 CY26 HBM 3E 12단 연간 ASP가 CY25 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4의 가격 프리미엄은 비용 증가와 초기 수율 하락을 감안해 60% 수준일 것으로 예상함. 이 경우 1위 업체의 FY26 연간 HBM 영업이익률은 FY25의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 수 있음

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- D4 실수요는 점차 감소할 것이며 유통 채널의 D4 재고 수준은 매우 높은 것으로 추정됨. 반면 Intel의 D4 호환 구형 CPU 생산은 지속될 것으로 알려져 있으며 일부 DRAM 업체들의 D4 증산 검토는 철회된 것으로 보임. 따라서 향후 D4 가격은 점진적인 안정세를 보일 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 3Q25 DRAM ASP는 D5 가격 인상폭과 HBM 가격 하락폭 및 HBM 판매 비중에 따라 업체별로 한자리수대 증반 또는 중후반 상승할 것으로 전망됨. 4Q25 DRAM ASP는 서버 DRAM 소폭 상승, PC/Mobile DRAM 소폭 하락, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매 비중 증가로 유지 또는 소폭 상승 예상
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +5.1%를 기록해 수요 증가율 +12.6%를 하회할 전망. 생산 증가율 하락과 서버에서의 고용량 SSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 15%와 74%로 전체 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율과 동일한 18%. 2H25 이후에는 선구매의 부작용에 따라 DRAM 업황이 소폭 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨

Summary

- 관세 부과 및 경기 둔화 영향의 강도에 따라 변동 가능성이 있으나 현재 당사의 추정으로는 CY26 업계 DRAM 생산 증가율과 수요 증가율이 모두 13% 수준일 것으로 예상되며, 이에 따라 HBM 업황이 둔화되는 가운데 Legacy DRAM 업황은 큰폭의 변동이 나타나지 않을 가능성이 높은 것으로 전망됨

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 8월에 48.7을 기록해 전월의 48.0에서 반등. 단 50 이하를 유지해 수축 국면 지속. 8월 지수의 상승은 신규 주문의 급등이 이끈 것으로 보이며 생산은 관세 부과 전 선행산 효과가 둔화되며 큰폭 하락. 관세 부과 효과가 본격화되면 중기 측면에서 가격을 제외한 신규 주문, 생산, 재고, 고용의 지속적인 상승이 나타날 가능성은 낮은 것으로 판단됨. 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 중기 추세 상승을 기대하기 어려운 상황인 듯
- 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성 YoY 증감률이 하락 중임. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 조정 국면에 진입. 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락 (3Q25), 반등 (4Q25), 재하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨. 반도체 주가와 Global 유동성 YoY 증감률의 동행 관계를 감안 시 3Q25에는 4Q25의 주가 반등에 대비한 저점 매수 전략을, 4Q25에는 CY26 초 이후의 조정 가능성에 대비한 고점 매도 전략이 유효한 것으로 판단됨
- 중국의 경기선행지표들은 7월까지 전반적으로 회복세. 단 중국의 올해 618 쇼핑 특수는 장기간에 걸친 보조금 지급에 따른 효과 둔화로, 스마트폰 등의 판매가 부진했음. 기존의 25%에서 55%로 상승한 미국의 대중국 고관세율의 영향으로 최근 중국의 대미 수출도 매우 부진한 상황임
- 최근 삼성전자 주가가 중간 P/B 배수 (1.2배) 까지 반등한 것은 두가지 비메모리 계약에 따른 것이나 추가적인 성과가 없을 경우 이는 이미 주가에 반영된 것으로 판단됨. HBM 3E 12단 인증에 성공할 경우 동사 주가의 단기 Outperform이 가능할 듯. 다만 이후 HBM4 성공 여부가 또다시 관건이 될 것. 또한 6개월 내 반도체 업황 및 경기가 회복될 수 있을지 여부는 아직 불확실하므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략을 권고
- SK하이닉스의 최근 전고점 배수는 2.1배로 최근 상향 조정된 동사 P/B 밴드의 중간 수준이었음. HBM 업황 둔화가 확실해지거나 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, 동사 Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/85,000원) : 이젠 HBM4 성공 여부가 중요
- SK하이닉스 (00660/HOLD/280,000원) : 3Q 저점 매수, 4Q 고점 매도 전략

CY25 DRAM 수요 증감률: +18.0% 전망

- 당사의 IT Set 출하량과 DRAM 탑재량 전망치를 반영하여 CY25 DRAM 수요 증가율을 18.0%로 전망함
- 이는 당사 연초 전망치 18.1%에서 소폭 하향 조정된 것으로 PC, 스마트폰 향 수요 증가율의 하향에 따른 것임
- CY25에는 Server DRAM 수요의 강세가 이어지는 반면 PC와 스마트폰 출하량은 전년 수준에 머물 것으로 판단됨
- 최근 반도체 업체들의 CY25 DRAM 수요 증가율 전망치는 10%대 중후반~후반 수준

<표1> CY25 DRAM 수요 증가율 전망

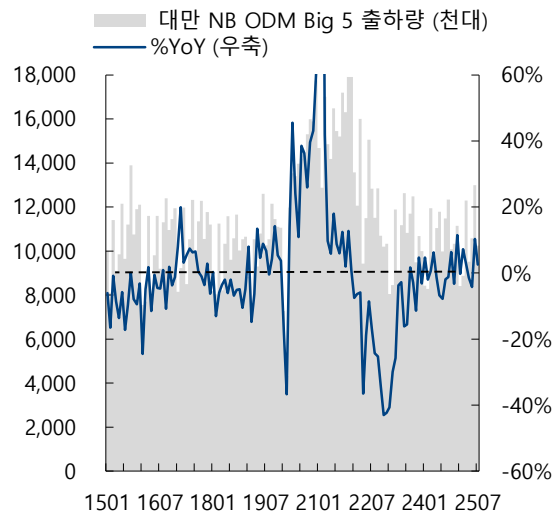
CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규	기존	신규
Set 출하 증가율	1.4%	-0.1%	0.1%	-0.4%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	11.4%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.4%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	8.1%	11.6%	10.9%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	31.7%	18.1%	18.0%
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%	-0.1%	3.8%	-0.4%	9.0%	-2.9%	1.4%	-0.7%	4.3%	7.6%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.2%	9.5%	11.4%	6.4%	4.3%	-0.5%	1.6%	27.5%	22.4%		
DRAM 수요 증가율	8.5%	8.1%	13.7%	10.9%	16.0%	1.2%	1.0%	0.9%	33.0%	31.7%	19.2%	18.0%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 3Q25 출하량은 전분기 대비 감소할 가능성 존재

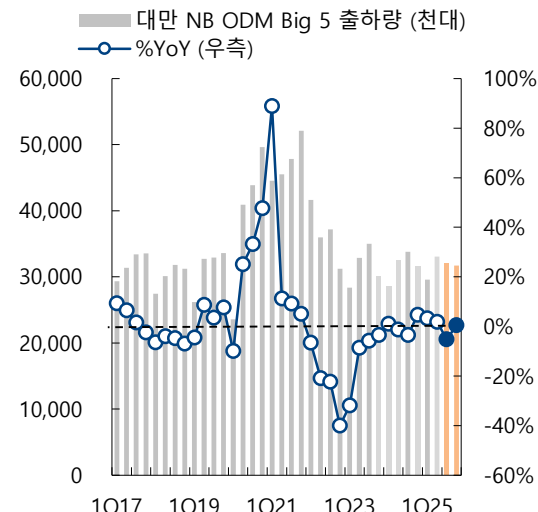
- 7월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.2백만대로 YoY +2.6%의 증감률을 기록해 전월의 +10.3%에서 하락. 6월에는 관세 결정 시기의 연기에 따라 3Q25의 실제 관세 부과를 앞두고 PC 생산 효과가 집중된 듯
- 2Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 33.1백만대로 YoY +1.8% 증감률을 기록해 전분기의 +3.2%에서 둔화
- 일부 시장 조사 기관에 따르면 3Q25 출하량은 상반기의 관세 부과 전 생산에 따른 높은 베이스 효과로 QoQ 3% 가량 감소 예상
- 이러한 경우 CY25 PC 출하량은 전년대비 역성장 할 가능성이 존재함

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



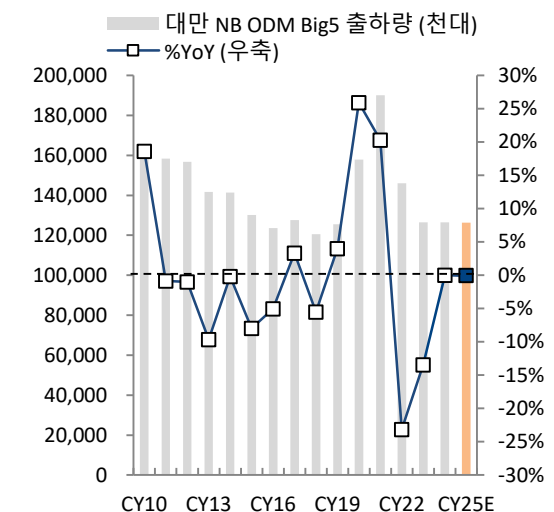
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

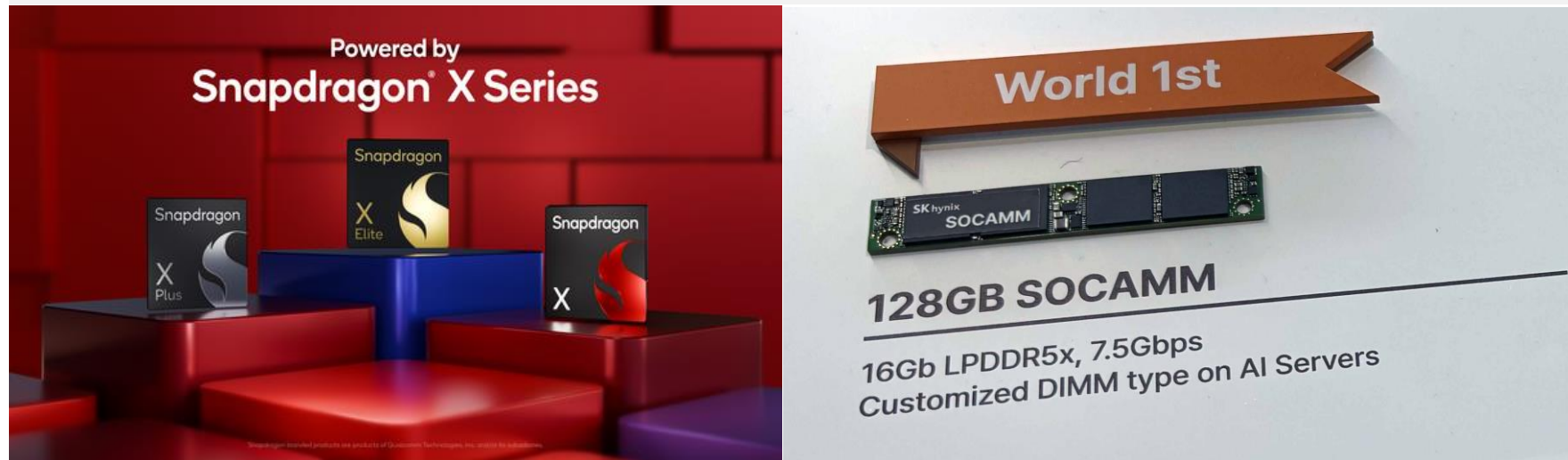


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

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

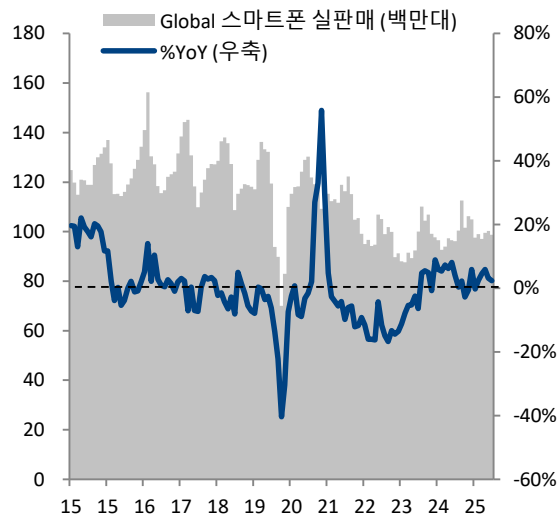


자료 : Qualcomm, SK Hynix

스마트폰: 관세 부과 전 선구매 및 보조금 지급 효과 둔화

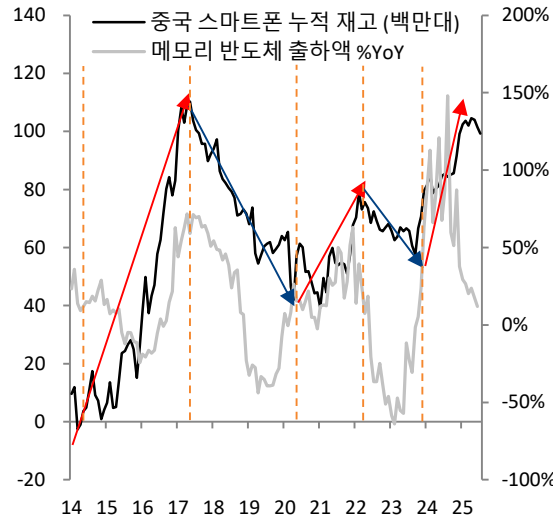
- CY25 7월 글로벌 스마트폰 판매량은 98.8백만대로 YoY 증감률이 전월의 +3.2%에서 +2.4%로 하락. 7월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (41.6M, +5.2% -> +4.1%), 중국 (22.8M, -0.6% -> -2.0%), 인도 (12.9M, +7.1% -> +4.9%)에서 하락했고 미국 (9.0M, +2.2% -> +3.3%), 유럽 (12.6M, +1.5% -> +2.0%)에서 상승
- 미국 지역의 7월 증감률은 소폭 반등했으나 4월, 5월의 +14.8%, +10.2% 대비 크게 하락해 관세 부과에 따른 스마트폰 가격 상승 전 선구매가 둔화되고 있음을 의미. 중국에서는 7월에도 증감률의 하락세가 이어져 보조금 지급의 장기화에 따른 영향 둔화가 나타나고 있는 듯
- 6월 중국 시장 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 -13.8%로 전월의 -21.2%에서 반등했으나 여전히 큰폭의 역성장세. 중국 시장 재고가 감소하기 시작하였으나 여전히 매우 높은 수준
- 1H25 글로벌 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 시장 조사기관들의 당초 예상치를 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. 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



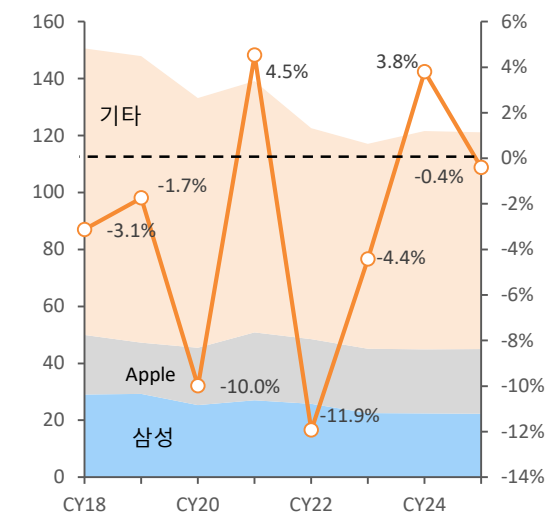
자료 : Counterpoint

<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

			
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: FY25 Capex 전망치 지속 상향 중

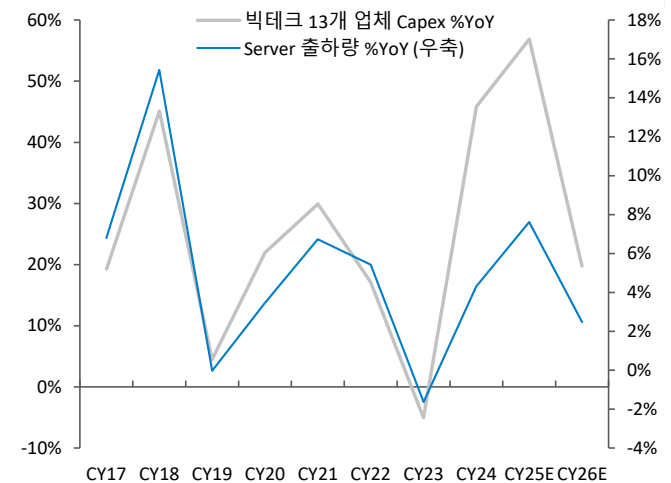
- 9월 2일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률은 7월 30일 집계치 +51.0%에서 +56.9%로 상승. 이는 최근 Google, Meta, Apple 등의 Capex 상황이 영향을 주었기 때문
- Trendforce와 Micron은 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 5%로 전망 중이나 당사는 7.6%로 예상. Blackwell GPU의 생산 차질이 정상화되며 2H25 서버 생산이 증가 중인 것으로 판단됨
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +19.8%이며 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 한자리수대 초중반 수준으로 예상됨. 소버린 AI 투자의 증가가 빅테크 AI 투자 증가율 둔화를 얼마나 상쇄할 것인가가 관건
- 빅테크 업체들의 4Q25 실적이 발표될 1Q26초까지는 FY25, FY26 Capex에 대한 현재의 전망치가 크게 변동되지는 않을 전망임

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E		FY26E
										7월 30일	9월 2일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	81,105	85,264	91,750
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	11,278	12,564	15,208
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	67,787	68,914	96,259
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	104,418	113,789	124,125
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	65,926	64,551	86,048
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,519	1,493	1,625
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	21,215	25,941
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	894	912	972
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	500	517	530
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	799
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	11,907	16,405
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	11,826	11,903	12,169
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,439	1,530	1,505
Total	54,173	64,616	93,758	97,940	119,461	155,225	181,877	172,740	251,904	380,472	395,216	473,335
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	355,300	369,876	443,257
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	25,172	25,340	30,078
Total %YoY	20.0%	19.3%	45.1%	4.5%	22.0%	29.9%	17.2%	-5.0%	45.8%	51.0%	56.9%	19.8%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	50.2%	56.4%	19.8%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	63.5%	64.6%	18.7%

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%

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

- TSMC의 가속기 반도체용 CY26 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 632K에서 975K로 54% 증가하고 TSMC 포함 전세계 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 750K에서 CY26에는 1,300K로 73% 상승할 전망이다
- 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	
	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 전망이다. 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. HBM 가격이 하락 중인 이유
- 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 Capa 증설 전망에 기반해 현재 예상되는 CY26 HBM 생산 가능량은 44억 GB 이상으로 추정되어 CY26에도 실수요량을 상회할 전망이다. 단 실제 생산량은 고객들의 내년 수요 제시치에 기반해 41.3억 GB (SK하이닉스 18.8억, 삼성전자 12.5억, Micron 10.0억) 수준으로 추정됨

<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 엔비디아향 HBM 3E 12단 인증 통과 가능성이 높아진 듯

- SK하이닉스는 4Q25에 1B 나노 베이스 HBM4 공급을 소규모로 개시. CY26에도 46%의 시장 점유율로 1위 지위를 유지할 듯
- Micron은 3Q25부터 HBM3E 12단 공급량이 8단을 상회. 현재 4개 고객사 확보. 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 1Q26에 개시할 예정. 단 최근 동사 HBM4의 속도가 엔비디아의 요구 사양에 미치지 못하고 있다는 소식 존재
- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단 최종 인증 결과는 빠르면 9월 말 또는 10월 초에 발표될 듯. 최근 양사 간 협력이 강화되는 분위기이므로 통과 가능성은 높은 듯. 1Q26 초에 최종 인증 결과가 나올 전망이다. 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수. 동사의 CY26 HBM 시장 점유율은 30% 수준으로 예상됨
- 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

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													HBM3e	SK하이닉스	24GB 36GB																
AMD	MI300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm													삼성전자	24GB 36GB																
	MI325X	HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm													Micron	24GB 36GB																
	MI355X	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm												HBM4	SK하이닉스	36GB																
	MI400														Micron	36GB																
		HBM4 432GB																														

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 가격 및 이익률 하락 가능성

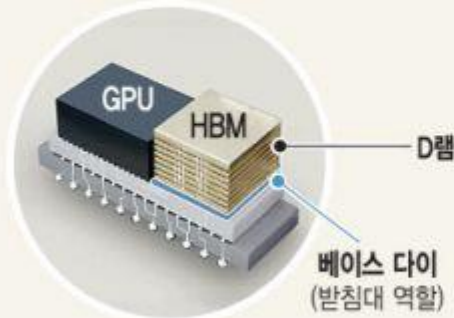
- HBM 계약은 연간 최대 구매 물량만 정하고 고객의 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기 별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- Nvidia가 동사 GPU 재고 증가와 Rubin 출시 연기에 따라 CY26 HBM 수요에 대해 보수적으로 전망 중이라는 시장 소식 존재
- Nvidia는 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 제품 가격을 분기 단위로 인하하고 있는 것으로 보임. 한국 반도체 업체들의 2Q25 DRAM Blended ASP는 Legacy DRAM 가격 상승과 고가 HBM 판매 비중 증가에도 불구하고 1% 상승에 그쳤으며, 이는 이미 HBM 가격의 하락이 진행 중임을 의미하는 것으로 판단됨
- CY26 HBM 3E 12단 ASP는 CY25 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4의 가격 프리미엄은 비용 증가와 초기 수율 하락을 감안해 60% 수준일 것으로 추정됨. 이 경우 1위 업체의 FY26 연간 HBM 영업이익률은 FY25의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 전망이다

<그림11> HBM4의 구조 변화

기존 HBM 구조

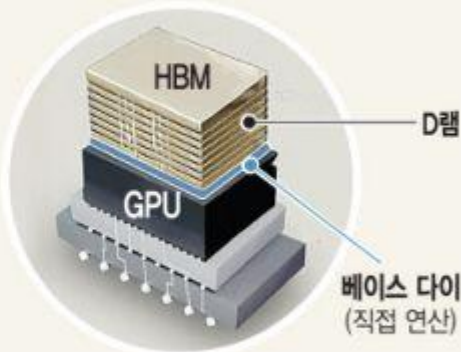
GPU와 HBM을 수평으로 쌓는 패키징 기법

※GPU: 그래픽처리장치, HBM: 고대역폭메모리



HBM4 구조

GPU와 HBM을 수직으로 쌓는 패키징 기법



※베이스 다이(Base Die): 고대역폭메모리(HBM) 반도체에서 1층 받침대 역할을 하는 핵심 부품. 6세대 HBM4부터는 HBM이 수직으로 올라가는 패키징 기법이 도입된다.

자료 : 이데일리

DDR4 가격 전망: 점진적인 안정세 예상

- 현재 현물시장에서는 극히 이례적인 현상이 발생 중임. 9월 1일 현재 D4 16Gb (2Gb x 8) 단품칩의 일중 최저가는 \$6.7인데 반해 최고가는 \$17.6로 양 가격간 격차가 무려 165%에 달하고 있음
- 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 못해 D4 현물가격의 급등이 올해 연말까지 이어질 것으로 주장하고 있음
- D4 실수요는 점차 감소할 것이며 유통 채널의 D4 재고 수준은 매우 높은 것으로 추정됨. 반면 Intel의 D4 호환 구형 CPU 생산은 지속될 것으로 알려져 있으며 일부 DRAM 업체들의 D4 증산 검토는 철회된 것으로 보임
- 따라서 향후 D4 가격은 급락 또는 급등이 아닌 점진적인 안정세를 보일 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림12> DRAM 제품별 9월 1일 현물가격

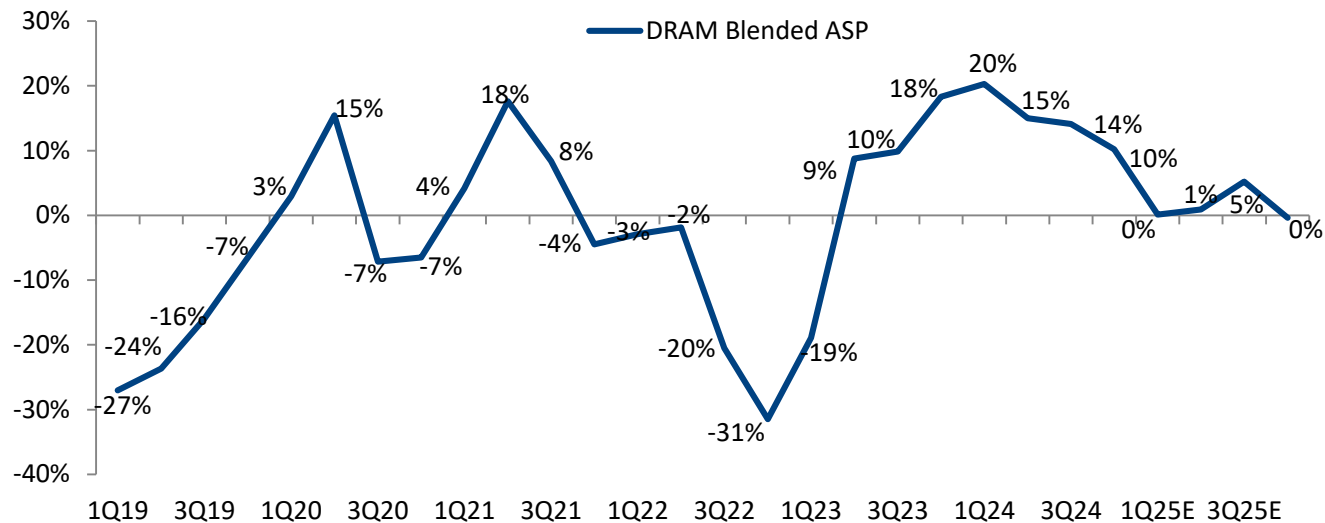
DRAM Spot Price HORE Sep.1 2025 18:10 (GMT+8)						
Item	Daily High	Daily Low	Session High	Session Low	Session Avg.	Session Change
DDR5 16G (2Gx8) 4800/5600	7.55	4.85	7.55	4.85	6.020	▲0.05 %
DDR4 16Gb (1Gx16)3200	20.00	13.50	20.00	13.50	15.625	—0.00 %
DDR4 16Gb (2Gx8)3200	17.60	6.65	17.60	6.65	9.377	▲0.01 %
DDR4 8Gb (1Gx8) 3200	8.30	3.10	8.30	3.10	4.857	▼-0.04 %
DDR4 8Gb (512Mx16) 3200	9.80	4.03	9.80	4.07	5.858	▼-0.39 %
DDR3 4Gb 512Mx8 1600/1866	2.40	1.50	2.40	1.50	1.913	▼-0.37 %

자료 : DRAMeXchange

고정거래가격 전망: 4Q25부터 상승세 둔화 예상

- 3Q25 고정거래가격은 D4 30% 인상, D5 5~10% 인상된 듯. 다만 D4 재고 및 생산 감소에 따라 D4 가격의 급등이 DRAM 업체들의 3Q25 실적에 미칠 영향은 제한적일 전망이다. 3Q25 DRAM Blended ASP는 D5 가격 인상폭과 HBM 가격 하락폭 및 HBM 판매 비중에 따라 업체별로 한자리수대 중반 또는 중후반 상승할 것으로 판단됨
- 현재 OEM 고객들의 DRAM 재고가 서버 업체 12주, PC 업체 8주 수준으로 최근 약간 증가한 것으로 알려져 있으나, PC, 스마트폰 완제품 재고는 관세 부과 전 선생산에 따라 크게 증가한 것으로 보임. 또한 유통 채널 내 메모리 반도체 재고는 여전히 매우 높은 수준임
- 2H25에는 고객들의 과잉 Set 재고 및 관세 부과 전 선구매에 따라 수요 감소 현상이 나타날 수 있으므로 4Q25부터는 고정거래가격의 상승이 제한될 전망이다. 현재 수요 강세가 지속 중인 서버 DRAM 부문에서 마이크론 D5 제품에 문제가 있다는 루머가 4Q25 이후 가격의 변수
- 4Q25 DRAM ASP는 서버 DRAM 소폭 상승, PC/Mobile DRAM 소폭 하락, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매 비중 증가로 유지 또는 소폭 상승할 것으로 전망됨

<그림13> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정

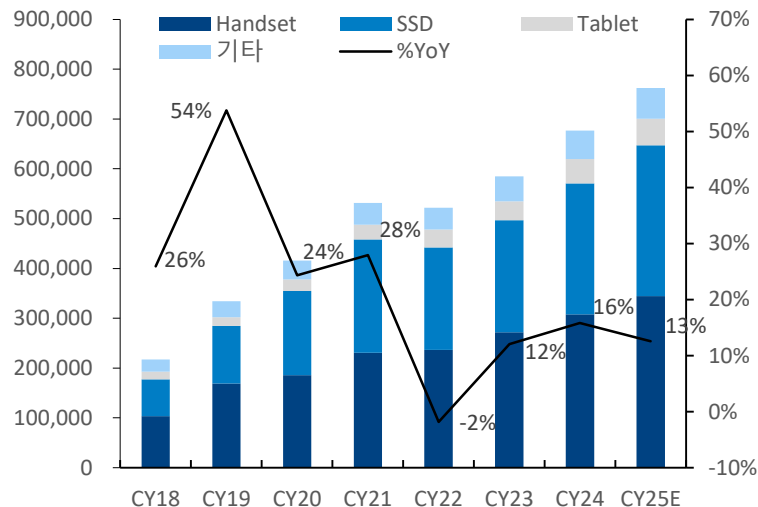


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치 12.6%

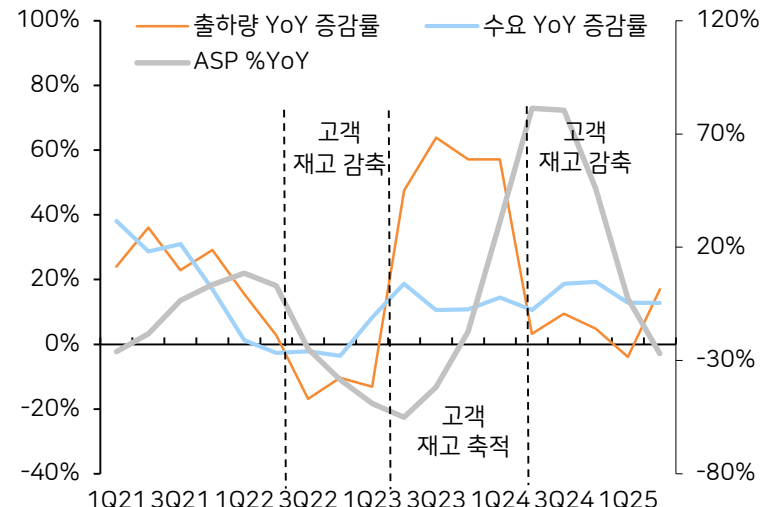
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +12.6%로 예상됨. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +23.9%로 수요 증가율인 +12.4%와 +11.9%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- 3Q24 이후에는 고객들의 재고 정리를 위한 주문 축소에 따라 반도체 업체들의 재고가 증가하고 ASP YoY 증감률이 하락 추세에 진입한 것으로 판단됨
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +5.1%를 기록해 수요 증가율 +12.6%를 하회할 전망. 생산 증가율 하락과 서버에서의 고용량 SSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨

<그림14> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림15> 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 전망이다

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

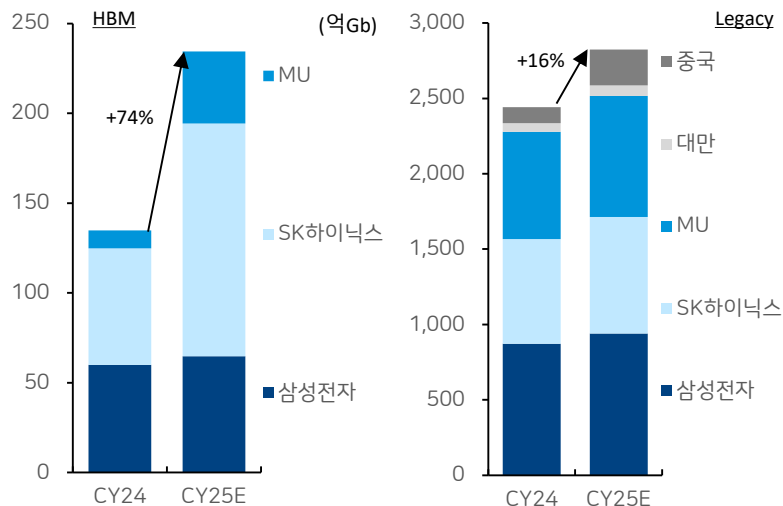
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	14,481
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	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%
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 소폭의 재둔화 가능성이 높은 듯

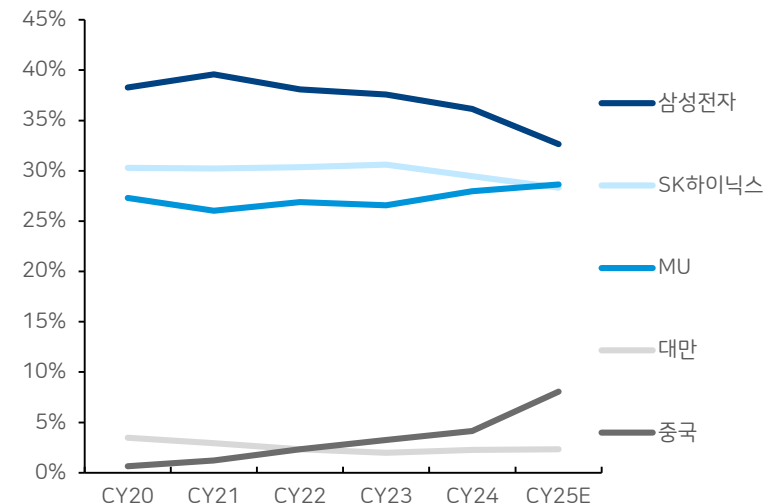
- 삼성전자는 CY25 HBM 생산 증가율이 10% 이하로 대폭 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 5%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY25 생산량 증가율은 HBM, Legacy DRAM 모두에서 당초 전망치인 100%, 11%가 유지될 듯. Micron의 CY25 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 300%, 13%로 추정됨
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 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 15%와 74%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율과 동일한 18%
- 관세 부과 전 선구매와 공급 제한에 따라 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호했으나, 2H25 이후에는 선구매의 부작용에 따라 DRAM 업황이 소폭 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨

<그림16> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 현재 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림17> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

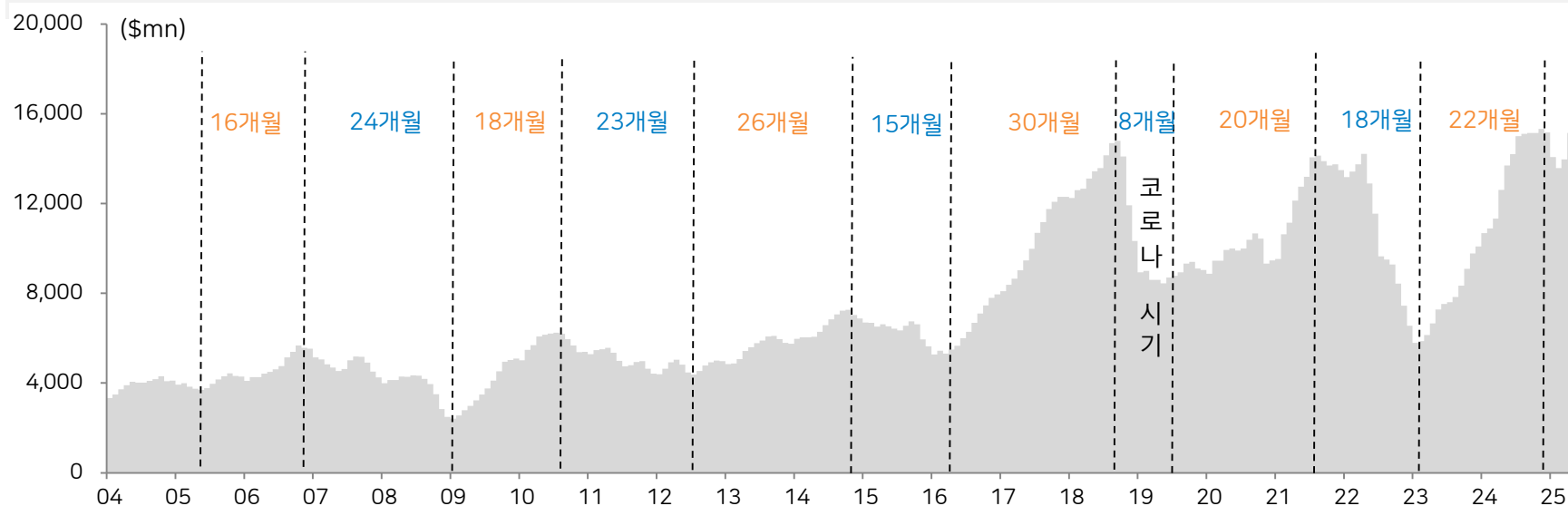


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 사이클: 4Q25에 완만한 하락 사이클이 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 감소 현상이 발생할 수 있어 메모리 반도체 업황이 소폭 재둔화될 가능성이 높은 듯
- WSTS 통계에 따르면 메모리 반도체 시장 규모는 2Q25부터 재증가하기 시작했으며 최소 3Q25까지는 증가세가 이어질 것으로 전망됨. 시장 규모의 증가세가 지속될 경우, 이번 하락 사이클은 1개 분기만에 이미 종료되었다는 의미임
- 4Q25 이후 업황이 완만한 하락세로 전환될 가능성이 높으므로 아직 메모리 반도체 업황이 상승 사이클로 전환되지는 않은 것으로 판단됨
- 관세 부과 및 경기 둔화 영향의 강도에 따라 변동 가능성이 있으나 현재 당사의 추정으로는 CY26 업계 DRAM 생산 증가율과 수요 증가율이 모두 13% 수준일 것으로 예상되며, 이에 따라 HBM 업황이 둔화되는 가운데 Legacy DRAM 업황은 큰폭의 변동이 나타나지 않을 가능성이 높은 것으로 전망됨

<그림18> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간



자료 : WSTS, iM증권 리서치본부
주: 메모리 반도체 시장 규모는 3개월 롤링

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 전망이다

<표7> 상호 관세가 한국 반도체 매출에 미칠 간접적 영향

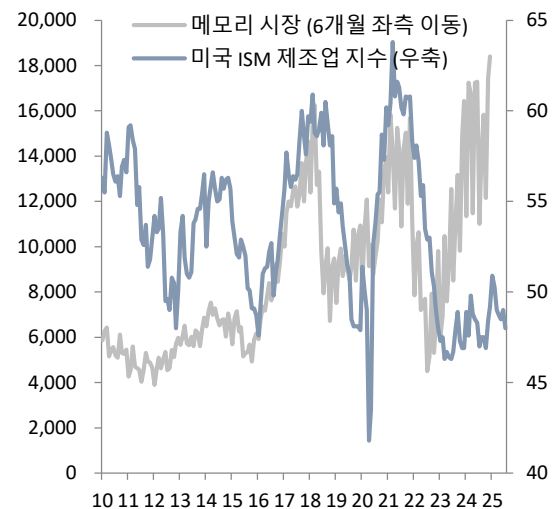
	미국 비중	전체 Set 비용 상승률	반도체 가격 예상 하락율	한국 반도체 매출 중 비중	매출 감소율
서버	56%	11%	4%	40%	1.5%
스마트폰	10%	2%	1%	36%	0.2%
PC	25%	5%	2%	14%	0.2%
					2.0%

자료 : Counterpoint, IDC, 각사 자료, iM증권 리서치본부

경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

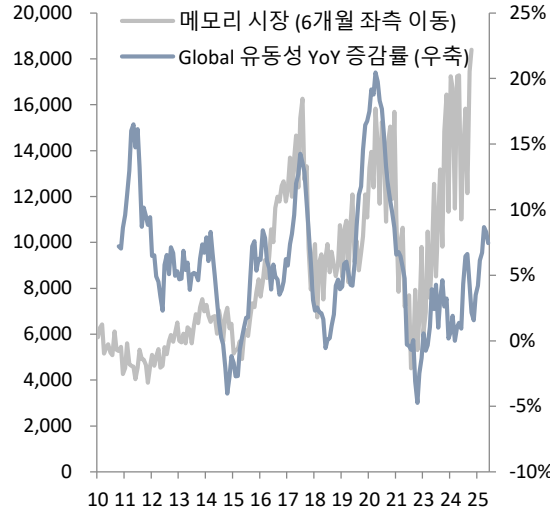
- 역사적으로 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수를 6개월 후행해온 반도체 시장 규모 (업황)는 동 경기선행지표들의 그간 하락세를 반영하며 CY25 1월부터 둔화
- 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 반도체 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월부터 하락 추세에 진입
- 만약 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수의 신호로 해석될 수 있음
- 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더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

<그림19> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



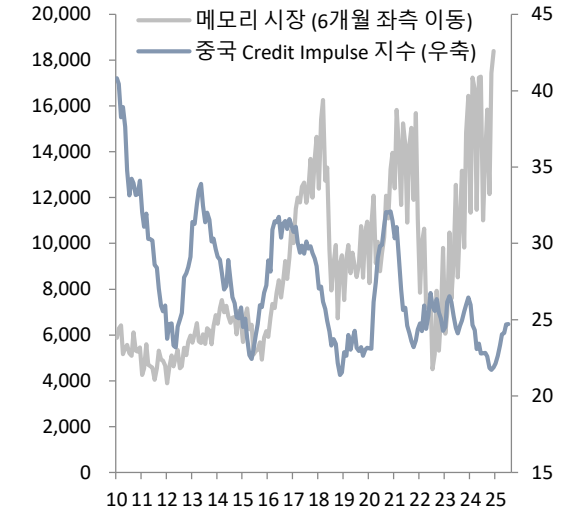
자료 : Datastream, WSTS

<그림20> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림21> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

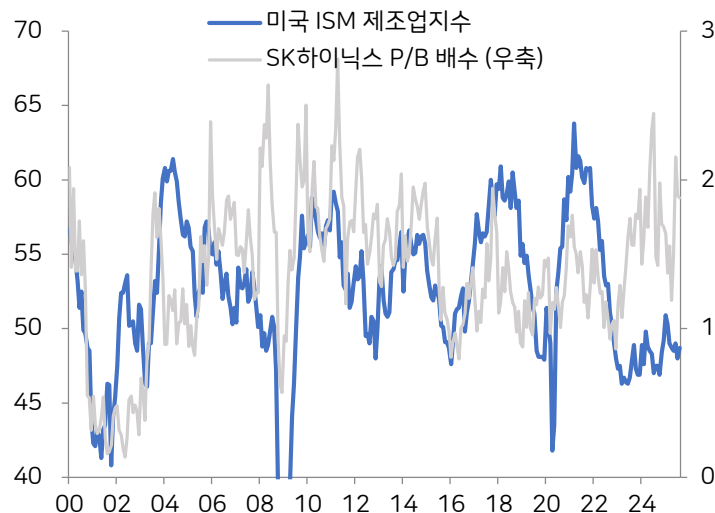


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 중기적으로 추세 상승 가능성은 낮은 듯

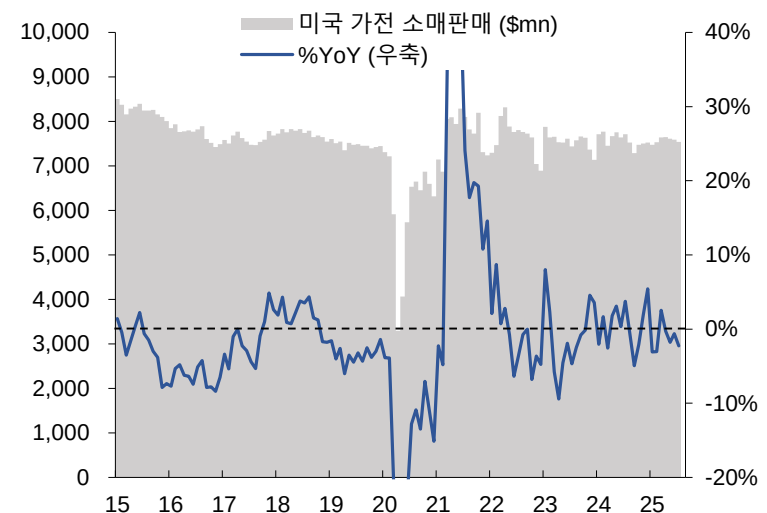
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 8월에 48.7을 기록해 전월의 48.0에서 반등. 단 시장 컨센서스를 하회했고 50 이하를 유지해 수축 국면 지속
- 8월 지수의 세부 지표를 보면 신규 주문 (47.1 -> 51.4), 고용 (43.4 -> 43.8), 재고 (48.9 -> 49.4)는 상승했고 생산 (51.4 -> 47.8), 가격 (64.8 -> 63.7)은 하락한 것으로 나타났음. 8월 지수의 상승은 신규 주문의 급등이 이끈 것으로 보이며 생산은 관세 부과 전 선생산 효과가 둔화되며 큰폭 하락
- 관세 부과 효과가 본격화되면 중기적인 측면에서 가격을 제외한 신규 주문, 생산, 재고, 고용의 지속적인 상승이 나타날 가능성은 낮은 것으로 판단됨. 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 중기적 추세 상승을 기대하기 어려운 상황인 듯

<그림22> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림23> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률



자료 : Datastream

Global 유동성 증감률: 추세 상승은 쉽지 않을 듯

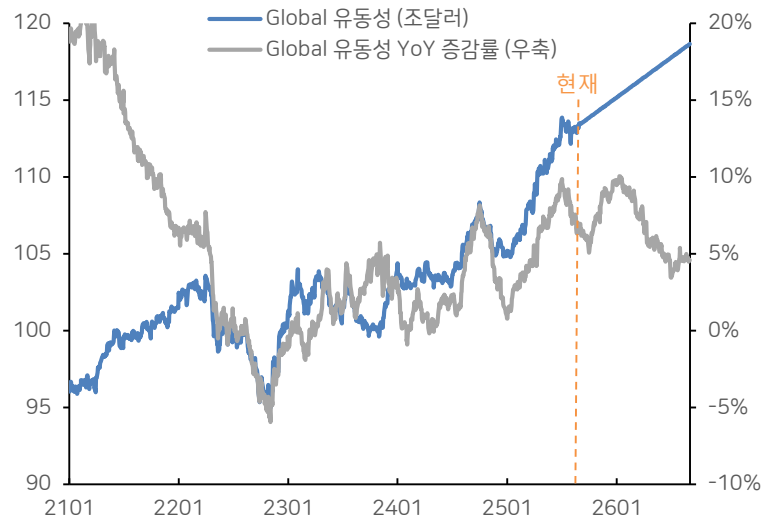
- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 5월, 6월에는 달러 약세에 따라 달러 표시 Global 유동성과 YoY 증감률이 빠르게 상승했으며 이는 한국 반도체 주식과 같은 위험 자산에 대한 선호도 및 주가의 상승으로 이어졌음
- 반면 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락 중임. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 조정 국면에 진입
- 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 추세 상승보다는 하락 (3Q25), 반등 (4Q25), 재하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨
- 반도체 주가와 Global 유동성 YoY 증감률의 동행 관계를 감안 시 3Q25에는 4Q25의 주가 반등에 대비한 저점 매수 전략을, 4Q25에는 CY26 초 이후의 조정 가능성에 대비한 고점 매도 전략이 유효한 것으로 판단됨

<그림24> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림25> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

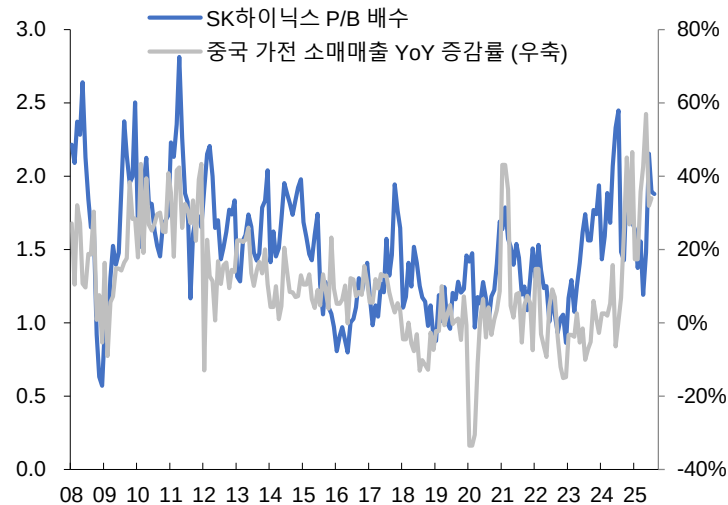


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

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

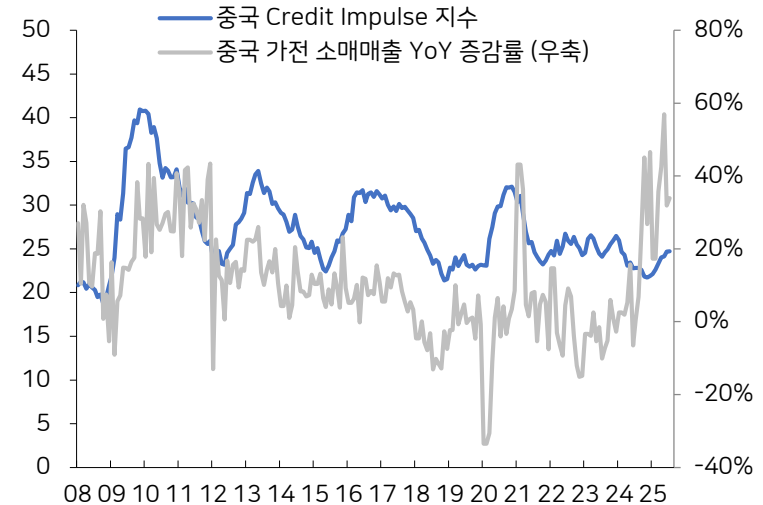
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승세
- CY24 12월부터 6월까지 반등한 중국 Credit Impulse 지수는 7월에 정체

<그림26> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림27> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

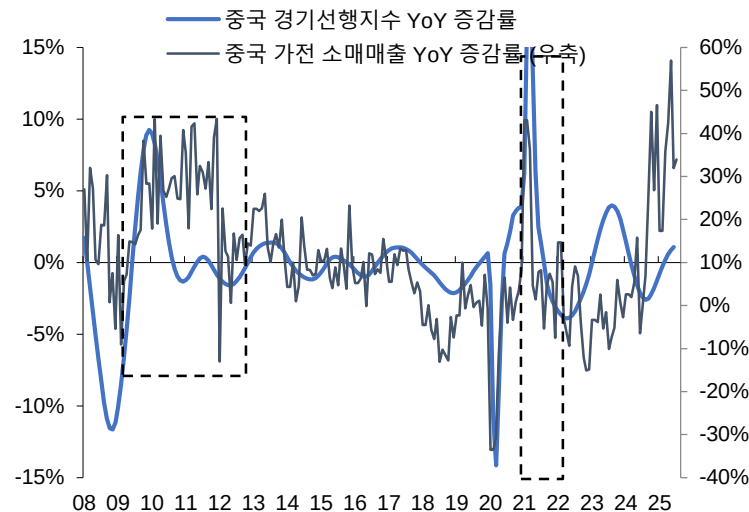


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

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

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY24 11월 이후 CY25 3월까지의 하락세에서 벗어나 7월까지 전반적으로 회복세
- 단 중국의 올해 618 쇼핑 특수는 장기간에 걸친 보조금 지급에 따른 효과 둔화로, IT 제품 전반에 걸쳐 매출이 전년 대비 소폭 상회하는데 그친 것으로 보임
- 기존의 25%에서 55%로 상승한 미국의 대중국 고관세율의 영향으로 최근 중국의 대미 수출이 매우 부진한 상황임
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급의 영향이 둔화되거나 중국에 대한 고관세율이 유지된다면 중국 경기 및 IT 수요의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음

<그림28> 중국 경기 선행 지표와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림29> 중국 M2 YoY 증감률 추이

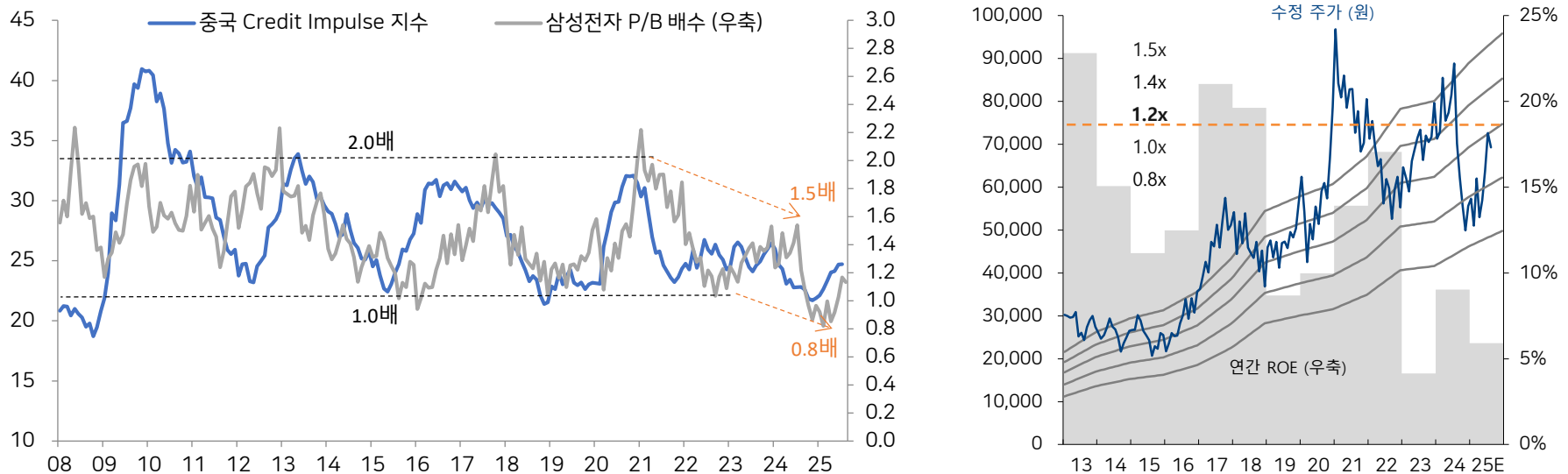


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 추격 매수보다는 저점 매수

- 동사 전년 고점 주가는 P/B 1.54배였으며 저점 주가는 0.82배로 최근 하향 조정된 P/B 밴드의 중간 배수는 1.2배. 동사 직전 고점 주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.2배로 중간 배수 수준이었음
- 최근 동사 주가가 중간 배수까지 반등한 것은 비메모리 부문에서의 두가지 계약에 따른 것이나 추가적인 성과가 없을 경우 이는 이미 주가에 반영된 것으로 판단됨
- HBM에서의 확실한 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망이다. 3Q25말 또는 4Q25 초에 발표될 3E 12단 인증에 성공할 경우 동사 주가의 단기 Outperform이 가능할 듯. 다만 이후 HBM4 성공 여부가 또다시 관건이 될 것
- 또한 6개월 내 반도체 업황 및 경기가 회복될 수 있을지, 침체될지 여부는 아직 불확실하므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯

<그림30> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

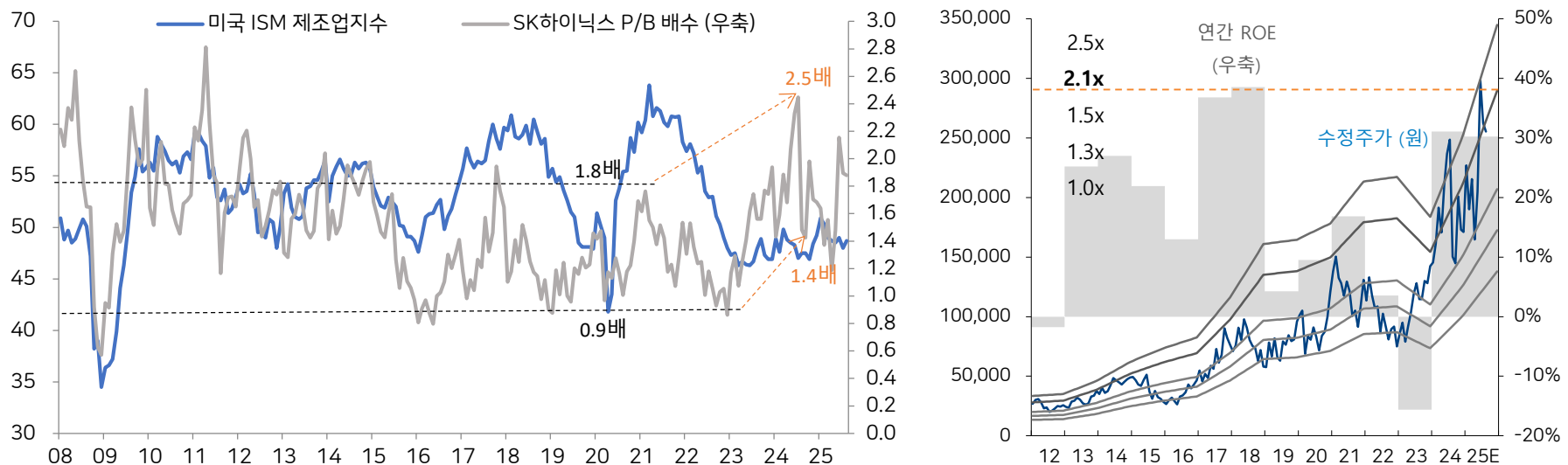


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 당분간 저점 매수에 집중하는 전략을 권고

- 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
- 최근 전고점 배수는 2.1배로 새로운 동사 P/B 밴드의 중간 배수 수준이었음
- 당분간 동사의 경쟁 우위는 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 단 HBM 업황 둔화가 확실해지거나 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, 동사 Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 중간 배수 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯

<그림31> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

이젠 HBM4 성공 여부가 중요

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	85,000원(유지)
증가(2025.09.02)	69,100원
상승여력	23.0 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	445,373십억원
외국인지분율	50.3%
52주 증가	49,900~74,400원
60일평균거래량	18,250,143주
60일평균거래대금	1,189.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.9	19.0	24.0	-9.1
상대수익률	-2.6	2.6	-0.1	-26.4



[투자포인트]

- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단 최종 인증 결과는 빠르면 3Q 말 또는 4Q 초에 발표될 듯. 최근 양사 간 협력이 강화되는 분위기이므로 통과 가능성은 높은 것으로 보임. 3E 12단 인증에 성공할 경우 동사 주가의 단기 Outperform이 가능할 듯. 다만 1Q26초에 최종 인증 결과가 나올 HBM4의 성공 여부가 또다시 관건이 될 것
- HBM 가격의 하락세가 이미 진행 중이고 CY26에는 업계 전반적인 HBM 이익률의 하락이 나타날 전망이다. 단 후발 주자인 동사 입장에서는 HBM 부문에서의 경쟁력 강화가 낮아진 Val. 밴드의 회복을 위해서 필수적
- 동사가 최근 체결한 Tesla, Apple과의 계약을 통해 동사 비메모리 부문은 Best Case의 경우, CY27부터 4.8조원, CY30 이후 6.9조원의 매출이 발생할 수 있을 것으로 전망됨. 단 여타 대형 고객들의 추가 발주가 없다면 CY26의 실적 개선은 갤럭시 S26용 2나노 AP의 수율 상승 및 대규모 공급 가능 여부에 달려있는 듯
- 메모리 반도체 출하 증가, ASP 상승에 따라 3Q25 영업이익은 8.5조원으로 증가할 전망이다. 다만 4Q25에는 계절적 영향에 더해 메모리 반도체 출하 감소와 가격 상승폭 축소로 영업이익이 6.7조원으로 둔화될 듯
- HBM 부문에서의 경쟁력 강화와 6개월 내 반도체 업황 및 경기 추세 상승이 확실해지기 전까지는 중간 P/B 배수 (1.2배) 이상에서의 추격 매수보다 저점 매수에 집중하는 전략이 유효할 듯

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	312,850	303,465	348,984
영업이익(십억원)	32,726	26,568	23,098	32,354
순이익(십억원)	33,621	24,076	21,210	28,696
EPS(원)	4,950	3,544	3,122	4,225
BPS(원)	57,663	62,249	66,413	71,680
PER(배)	10.7	19.1	21.6	16.0
PBR(배)	0.9	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	9.0	5.9	4.9	6.1
배당수익률(%)	2.7	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	3.5	4.4	3.9	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

삼성전자 Foundry 상황

- 삼성전자의 30나노 이상 초 Legacy 공정을 제외한 Foundry Capa는 현재 329K/월 수준인 것으로 추정됨
- 전반적으로 낮은 가동률 상황 속에서 아직 감가상각비가 남아있는 7나노 이하 Capa의 가동률이 매우 낮은 것이 동 부문 실적 부진의 근본적인 문제인 것으로 판단됨
- 특히 3나노 공정에서 자사 폴더블폰 용 엑시노스 AP, 암호화폐 채굴용 칩 등에 고객이 한정되어 있음
- 2나노 공정에서 최근 수주 받은 테슬라의 AI6 칩 및 애플향 CIS의 생산이 CY27 이후에 개시될 전망이며 아직 여타 대형 고객들의 발주 기미가 없으므로 CY26의 실적 개선은 갤럭시 S26용 AP의 대규모 공급 가능 여부에 달려있는 듯

<표8> 삼성전자 Foundry Capa, 가동률, 연간 매출 추정

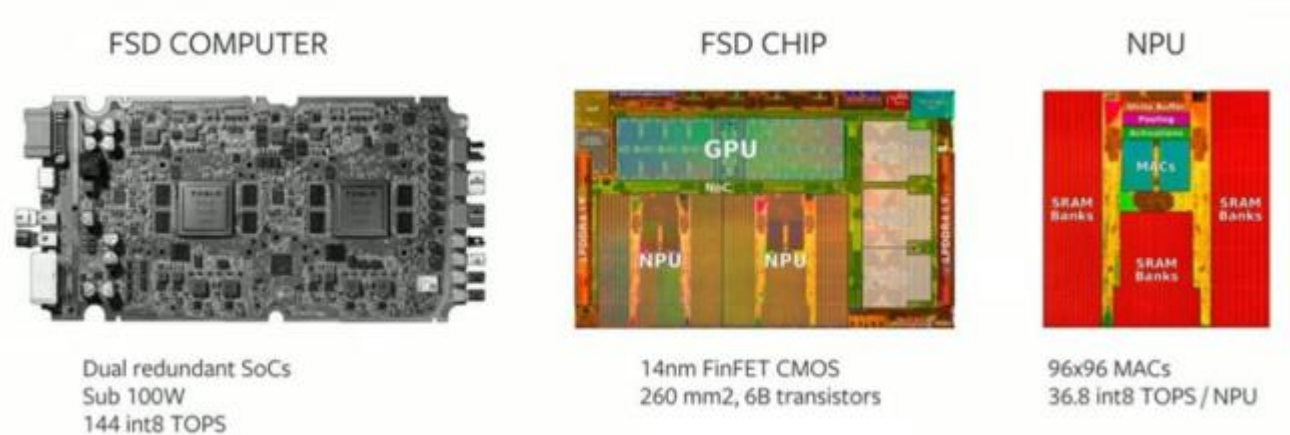
삼성전자	(K/M)				Utilization Ratio				Wafer 가격 (\$)				Yearly Revenue (\$m)			
	CY24	CY25	CY26E	CY27E	CY24	CY25	CY26E	CY27E	CY24	CY25	CY26E	CY27E	CY24	CY25	CY26E	CY27E
22/28나노	38	40	40	40	83%	81%	83%	80%	2,400	2,200	2,000	1,800	908	855	797	691
11/14나노	79	80	80	80	69%	66%	67%	65%	3,600	3,200	2,900	2,600	2,355	2,028	1,865	1,622
7/8/10나노	100	100	100	100	57%	70%	71%	70%	7,200	7,000	6,800	6,400	4,925	5,880	5,794	5,376
4/5나노	100	100	100	100	75%	68%	59%	65%	12,800	12,560	12,400	12,300	11,520	10,249	8,779	9,594
3나노	4	6	9	9	46%	54%	53%	65%	16,000	16,000	16,000	14,000	353	622	916	983
2나노	1	3	11	35	0%	0%	45%	86%			20,000	18,400		-	1,188	6,624
Total	322	329	340	364	68%	69%	67%	70%					20,061	19,634	19,339	24,890

자료 : Counterpoint

테슬라 AI칩 현황

- 2016~2018년: 최초의 자율주행 플랫폼의 시작 (HW1~HW2.5). 모빌아이와 엔비디아 칩 사용
- 2019년: 자체 FSD (Full Self Driving) 칩 등장. 삼성전자 엑시노스 IP 기반으로 14나노 공정 사용한 HW3 칩으로 약 72 TOPS (초당 72조번 연산)의 성능. 이 칩은 모델 3, Y, S, X 대부분에 탑재
- 2023년: 칩 명칭을 HW에서 AI로 변경. AI4 칩은 300~500 TOPS의 성능. 삼성전자 엑시노스 IP 기반 7나노 공정을 사용한 현 세대 칩
- 2025년: TSMC가 AI5칩을 3나노로 2025년 말부터 양산 예정이며, 2,500 TOPS의 연산 능력을 제공할 예정. 단 이는 당초 계획 대비 절반 정도 수준의 성능
- 2027~2028년: AI6칩은 5,000~6,000 TOPS의 연산 능력을 갖출 것으로 예상. 차량은 물론 향후 휴머노이드 로봇과 슈퍼컴퓨터 등 테슬라 전 사업 영역을 아우르는 통합형 칩이 될 전망. 삼성전자가 2나노로 테일러 라인에서 생산 예정

<그림32> 테슬라 FSD Computer 및 HW3 칩 구조

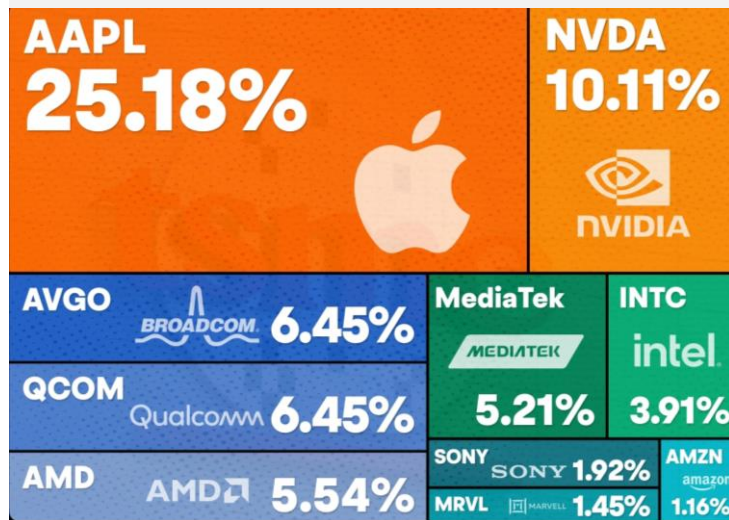


자료 : 테슬라

테슬라가 삼성전자에 AI6칩 생산을 맡긴 이유

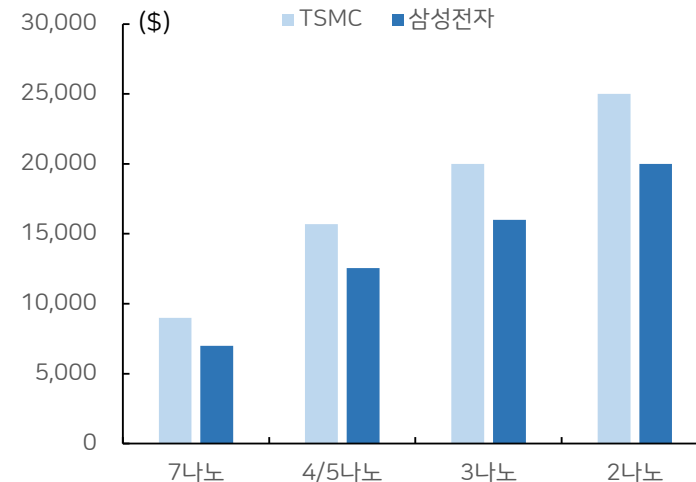
- 테슬라는 TSMC의 Top 10 고객에 포함되지 못하므로 최신 미세 공정 Capa 확보에 있어서 후순위이며 대형 고객들 대비 높은 서비스 비용을 지불해야 함
- 삼성전자는 고객 확보를 위해 Foundry 서비스 가격을 TSMC 대비 평균 20% 가량 낮게 제시 중임
- 삼성전자가 미국 테일러 라인을 건설함으로써 테슬라와 삼성전자의 2나노 프로세서 생산 관련한 협력이 보다 원활할 수 있게 되었음
- 기본적으로 테슬라의 AI 칩은 삼성전자 엑시노스 IP 기반 설계임
- 단 삼성전자의 2나노 수율 또는 특성 (속도, 전력 소모량, 발열)이 CY27에도 기대에 못 미칠 경우, AI7 칩의 생산은 AI5의 경우처럼 다시 TSMC로 회귀할 수 있음

<그림33> TSMC의 CY24 Top 10 고객



자료 : TSMC

<그림34> TSMC와 삼성전자의 공정별 Foundry 서비스 가격



자료 : Counterpoint

테슬라 딜이 삼성전자 Foundry 실적에 미칠 영향

- 165억 달러 (22.8조원) 규모의 테슬라 AI6 칩을 삼성전자의 테일러 라인에서 2033년까지 생산
- TSMC가 CY25말부터 생산을 개시할 AI5 칩은 CY26말 경에 테슬라에 인도될 전망이다. 따라서 AI6 칩은 빨라도 CY27부터 양산이 개시 될 것으로 추정됨. 테일러 라인의 오픈 시기도 CY26 말
- 따라서 실질적인 이번 딜의 생산 기간은 약 7년이며 CY27 이후 연간 평균 매출은 3.3조원으로 계산됨. 이는 CY24 삼성전자 Sys-LSI 부문 매출의 12.3%에 해당
- 삼성전자의 2나노 웨이퍼 파운드리 서비스 가격은 2만 달러 (TSMC 2.5만 달러)로 추정되며 이를 감안 시 이번 딜로 삼성전자의 연간 웨이퍼 서비스량은 11.8만장, 월간 서비스량은 1만장 수준인 것으로 추정됨
- 그간 HPC용 대형 Processor를 생산한 경험이 없는 삼성전자로서는 이번 딜이 고객 Reference와 경험을 얻는 좋은 기회가 될 수 있음. 단 고비용 테일러 라인에서 저수율 2나노 공정으로 생산하므로 이익 발생 여부는 미지수

<표9> 테슬라 딜에 따른 Foundry 매출 추정

Tesla AI6 칩 딜

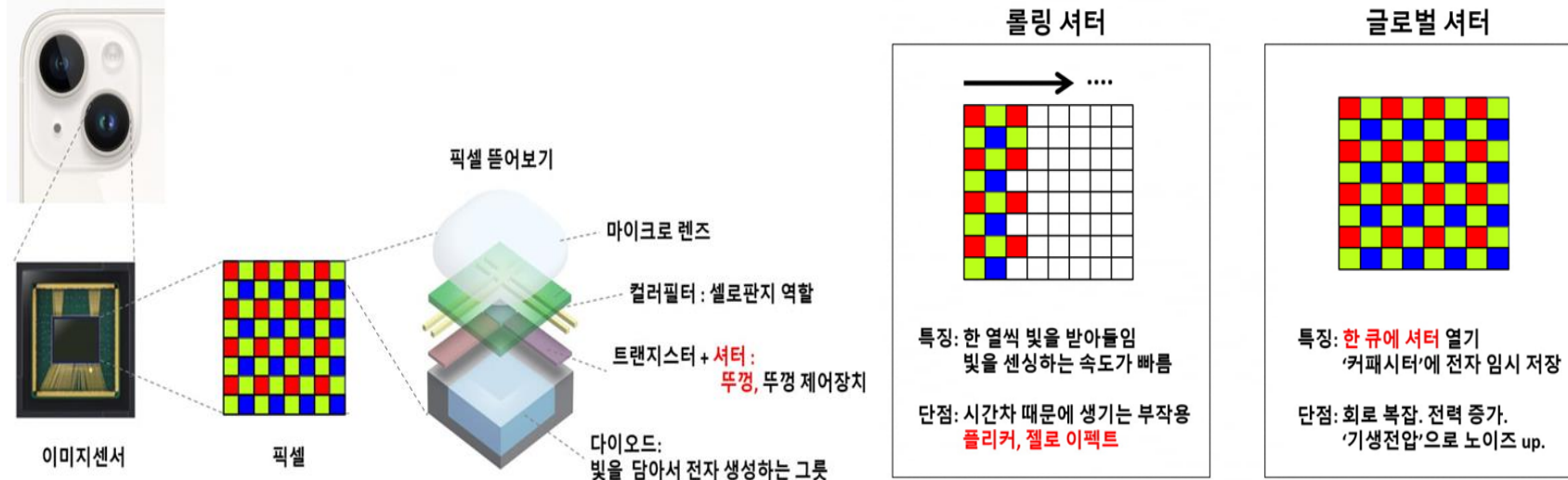
딜 총액	22.8 조원
딜 총액	16,500 \$mn
기간	7.0 년
연간 평균 매출	2,357 \$mn
연간 평균 매출	3.3 조원
FY24 Sys-LSI 매출 대비 비중	12.3 %
2나노 웨이퍼 서비스 가격	20,000 \$
연간 2나노 서비스 양	117,857 장
월 2나노 서비스 양	9,821 장

자료 : 삼성전자, 테슬라, iM증권

삼성전자 하이브리드 셔터 CIS

- 삼성전자는 지난 2월 반도체 학회 ISSCC 2025에서 최신 CIS 기술 (하이브리드 셔터) 논문 발표
- 카메라 렌즈로 빛이 들어오면 뒤에 있는 이미지 센서가 이것을 센싱하고 디지털 신호로 바꿔 AP로 전달. 이미지 센서 안에는 빨강(R)·초록(G)·파랑(B) 칸이 각 구역으로 들어오는 빛을 받아들이며 각 색깔 칸이 픽셀 또는 화소
- 픽셀은 마이크로 렌즈, 컬러 필터, 포토다이오드·트랜지스터 층으로 구성. 포토 다이오드의 뚜껑을 빠르게 열고 닫으면서 빛의 성질을 파악할 수 있도록 제어하는 역할을 하는 것이 셔터
- 현재 CIS에서는 Rolling 셔터를 사용 중으로 셔터들이 한열 한열 씩 제어되고 동작. 포토 다이오드가 빠르게 빛을 센싱할 수 있으나 블러나 플리커 현상 발생
- 글로벌 셔터는 모든 픽셀 속 다이오드가 빛에 한번에 노출될 수 있게 셔터를 한번에 여는 기술로 화질이 좋으나 단점은 Capacitor를 넣어야 하므로 구조가 복잡해지고 픽셀의 자리가 비좁아지며 전력이 많이 소요됨

<그림35> CIS 구조와 셔터의 종류

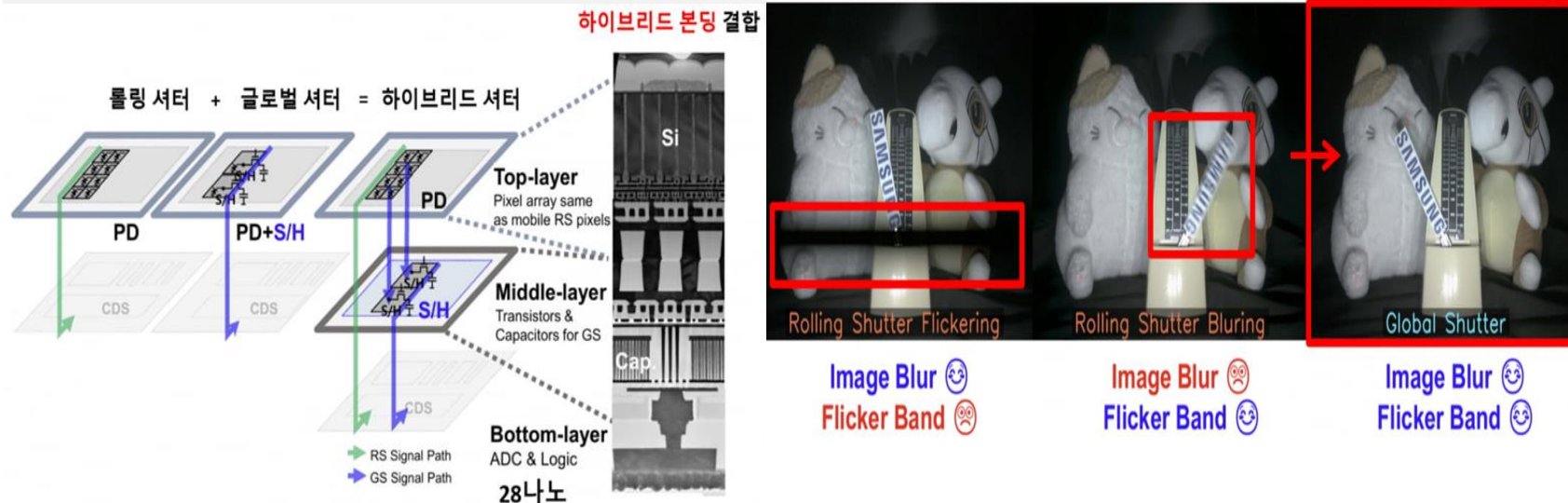


자료 : 삼성전자

삼성전자 하이브리드 셔터 CIS

- 각 셔터의 단점을 보완하기 위해 삼성이 개발한 것이 하이브리드 셔터
- 반도체 공정에서 3단으로 패키징 결합한 것이 특징으로 맨 위층 다이에는 포토 다이오드와 롤링 셔터를, 중간층 칩에는 글로벌 셔터를 위한 트랜지스터와 커패시터를 배치. 맨 아래층은 ADC와 함께 이미지를 보정하는 로직 반도체가 위치. 그동안에는 픽셀부+로직 반도체 까지 2단 패키징
- 각 층의 결합을 위해 최신 패키징 공법인 하이브리드 본딩 선택. 사진 찍기 좋은 환경에서는 롤링 셔터, 어려운 환경에서는 글로벌 셔터를 자유 자재로 변화하며 채택
- 롤링 셔터 모드와 글로벌 셔터 모드에 상관없이 픽셀 당 5.2만개의 전자를 생성하며 삼성의 기존 AR·VR용으로 개발했던 글로벌 셔터와 비교하면 노이즈 수치를 절반 이상 낮췄음

<그림36> 삼성전자 하이브리드 셔터 CIS의 구조와 이미지 생성 능력



자료 : 삼성전자

애플 딜이 삼성전자 Sys-LSI 및 Foundry 실적에 미칠 영향

- 하이브리드 셔터의 양산은 CY27부터 가능할 것으로 예상됨. 최신 아이폰과 전체 아이폰의 연간 생산량은 각각 9천만대, 2.2억대 수준이며 CIS의 가격은 12달러. 만약 삼성전자 하이브리드 셔터 CIS가 최신 아이폰에 전량 채택될 경우 연간 1.5조원, 향후 전체 아이폰에 모두 채택될 경우 연간 3.6조원의 Sys-LSI 부문의 매출이 CY27 이후 발생할 수 있을 것으로 판단됨
- CIS의 12인치 웨이퍼 당 Net Die 수는 442개로 추정되며, 삼성전자가 최근 논문에 밝힌 바처럼 28나노로 생산될 경우 연간 웨이퍼 사용량은 최신 아이폰 채택 시 20만장, 전체 아이폰 채택 시 50만장으로 추정됨
- Sys-LSI 부문이 이를 자사 Foundry에서 위탁 생산한다면 28나노 파운드리 서비스 가격이 1,800 달러이므로 Foundry 부문의 연간 매출은 최신 아이폰 채택 시 5천억원, 전체 아이폰 채택 시 1.2조원 수준으로 추정됨. 단 이 경우 Sys-LSI 부문 매출에 포함

<표10> 애플 딜이 삼성전자 실적에 미칠 영향

애플 CIS 딜

최신 아이폰 연 생산량	90	백만대		
아이폰 연 생산량	220	백만대		
CIS 1 가격	12	\$		
최신 아이폰 채택 시 연 CIS 매출	1,080	\$mn	1,490	십억원
FY24 Sys-LSI 매출 대비 비중			5.6	%
전체 아이폰 채택 시 연 CIS 매출	2,640	\$mn	3,643	십억원
FY24 Sys-LSI 매출 대비 비중			13.7	%
12인치 웨이퍼 면적	72,928	mm2	70,000	mm2
수율 80% 시			56,000	mm2
CIS 1 면적	127	mm2		
Net Die	442	개		
28나노 12인치 웨이퍼 연간 수요량				
최신 아이폰 채택 시	203,657	장		
전체 아이폰 채택 시	497,829	장		
28나노 12인치 서비스 가격	1,800	\$		
파운드리 연간 매출				
최신 아이폰 채택 시	367	\$mn	506	십억원
전체 아이폰 채택 시	896	\$mn	1,237	십억원

자료 : iM증권

<표11> 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	82,312	76,832	258,935	300,871	312,850
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	26,000	25,500	29,931	29,227	78,543	114,284	110,658
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	32.9%	34.2%	36.4%	38.0%	30.3%	38.0%	35.4%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	8,503	6,703	6,567	32,726	26,568
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	8.4%	6.3%	10.3%	8.7%	2.5%	10.9%	8.5%
DS	매출	23,141	28,560	29,271	30,101	25,100	27,924	30,617	29,925	66,595	111,073	113,566
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	5,450	5,182	8,080	8,230	984	32,774	26,942
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	21.7%	18.6%	26.4%	27.5%	1.5%	29.5%	23.7%
	영업이익	1,913	6,450	3,860	2,895	1,057	406	3,265	3,357	-14,873	15,118	8,085
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	4.2%	1.5%	10.7%	11.2%	-22.3%	13.6%	7.1%
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 (하만 포함)	매출	16,680	18,040	17,670	18,304	17,900	17,915	17,701	18,140	70,830	70,695	71,656
	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

<표12> 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%	4%	-14%	-44%	62%	11%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,827	8,739	10,128	9,936	28,143	17,279	32,008	36,629
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-14%	12%	16%	-2%	-17%	-39%	85%	14%
NAND	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	11,379	12,242	13,976	13,613	35,957	22,541	43,771	51,210
	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-11%	8%	14%	-3%	-7%	-37%	94%	17%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	3,558	3,078	5,421	5,378	16,063	-985	12,744	17,435
	영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	31%	25%	39%	40%	45%	-4%	29%	34%
	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%
System LSI	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
	%QoQ / % YoY	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	1%	0%	-17%	-47%	63%	-15%
	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	6,753	6,337	25,208	15,410	28,387	24,674
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	6%	-6%	-14%	-39%	84%	-13%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	9,319	8,682	32,232	20,073	38,752	34,505
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	4%	-7%	-4%	-38%	93%	-11%
디스플레이	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-166	-288	-100	-312	4,807	-11,296	7,189	-866
	영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	-1%	-4%	15%	-56%	19%	-3%
	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%
휴대폰 / Tablet	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%
TV	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%
기타	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%
	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%
Total	ASP (\$)	556	603	538	558	564	519	524	529	535	492	492	492	590	563	540	511
	%QoQ / % YoY	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	1%	1%	-8%	0%	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%	11%	-18%	-1%	2%	10%	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%
기타	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%
	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	82,312	76,832	302,231	258,935	300,871	312,850
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	10%	-7%	8%	-14%	16%	4%
	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	8,503	6,703	43,377	6,567	32,726	26,568
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	8%	6%	10%	9%	14%	3%	11%	8%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		227,062	262,970	307,860	357,141
현금 및 현금성자산		53,706	84,574	131,803	158,281
단기금융자산		58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권		53,246	55,366	53,705	61,761
재고자산		51,755	53,816	52,201	60,031
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	554,828	592,629	641,897
유동부채		93,326	101,876	110,869	123,656
매입채무		12,370	12,863	12,477	14,348
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	120,890	129,882	142,669
지배주주지분		391,688	422,839	451,125	486,896
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	384,820	396,260	415,187
기타자본항목		15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분		10,504	11,099	11,622	12,331
자본총계		402,192	433,938	462,747	499,227

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	72,030	78,389	68,532
당기순이익		34,451	24,670	21,733	29,404
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	30,868	47,229	26,477
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	84,574	131,803
기말현금및현금성자산		53,706	84,574	131,803	158,281

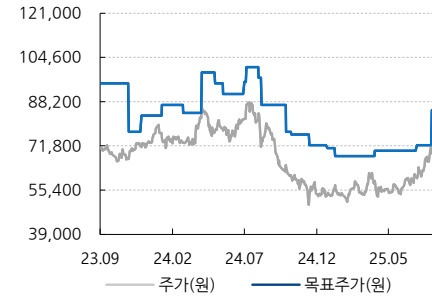
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		300,871	312,850	303,465	348,984
증가율(%)		16.2	4.0	-3.0	15.0
매출원가		186,562	202,192	198,769	223,350
매출총이익		114,309	110,658	104,695	125,634
판매비와관리비		81,583	84,090	81,598	93,280
연구개발비		34,998	36,392	35,300	40,595
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	26,568	23,098	32,354
증가율(%)		398.3	-18.8	-13.1	40.1
영업이익률(%)		10.9	8.5	7.6	9.3
이자수익		16,703	16,190	17,607	18,578
이자비용		12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)		751	751	751	751
기타영업외손익		335	377	377	377
세전계속사업이익		37,530	30,838	28,978	39,206
법인세비용		3,078	6,168	7,244	9,801
세전계속이익률(%)		12.5	9.9	9.5	11.2
당기순이익		34,451	24,670	21,733	29,404
순이익률(%)		11.5	7.9	7.2	8.4
지배주주귀속 순이익		33,621	24,076	21,210	28,696
기타포괄이익		16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		51,296	41,515	38,578	46,249
지배주주귀속총포괄이익		50,061	40,515	37,649	45,135

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		4,950	3,544	3,122	4,225
BPS		57,663	62,249	66,413	71,680
CFPS		11,226	10,367	10,162	10,959
DPS		1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)					
PER		10.7	19.1	21.6	16.0
PBR		0.9	1.1	1.0	0.9
PCR		4.7	6.5	6.7	6.2
EV/EBITDA		3.5	4.4	3.9	3.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.0	5.9	4.9	6.1
EBITDA이익률		25.0	23.3	23.4	22.4
부채비율		27.9	27.9	28.1	28.6
순부채비율		-23.2	-28.6	-37.0	-40.8
매출채권회전율(x)		6.2	5.8	5.6	6.0
재고자산회전율(x)		5.8	5.9	5.7	6.2

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	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	-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-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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

[투자 의견]

종목추천 투자등급

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

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자 비율 등급 공시 2025-06-30 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%

SK하이닉스(000660)

3Q 저점 매수, 4Q 고점 매도 전략

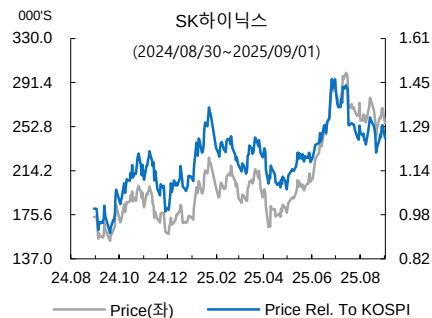
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	280,000원(유지)
증가(2025.09.02)	260,500원
상승여력	7.5 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	186,369십억원
외국인지분율	55.1%
52주 주가	152,800~300,000원
60일평균거래량	3,505,741주
60일평균거래대금	936.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.8	23.4	34.6	47.1
상대수익률	-1.5	6.9	10.5	29.9



[투자포인트]

- CY25 HBM 수요량은 24.6억 GB, 업계 생산량은 29.3억 GB로 생산량이 수요량을 상회하고, 이에 따라 HBM 가격은 이미 분기별로 하락세가 지속 중인 것으로 판단됨. 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 HBM 수요량은 40.7억 GB로 예상되며 Capa 증설에 기반해 현재 예상되는 CY26 HBM 생산 가능량은 44억 GB 이상으로 추정됨. 단 실제 생산량은 고객들의 내년 수요 제시치에 기반해 41.3억 GB 수준일 듯
- 당사는 CY26 HBM 3E 12단 연간 ASP가 CY25 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4의 가격 프리미엄은 비용 증가와 초기 수율 하락을 감안해 60% 수준일 것으로 예상함. 이 경우 동사 FY26 연간 HBM 영업이익률은 FY25의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 수 있음
- 동사 3Q25 영업이익은 반도체 가격 상승에 따라 10.2조원으로 증가할 것으로 예상됨. 단 4Q25에는 출하량 감소와 가격 상승폭 축소에 따라 동사 영업이익이 9.4조원으로 감소할 전망이다
- 관세 부과 및 경기 둔화 영향의 강도에 따라 변동 가능성이 있으나 현재 당사의 추정으로는 CY26 업계 DRAM 생산 증가율과 수요 증가율이 모두 13% 수준일 것으로 보임. 이에 따라 HBM 업황이 둔화되는 가운데 Legacy DRAM 업황은 큰폭의 변동이 나타나지 않을 가능성이 높은 것으로 전망됨
- HBM 업황 둔화가 확실해지거나 Legacy DRAM 업황 재둔화가 발생할 경우, 동사 Val. 배수가 하향 조정될 수 있으므로 중간 P/B 배수 (2.1배) 이상에서의 추격 매수보다는 저점 매수 전략이 적절한 듯

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	84,892	77,676	89,328
영업이익(십억원)	23,467	36,238	25,033	32,020
순이익(십억원)	19,789	26,794	17,426	22,888
EPS(원)	27,182	36,805	23,937	31,440
BPS(원)	101,515	138,614	162,845	194,578
PER(배)	6.4	7.0	10.7	8.1
PBR(배)	1.7	1.8	1.6	1.3
ROE(%)	31.1	30.7	15.9	17.6
배당수익률(%)	1.3	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.8	3.6	3.9	3.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표13> 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	0.54	0.39	0.25	0.43	0.52
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	0.1%	0.9%	4.9%	1.8%	-16.6%	-36.8%	75.7%	21.2%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,485	11,926	12,826	12,255	22,923	16,390	32,878	46,493
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%	0.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-19.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,331	3,650	3,720	3,388	11,400	7,982	15,093	13,089
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	16,837	15,902	34,857	24,935	48,464	60,741
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	23,235	21,786	44,622	32,766	66,193	84,892
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	7,537	10,249	10,201	9,443	28,994	33,299	34,364	37,430
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	10,102	11,983	13,034	12,343	15,628	-533	31,829	47,462
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	10,221	9,364	6,809	-7,730	23,467	36,238
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	42.2%	41.4%	44.0%	43.0%	15.3%	-23.6%	35.5%	42.7%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	7,401	9,387	10,350	9,657	8,908	1,021	21,140	36,794
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	53.7%	56.2%	58.5%	57.5%	30.3%	4.7%	47.0%	56.6%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	21	-190	-144	-307	-2,163	-8,763	2,345	-619
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	0.6%	-3.7%	-2.8%	-6.6%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-3.4%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	59,942	73,236	89,718
현금 및 현금성자산		11,205	26,099	44,271	56,297
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	12,734	7,768	8,933
재고자산		13,314	12,734	11,651	13,399
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	147,518	164,917	188,429
유동부채		24,965	25,609	25,361	25,761
매입채무		2,277	2,921	2,672	3,073
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	46,583	46,335	46,735
지배주주지분		73,903	100,912	118,552	141,654
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	91,179	107,571	129,426
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	23	31	40
자본총계		73,916	100,935	118,582	141,694

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	40,102	36,883	34,737
당기순이익		19,797	26,805	17,433	22,898
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	14,894	18,172	12,027
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	26,099	44,271
기말현금및현금성자산		11,205	26,099	44,271	56,297

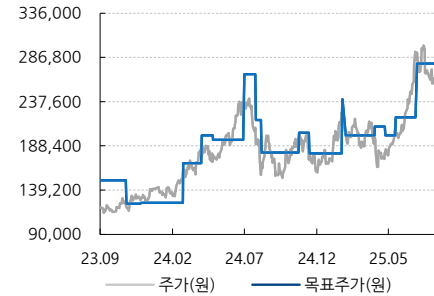
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	84,892	77,676	89,328
증가율(%)		102.0	28.2	-8.5	15.0
매출원가		34,365	37,430	41,557	44,664
매출총이익		31,828	47,462	36,119	44,664
판매비와관리비		8,361	11,224	11,086	12,644
연구개발비		4,436	5,773	5,826	6,700
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	36,238	25,033	32,020
증가율(%)		흑전	54.4	-30.9	27.9
영업이익률(%)		35.5	42.7	32.2	35.8
이자수익		4,855	2,979	3,428	3,727
이자비용		5,708	5,179	5,179	5,179
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	1,740	-	-
세전계속사업이익		23,885	35,741	23,244	30,530
법인세비용		4,088	8,935	5,811	7,633
세전계속이익률(%)		36.1	42.1	29.9	34.2
당기순이익		19,797	26,805	17,433	22,898
순이익률(%)		29.9	31.6	22.4	25.6
지배주주귀속 순이익		19,789	26,794	17,426	22,888
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	28,053	18,681	24,145
지배주주귀속총포괄이익		21,036	28,041	18,673	24,135

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	36,805	23,937	31,440
BPS		101,515	138,614	162,845	194,578
CFPS		44,464	54,982	46,068	55,025
DPS		2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER		6.4	7.0	10.7	8.1
PBR		1.7	1.8	1.6	1.3
PCR		3.9	4.7	5.6	4.7
EV/EBITDA		3.8	3.6	3.9	3.0
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	30.7	15.9	17.6
EBITDA이익률		54.5	58.3	53.0	55.1
부채비율		62.2	46.2	39.1	33.0
순부채비율		14.4	-7.5	-22.0	-27.1
매출채권회전율(x)		6.5	6.5	7.6	10.7
재고자산회전율(x)		4.9	6.5	6.4	7.1

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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)

[투자비용등급 공시 2025-06-30 기준]

매수
92.5%

중립(보유)
6.8%

매도
0.7%