

[반도체]

Overweight

[月刊 반도체 10월]

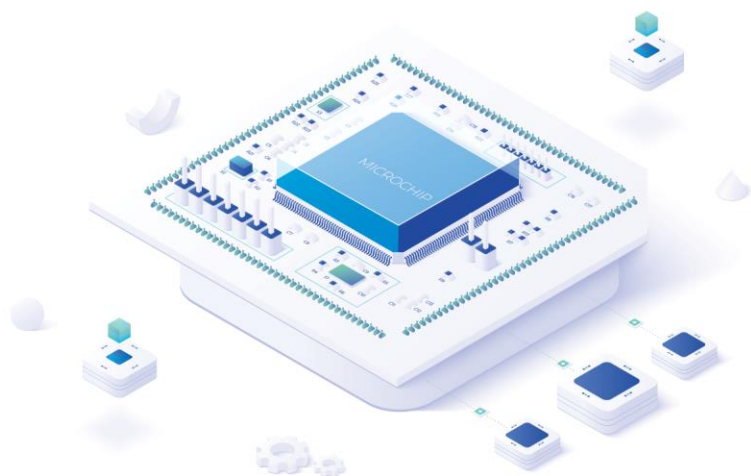
트레이딩 바이

CY26 HBM 둔화 But Legacy DRAM/NAND 양호

[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 . 이슈 분석	23
V . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	26

[기업분석]

삼성전자(005930)	33
SK하이닉스(000660)	38

Summary

수요 전망

- CY25 DRAM 수요 증가율 전망치를 19.3%로 상향 조정. 이는 업계 생산 증가율인 18.1%를 상회. CY26에 가장 유력한 경기 시나리오인 완만한 둔화를 가정하면 CY26 DRAM 수요 증가율은 14.1%로 전망됨. 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 14.2%이므로 수요 증가율과 유사할 듯
- 3Q25에 들어 PC 수요는 다소 둔화되기 시작한 반면 기존 예상보다 3Q25의 스마트폰 판매량은 양호한 상황. 이는 반도체, 아이폰 등에 대한 관세 부과가 연기 또는 면제되며 스마트폰 가격이 상승하지 않음에 따른 것으로 판단됨
- FY25 빅테크 업체들의 Capex 전망치는 지속 상향 중이며, Blackwell GPU의 생산 차질이 정상화되고 상반기 부진했던 일반 서버 생산이 회복됨에 따라 2H25 서버 생산이 증가 중인 것으로 판단됨. 당사는 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 기존의 7.6%에서 8.4%로 상향. 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +23.0%이나 당사는 향후 +30%로 상향 조정될 것으로 가정. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 4.7% 수준으로 예상됨
- CY25 HBM 실수요량은 24.6억 GB, 업계 생산량 계획치는 29.3억 GB로 생산량이 수요량을 상회. HBM 가격이 하락 중인 이유. CY26 업계 HBM 생산 가능량은 44억 GB 이상으로 추정되어 실수요량 41.1억 GB를 상회할 전망이다. 단 실제 생산량은 고객들의 내년 수요 제시치에 기반해 41.3억 GB 예상
- HBM 3E 12단 인증에 성공한 삼성전자의 HBM4 성공 여부는 아직 미지수이나 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택한 것은 경쟁사 대비 성능 상 유리한 점. 최근 1C 나노 DRAM 초기 수율이 양호한 점도 긍정적. 다만 발열 문제의 재발 여부가 관건이 될 듯
- CY26 HBM 3E 12단 연간 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 듯

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 당분간 강력한 가수요에 따라 DRAM, NAND 현물가격은 상승세가 지속될 전망이다. 단 DRAM의 경우 PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중이 현재 7%에 근접하고 있어 역사적 평균인 4%를 크게 상회 중. 가격 급등이 지속되고 관세 부과가 개시될 경우 고객들의 가격 인상에 대한 저항이 심해질 가능성이 있음
- 4Q25 DRAM ASP는 서버 DRAM 10% 이상 상승, PC/Mobile DRAM 10% 이하 상승, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매 비중 증가에 따라 업체별로는 한자리수대 중반 ~ 중후반 상승할 것으로 전망됨

Summary

- NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨. CY26 수요 증가율은 13.8%로 예상되며 생산 증가율은 14.0%로 수요 증가율과 유사할 전망이다. 따라서 CY26 NAND 업황은 양호할 것으로 예상됨
- 한국에 대한 상호 관세가 15%로 결정 난 상황에서 아직 반도체에 대해서는 무관세가 적용되고 있음. 현재 예상보다 강한 수요는 관세 부과 전에 반도체를 선구매하려는 가수요의 영향이 여전히 존재할 가능성이 있으며, 이러한 경우 실제 관세 부과 시 수요 둔화를 불러올 수도 있음

이슈 분석 - AI 순환 투자 구조

- Nvidia는 OpenAI에 대규모 투자를 하고 OpenAI는 이 투자액을 재원으로 Nvidia의 GPU를 구매하며, Oracle과 CoreWeave에게 클라우드 서비스를 제공받는 구조. 또한 Oracle과 CoreWeave는 OpenAI를 위한 데이터 센터 건설을 위해 Nvidia의 GPU를 구매
- 발열 문제에 따라 Blackwell GPU에 대한 빅테크 업체들의 구매가 예상보다 저조했고 빅테크 업체들은 자체 ASIC 기반 가속기 반도체의 사용량을 늘리려고 노력 중임. OpenAI를 중심으로 한 Nvidia 주도의 순환 투자 구조는 이러한 배경에서 고속 성장세를 유지하려는 전략인 것으로 판단됨
- 이러한 순환 투자 구조가 성공하기 위해서는 Nvidia의 GPU를 자체적으로, 또한 Oracle, CoreWeave를 통해 간접적으로 구매할 OpenAI의 조기 대규모 이익 발생이 필수적임. OpenAI는 CY29까지 1,150억 달러 규모의 현금을 소진할 전망이고, 연 매출 1,000억 달러에 도달하는 CY29 이후에야 흑자를 낼 수 있을 것으로 예상됨
- 물론 대규모 투자와 순환 투자 구조가 적어도 당분간은 유지될 것이므로 OpenAI가 불러올 수 있는 AI 버블 붕괴가 당장의 위협은 아닌 것으로 판단됨. 또한 OpenAI의 실적이 우려보다 빠르게 개선될 경우 순환적 투자 구조는 AI 시장의 성장을 가속화시키는 역할을 할 것임

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음. 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 상승 (4Q25)과 하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨. 당사는 반도체 주가와 Global 유동성 YoY 증감률의 장기 동행 관계를 감안해 3Q25에는 4Q25의 주가 상승에 대비한 저점 매수 전략을, 4Q25에는 CY26 초 이후의 조정 가능성에 대비한 고점 매도 전략을 권고해 왔음
- 삼성전자가 HBM4 시장에 성공적으로 진입할 경우, 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 P/B 배수가 현재의 1.2배에서 과거의 1.5배로 상향될 수 있고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 10.6만원의 목표주가 도출. 만약 동사 HBM 경쟁력 강화에 더해 향후 경기 회복까지 동반될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 2.0배를 적용한 14만원의 목표주가 가능

Summary

- SK하이닉스 FY26 예상 BPS에 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.1배를 적용하면 42만원의 목표주가 도출. 경쟁사가 HBM4 시장에 본격 진입한다면, 최근 동사 P/B 밴드의 상향 요인이었던 HBM 시장에서의 압도적인 경쟁력이 훼손된다는 의미이므로 중간 배수의 적용이 적절한 것으로 판단. 반면 경쟁사의 HBM4 시장 진입이 실패할 경우 동사에 적용될 P/B 배수는 전고점인 2.5배로, 목표주가는 49만원으로 상향 조정 가능. 경쟁사의 HBM4 성공 여부에 따라 양사의 주가는 CY26 초경에 반대 방향으로 움직일 가능성이 높은 것으로 전망됨

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/106,000원) : HBM4 성공 시, Valuation 회복과 실적 대폭 개선 예상
- SK하이닉스 (00660/BUY/420,000원) : FY26에도 실적 개선세가 예상되나 HBM4 경쟁 심화 가능성은 우려 요인

CY26 DRAM 수요 증감률: 생산 증가율과 유사할 가능성이 높음

- CY25 스마트폰, 서버 출하 증가율 전망치를 +0.7%, +8.4%로 올리고 DRAM 수요 증가율 전망치 역시 19.3%로 상향 조정. CY25 DRAM 수요 증가율은 업계 생산 증가율인 18.1%를 상회
- CY26에 완만한 경기 둔화를 가정하고 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 -2%, 빅테크 Capex YoY 증가율이 30%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +4.7%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 14.1%로 전망됨
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 14.2% (삼성전자 11%, SK하이닉스 13%, Micron 13%, 중국 32%)
- 따라서 현재 가장 유력한 경기 시나리오인 완만한 둔화 발생 시, CY26 DRAM 수요 증가율은 생산 증가율과 유사할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<표1> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 전망

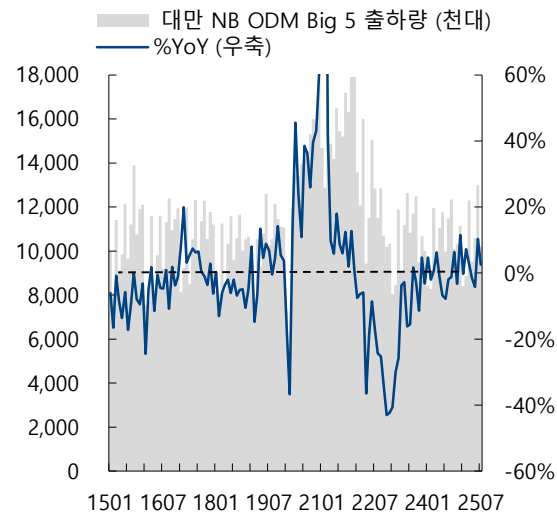
CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	1.4%	-0.1%	0.1%	0.7%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	8.4%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	11.7%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	23.2%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	8.1%	11.6%	12.5%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	33.6%	18.1%	19.3%
CY25E Vs CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Set 출하 증가율	-0.1%	-2.0%	0.7%	-2.0%	-2.9%	-1.6%	-0.7%	0.0%	8.4%	4.7%		
DRAM 탑재량 증가율	8.2%	7.7%	11.7%	10.0%	4.3%	3.4%	1.6%	4.3%	23.2%	18.0%		
DRAM 수요 증가율	8.1%	5.5%	12.5%	7.8%	1.2%	1.7%	0.9%	4.3%	33.6%	23.6%	19.3%	14.1%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 3Q25에 들어 수요가 다소 둔화되기 시작한 듯

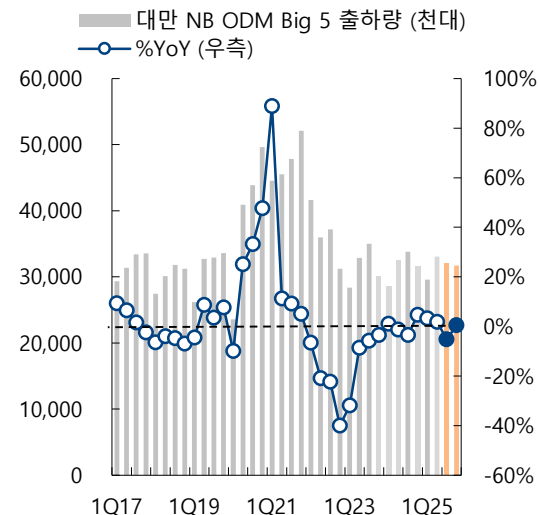
- 7월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.2백만대로 YoY +2.6%의 증감률을 기록해 전월의 +10.3%에서 하락
- 2Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 33.1백만대로 YoY +1.8% 증감률을 기록해 전분기의 +3.2%에서 둔화
- 일부 시장 조사 기관과 ODM 업체들에 따르면 3Q25 출하량은 QoQ -3~+1%의 증감률을 기록할 것으로 예상되며 이는 3Q의 역사적 계절성인 한자리수대 중반 증가에 비하면 약세. 상반기의 관세 부과 전 선출하에 따른 높은 베이스 효과가 원인인 듯
- 이러한 경우 CY25 PC 출하량은 전년대비 역성장할 가능성이 존재하며 3Q25에 들어 PC 수요는 다소 둔화되기 시작한 듯
- 단 가장 중요하고 비싼 부품인 반도체에 대한 무관세가 3Q25에도 이어지고 있으므로, PC 가격의 상승은 제한적이고 관세 부과 전 선구매가 지속될 수 있음. 이 경우 반도체에 대한 관세 부과 개시 전까지 PC 출하량이 우려보다 양호할 가능성이 존재함

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



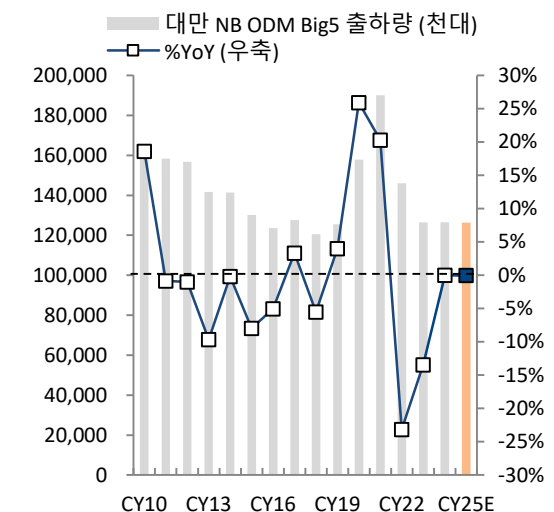
자료 : 각사 자료

<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 모두 4Q25에 출하를 개시할 계획. 최근 삼성전자와 SK하이닉스는 Nvidia로부터 100억 Gb와 110억 Gb의 공급 물량을 배정받았고 Micron은 70억 Gb의 주문을 받은 것으로 보임

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

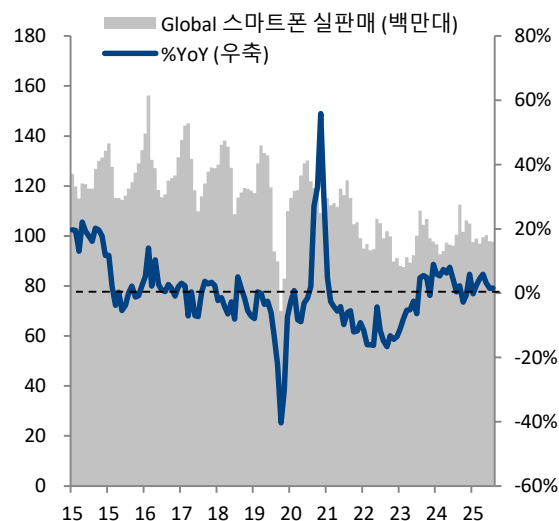


자료 : Qualcomm, 이네일리

스마트폰: CY25 출하 증가율 상향 조정

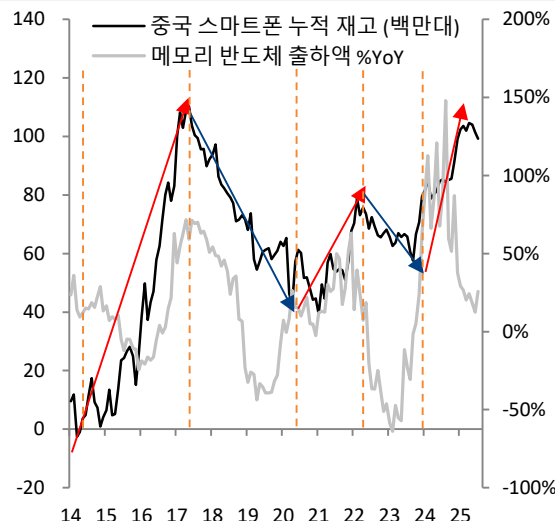
- CY25 8월 글로벌 스마트폰 판매량은 97.7백만대로 YoY 증감률이 전월의 +1.5%와 유사한 +1.6% 기록. 단 5월, 6월의 +5.9%, +3.1% 대비 약세. 8월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (40.9M, +4.4% -> +2.3%), 중국 (22.4M, -2.0% -> -3.2%)에서 하락했고, 인도 (13.1M, -3.0% -> +5.0%), 유럽 (12.7M, +2.0% -> +2.2%), 미국 (8.3M, +3.3% -> +5.6%)에서 상승
- 9월 아이폰 17 출시 이전인 8월에 미국 스마트폰 판매량 증감률이 반등한 것은 미국의 수요가 강함을 의미하는 듯. 반면 중국에서는 6월 이후 판매 증감률의 하락세가 8월에도 이어져 보조금 지급의 장기화에 따른 영향 둔화가 나타나고 있는 것으로 판단됨
- 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
- 기존 예상보다 3Q25의 스마트폰 판매량이 양호한 상황이며, 이는 반도체, 아이폰 등에 대한 관세 부과가 연기 또는 면제되며 스마트폰 가격이 상승하지 않음에 따른 것으로 판단됨. 이를 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 기존의 -0.4%에서 +0.7%로 상향

<그림5> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



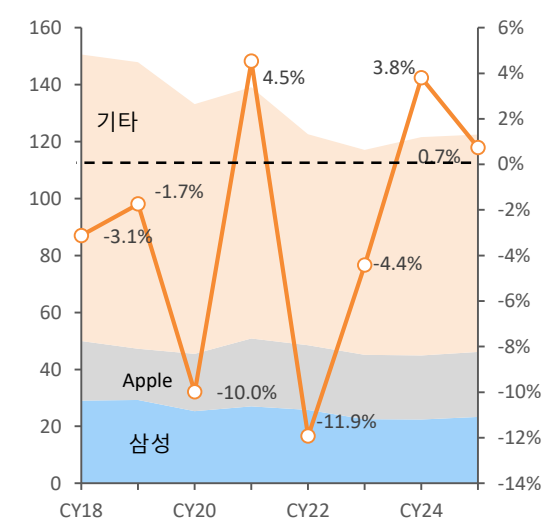
자료 : Counterpoint

<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

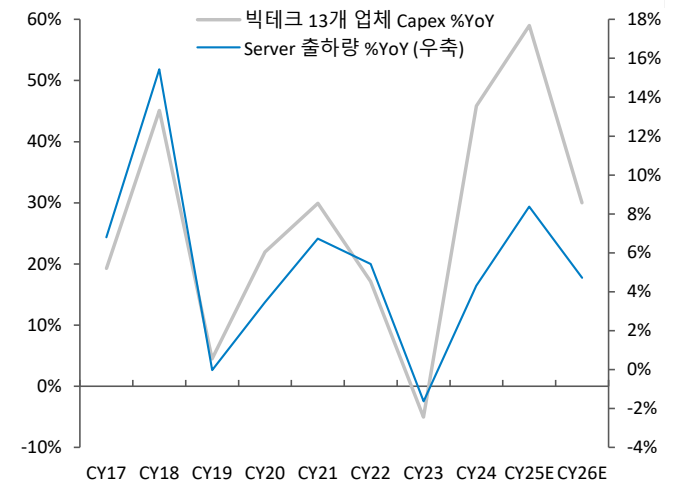
- 9월 30일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률은 9월 2일 집계치 +56.9%에서 +59.1%로 상승. Google, Amazon, Tencent의 Capex 상향
- Trendforce와 Micron은 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 5%로 전망했으나 최근 상향 조정. 당사 역시 7.6%에서 8.4%로 상향
- Blackwell GPU의 생산 차질이 정상화되고 상반기 부진했던 일반 서버 생산이 회복되며 2H25 서버 생산이 증가 중인 것으로 판단됨
- 이에 따라 서버용 DDR5에 대한 빅테크 업체들의 주문 역시 대폭 증가했으며 전반적인 DRAM 수요 증가를 견인 중
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +23.0%이나 당사는 향후 30%로 상향 조정될 것으로 가정. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 4.7% 수준으로 예상됨

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E		FY26E
										9월 2일	9월 30일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	85,264	85,298	93,042
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,564	12,513	14,851
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	68,914	68,879	96,443
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	113,789	119,354	131,876
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	64,551	88,078
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,493	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	35,260
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	912	909	967
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	517	517	529
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	720
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	11,907	16,142
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	11,903	11,998	12,067
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,530	1,517	1,480
Total	54,173	64,616	93,758	97,940	119,461	155,225	181,877	172,740	251,904	395,217	400,809	493,081
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	369,877	375,387	463,392
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	25,340	25,422	29,689
Total %YoY	20.0%	19.3%	45.1%	4.5%	22.0%	29.9%	17.2%	-5.0%	45.8%	56.9%	59.1%	23.0%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	56.4%	58.7%	23.4%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	64.6%	65.1%	16.8%

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 반도체향 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, Broadcom에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 50K -> 105K, 75K -> 150K로 100% 가량 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 21% 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	
		중국 전용	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)		105	110%
		비중	MI350X	70%	
			MI400X	30%	
		Chip 수 (K)	MI350X	1,029	
			MI400X	315	
			Total	1,344	68%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		10	0%
		비중	Gaudi3	100%	
	ASIC/FPGA 생산량	Chip 수 (K)	Gaudi3	200	0%
		Net Die	Avg.	18	
		CoWoS (K)		532	77%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		9,736	30%
		Chip 수 (K)		19,507	21%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 생산 가능량이 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 41.1억 GB로 67% 증가할 전망. 이는 CY25의 실수요량 증가율 대비 크게 하락. Rubin의 HBM 탑재량이 B300 대비 증가하지 못하는 것이 주요 원인
- HBM Capa 전망에 기반해 현재 예상되는 CY26 업계 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 수요량과 유사할 것으로 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	1,029	HBM3E	36	8	288	296	
		MI400X	315	HBM4	54	8	432	136	
		Total	1,344					432	88%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	0%
	기타	ASIC/FPGA	9,736	HBM3E/4	25	6	161	1,570	109%
	Total		19,507				210	4,106	67%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 경쟁력 회복 중

- SK하이닉스는 4Q25에 1B 나노 베이스 HBM4 공급을 소규모로 개시. CY26 시장 점유율은 46%로 CY25의 55%에서 하락 예상
- Micron은 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 1Q26에 개시할 예정. 최근 동사 HBM4의 속도가 Nvidia의 요구 사양에 미치지 못하고 있다는 소식이 있으나 큰 문제는 안될 것으로 판단. CY26 동사 시장 점유율은 24%로 CY25의 17%에서 상승 예상
- 삼성전자의 Nvidia향 3E 12단은 인증 기간 지연으로 판매량이 많지않을 전망. 1Q26 초에 최종 인증 결과가 나올 전망이다 동사 HBM4의 성공 여부는 아직 미지수이나 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택한 것은 성능 상 유리한 점. HBM4 시장 진입 성공 시 동사의 CY26 HBM 시장 점유율은 30%로 CY25의 28%에서 상승할 듯
- 칩 사이즈를 키우고 난이도를 낮춰 재설계된 삼성전자 1C 나노 2nd Version은 R&D 수율이 60% 이상에 도달해 양산 준비 단계에 있으며 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		1Q		
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														삼성전자																	36GB			
															Micron																	36GB			

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 가격 및 이익률 하락할 듯

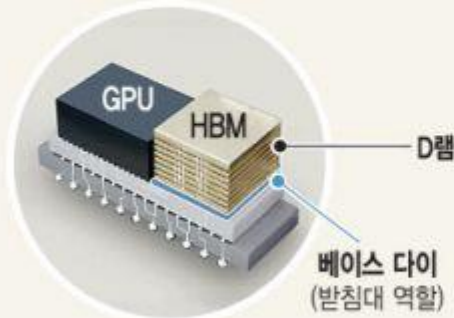
- 최근 HBM 계약은 고객의 연간 최대 구매 물량만 정하고 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- Nvidia가 동사 GPU 재고 증가와 Rubin 출시 연기에 따라 CY26 HBM 수요에 대해 보수적으로 전망 중이라는 시장 소식 존재
- Nvidia는 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 제품 가격을 분기 단위로 인하하고 있는 것으로 보임. 한국 반도체 업체들의 2Q25 DRAM Blended ASP는 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 연간 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 듯

<그림11> HBM4의 구조 변화

기존 HBM 구조

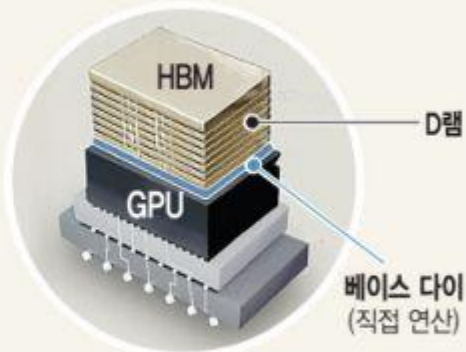
GPU와 HBM을 수평으로 쌓는 패키징 기법

※GPU: 그래픽처리장치, HBM: 고대역폭메모리



HBM4 구조

GPU와 HBM을 수직으로 쌓는 패키징 기법



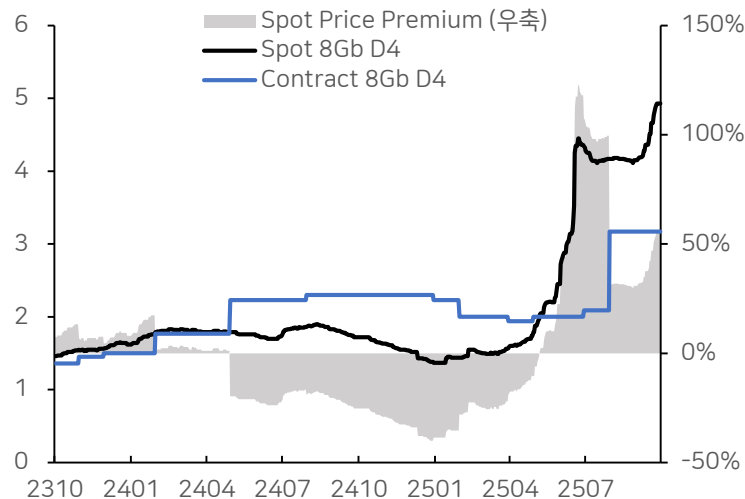
※ 베이스 다이(Base Die): 고대역폭메모리(HBM) 반도체에서 1층 받침대 역할을 하는 핵심 부품. 6세대 HBM4부터는 HBM이 수직으로 올라가는 패키징 기법이 도입된다.

자료 : 이데일리

현물 가격 전망: 당분간 가격 상승세 지속 예상

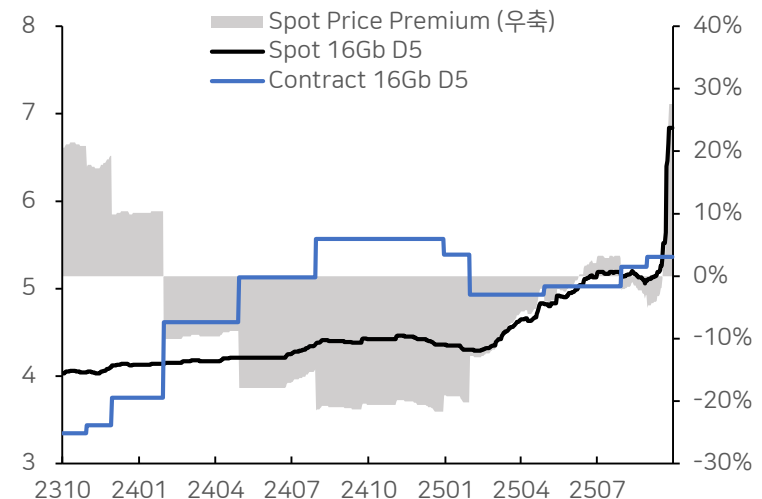
- 현물시장 최대 거래업체인 Adata의 현재 DRAM 재고는 10주로 정상 수준을 약간 상회 중이며 NAND 재고는 22주로 여전히 매우 높은 수준
- PC, 스마트폰 판매가 둔화되고 있으나 서버 생산은 강세를 보이고 있는 상황에서 현물시장으로의 반도체 공급량은 매우 제한적
- 서버 DRAM 공급 부족이 전반적인 DRAM 가격 상승을 불러올 것으로 판단한 현물시장 참여자들의 가수요가 재발생 중인 것으로 보임
- NAND에서도 eSSD의 수요 강세가 8월 이후 Client SSD 등 타 부문에서의 가수요 증가로 확산되기 시작
- 당분간 강력한 가수요에 따라 DRAM, NAND 현물가격은 상승세가 지속되다가 PC, 스마트폰의 수요 약세가 이어질 경우, 하향 안정세로 전환 될 전망이다
- DRAM의 경우 PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 현재 7%에 근접하고 있어 역사적 평균인 4%를 크게 상회 중. 가격 급등이 지속되고 관세 부과가 개시될 경우 고객들의 가격 인상에 대한 저항이 심해질 가능성이 있음

<그림12> 8Gb D4 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

<그림13> 16Gb D5 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄

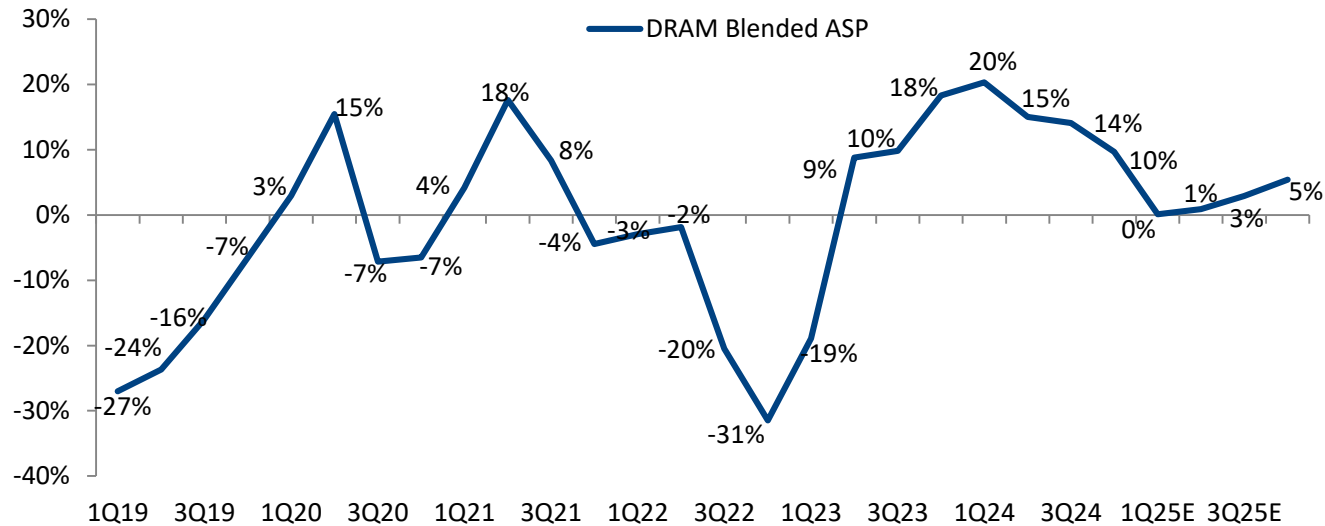


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

고정거래가격 전망: Legacy DRAM 가격 상승세 예상

- 3Q25 고정거래가격은 D4 30~40%, 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 HBM 판매량 증가율에 따라 업체별로 한자리수대 초중반 ~ 후반 상승할 것으로 판단됨
- 현재 수요 강세가 지속 중인 서버 DRAM 부문에서 Micron의 D5 제품에 문제가 있다는 루머의 사실 여부가 4Q25 이후 가격의 변수
- 4Q25 DRAM ASP는 서버 DRAM 10% 이상 상승, PC/Mobile DRAM 10% 이하 상승, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매 비중 증가로 한자리수대 중반 ~ 중후반 상승할 것으로 전망됨

<그림14> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정

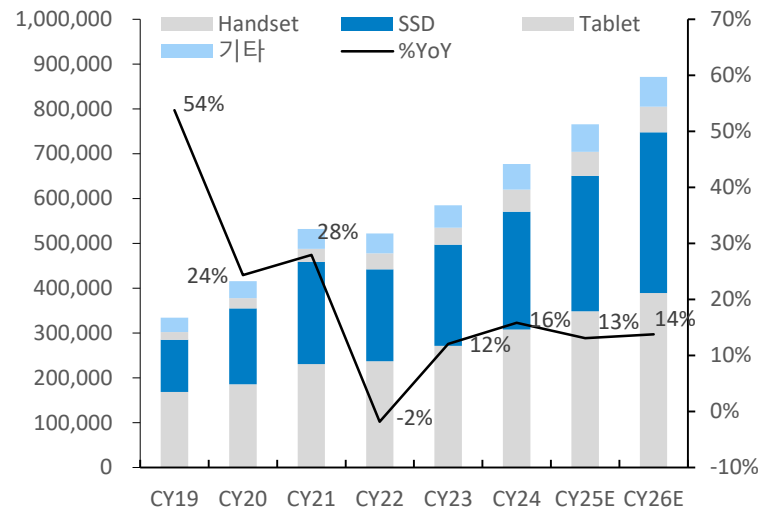


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY26 수요 증가율과 생산 증가율이 유사할 듯

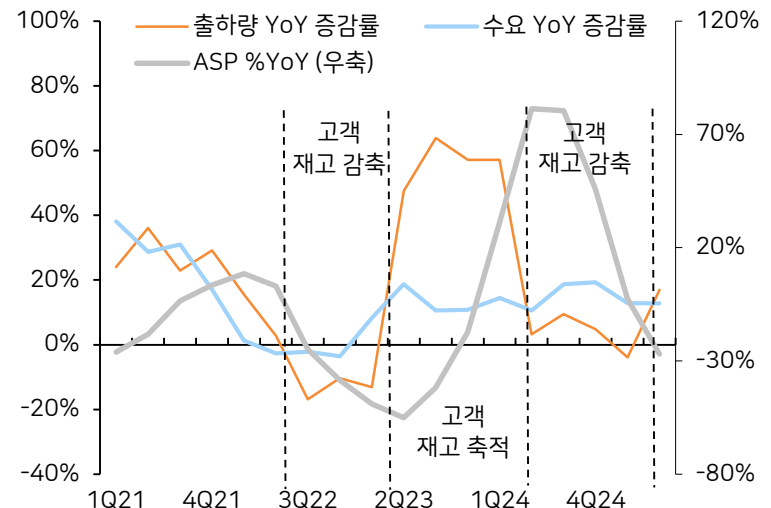
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +13.1%로 예상되며 업계 생산 증가율은 +5.5%를 기록해 수요 증가율을 크게 하회할 전망
- NAND 업체들의 감산에 따라 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25들어 재고를 재축적하기 시작한 것으로 판단됨. 2Q25부터 출하량 YoY 증감률이 수요 YoY 증감률을 상회
- NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 13.8%로 예상되며 생산 증가율은 14.0% (삼성전자 11%, SK하이닉스 15%, Kioxia 14%, Micron 11%, YMTC 30%)로 수요 증가율과 유사할 전망이다. 따라서 CY26 업황은 안정세를 나타낼 것으로 예상됨
- 이미 가격이 매우 높은 상황인 DRAM과는 달리 NAND 가격은 그간 하락세가 지속되어 왔으므로 향후 NAND 가격이 상대적으로 강세를 보일 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림15> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림16> 분기별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY26 Memory Capex 증가 예상

- FY25 DRAM Capex는 525.4억 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
- CY26 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM Capa는 60K, 20K 증가가 예상되며 CY26에는 DRAM, NAND 모두 Capex가 증가할 듯

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

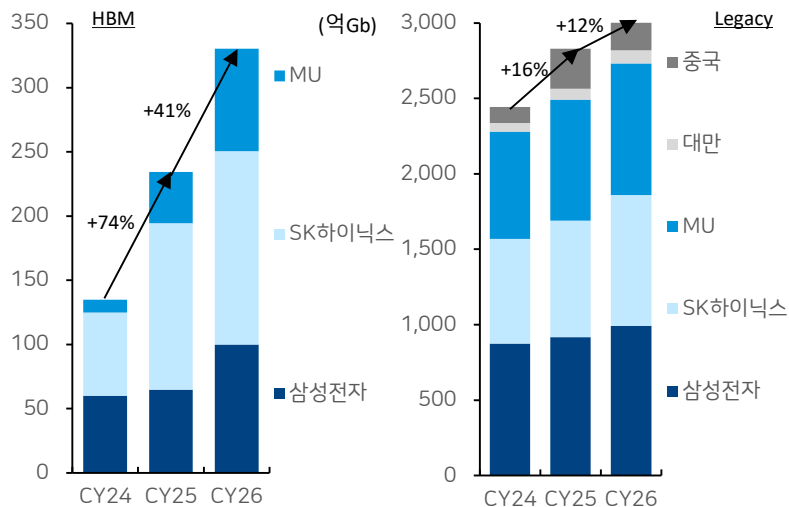
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,040
SK하이닉스	2,400	1,980	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
Swysure	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	52,540
% 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	2,760
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	18,516
% 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	71,057
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-24%	26%	18%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

향후 업황은 HBM 둔화세, Legacy DRAM 강세 가능성 높은 듯

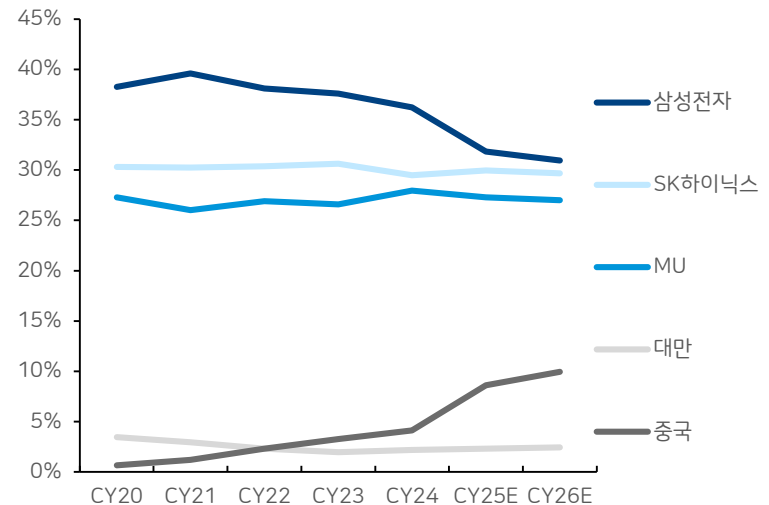
- 삼성전자는 CY25 HBM 생산 증가율이 10% 이하로 대폭 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 5%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY25 생산량 증가율은 HBM, Legacy DRAM 모두에서 당초 전망치인 100%, 11%가 유지될 듯. Micron의 CY25 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 300%, 13%로 추정됨
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (Huawei 관련 업체) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 143% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 4%에서 9%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 수요 증가율 19.3%를 하회하는 18.1%
- CY26에도 완만한 경기 둔화 시 수요 증가율 (14.1%)이 생산 증가율 (14.2%)과 유사할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 계약 베이스인 HBM은 둔화세, Legacy DRAM은 강세를 보일 가능성이 높은 것으로 예상됨. 단 현재 무관세인 반도체에 대한 갑작스러운 고관세가 부과될 경우, 수요 급감이 나타날 가능성이 향후 업황의 Risk 요인

<그림17> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림18> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

관세 부과가 미칠 영향: 아직 Risk 요인

- 한국에 대한 상호 관세가 15%로 결정 난 상황에서 아직 반도체에 대해서는 무관세가 적용되고 있음. 현재 예상보다 강한 수요는 관세 부과 전에 반도체를 선구매하려는 가수요의 영향이 여전히 존재할 가능성이 있으며, 이러한 경우 실제 관세 부과 시 수요 둔화를 불러올 수도 있음
- 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

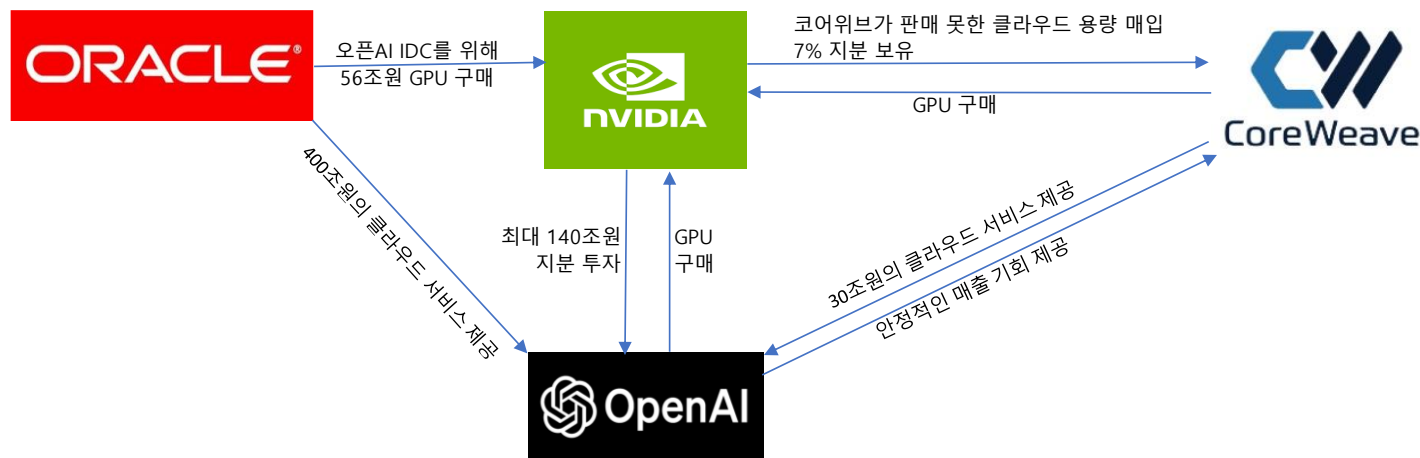
	미국 비중	전체 Set 비용 상승률	반도체 가격 예상 하락율	한국 반도체 매출 중 비중	매출 감소율
서버	56%	11%	4%	40%	1.5%
스마트폰	10%	2%	1%	36%	0.2%
PC	25%	5%	2%	14%	0.2%
					2.0%

자료 : Counterpoint, IDC, 각사 자료, iM증권 리서치본부

OpenAI를 중심으로 한 Nvidia 주도의 순환 투자 구조

- Nvidia는 OpenAI에 대규모 투자를 하고 OpenAI는 이 투자액을 재원으로 Nvidia의 GPU를 구매하며, Oracle과 CoreWeave에게 클라우드 서비스를 제공받는 구조. 또한 Oracle과 CoreWeave는 OpenAI를 위한 데이터 센터 건설을 위해 Nvidia의 GPU를 구매
- Nvidia와 OpenAI: Nvidia는 OpenAI에 최대 1,000억 달러 (약 140조 원) 규모의 지분 투자를 단계적으로 실행할 계획. 이 투자는 OpenAI의 AI 데이터센터 구축을 위한 자금으로 사용되며, OpenAI는 이 자금을 주로 Nvidia의 GPU 구매에 쓸 전망
- Nvidia와 CoreWeave: Nvidia는 CoreWeave의 초기 투자자로서 7%의 지분을 보유 중이며, CoreWeave가 판매하지 못한 클라우드 용량을 매입하는 계약도 체결. Nvidia는 CoreWeave에 GPU를 공급하고, 투자자로서 자금 조달을 지원하는 역할
- CoreWeave와 OpenAI: AI 클라우드 전문 기업인 CoreWeave는 OpenAI와 총 224억 달러 (약 30조 원)에 달하는 클라우드 서비스 계약을 체결. 이 계약을 통해 OpenAI는 GPU 클라우드 자원을 확보하고, 적자 기업인 CoreWeave는 안정적인 매출을 확보
- Oracle과 Nvidia: Oracle은 OpenAI용 데이터센터 구축을 위해 Nvidia로부터 400억 달러(약 56조 원) 규모의 GPU 구매 계약 체결
- Oracle과 OpenAI: Oracle과 OpenAI는 5년간 3,000억 달러 (약 400조원)가 넘는 규모의 클라우드 서비스 공급 계약 체결

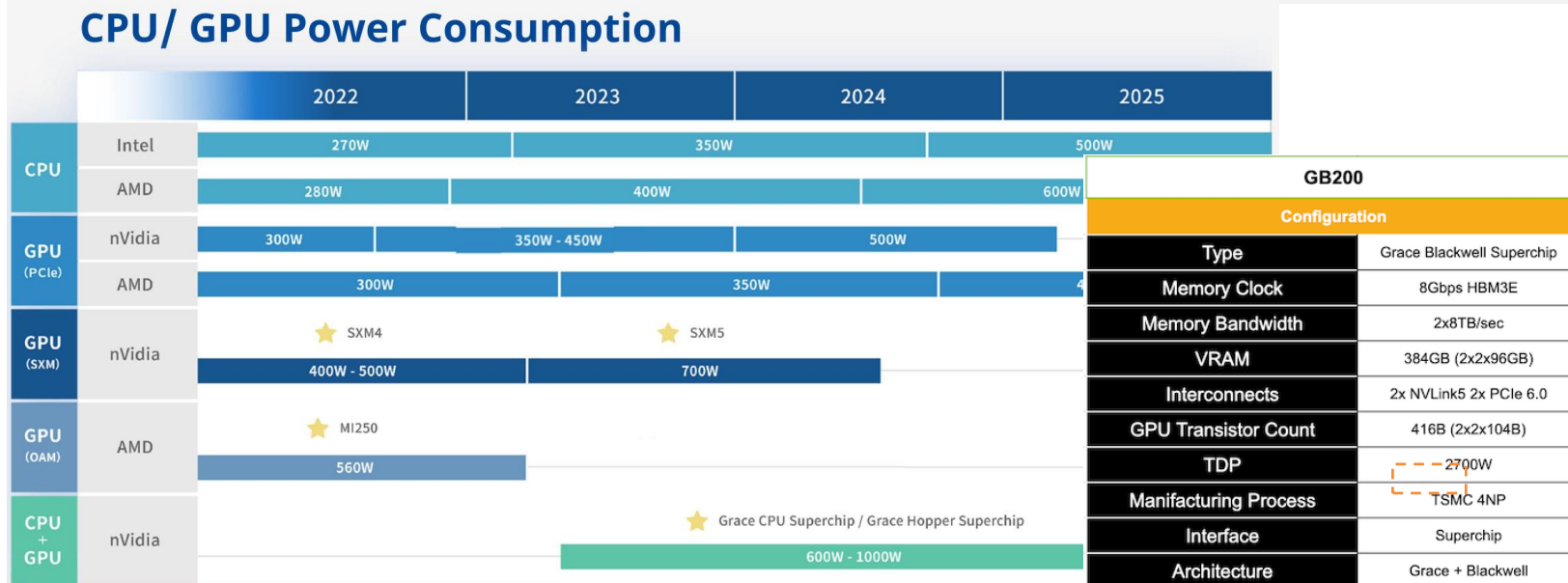
<그림19> OpenAI를 중심으로 한 Nvidia 주도의 AI 순환 투자 구조



순환 투자 구조의 배경

- 2H24에 GB200을 탑재한 NVL72에서 과열, 냉각수 누수, 칩 간 연결 오류 등의 기술적 문제가 제기되었고 이에 따라 MS, Amazon, Google, Meta 등 주요 고객사들은 주문을 연기하거나, 이전 세대 칩인 Hopper로 일부 주문을 전환. CY25 5월에 GB200 서버 생산이 본격화되었으나 일부에서는 여전히 액체 냉각 시스템의 Quick Connect Fitting에서 누수 문제가 발생하는 등 지속적인 문제가 있다고 지적
- GB300에서는 각 칩에 전용 입/출력 액체 Cold Plate를 장착하고 내부 케이블링 문제를 해결하기 위해 케이블 없는 디자인을 채택하는 등 개선이 있었음. 그럼에도 불구하고, Rack당 135~140kW에 달하는 높은 전력 소모는 여전히 냉각 시스템에 큰 부담. 또한 액체 냉각 시스템은 인프라 의존성이 높아 기존 데이터센터에 도입하기 어려운 문제가 있음
- 발열 문제에 따라 Blackwell GPU에 대한 빅테크 업체들의 구매가 예상보다 저조했고 빅테크 업체들은 자체 ASIC 기반 가속기 반도체의 사용량을 늘리려고 노력 중임. Nvidia는 지속 성장을 위해 이러한 도전에 대응할 필요가 있으며 OpenAI를 중심으로 한 Nvidia 주도의 순환 투자 구조는 이러한 배경에서 나타난 것으로 판단됨

<그림20> 각 Processor 별 TDP와 GB200의 Configuration



자료 : Gigabyte, Nvidia, iM증권 리서치본부

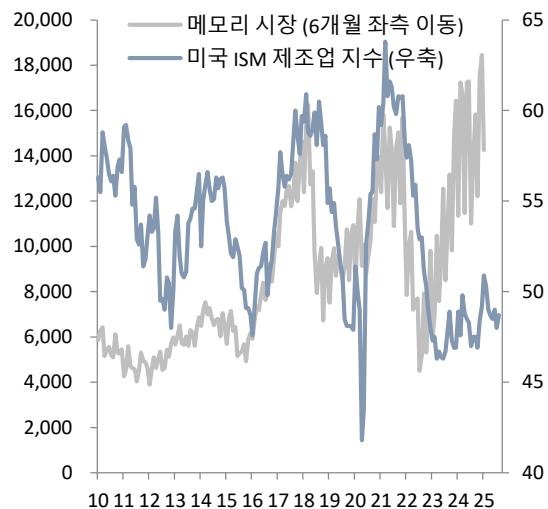
OpenAI의 조기 대규모 이익 발생 여부가 관건

- 이러한 순환 투자 구조가 성공하기 위해서는 Nvidia의 GPU를 자체적으로, 또한 Oracle, CoreWeave를 통해 간접적으로 구매할 OpenAI의 조기 대규모 이익 발생이 필수적임
- 유료 구독 서비스인 ChatGPT Plus와 기업 및 개발자 대상의 API 사용료가 주요 수익원인 OpenAI의 CY24 매출은 55억 달러, CY25 매출은 130억 달러를 넘어설 전망이다. 단 동사는 엄청난 양의 GPU 등 컴퓨팅 자원 및 최상급 AI 연구 인력 확보와 AI 모델 개발에 막대한 비용을 사용 중. The Information에 따르면 동사의 CY25 현금 소진 예상액은 약 80억 달러이며 CY29까지 1,150억 달러 규모의 현금을 소진할 전망이다
- 천문학적 비용으로 인해 동사는 CY24에 50억 달러의 손실을 기록한 것으로 추정되며 CY26에는 손실 규모가 140억 달러에 달할 전망이다. The Information은 OpenAI가 연 매출 1,000억 달러에 도달하는 CY29 이후에야 흑자를 낼 수 있을 것으로 예상
- OpenAI의 적자가 심화되면 Nvidia의 투자금 회수가 어려워지고, 보유 지분 가치가 하락해 재무 안정성에 타격을 입을 수 있음. OpenAI의 재정난이 심화되면 GPU 구매량을 줄일 가능성이 높고, 이는 Nvidia의 매출 감소와 실적 악화로 이어질 수 있음. 또한 Nvidia는 CoreWeave가 판매하지 못한 클라우드 용량을 매입하게 되어 있으므로 CoreWeave가 어려움에 처하면 Nvidia가 막대한 비용을 떠안게 됨
- Oracle은 OpenAI와 3,000억 달러 규모의 초대형 클라우드 컴퓨팅 계약을 체결했으며 동사의 향후 성장은 OpenAI와의 대규모 계약에 크게 의존함. OpenAI가 재정적으로 어려움을 겪으면 이 계약을 이행하지 못할 가능성이 커짐. 지난 5월말 기준 Oracle의 장기 차입금 규모는 853억 달러, 부채 비율은 407%이고 지난 9월 25일에 AI 인프라 확충을 위해 180억 달러 규모의 회사채를 추가 발행
- OpenAI가 재정 위기에 빠지면 CoreWeave의 핵심 매출원이 사라질 수 있음. 동사의 2Q25말 기준 차입금 비율은 381%이며 현재 총 부채 규모가 146억 달러에 달함. 동사는 보유 중인 GPU와 고객들과의 계약을 담보로 대규모 차입을 실시했으며 만약 구형 GPU 가격이 빠르게 하락하거나 계약이 취소될 경우 파산에 이를 수 있음
- 물론 대규모 투자와 순환 투자 구조가 적어도 당분간은 유지될 것이므로 OpenAI가 불러올 수 있는 AI 버블 붕괴가 당장의 위협은 아닌 것으로 판단됨. 또한 OpenAI의 실적이 우려보다 빠르게 개선될 경우 순환적 투자 구조는 AI 시장의 성장을 가속화시키는 역할을 할 것임

경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

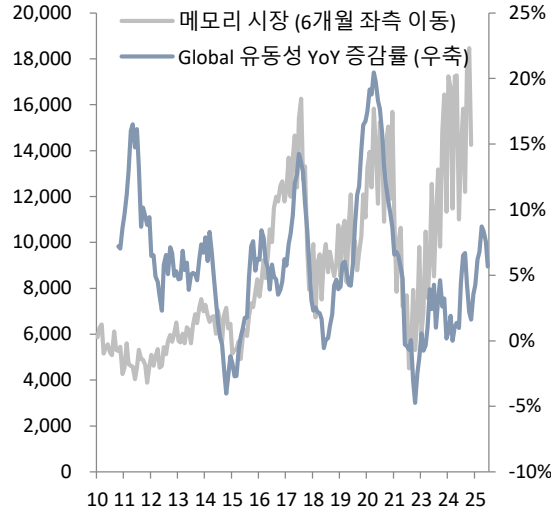
- 반도체 시장 규모 (업황)는 역사적으로 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수를 6개월 후행
- 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 반도체 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월에 하락 추세에 진입했다가 CY25 초부터 Global 유동성 YoY 증감률, 중국 Credit Impulse 지수의 반등과 함께 재상승 중
- 만약 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 장기 매수의 신호로 해석될 수 있음
- 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요하며, 미국 ISM 제조업지수 및 글로벌 유동성 YoY 증감률이 향후 추세적인 상승세를 보이기는 어려울 것으로 전망됨
- 따라서 향후 반도체 주식에 대해 장기 매수 지속보다는 매수와 매도를 반복하는 트레이딩 전략이 적절한 것으로 판단됨

<그림21> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



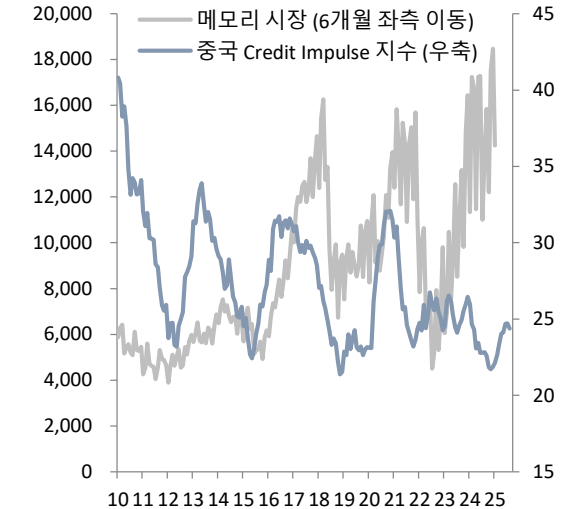
자료 : Datastream, WSTS

<그림22> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림23> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

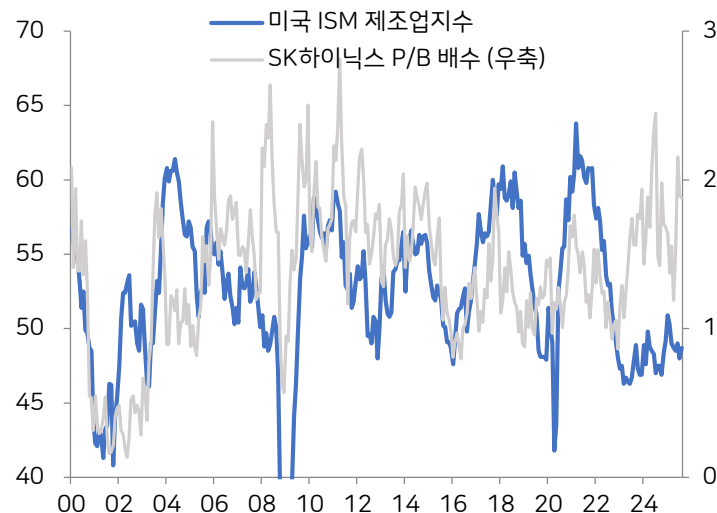


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 중기적으로 추세 상승 가능성은 낮은 듯

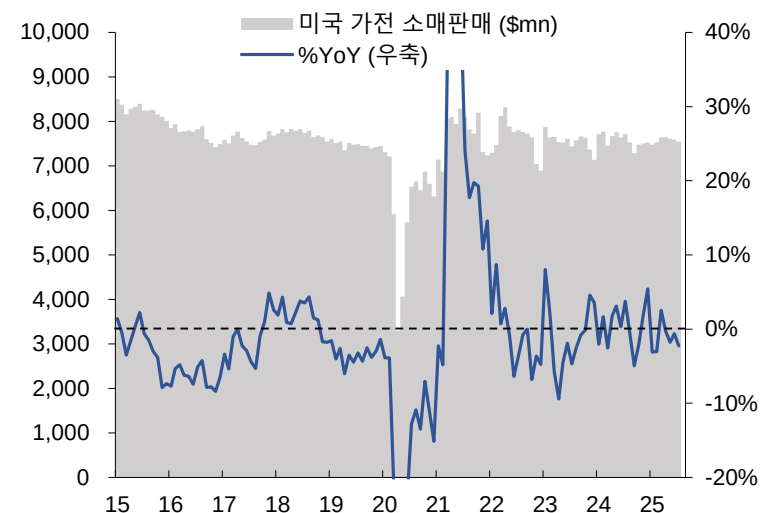
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 8월에 48.7을 기록해 전월의 48.0에서 반등. 단 시장 컨센서스를 하회했고 50 이하를 유지해 수축 국면 지속
- 8월 지수의 세부 지표를 보면 신규 주문 (47.1 -> 51.4), 고용 (43.4 -> 43.8), 재고 (48.9 -> 49.4)는 상승했고 생산 (51.4 -> 47.8), 가격 (64.8 -> 63.7)은 하락한 것으로 나타났음. 8월 지수의 상승은 신규 주문의 급등이 이끈 것으로 보이며 생산은 관세 부과 전 선행생산 효과가 둔화되며 큰폭 하락
- 관세 부과 효과가 본격화되면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

<그림24> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림25> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률

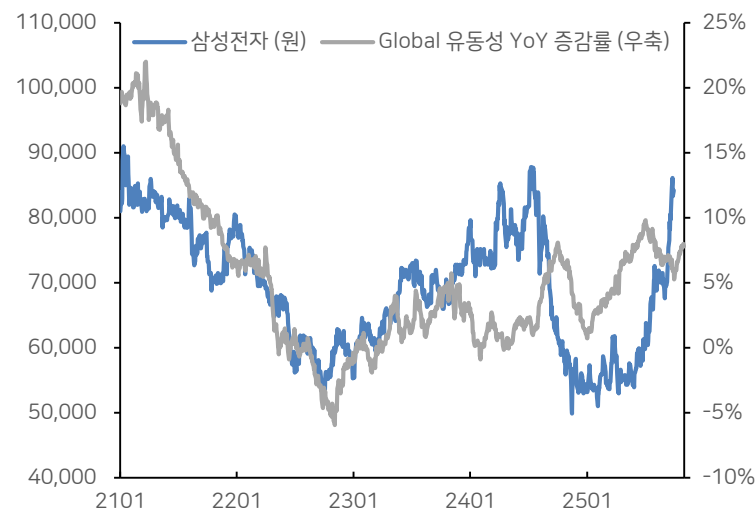


자료 : Datastream

Global 유동성 증감률: 트레이딩 전략 유지

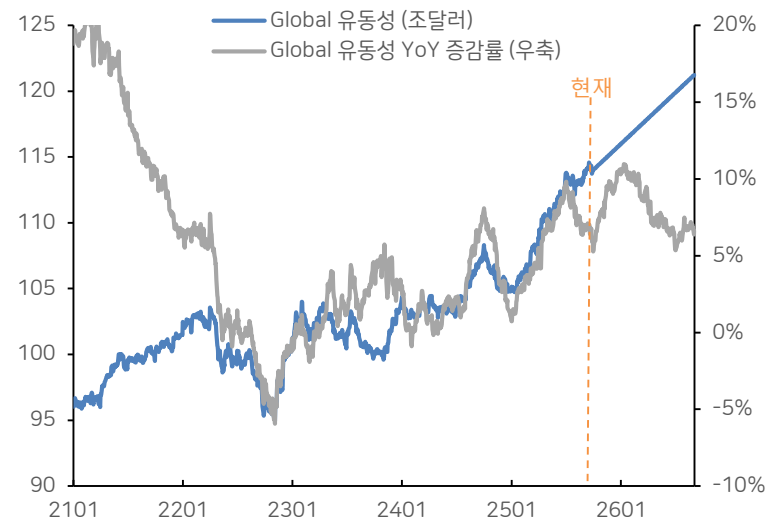
- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락했음. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 단기 조정 국면에 진입
- 9월부터는 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 증가하고 유동성 YoY 증감률의 하락이 멈춤에 따라 반도체 주가가 다시 강세를 보였음
- 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 상승 (4Q25)과 하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨
- 당사는 반도체 주가와 Global 유동성 YoY 증감률의 장기 동행 관계를 감안해 3Q25에는 4Q25의 주가 상승에 대비한 저점 매수 전략을, 4Q25에는 CY26 초 이후의 조정 가능성에 대비한 고점 매도 전략을 권고해 왔음. 동 트레이딩 전략을 유지함

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

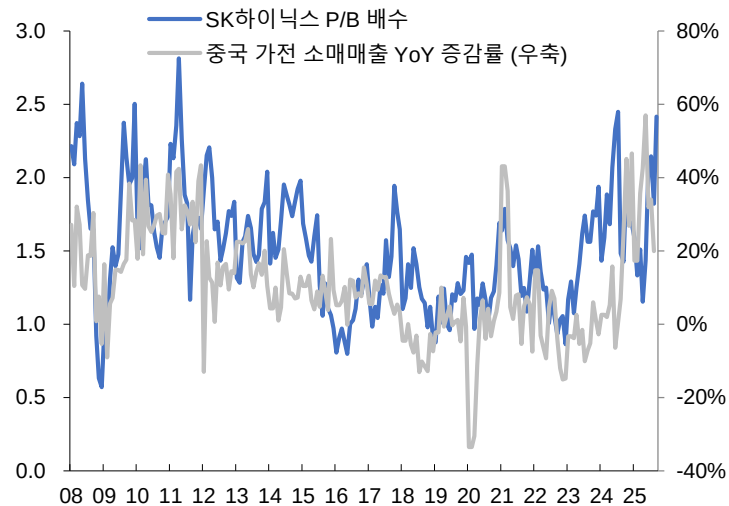


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

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

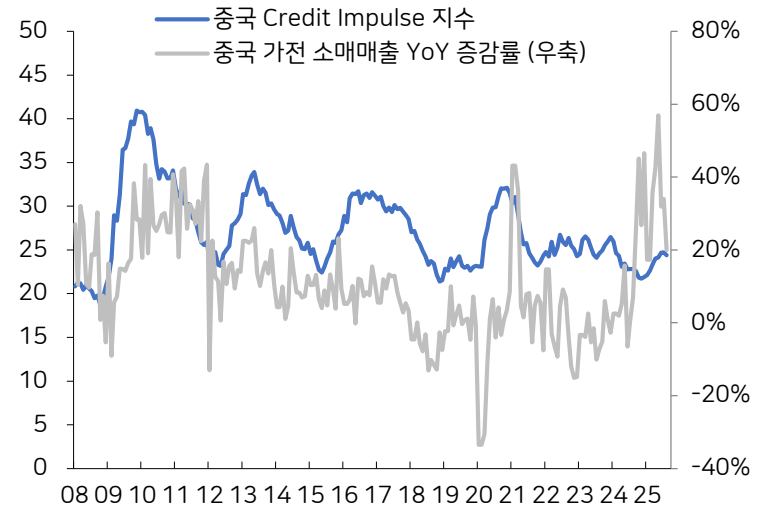
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- CY24 12월부터 6월까지 반등한 중국 Credit Impulse 지수는 7월에 정체, 8월에 하락
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승하다 6월 이후 하락세

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



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

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

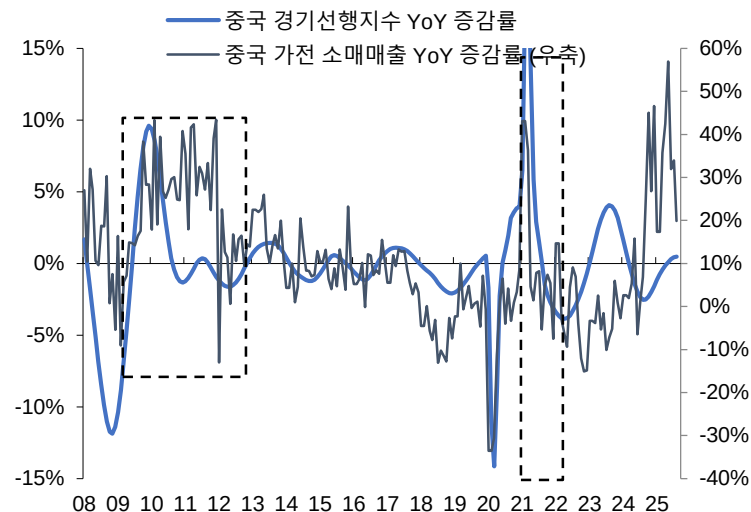


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

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

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY24 11월 이후 CY25 3월까지의 하락세에서 벗어나 7월까지 전반적으로 회복세. 8월엔 정체되는 모습
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 가전 소매매출 YoY 증감률이 최근 빠르게 하락 중임
- 기존의 25%에서 55%로 상승한 미국의 대중국 고관세율의 영향으로 최근 중국의 대미 수출이 매우 부진한 상황
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국에 대한 고관세율이 유지된다면 중국 경기 및 IT 수요의 회복 속도가 제한적일 가능성도 남아있음

<그림30> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림31> 중국 M2 YoY 증감률 추이

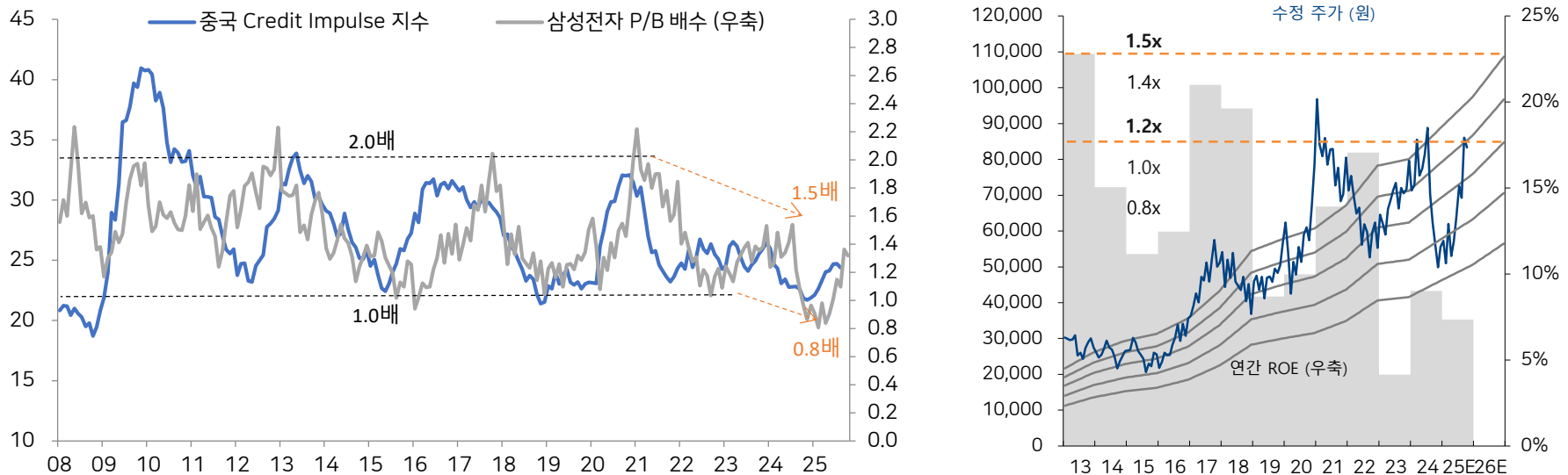


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 트레이딩 바이

- 곧 4Q25에 접어들 것이므로 동사 주가에 이미 CY26 업황과 동사 실적 전망이 영향을 미치기 시작한 것으로 보임
- FY26 예상 BPS 70,600원에 동사 최근 중간 P/B 배수 1.2배를 적용할 경우 85,000원의 적정주가 도출되며 이는 현주가 수준
- HBM에서의 부진에 따라 동사 PB 밴드가 하향 조정된 바 있음. 동사가 HBM4 시장에 성공적으로 진입할 경우 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 배수가 과거의 1.5배로 상향될 수 있고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 10.6만원의 적정주가 도출
- 만약 동사 HBM 경쟁력 강화에 더해 향후 경기 회복까지 동반될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 2.0배를 적용한 14만원의 적정주가 가능
- 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감을 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

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

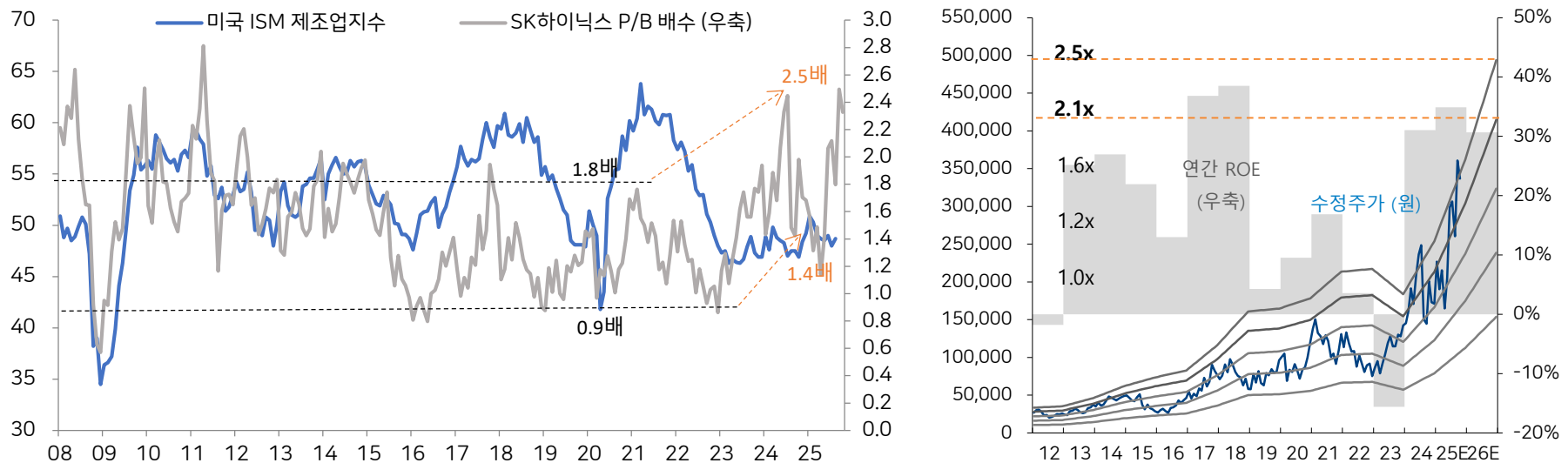


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 트레이딩 바이

- FY25 대비 36% 증가할 전망이다 동사 FY26 예상 BPS 198,000원에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.1배를 적용하면 42만원의 적정 주가 도출
- 경쟁사가 HBM4 시장에 본격 진입하고 HBM 업황이 둔화된다면, 최근 동사 P/B 밴드의 상향 요인이었던 HBM 시장에서의 압도적인 경쟁력이 훼손된다는 의미이므로 중간 배수의 적용이 적절한 것으로 판단
- 반면 경쟁사의 HBM4 시장 진입이 다시 실패할 경우 동사에 적용될 Val. 배수는 전고점인 P/B 2.5배로 상향 조정 가능. 이에 FY26 예상 BPS 적용 시 49만원의 적정주가 가능
- 경쟁사의 HBM4 성공 여부에 따라 양사의 주가는 CY26 초경에 반대 방향으로 움직일 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

<그림33> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

HBM4 성공 시, Val. 회복과 실적 대폭 개선 예상

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	106,000원(상향)
증가(2025.09.30)	83,900원
상승여력	26.3 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	552,696십억원
외국인지분율	51.4%
52주 주가	49,900~86,100원
60일평균거래량	18,059,498주
60일평균거래대금	1,292.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.8	40.8	45.7	36.9
상대수익률	13.1	29.1	7.4	4.6



[투자포인트]

- 동사가 HBM4 시장에 성공적으로 진입할 경우, 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 P/B 배수가 현재의 1.2배에서 과거의 1.5배로 상향될 수 있고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 10.6만원의 목표주가 도출
- HBM4 인증에 통과할 경우 동사 FY26 HBM 판매량 YoY 증가율은 80%를 상회하고 이에 따라 경쟁사 대비 높은 DRAM ASP 상승률을 기록할 것으로 판단됨. 1Q26 초에 최종 인증 결과가 나올 전망이다 동사 HBM4의 성공 여부는 아직 미지수이나 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택한 것은 경쟁사 대비 성능 상 유리한 점. 최근 1C 나노 DRAM 초기 수율이 양호한 점도 긍정적. 다만 발열 문제의 재발 여부가 관건이 될 듯
- 현재 가장 유력한 경기 시나리오인 완전한 둔화를 가정하면, CY26 DRAM과 NAND 수요 증가율은 14.1%, 13.8%로 전망됨. CY26 업계 생산 증가율 예상치는 DRAM 14.2%, NAND 14.0%이므로 CY26에는 계약 베이스인 HBM을 제외하고 Legacy DRAM, NAND 모두에서 양호한 업황이 발생할 가능성이 높음
- 동사 3Q25 영업이익은 Sys-LSI 부문에서 가동률 상승과 일회성 비용 제거에 따라 적자가 대폭 축소되고, DRAM, NAND 이익이 대폭 증가함에 따라 11.4조원으로 개선될 전망이다. FY26 영업이익은 HBM4 성공 시, 반도체 부문 주도로 YoY 54% 증가하는 53.0조원을 기록할 것으로 추정됨
- 아직 무관세인 반도체에 고율의 관세가 부과될 경우 IT Set 가격 상승 및 수요 둔화가 나타날 수 있는 점은 Risk요인

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	322,025	345,268	362,531
영업이익(십억원)	32,726	34,290	52,955	55,908
순이익(십억원)	33,621	30,186	43,418	46,890
EPS(원)	4,950	4,444	6,392	6,903
BPS(원)	57,663	63,149	70,582	78,527
PER(배)	10.7	18.9	13.2	12.2
PBR(배)	0.9	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	9.0	7.4	9.6	9.3
배당수익률(%)	2.7	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	3.5	5.3	3.6	3.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표8> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY24	FY25E	FY26E
전사	매출	79,141	74,566	85,578	82,740	84,258	84,898	92,322	83,789	300,871	322,025	345,268
	매출총이익	28,131	25,497	32,957	34,306	35,553	36,241	37,879	33,777	114,309	120,890	143,450
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.5%	41.5%	42.2%	42.7%	41.0%	40.3%	38.0%	37.5%	41.5%
	영업이익	6,685	4,676	11,386	11,543	13,287	14,443	15,052	10,173	32,726	34,290	52,955
	영업이익률	8.4%	6.3%	13.3%	14.0%	15.8%	17.0%	16.3%	12.1%	10.9%	10.6%	15.3%
DS	매출	25,073	27,883	32,130	34,614	34,059	38,172	39,788	37,117	111,069	119,700	149,136
	매출총이익	5,507	5,166	10,431	12,764	13,384	15,766	15,340	12,392	32,807	33,868	56,882
	매출총이익률	22.0%	18.5%	32.5%	36.9%	39.3%	41.3%	38.6%	33.4%	29.5%	28.3%	38.1%
	영업이익	1,123	393	5,698	7,867	8,551	10,694	9,973	6,838	15,156	15,081	36,055
	영업이익률	4.5%	1.4%	17.7%	22.7%	25.1%	28.0%	25.1%	18.4%	13.6%	12.6%	24.2%
SDC	매출	5,910	6,400	7,345	7,496	5,356	5,988	6,921	7,036	29,140	27,151	25,300
	매출총이익	5,365	5,444	6,022	5,916	5,400	5,541	6,043	5,998	23,218	22,747	22,982
	매출총이익률	90.8%	85.1%	82.0%	78.9%	100.8%	92.5%	87.3%	85.3%	79.7%	83.8%	90.8%
	영업이익	500	501	1,001	660	379	441	864	585	3,760	2,662	2,269
	영업이익률	8.5%	7.8%	13.6%	8.8%	7.1%	7.4%	12.5%	8.3%	12.9%	9.8%	9.0%
MX/네트워크	매출	37,006	29,207	34,742	28,900	34,605	30,249	34,828	28,552	117,229	129,855	128,235
	매출총이익	12,438	9,922	11,992	10,036	12,254	10,254	12,343	10,172	39,831	44,388	45,023
	매출총이익률	33.6%	34.0%	34.5%	34.7%	35.4%	33.9%	35.4%	35.6%	34.0%	34.2%	35.1%
	영업이익	4,300	3,100	3,876	2,528	3,749	2,804	3,645	2,511	10,661	13,804	12,708
	영업이익률	11.6%	10.6%	11.2%	8.7%	10.8%	9.3%	10.5%	8.8%	9.1%	10.6%	9.9%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,900	17,915	17,724	18,242	16,986	17,327	17,147	17,597	70,695	71,780	69,057
	매출총이익	12,438	9,922	11,992	10,036	12,254	10,254	12,343	10,172	39,831	44,388	45,023
	매출총이익률	69.5%	55.4%	67.7%	55.0%	72.1%	59.2%	72.0%	57.8%	56.3%	61.8%	65.2%
	영업이익	600	704	708	530	445	527	466	281	3,071	2,541	1,719
	영업이익률	3.4%	3.9%	4.0%	2.9%	2.6%	3.0%	2.7%	1.6%	4.3%	3.5%	2.5%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표9> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25E	FY26E
원/달러 환율 (원)	1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,401	1,385	1,390	1,380	1,380	1,380	1,380	1,305	1,367	1,404	1,380
DRAM																
1Gb 기준 출하량 (백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	26,398	26,387	25,215	26,143	29,448	28,376	81,698	93,428	98,395	109,183
%QoQ / % YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	10%	0%	-4%	4%	13%	-4%	11%	14%	5%	11%
1Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4
%QoQ / % YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	9%	8%	5%	5%	-7%	-7%	-44%	62%	13%	14%
매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	10,394	11,250	11,285	12,291	12,894	11,599	17,279	31,974	37,985	48,069
%QoQ / % YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	21%	8%	0%	9%	5%	-10%	-39%	85%	19%	27%
매출 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	14,396	15,637	15,573	16,962	17,794	16,006	22,541	43,723	53,335	66,335
%QoQ / % YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	19%	9%	0%	9%	5%	-10%	-37%	94%	22%	24%
영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	5,987	7,149	6,986	7,824	7,578	5,784	-985	12,773	19,725	28,172
영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	42%	46%	45%	46%	43%	36%	-4%	29%	37%	42%
NAND																
16Gb 기준 출하량 (백만개)	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	52,388	52,400	48,807	53,165	55,570	53,670	158,613	178,991	190,210	211,212
%QoQ / % YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	9%	0%	-7%	9%	5%	-3%	14%	13%	6%	11%
16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
%QoQ / % YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	3%	8%	8%	5%	-5%	-8%	-47%	63%	-12%	14%
매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,176	7,751	7,798	8,919	8,856	7,869	15,410	28,387	26,511	33,441
%QoQ / % YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	13%	8%	1%	14%	-1%	-11%	-39%	84%	-7%	26%
매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	9,938	10,775	10,761	12,308	12,221	10,859	20,073	38,752	37,217	46,148
%QoQ / % YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	11%	8%	0%	14%	-1%	-11%	-38%	93%	-4%	24%
영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	379	1,288	1,976	3,204	2,652	1,252	-11,296	7,208	1,247	9,084
영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	4%	12%	18%	26%	22%	12%	-56%	19%	3%	20%
System LSI																
매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	7,559	7,966	7,513	8,712	9,583	10,062	22,460	26,590	28,126	35,870
%QoQ / % YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	14%	5%	-6%	16%	10%	5%	-25%	18%	6%	28%
영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-717	-601	-470	-387	-292	-218	-2,571	-5,422	-6,137	-1,367
영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-9%	-8%	-6%	-4%	-3%	-2%	-11%	-20%	-22%	-4%
디스플레이																
출하량 (백만개)	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	189.0	198.4	139.1	156.9	188.2	197.6	716.0	747.0	684.5	681.7
%QoQ / % YoY	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	20%	5%	-30%	13%	20%	5%	-15%	4%	-8%	0%
ASP (\$)	28	29	29	28	29	29	28	27	28	28	27	26	33	29	28	27
%QoQ / % YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	-3%	-3%	3%	-1%	-4%	-3%	5%	-14%	-1%	-5%
매출 (백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,304	5,393	3,881	4,339	5,015	5,098	23,766	21,312	19,329	18,334
%QoQ / % YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	16%	2%	-28%	12%	16%	2%	-11%	-10%	-9%	-5%
매출 (십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	7,345	7,496	5,356	5,988	6,921	7,036	30,969	29,140	27,151	25,300
%QoQ / % YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	15%	2%	-29%	12%	16%	2%	-10%	-6%	-7%	-7%
중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-13	-17	-29	-19	-18	-25	-116	-215	-114	-91
영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%	-34%	-15%	-5%	-5%
소형 영업이익 (십억원)	351	1,084	1,585	956	540	546	1,013	677	408	460	882	610	5,686	3,975	2,776	2,360
영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	15%	10%	11%	9%	9%	19%	14%	11%	9%
전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,001	660	379	441	864	585	5,569	3,760	2,662	2,269
영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	14%	9%	7%	7%	12%	8%	18%	13%	10%	9%
휴대폰 / Tablet																
출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.2	61.6	68.3	64.7	68.3	60.3	260.9	260.3	266.9	261.6
%QoQ / % YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	4%	-11%	11%	-5%	6%	-12%	-13%	0%	3%	-2%
ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	352	325	356	328	359	330	310	319	334	344
%QoQ / % YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	16%	-8%	10%	-8%	9%	-8%	8%	3%	5%	3%
매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	24,354	20,002	24,311	21,220	24,518	19,908	80,891	83,063	89,203	89,958
%QoQ / % YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	21%	-18%	22%	-13%	16%	-19%	-6%	3%	7%	1%
매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,731	27,803	33,549	29,284	33,835	27,474	105,126	113,105	125,669	124,141
%QoQ / % YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	20%	-18%	21%	-13%	16%	-19%	-5%	8%	11%	-1%
영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,801	2,445	3,616	2,679	3,569	2,428	12,899	10,518	13,386	12,292
영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	11.3%	8.8%	10.8%	9.1%	10.5%	8.8%	12.3%	9.3%	10.7%	9.9%
TV																
출하량 (백만개)	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.4	10.3	8.7	8.5	9.3	10.3	36.7	37.6	36.8	36.8
%QoQ / % YoY	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	11%	10%	-16%	-3%	10%	10%	-6%	3%	-2%	0%
ASP (\$)	558	564	519	524	529	535	492	492	497	502	462	462	563	540	511	480
%QoQ / % YoY	0%	1%	-8%	1%	1%	1%	-8%	0%	1%	1%	-8%	0%	-5%	-4%	-5%	-6%
매출 (백만불)	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,518	4,614	5,075	4,326	4,263	4,314	4,745	20,632	20,308	18,793	17,648
%QoQ / % YoY	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	2%	10%	-15%	-1%	1%	10%	-10%	-2%	-7%	-6%
매출 (십억원)	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,390	7,054	5,970	5,882	5,953	6,548	26,842	27,740	26,441	24,354
%QoQ / % YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	1%	10%	-15%	-1%	1%	10%	-10%	3%	-5%	-8%
영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	191	211	298	62	63	69	1,895	1,431	904	491
영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	3%	3%	5%	1%	1%	1%	7%	5%	3%	2%
기타																
매출 (십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	6,219	6,008	5,537	5,763	6,015	5,804	30,922	21,821	24,087	23,119
영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	743	392	502	620	617	274	1,056	2,457	2,504	2,014
Total																
매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	85,578	82,740	84,258	84,898	92,322	83,789	258,935	300,871	322,025	345,268
%QoQ / % YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	-3%	2%	1%	9%	-9%	-14%	16%	7%	7%
영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	11,386	11,543	13,287	14,443	15,052	10,173	6,567	32,726	34,290	52,955
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	13%	14%	16%	17%	16%	12%	3%	11%	11%	15%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		227,062	269,608	338,596	405,358
현금 및 현금성자산		53,706	88,010	147,950	201,770
단기금융자산		58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권		53,246	56,990	61,103	64,158
재고자산		51,755	55,394	59,392	62,361
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	561,466	623,365	690,114
유동부채		93,326	102,253	112,587	124,213
매입채무		12,370	13,240	14,196	14,905
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	121,267	131,601	143,226
지배주주지분		391,688	428,949	479,443	533,409
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	390,929	424,578	461,699
기타자본항목		15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분		10,504	11,250	12,321	13,479
자본총계		402,192	440,199	491,764	546,888

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	75,466	91,100	95,875
당기순이익		34,451	30,931	44,490	48,048
유형자산감가상각비		39,650	43,308	45,341	43,718
무형자산상각비		2,981	3,033	2,478	2,024
지분법관련손실(이익)		751	751	751	751
투자활동 현금흐름		-85,382	-43,253	-33,253	-44,148
유형자산의 처분(취득)		-51,250	-50,000	-40,000	-45,000
무형자산의 처분(취득)		-2,319	-	-	-
금융상품의 증감		-35,620	-	-	-5,895
재무활동 현금흐름		-7,797	-9,819	-9,778	-9,778
단기금융부채의증감		5,871	-	-	-
장기금융부채의증감		-960	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-10,889	-9,811	-9,769	-9,769
현금및현금성자산의증감		-15,375	34,304	59,940	53,820
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	88,010	147,950
기말현금및현금성자산		53,706	88,010	147,950	201,770

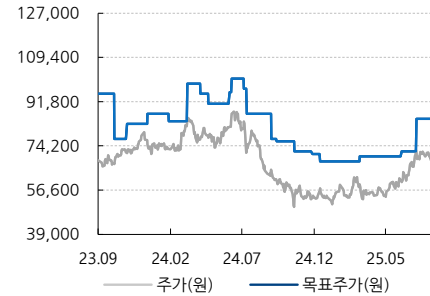
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		300,871	322,025	345,268	362,531
증가율 (%)		16.2	7.0	7.2	5.0
매출원가		186,562	201,135	201,818	211,909
매출총이익		114,309	120,890	143,450	150,622
판매비와관리비		81,583	86,600	90,495	94,715
연구개발비		34,998	36,067	38,670	40,603
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	34,290	52,955	55,908
증가율 (%)		398.3	4.8	54.4	5.6
영업이익률 (%)		10.9	10.6	15.3	15.4
이자수익		16,703	16,293	18,091	19,883
이자비용		12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)		751	751	751	751
기타영업외손익		335	377	377	377
세전계속사업이익		37,530	38,663	59,320	64,064
법인세비용		3,078	7,733	14,830	16,016
세전계속이익률 (%)		12.5	12.0	17.2	17.7
당기순이익		34,451	30,931	44,490	48,048
순이익률 (%)		11.5	9.6	12.9	13.3
지배주주귀속 순이익		33,621	30,186	43,418	46,890
기타포괄이익		16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		51,296	47,776	61,335	64,893
지배주주귀속총포괄이익		50,061	46,625	59,857	63,329

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS		4,950	4,444	6,392	6,903
BPS		57,663	63,149	70,582	78,527
CFPS		11,226	11,266	13,432	13,637
DPS		1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation (배)					
PER		10.7	18.9	13.2	12.2
PBR		0.9	1.3	1.2	1.1
PCR		4.7	7.5	6.3	6.2
EV/EBITDA		3.5	5.3	3.6	3.0
Key Financial Ratio (%)					
ROE		9.0	7.4	9.6	9.3
EBITDA이익률		25.0	25.0	29.2	28.0
부채비율		27.9	27.5	26.8	26.2
순부채비율		-23.2	-29.0	-38.1	-45.2
매출채권회전율(x)		6.2	5.8	5.8	5.8
재고자산회전율(x)		5.8	6.0	6.0	6.0

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	-13.3%	1.3%
2025-09-30	Buy	106,000		



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.

[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 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%

SK하이닉스(000660)

FY26에도 실적 개선세가 예상되나 HBM4 경쟁 심화 가능성은 우려 요인

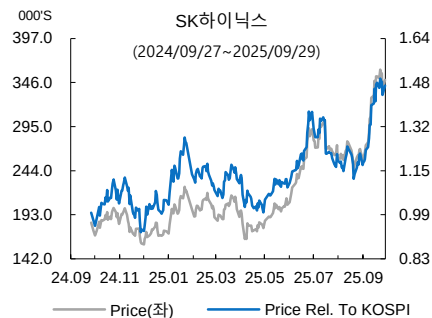
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	420,000원(상향)
증가(2025.09.30)	347,500원
상승여력	20.9 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	254,073십억원
외국인지분율	55.5%
52주 주가	158,800~361,000원
60일평균거래량	3,317,149주
60일평균거래대금	961.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.7	19.5	83.0	99.9
상대수익률	22.0	7.8	44.7	67.6



[투자포인트]

- 동사 FY26 예상 BPS에 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.1배를 적용하면 42만원의 목표주가 도출. 경쟁사가 HBM4 시장에 본격 진입한다면, 최근 동사 P/B 밴드의 상향 요인이었던 HBM 시장에서의 압도적인 경쟁력이 훼손된다는 의미이므로 중간 배수의 적용이 적절한 것으로 판단
- 반면 경쟁사의 HBM4 시장 진입이 실패할 경우 동사에 적용될 P/B 배수는 전고점인 2.5배로, 목표주가는 49만원으로 상향 조정 가능. 경쟁사의 HBM4 성공 여부에 따라 양사의 주가는 CY26 초경에 반대 방향으로 움직일 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 현재 가장 유력한 경기 시나리오인 완만한 둔화를 가정하면, CY26 DRAM과 NAND 수요 증가율은 14.1%, 13.8%로 전망됨. CY26 업계 생산 증가율 예상치는 DRAM 14.2%, NAND 14.0%이므로 CY26에는 계약 베이스인 HBM을 제외하고 Legacy DRAM, NAND 모두에서 양호한 업황이 발생할 가능성이 높음
- 동사 3Q25 영업이익은 DRAM, NAND 모두에서 출하 증가율이 기존 가이드를 상회하고 ASP가 상승함에 따라 10.9조원으로 개선될 전망이다. FY26 영업이익은 HBM에서의 소폭 감익에도 불구하고 Legacy DRAM, NAND에서 이익이 증가하며, YoY 24% 증가하는 49.2조원을 기록할 것으로 추정됨
- 아직 무관세인 반도체에 고율의 관세가 부과될 경우 IT Set 가격 상승 및 수요 둔화가 나타날 수 있는 점은 Risk요인

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	89,752	106,121	116,733
영업이익(십억원)	23,467	39,721	49,231	54,229
순이익(십억원)	19,789	31,430	38,314	42,944
EPS(원)	27,182	43,173	52,629	58,988
BPS(원)	101,515	144,983	197,906	257,188
PER(배)	6.4	8.1	6.6	5.9
PBR(배)	1.7	2.4	1.8	1.4
ROE(%)	31.1	35.0	30.7	25.9
배당수익률(%)	1.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	3.8	4.6	3.2	2.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정												
	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25E	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	18,896	23,513	25,272	25,227	24,681	26,302	27,385	26,321	66,563	75,982	92,909	104,689
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	7.5%	-0.2%	-2.2%	6.6%	4.1%	-3.9%	13.1%	14.1%	22.3%	12.7%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.52	0.55	0.58	0.58	0.54	0.49	0.25	0.43	0.52	0.55
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.1%	5.4%	5.2%	0.5%	-6.9%	-8.9%	-36.8%	75.5%	20.8%	5.1%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,199	13,886	14,296	15,306	14,843	12,993	16,390	32,828	48,478	57,438
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	42,772	42,772	39,872	43,497	45,672	42,482	131,867	130,645	149,353	171,522
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	5.9%	0.0%	-6.8%	9.1%	5.0%	-7.0%	23.6%	-0.9%	14.3%	14.8%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.09	0.10	0.11	0.11	0.11	0.10	0.06	0.12	0.10	0.11
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	3.0%	8.0%	8.0%	5.0%	-5.0%	-8.0%	-43.3%	90.8%	-17.0%	12.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,997	4,317	4,346	4,978	4,966	4,249	7,982	15,093	14,313	18,539
기타 매출 (백만달러)	316	294	291	260	247	246	232	198	563	492	1,160	923
연결기준 매출 (백만달러)	12,132	15,870	17,486	18,462	18,888	20,530	20,041	17,440	24,935	48,414	63,951	76,899
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,385	1,390	1,380	1,380	1,380	1,380	1,314	1,366	1,403	1,380
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,219	25,662	26,066	28,331	27,657	24,067	32,766	66,123	89,752	106,121
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,495	10,375	10,186	10,871	11,528	11,316	33,299	34,364	38,657	43,901
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	13,723	15,287	15,879	17,460	16,129	12,751	-533	31,759	51,095	62,220
판관비 (십억원)	2,661	2,770	2,812	3,131	3,128	3,182	3,234	3,444	7,197	8,361	11,375	12,989
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	10,911	12,157	12,751	14,278	12,895	9,307	-7,730	23,398	39,721	49,231
영업이익률	42.2%	41.4%	45.1%	47.4%	48.9%	50.4%	46.6%	38.7%	-23.6%	35.4%	44.3%	46.4%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,807	11,601	11,869	12,660	11,568	8,993	1,021	21,070	39,190	45,090
%/Sales	53.7%	56.2%	59.1%	60.1%	60.2%	59.9%	56.5%	50.2%	4.7%	46.9%	57.6%	56.9%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	88	542	869	1,604	1,315	304	-8,763	2,345	468	4,091
%/Sales	0.7%	-3.6%	1.6%	9.0%	14.5%	23.4%	19.2%	5.2%	-83.6%	11.4%	2.3%	16.0%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	64,747	99,750	136,259
현금 및 현금성자산		11,205	29,446	63,673	95,988
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	13,463	10,612	11,673
재고자산		13,314	13,463	15,918	17,510
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	152,323	191,430	234,971
유동부채		24,965	25,776	26,339	26,704
매입채무		2,277	3,088	3,651	4,016
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	46,750	47,313	47,678
지배주주지분		73,903	105,548	144,076	187,233
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	95,815	133,095	175,005
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	25	41	59
자본총계		73,916	105,573	144,117	187,292

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	43,449	52,938	55,025
당기순이익		19,797	31,443	38,330	42,961
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	18,241	34,227	32,314
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	29,446	63,673
기말현금및현금성자산		11,205	29,446	63,673	95,988

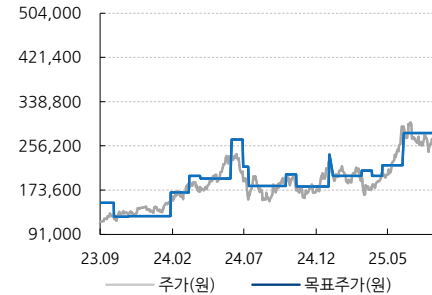
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	89,752	106,121	116,733
증가율(%)		102.0	35.6	18.2	10.0
매출원가		34,365	38,657	43,901	48,291
매출총이익		31,828	51,095	62,220	68,442
판매비와관리비		8,361	11,375	12,989	14,213
연구개발비		4,436	6,103	7,216	7,938
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	39,721	49,231	54,229
증가율(%)		흑전	69.3	23.9	10.2
영업이익률(%)		35.5	44.3	46.4	46.5
이자수익		4,855	3,060	3,898	4,690
이자비용		5,708	5,179	5,179	5,179
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	1,740	-	-
세전계속사업이익		23,885	39,304	47,912	53,702
법인세비용		4,088	7,861	9,582	10,740
세전계속이익률(%)		36.1	43.8	45.1	46.0
당기순이익		19,797	31,443	38,330	42,961
순이익률(%)		29.9	35.0	36.1	36.8
지배주주귀속 순이익		19,789	31,430	38,314	42,944
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	32,691	39,578	44,209
지배주주귀속총포괄이익		21,036	32,677	39,561	44,191

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	43,173	52,629	58,988
BPS		101,515	144,983	197,906	257,188
CFPS		44,464	61,350	74,761	82,573
DPS		2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER		6.4	8.1	6.6	5.9
PBR		1.7	2.4	1.8	1.4
PCR		3.9	5.7	4.7	4.2
EV/EBITDA		3.8	4.6	3.2	2.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	35.0	30.7	25.9
EBITDA이익률		54.5	59.0	61.6	61.2
부채비율		62.2	44.3	32.8	25.5
순부채비율		14.4	-10.3	-31.5	-41.7
매출채권회전율(x)		6.5	6.7	8.8	10.5
재고자산회전율(x)		4.9	6.7	7.2	7.0

SK하이닉스 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	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	-3.0%	9.6%
2025-09-12	Buy	380,000	-8.4%	-5.0%
2025-09-30	Buy	420,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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

[투자 의견]

종목추천 투자등급

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

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율 등급 공시 2025-09-30 기준]

매수
91%

중립(보유)
8.3%

매도
0.7%