



2026

# 업황 강세 전망. 단 이미 너무 비싼 DRAM 가격

OUTLOOK

반도체

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

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine



# CONTENTS

## [산업분석]

|                              |    |
|------------------------------|----|
| I . Summary                  | 3  |
| II . 수요 전망                   | 7  |
| III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망  | 18 |
| IV . 이슈 분석                   | 25 |
| V . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석 | 30 |

## [기업분석]

|                |    |
|----------------|----|
| 삼성전자(005930)   | 37 |
| SK하이닉스(000660) | 42 |

## Summary

### 수요 전망

- CY26에 완만한 경기 둔화를 가정하고 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 0%, 빅테크 Capex 증가율이 76%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10.0%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 19.3%. CY26 GB/Box는 높은 DRAM 가격에 따라 모든 Set에서 증가율이 하락할 전망이다
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 19.1% (삼성전자 21%, SK하이닉스 17%, Micron 15%, 중국 32%). 업황 호조에 따라 DRAM 업체들의 CY26 생산 계획치가 상향 조정 중이나 CY26 서버 출하 증가율이 10%에 이르면 수요 증가율이 생산 증가율을 소폭 상회할 듯
- 현재 시장의 FY26 빅테크 Capex 증감률 전망치는 +35.4%이나 당사는 4Q25 이후 실적 발표를 거치며 향후 76%까지 상향 조정될 것으로 가정. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 10% 예상. CY26 서버 출하 증가율이 10%에 도달할 수 있을지가 CY26 반도체 업황의 관건이 될 전망이다
- Quanta에 따르면 기존 빅테크 업체들 (특히 Meta)의 CY26 AI 서버 생산 증가율은 하락하나 Oracle의 주문이 대폭 증가하여 CY26에도 동사 AI 서버 생산 증가율이 100%에 달할 전망. 단 최근 HPE, Dell, Lenovo 등이 대규모 감원을 시행 중으로 CY26 일반 서버 생산 증가율은 둔화될 전망
- 가속기 반도체에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 635K에서 1,207K (TSMC 1,062K, Amkor 100K, 기타 45K)로 90% 증가할 전망이다. Nvidia의 CY26 AI GPU 생산량은 8.0백만개로 12% 증가하고 전체 가속기 반도체 생산량은 16.9백만개로 33% 증가할 듯. TSMC는 반도체 업체들의 CY26 요구량 대비 보수적으로 설비를 확장하고 있는 것으로 보임. 이에 따라 CY26 가속기 반도체 생산량은 업체들의 자체 계획 대비 제한될 전망
- CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 21.5억 GB로 YoY 47% 증가하고 전체 실수요량은 37.0억 GB로 71% 증가할 전망인데 반해 생산량 전망치는 고객들의 수요 제시치에 기반해 45.0억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.1억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 상회할 전망. 삼성전자는 HBM보다 이익률이 높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시할 듯. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 Micron도 Legacy DRAM 생산을 늘릴 가능성 존재
- Micron은 1B 나노 베이스 HBM4의 속도가 Nvidia의 요구 사양에 미치지 못하고 있어 재설계에 들어간 것으로 추정됨. 최근 고객들이 발열, 전력 소모량 보다 속도를 중시하는 경향이므로 삼성전자의 1C 나노 베이스 HBM4이 인증에 조기 통과할 가능성이 과거보다는 높아진 듯
- CY26 HBM 3E 12단 연간 ASP는 CY25 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4 12단의 3E 12단 대비 가격 프리미엄은 비용 증가를 감안해 35% 수준인 것으로 추정됨. 이 경우 1위 업체의 FY26 연간 HBM 영업이익이익률은 FY25의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 듯
- CY26 VR200 칩 생산량 2.2백만개에 칩당 192GB의 탑재량을 곱하면 총 417M GB의 SOCAMM 수요량이 도출됨. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 1.1%에 해당. Nvidia는 낮은 초기 수율을 고려했거나 CY27 수요 증가에 대비해 DRAM 업체들에게 더 많은 공급량을 요청 중인 것으로 보임

## Summary

### Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 지나친 DRAM 현물 가격 급등에 따라 최근 현물시장의 거래량이 축소되고 가격이 정체되는 상황이 나타나고 있음. 향후 가격 상승이 이어질 수 있으나 9월 이후와 같은 급등은 나타나기 어려울 전망이다
- 4Q25 DRAM ASP는 Legacy DRAM 40% 이상 상승, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매량 증가율 정도에 따라 업체별로 상승폭이 다를 듯. 현재 고객들의 적극적인 DRAM 확보 노력을 감안 시 적어도 1H26까지는 고정거래가격의 상승세가 이어질 것으로 판단됨
- Risk1: 이미 PC, 스마트폰 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 10월 고정거래가격 기준 8.8%에 달해 역사적 평균인 3.9%를 크게 상회 중. 향후 고정거래가격이 30% 추가 상승할 경우, DRAM BOM Cost 비중은 역사적 최고점인 12%에 도달. DRAM 가격 급등에 따른 마진 압박으로 일부 고객들은 PC, 스마트폰 가격을 이미 인상할 계획이며, Set 가격 상승에 따른 수요 둔화 시 동 고객들은 GB/Box 및 DRAM 주문량을 축소시킬 가능성이 있음
- 2Q24부터 NAND 재고를 줄여온 고객들이 2Q25들어 재고를 재축적하기 시작한 것으로 판단됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인. CY26 수요 증가율은 15.1%로 예상되며 업계 생산 증가율은 15.0% (삼성전자 9%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 19%)로 수요 증가율과 유사할 전망이다. 따라서 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- DRAM과는 달리 NAND 가격은 그간 하락세가 지속되어 왔으므로 향후 NAND 가격의 상승세가 좀더 이어질 수 있음. 반면 Set 성능과 좀더 밀접한 DRAM의 탑재량 증가를 위해 NAND 탑재량이 희생될 수 있다는 관측도 존재
- CY26 삼성전자의 DRAM Capa는 60~80K 증가 예상. 동사 1B (Legacy DRAM), 1C (HBM4) 나노 전환 투자는 대폭 확대될 듯. SK하이닉스는 M15X 라인의 투자를 앞당겨 FY26에 30~40K를 증설할 전망. FY26 DRAM 업계 Capex는 대폭 증가할 것으로 예상됨
- Risk2: 아직 반도체, PC, 스마트폰 등에 대해서는 무관세가 적용되고 있음. 현재 예상보다 강한 IT 수요에는 관세 부과 전에 선구매하려는 가수요의 영향이 여전히 존재할 가능성이 있음. 향후에도 무관세일 가능성이 높으나 만약 실제 관세 부과 시 IT Set 가격 상승과 반도체 수요 둔화를 불러올 수도 있음

### 이슈 분석

- AI 코딩의 발전, HIP 인터페이스 도입, Rack 단위 GPU 공급 등에 따라 AMD의 점유율이 상승할 수 있는 환경이 조성되고 있음. 반면 발열 문제, 빅테크 업체들의 자체 가속기 반도체 사용 증가, AMD와의 경쟁 심화에 따라 Nvidia는 OpenAI 및 Neo Cloud 업체들과의 순환 투자 구조를 형성하여 고성장을 이어가려는 전략. 이를 위해서는 Nvidia의 GPU를 자체적으로, 또한 Oracle, CoreWeave를 통해 간접적으로 구매할 OpenAI의 조기 이익 발생이 필수적임

## Summary

- 향후 5~10년 간 1조 달러를 지출할 것으로 언급한 OpenAI는 현재까지 총 579억 달러의 투자를 유치. 따라서 향후 천문학적인 비용을 감당하기 위해 추가 대규모 투자 유치 또는 IPO가 필요한 상황임. 동사 IPO 성공에 대한 우려 요인은 1) 막대한 적자 규모, 2) AI 버블 논란, 3) 창업자 중 한 명인 일론 머스크가 OpenAI의 영리화 전환에 대한 소송 제기, 4) IPO로 인해 지배권이 희석되길 원치 않는 Microsoft의 반대 등임
- 천문학적인 비용으로 인해 동사는 CY24에 50억 달러, 1H25에 135억 달러의 순손실을 기록했으며 CY25 3분기 순손실이 120억 달러에 이른다는 보도가 있었음. 투자자들에게 OpenAI의 적자가 빠르게 축소되는 모습을 보여야 추가 대규모 투자 및 IPO가 성공할 수 있을 전망임. 물론 대규모 투자와 순환 투자 구조가 적어도 당분간은 유지될 것이므로 OpenAI가 불러올 수 있는 AI 버블 붕괴가 당장의 위협은 아닌 것으로 판단됨

### 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 최근에는 주가가 Global 유동성 YoY 증감률을 약간 선행 중이나 현재까지도 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 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 중장기 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
- Risk3: Credit Impulse 지수, M2 YoY 증감률, 경기선행지수 YoY 증감률 등 중국의 경기선행지표들이 3Q25말부터 하락세로 전환되었으며 중국의 스마트폰, 가전 판매 YoY 증감률도 최근 약세를 보이고 있음. 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급의 영향이 둔화되거나, 경기가 부진해질 경우 중국 IT 및 반도체 수요가 악화되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음
- HBM 경쟁력 회복에 따라 삼성전자의 중간 배수가 과거의 1.4배로 회복되었고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 10.6만원으로 직전 고점 주가 수준. 동사 HBM4가 조기 인증에 통과하고 CY27까지 반도체 호황이 지속될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 1.9배를 적용한 14.5만원의 적정주가 가능. 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯
- CY26 반도체 업황이 호황이거나 동사의 전반적인 경쟁력 우위가 지속될 경우, SK하이닉스에 적용될 Val. 배수는 전고점인 P/B 2.5배로 상향 조정되고 이에 FY26 예상 BPS 적용 시 65.4만원의 적정주가 가능. 이는 직전 고점 주가 수준. CY27까지 반도체 호황이 장기화될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 이상으로 상향되고 FY26 BPS 적용 시 적정주가는 78.4만원 가능. 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

## Summary

### 기업 분석

삼성전자(005930) : 경쟁력 회복 중이나 몇가지 Risk가 존재함

SK하이닉스(000660) : FY26 실적 대폭 개선 예상되나 몇가지 Risk가 존재함

## CY26 DRAM 수요 증감률: 생산 증가율을 소폭 상회할 듯

- CY25 PC, 스마트폰, 서버 출하 증가율 전망치를 +1.5%, +2.3%, +8.7%로 올리고 DRAM 수요 증가율 전망치 역시 19.4%로 상향 조정. CY25 DRAM 수요 증가율은 업계 생산 증가율인 18.0%를 상회
- CY26에 완만한 경기 둔화를 가정하고 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 0%, 빅테크 Capex YoY 증가율이 76%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10.0%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 19.3%로 전망됨. CY26 GB/Box는 지나치게 높은 DRAM 가격에 따라 모든 Application에서 증가율이 하락할 전망이다
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 19.1% (삼성전자 21%, SK하이닉스 17%, Micron 15%, 중국 32%). 최근의 업황 호조에 따라 DRAM 업체들의 CY26 생산 증가율 계획치가 상향 조정 중이나, CY26 DRAM 수요 증가율은 생산 증가율을 소폭 상회할 가능성이 높은 것으로 판단됨

&lt;표1&gt; CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 전망

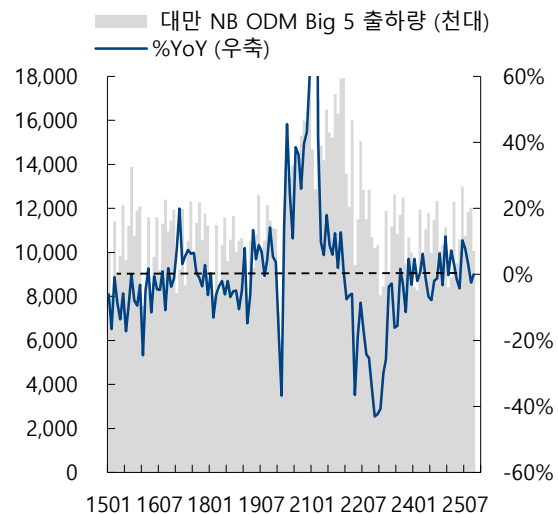
| CY25E          | PC   |      | Smartphone |       | Tablet |       | TV    |       | Server |       | Total |       |
|----------------|------|------|------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|                | 연초   | 신규   | 연초         | 신규    | 연초     | 신규    | 연초    | 신규    | 연초     | 신규    | 연초    | 신규    |
| Set 출하 증가율     | 1.4% | 1.5% | 0.1%       | 2.3%  | -5.3%  | -2.9% | 0.2%  | -0.7% | 8.1%   | 8.7%  |       |       |
| DRAM 탑재량 증가율   | 8.3% | 8.2% | 11.5%      | 10.0% | 4.8%   | 4.3%  | 3.4%  | 1.6%  | 21.0%  | 23.2% |       |       |
| DRAM 수요 증가율    | 9.8% | 9.9% | 11.6%      | 12.5% | -0.8%  | 1.2%  | 3.6%  | 0.9%  | 30.8%  | 33.9% | 18.1% | 19.4% |
| CY25E Vs CY26E | PC   |      | Smartphone |       | Tablet |       | TV    |       | Server |       | Total |       |
|                | CY25 | CY26 | CY25       | CY26  | CY25   | CY26  | CY25  | CY26  | CY25   | CY26  | CY25  | CY26  |
| Set 출하 증가율     | 1.5% | 0.0% | 2.3%       | 0.0%  | -2.9%  | -1.6% | -0.7% | 0.0%  | 8.7%   | 10.0% |       |       |
| DRAM 탑재량 증가율   | 8.2% | 6.2% | 10.0%      | 9.0%  | 4.3%   | 3.4%  | 1.6%  | 2.2%  | 23.2%  | 22.5% |       |       |
| DRAM 수요 증가율    | 9.9% | 6.2% | 12.5%      | 9.0%  | 1.2%   | 1.7%  | 0.9%  | 2.2%  | 33.9%  | 34.8% | 19.4% | 19.3% |

자료 : iM증권 리서치본부

## PC: CY25 PC 출하 증가율 전망치를 +1.5%로 상향

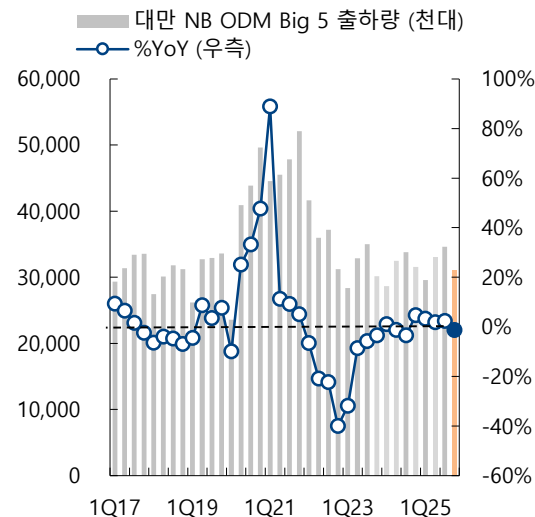
- 10월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.1백만대로 YoY 0.0%의 증감률을 기록해 전월의 -2.5%에서 개선
- 3Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 34.6백만대로 YoY +2.4% 증감률을 기록해 전분기의 +1.8%에서 개선
- 일부 시장 조사 기관과 ODM 업체들에 따르면 3Q25 출하량은 QoQ -3~+2%의 증감률을 기록할 것으로 예상되었으나 실제로는 +4.6%의 증감률로 일반적인 계절성을 약간 하회하는 수준
- PC와 반도체에 대한 무관세가 이어지고 있으므로, PC 가격의 상승은 제한적이었고 관세 부과 전 선구매도 지속될 수 있었음. 다만 최근 DRAM, NAND 가격 급등에 따라 PC 가격의 상승 가능성이 높아졌음
- 당사는 3Q25까지의 양호한 출하량을 반영하여 CY25 PC 출하 증가율 전망치를 +1.5%로 상향 조정

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



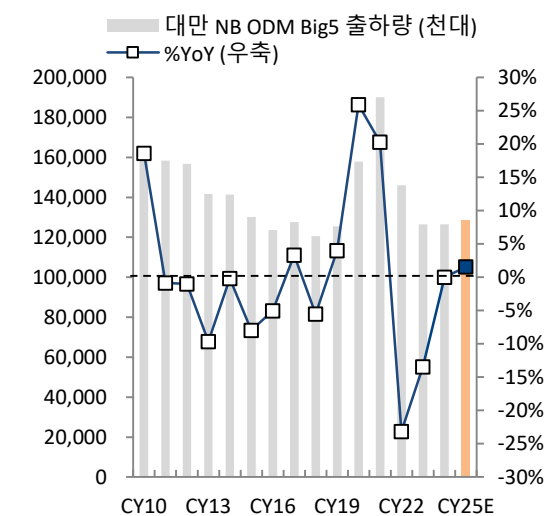
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

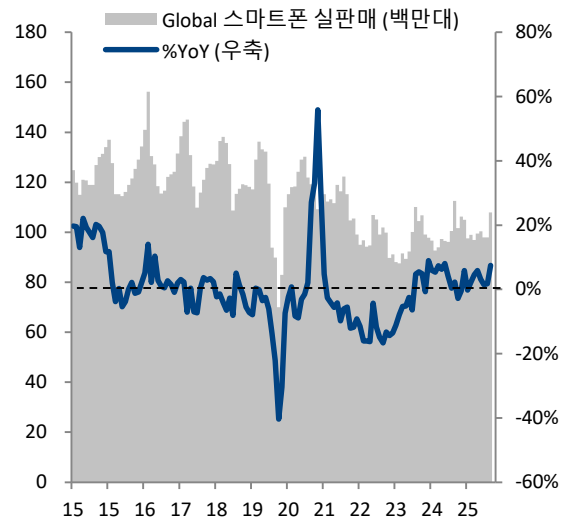


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

## 스마트폰: CY25 출하 증가율 상향 조정

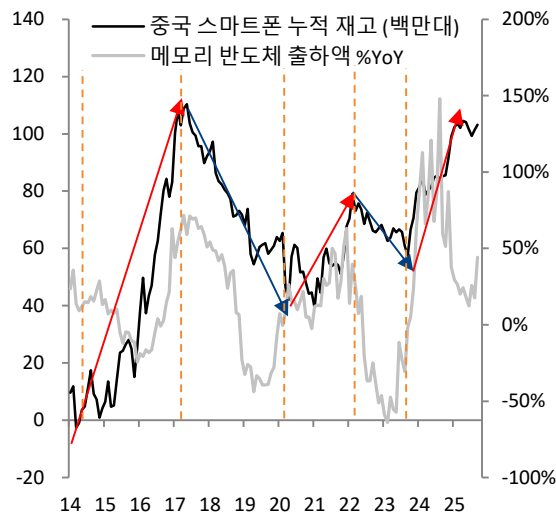
- CY25 9월 글로벌 스마트폰 판매량은 107.9백만대로 YoY 증감률이 전월의 +1.8%에서 +7.4%로 대폭 상승. 9월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (43.7M, +3.2% -> +5.4%), 중국 (19.8M, -3.2% -> -2.7%), 인도 (19.5M, +5.0% -> +32.8%), 미국 (11.9M, +5.6% -> +10.3%)에서 상승했고, 유럽 (13.0M, +1.2% -> -1.2%)에서만 하락
- 인도에서의 축제 특수와 신제품 아이폰 출시 효과에 따라 인도 지역 및 미국에서 판매량 대폭 상승. 스마트폰 무관세에 따른 신제품 아이폰의 가격 동결이 판매에 긍정적 영향을 준 것으로 판단됨
- 중국에서는 9월 판매량 YoY 증감률이 소폭 반등했으나 여전히 역성장 중이며 MoM으로도 12% 감소해 판매 부진 지속
- 기존 예상보다 3Q25의 스마트폰 판매량이 매우 양호하며, 이는 반도체, 스마트폰 등에 대한 관세 부과가 연기 또는 면제되며 스마트폰 가격이 상승하지 않음에 따른 것으로 판단됨. 이를 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 +2.3%로 상향

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



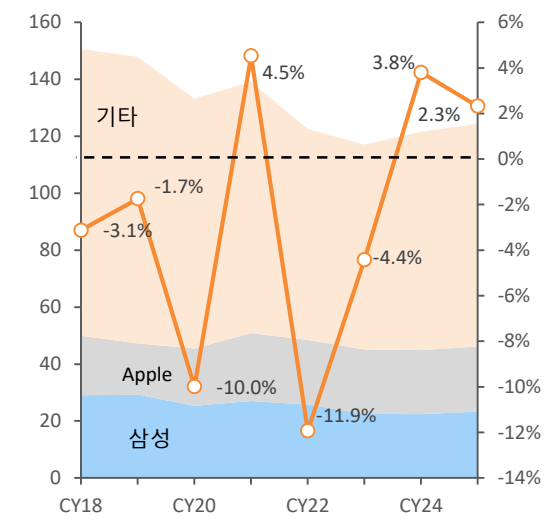
자료 : Counterpoint

<그림5> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림6> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

## Server: CY26 서버 출하 증가율이 10%에 도달할 수 있을지가 관건

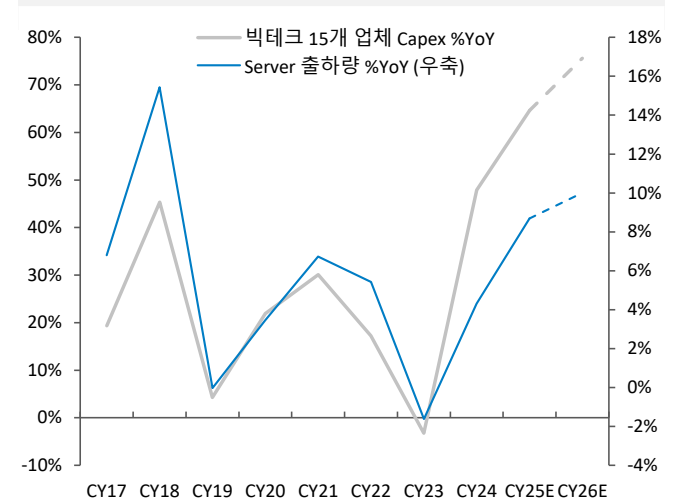
- 11월 20일 집계된 Neo Cloud 업체 포함 빅테크 업체 15개사의 FY25 Capex 증감률은 9월 30일 집계치 +60.7%에서 +64.6%로 상승. 당사는 이를 반영하여 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 8.1%에서 8.7%로 상향
- CY26 공급 부족을 의식한 빅테크 업체들의 서버용 DDR5 주문이 증가하는 가운데, Micron DDR5의 불량 문제가 불거지고 중국 고객들의 CY26 서버 생산 대폭 증가 계획까지 겹치며 서버용 DDR5의 수급이 급격히 타이트해진 상황. 일부 빅테크 업체들은 CY26 서버 DRAM 주문량을 올해 대비 100% 증가하는 것으로 제시 중. 단 이에는 Double Booking이 포함되어 있을 가능성이 높은 듯
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +35.4%이나 당사는 4Q25 이후 실적 발표를 거치며 향후 76%까지 상향 조정될 것으로 가정. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 10% 예상. CY26 서버 출하 증가율이 10%에 도달할 수 있을지가 CY26 반도체 업황의 관건이 될 전망이다
- Quanta에 따르면 기존 빅테크 업체들 (특히 Meta)의 CY26 AI 서버 생산 증가율은 하락하나 Oracle의 주문이 대폭 증가하여 CY26에도 동사 AI 서버 생산 증가율이 100%에 달할 듯. 단 최근 HPE, Dell 등이 대규모 감원을 시행 중으로 CY26 일반 서버 생산 증가율은 둔화될 전망

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

| Capex (\$mn)    | FY16   | FY17   | FY18   | FY19   | FY20    | FY21    | FY22    | FY23    | FY24    | FY25E   |         | FY26E   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 |        |        |        |        |         |         |         |         |         | 9월 30일  | 11월 20일 |         |
| Google          | 10,212 | 13,184 | 25,139 | 23,548 | 22,281  | 24,640  | 31,485  | 32,251  | 52,535  | 85,298  | 91,415  | 114,615 |
| Apple           | 12,734 | 12,451 | 13,313 | 10,495 | 7,309   | 11,085  | 10,708  | 10,959  | 9,447   | 12,513  | 12,715  | 13,988  |
| Meta            | 4,491  | 6,733  | 13,915 | 15,102 | 15,163  | 18,690  | 31,431  | 27,266  | 37,256  | 68,879  | 70,044  | 108,373 |
| Amazon          | 7,804  | 11,955 | 13,427 | 16,861 | 40,140  | 61,053  | 63,645  | 52,729  | 82,999  | 119,354 | 121,782 | 144,264 |
| Microsoft       | 8,343  | 8,129  | 11,632 | 13,925 | 15,441  | 20,622  | 23,886  | 28,107  | 44,477  | 64,551  | 64,551  | 97,114  |
| IBM             | 3,567  | 3,229  | 3,395  | 2,286  | 2,618   | 2,062   | 1,346   | 1,245   | 1,048   | 1,493   | 1,474   | 1,570   |
| Oracle          | 1,189  | 2,021  | 1,736  | 1,660  | 1,564   | 2,135   | 4,511   | 8,695   | 6,866   | 21,215  | 21,215  | 35,804  |
| Paypal          | 669    | 667    | 823    | 704    | 866     | 908     | 706     | 623     | 683     | 909     | 931     | 1,000   |
| eBay            | 626    | 666    | 651    | 508    | 463     | 444     | 449     | 456     | 458     | 517     | 531     | 544     |
| Salesforce      | 710    | 464    | 534    | 595    | 643     | 710     | 717     | 798     | 736     | 658     | 658     | 721     |
| Alibaba         | 1,706  | 2,609  | 4,509  | 7,399  | 6,517   | 6,379   | 8,311   | 5,014   | 4,594   | 11,907  | 11,907  | 15,066  |
| Tencent         | 1,492  | 1,801  | 3,356  | 3,927  | 5,719   | 4,808   | 3,451   | 3,017   | 9,675   | 11,998  | 12,388  | 12,791  |
| Baidu           | 631    | 708    | 1,327  | 931    | 738     | 1,689   | 1,232   | 1,580   | 1,130   | 1,517   | 1,580   | 1,577   |
| CoreWeave       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 72      | 2,943   | 8,702   | 16,851  | 14,969  | 25,840  |
| NeBius          | 144    | 212    | 453    | 318    | 341     | 606     | 750     | 1,073   | 808     | 2,501   | 4,202   | 9,265   |
| Total Capex     | 54,318 | 64,829 | 94,211 | 98,258 | 119,803 | 155,831 | 182,699 | 176,756 | 261,414 | 420,161 | 430,362 | 582,532 |
| 미국 IDC Capex    | 50,345 | 59,499 | 84,565 | 85,684 | 106,488 | 142,349 | 168,884 | 163,129 | 236,505 | 375,387 | 385,316 | 517,993 |
| 중국 IDC Capex    | 3,828  | 5,117  | 9,193  | 12,256 | 12,973  | 12,876  | 12,993  | 9,611   | 15,399  | 25,422  | 25,875  | 29,434  |
| Neo Cloud Capex | 144    | 212    | 453    | 318    | 341     | 606     | 822     | 4,016   | 9,510   | 19,352  | 19,171  | 35,105  |
| Total %YoY      | 19.8%  | 19.4%  | 45.3%  | 4.3%   | 21.9%   | 30.1%   | 17.2%   | -3.3%   | 47.9%   | 60.7%   | 64.6%   | 35.4%   |
| 미국 업체 %YoY      | 20.7%  | 18.2%  | 42.1%  | 1.3%   | 24.3%   | 33.7%   | 18.6%   | -3.4%   | 45.0%   | 58.7%   | 62.9%   | 34.4%   |
| 중국 업체 %YoY      | 11.7%  | 33.7%  | 79.6%  | 33.3%  | 5.9%    | -0.7%   | 0.9%    | -26.0%  | 60.2%   | 65.1%   | 68.0%   | 13.8%   |
| Neo Cloud %YoY  | -32.9% | 47.1%  | 113.2% | -29.9% | 7.4%    | 77.5%   | 35.7%   | 388.6%  | 136.8%  | 103.5%  | 101.6%  | 83.1%   |

자료 : Bloomberg

<그림> 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

- CY25에는 가속기 반도체향으로 635K (TSMC 584K, Amkor 46K, 기타 5K)의 CoWoS Capa가 할당될 듯. CY25 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량은 394K (TSMC 348K, Amkor 46K). AMD, AWS에 대한 CY25 CoWoS Capa 할당량은 50K, 76K인 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 7.1백만개 (YoY +36%), 전체 가속기 반도체 생산량은 12.6백만개 (YoY +24%)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     |      |
|      |                   |            | B300A      | 30     |      |
|      |                   |            | B300       | 15     |      |
|      |                   | CoWoS (K)  |            | 394    | 100% |
|      |                   | 비중         | H100       | 0%     |      |
|      |                   |            | H200       | 11%    |      |
|      |                   |            | New H20    | 0%     |      |
|      |                   |            | B200       | 42%    |      |
|      |                   |            | B300A      | 10%    |      |
|      |                   |            | B300       | 37%    |      |
|      |                   | Chip 수 (K) | H100       | 0      |      |
|      |                   |            | H200       | 1,257  |      |
|      |                   |            | New H20    | 0      |      |
|      |                   |            | B200       | 2,482  |      |
|      |                   |            | B300A      | 1,182  |      |
|      |                   |            | B300       | 2,187  |      |
|      |                   |            | Total      | 7,108  | 36%  |
|      | 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)  |            | 181    | 52%  |
|      |                   | Chip 수 (K) |            | 4,525  | 11%  |
|      | Total AI 가속기 생산량  | Chip 수 (K) |            | 12,633 | 24%  |

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

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

- 가속기 반도체에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 635K에서 1,207K (TSMC 1,062K, Amkor 100K, 기타 45K)로 90% 증가할 전망이다. CY26 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량은 690K로 75% 증가해 CY25의 할당량 증가율 100%에서 하락할 전망이다. AMD, Broadcom에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 50K -> 90K, 76K -> 105K로 증가 예상
- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량과 각 GPU의 Net Die 수를 감안하면 Nvidia의 CY26 AI GPU 생산량은 YoY 12% 증가에 그칠 전망이다. 이는 CY26 주력 생산 GPU인 Rubin의 Net Die 수가 9개로 감소하기 때문. CY26 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 33% 증가할 듯
- CY25에 Nvidia, AMD, AWS 등이 당초 제시치보다 적은 CoWoS Capa를 가져 감에 따라 TSMC는 가속기 반도체 업체들의 CY26 요구량 대비 보수적으로 설비를 확장하고 있는 것으로 보임. 이에 따라 CY26 가속기 반도체 생산량은 업체들의 자체 계획 대비 제한될 전망이다

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

|      |                   |            |        |        |       |
|------|-------------------|------------|--------|--------|-------|
| CY26 | Nvidia AI GPU 생산량 | Net Die    | B200   | 15     |       |
|      |                   |            | B300A  | 30     |       |
|      |                   |            | B300   | 15     |       |
|      |                   |            | 중국 전용  | 22     |       |
|      |                   |            | Rubin  | 9      |       |
|      |                   | CoWoS (K)  |        | 690    | 75%   |
|      |                   | 비중         | B200   | 0%     |       |
|      |                   |            | B300A  | 5%     |       |
|      |                   |            | B300   | 25%    |       |
|      |                   |            | 중국 전용  | 0%     |       |
|      |                   |            | Rubin  | 70%    |       |
|      |                   | Chip 수 (K) |        |        |       |
|      |                   |            | B200   | 0      |       |
|      |                   |            | B300A  | 1,035  |       |
|      |                   |            | B300   | 2,588  |       |
|      |                   |            | 중국 전용  | 0      |       |
|      |                   |            | Rubin  | 4,347  |       |
|      |                   |            | Total  | 7,970  | 12%   |
|      | AMD AI GPU 생산량    | Net Die    | MI350X | 14     |       |
|      |                   |            | MI400X | 10     |       |
|      |                   | CoWoS (K)  |        | 90     | 80%   |
|      |                   | 비중         | MI350X | 50%    |       |
|      |                   |            | MI400X | 50%    |       |
|      |                   |            |        |        |       |
|      |                   | Chip 수 (K) |        |        |       |
|      |                   |            | MI350X | 630    |       |
|      |                   |            | MI400X | 450    |       |
|      |                   |            | Total  | 1,080  | 35%   |
|      | Intel AI GPU 생산량  | Net Die    | Gaudi3 | 20     |       |
|      |                   | CoWoS (K)  |        | 0      | -100% |
|      |                   | 비중         | Gaudi3 | 100%   |       |
|      |                   | Chip 수 (K) | Gaudi3 | 0      | -100% |
|      | ASIC/FPGA 생산량     | Net Die    | Avg.   | 18     |       |
|      |                   | CoWoS (K)  |        | 427    | 136%  |
|      |                   | Chip 수 (K) |        | 7,814  | 73%   |
|      | Total AI 가속기 생산량  | Chip 수 (K) |        | 16,864 | 33%   |

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

## HBM 업황: CY26에도 생산량이 수요량을 상회할 듯

- CY25 HBM 실수요량은 21.7억 GB로 YoY 107% 증가할 전망이다. CY25 업계 생산량은 28.8억 GB (SK하이닉스 16.3억, 삼성전자 7.5억, 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 21.5억 GB로 YoY 47% 증가하고 전체 실수요량은 37.0억 GB로 71% 증가할 전망. 이는 CY25의 실수요량 증가율 대비 크게 하락. Rubin의 HBM 탑재량이 B300 대비 증가하지 못하는 것이 주요 원인
- 현재 CY26 생산량 전망치는 고객들의 수요 제시치에 기반해 45.0억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.1억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 상회. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시할 듯. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 것으로 알려진 Micron이 HBM을 줄이고 Legacy DRAM을 늘릴 가능성도 존재

&lt;표5&gt; CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

|      | 고객     | 가속기 반도체    |         | HBM     |            |          |           |           | % YoY |
|------|--------|------------|---------|---------|------------|----------|-----------|-----------|-------|
|      |        | 제품명        | 생산량 (K) | 제품명     | 개당 용량 (GB) | 가속기 당 개수 | 가속기 당 총용량 | 수요 (M GB) |       |
| CY25 | Nvidia | H100       | 0       | HBM3    | 16         | 5        | 80        | 0         |       |
|      |        | H200       | 1,257   | HBM3E   | 24         | 6        | 144       | 181       |       |
|      |        | New H20    | 0       | HBM3E   | 24         | 6        | 144       | 0         |       |
|      |        | B200       | 2,482   | HBM3E   | 24         | 8        | 192       | 477       |       |
|      |        | B300A      | 1,182   | HBM3E   | 36         | 4        | 144       | 170       |       |
|      |        | B300       | 2,187   | HBM3E   | 36         | 8        | 288       | 630       |       |
|      |        | Total      | 7,108   |         |            |          |           | 1,458     | 136%  |
|      | AMD    | MI325X/350 | 800     | HBM3E   | 36         | 8        | 288       | 230       | 70%   |
|      | Intel  | Gaudi3     | 200     | HBM2E   | 16         | 8        | 128       | 26        | 18%   |
|      | 기타     | ASIC/FPGA  | 4,525   | HBM3/3E | 20         | 5        | 100       | 453       | 67%   |
|      | Total  |            | 12,633  |         |            |          | 171       | 2,166     | 107%  |
| CY26 | Nvidia | B200       | 0       | HBM3E   | 24         | 8        | 192       | 0         |       |
|      |        | B300A      | 1,035   | HBM3E   | 36         | 4        | 144       | 149       |       |
|      |        | B300       | 2,588   | HBM3E   | 36         | 8        | 288       | 745       |       |
|      |        | 중국 전용      | 0       | HBM3E   | 24         | 6        | 144       | 0         |       |
|      |        | Rubin      | 4,347   | HBM4    | 36         | 8        | 288       | 1,252     |       |
|      |        | Total      | 7,970   |         |            |          |           | 2,146     | 47%   |
|      | AMD    | MI350X     | 630     | HBM3E   | 36         | 8        | 288       | 181       |       |
|      |        | MI400X     | 450     | HBM4    | 54         | 8        | 432       | 194       |       |
|      |        | Total      | 1,080   |         |            |          |           | 376       | 63%   |
|      | Intel  | Gaudi3     | 0       | HBM2E   | 16         | 8        | 128       | 0         | -100% |
|      | 기타     | ASIC/FPGA  | 7,814   | HBM3E/4 | 24         | 6        | 151       | 1,180     | 161%  |
|      | Total  |            | 16,864  |         |            |          | 220       | 3,702     | 71%   |

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

## HBM 경쟁력: 삼성전자 경쟁력 회복 중

- 최근 SiP HBM4 생산에 성공한 것으로 알려진 SK하이닉스는 최종 샘플 인증 통과 후 1Q26에 1B 나노 베이스 HBM4 공급을 본격 개시할 듯
- Micron은 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 2Q26에 개시할 예정이나 HBM4의 속도가 Nvidia의 요구 사양에 미치지 못하고 있어 재설계에 들어간 것으로 추정됨. Nvidia향 초도 공급에 포함되지 못할 가능성 존재
- 2Q26에 공급을 개시할 계획인 삼성전자 HBM4의 성공 여부는 아직 미지수이나 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택한 것은 속도 측면에서 유리한 점. 발열 문제가 관건이나 최근 고객들이 발열, 전력 소모량보다 속도를 중시하는 경향이므로 HBM4 인증 통과 가능성이 과거보다는 높아진 듯
- 최근 Nvidia는 AMD의 MI450X를 의식해 HBM4의 입출력 속도를 JEDEC 스탠다드인 8Gbps보다 높은 10Gbps 또는 12Gbps로 공급사에 요구할 전망이다

<그림8> 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   | 2Q |
| NVIDIA  | H200   | HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N      |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      | HBM2e | SK하이닉스<br>삼성전자<br>Micron | 8/16GB |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |
|         | B200   | HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP     |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       |                          |        |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |
|         | GB200  | HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       |                          |        |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |
|         | B300   | HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP    |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      | HBM3  | SK하이닉스<br>삼성전자           | 16GB   |    |    |    | 24GB |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |
|         | B300A  | HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP    |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       |                          |        |    |    |    | 16GB |    |    |    | 24GB |    |    |    |      |    |    |    |      |    |
|         | Rubin  |                                        |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      | HBM3e | SK하이닉스                   |        |    |    |    | 24GB |    |    |    | 36GB |    |    |    |      |    |    |    |      |    |
| AMD     | MI300X | HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm    |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       |                          |        |    |    |    |      |    |    |    | 24GB |    |    |    | 36GB |    |    |    |      |    |
|         | MI325X | HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm   |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       |                          |        |    |    |    |      |    |    |    | 24GB |    |    |    | 36GB |    |    |    |      |    |
|         | MI355X | HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm    |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      | HBM4  | SK하이닉스<br>삼성전자           |        |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    | 36GB |    |    |    |      |    |
|         | MI400  |                                        |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       |                          |        |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    | 36GB |    |
|         |        | HBM4 432GB                             |      |      |      |       |      |      |      |       |      |      |      |       | Micron                   |        |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |    |    |      |    |

자료 : Trendforce, 각사 자료

## HBM 업황 전망: 가격 및 이익률 하락할 듯

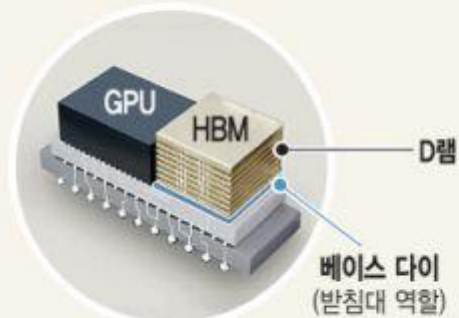
- 최근 HBM 계약은 고객의 연간 최대 구매 물량만 정하고 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- Nvidia는 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 제품 가격을 분기 단위로 인하하고 있는 것으로 보임. CY26 가격에 대한 동사와 SK하이닉스의 협상이 최근 종료되고 삼성전자와의 협상도 마무리 단계에 있는 것으로 보임
- CY26 HBM 3E 12단 연간 ASP는 CY25 대비 30%대 중후반 하락하고 HBM4 12단의 3E 12단 대비 가격 프리미엄은 비용 증가를 감안해 35% 수준일 것으로 추정됨. 이 경우 1위 업체의 FY26 연간 HBM 영업이익률은 FY25의 60%대 중반에서 40%대 중후반으로 하락할 듯
- CY26 HBM 판매 증가율에 따라 연간 HBM 영업이익 규모가 증가하는 업체와 감소하는 업체로 나뉘질 듯

<그림9> HBM4의 구조 변화

### 기존 HBM 구조

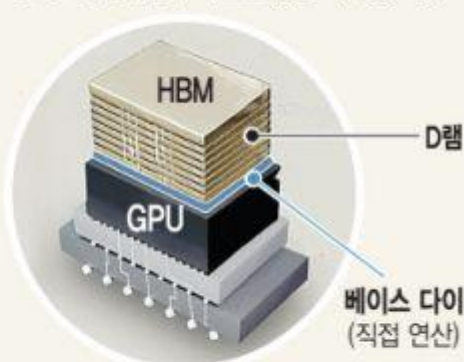
GPU와 HBM을 수평으로 쌓는 패키징 기법

※GPU: 그래픽처리장치, HBM: 고대역폭메모리



### HBM4 구조

GPU와 HBM을 수직으로 쌓는 패키징 기법



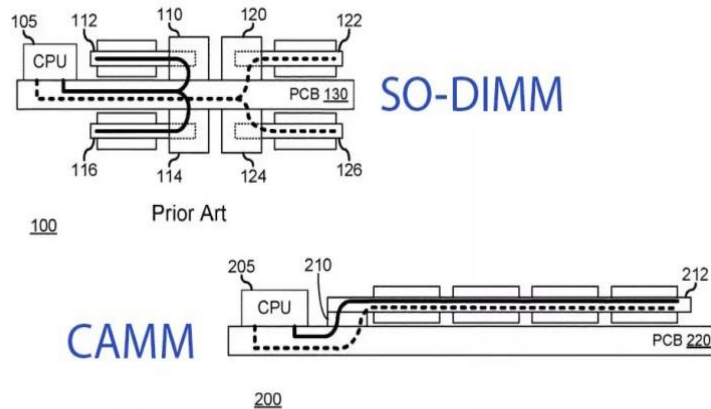
※베이스 다이(Base Die): 고대역폭메모리(HBM) 반도체에서 1층 받침대 역할을 하는 핵심 부품. 6세대 HBM4부터는 HBM이 수직으로 올라가는 패키징 기법이 도입된다.

자료 : 이데일리

## SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 1.1%를 차지할 듯

- 내년으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM (Small Outline Compression Attached Memory Module)은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시할 계획. 단 GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택
- CY26 Rubin GPU의 생산량은 4,347K개로 예상되고 VR200 통합칩에 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로, VR200 칩 생산량은 2,174K
- VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 24Gb 칩 8개로 구성된 모듈 (24GB)이 8개 장착되므로 총 192GB
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 417M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 1.1%에 해당
- Nvidia가 DRAM 업체들에게 이보다 훨씬 많은 공급량을 요청 중인 것은, 저조한 초기 수율을 고려했거나 CY27 수요 증가 (VR300에는 256GB 채택)에 미리 대비한 버퍼용 주문일 수 있는 것으로 판단됨. 또한 만약 CY26에 AI PC용으로 SOCAMM이 사용될 경우 실수요량이 당사 전망치를 상회할 수 있음

<그림10> CY26 SOCAMM 수요 추정

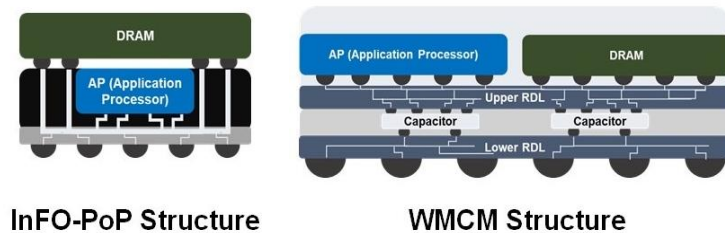


|                                |       |                          |
|--------------------------------|-------|--------------------------|
| CY26 Rubin GPU 생산량 (K)         | 4,347 |                          |
| Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)     | 2,174 | VR200에 Rubin 2개 장착       |
| VR200에 들어가는 SOCAMM 용량 (GB)     | 192   | 24Gb 칩 8개로 구성된 모듈 8개 장착  |
| CY26 VR200 SOCAMM 총 수요량 (M GB) | 417   | VR200 2H26 출시 예정         |
| CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중      | 1.1%  | AI PC에 SOCAMM 탑재 시 상회 가능 |

## Apple WMCM: SOCAMM과 함께 CY26 Mobile DRAM 수요 증가 요소

- Apple은 올해까지 AP와 CPU에 InFO-PoP (Integrated Fan-Out Package-on-Package)를 사용하나 CY26에는 2나노를 사용하는 일부 최신 AP 및 맥북용 CPU에 WMCM (Wafer-Level Multi-Chip Module)을 채택할 예정
- 수직 적층으로 발열 문제가 있고 DRAM 탑재량에 제한이 있던 InFO-PoP와는 달리 WMCM은 수평 구조로 더 나은 방열 성능과 DRAM 용량 증가가 가능하다는 장점이 있음
- 물론 현재 시장 예상으로는 CY26 아이폰 18 Pro, Pro Max 모델에 CY25와 같은 12GB가 탑재되어 변화가 없고, CY25에 8GB가 탑재된 일반 모델의 탑재량만 12GB로 증가할 전망이다
- 단 2나노 A20 AP를 탑재하고 CY26에 출시될 아이폰에는 AI 기능 강화와 WMCM의 도입에 따라 과거보다 고용량의 DRAM이 탑재될 가능성이 생겼으며, 이는 LPDDR5X를 사용하는 SOCAMM의 등장과 더불어 CY26 Mobile DRAM 수요 증가 요인 될 수 있음

<그림11> Apple의 AP, CPU Package 변화



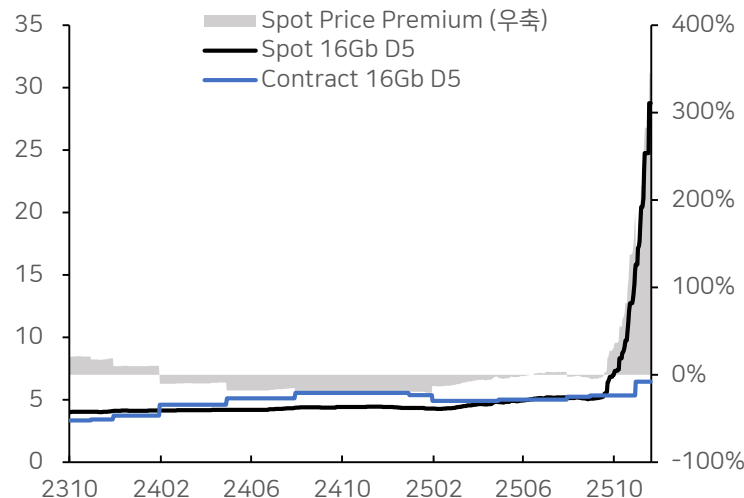
| 특징      | InFO-PoP                  | WMCM                                          |
|---------|---------------------------|-----------------------------------------------|
| 칩 배치 방식 | 수직 적층 (AP 위에 DRAM 패키지 적층) | 수평 배치 (로직 칩과 DRAM을 나란히 배치)                    |
| 구조적 이점  | 얇은 프로파일 구현, 기판 및 C4 범프 제거 | 더 나은 방열 성능과 전력 효율 제공                          |
| 유연성     | 상대적으로 고정된 3D 패키징 구조       | 여러 칩 (CPU, GPU, DRAM 등) 통합 및 다양한 레이아웃 구성에 유연함 |
| 적용 제품   | 애플 A시리즈 칩 등 기존 모바일 AP     | 애플 A20, M6 등 차세대 2nm 공정 칩셋                    |

자료 : Google

## 현물 가격 전망: 가격 상승이 이어질 수 있으나 추가 급등은 어려울 듯

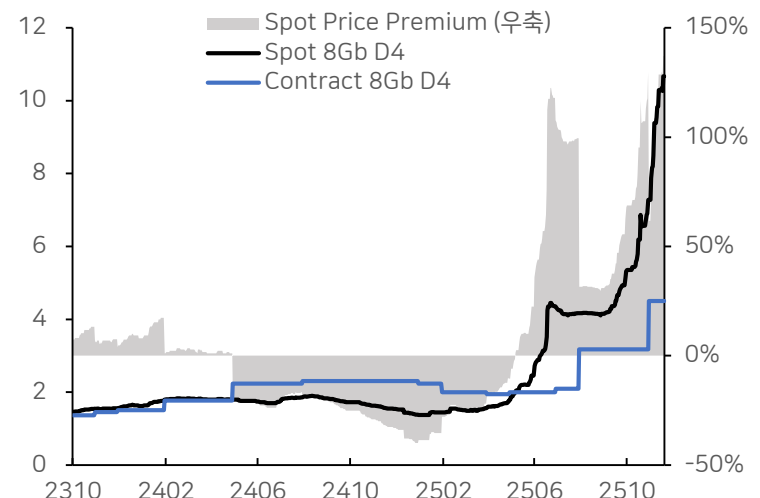
- Adata에 따르면 동사는 DRAM 재고를 3Q25말 8주에서 12주 이상까지 증가시킬 것을 목적으로 재축적 중이며, NAND 재고는 5~6개월 수준으로 여전히 과다한 상황임
- Adata, Kingston을 제외한 모듈 업체들 및 유통 업체들이 여전히 충분한 DRAM을 공급 받지 못하고 있으며, 동 업체들 뿐 아니라 고객들도 3Q25 말부터 향후 공급 부족을 의식하고 DRAM 재고를 적극 확보 중인 것으로 판단됨
- 일본, 멕시코, 동남아 일부 고객들을 제외한 대부분의 고객들이 대폭의 가격 상승을 인정하고 구매 중인 상황. 단 최근 IT 수요가 둔화 중인 중국 고객들의 서버를 제외한 PC, 스마트폰용 DRAM 주문은 둔화되고 있음
- 지나친 현물 가격 급등에 따라 최근 현물시장의 거래량이 축소되고 가격이 정체되는 상황이 나타나고 있음. 향후 가격 상승이 이어질 수 있으나 9월 이후와 같은 급등은 나타나기 어려울 전망이다

<그림12> 16Gb D5 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

<그림13> 8Gb D4 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄

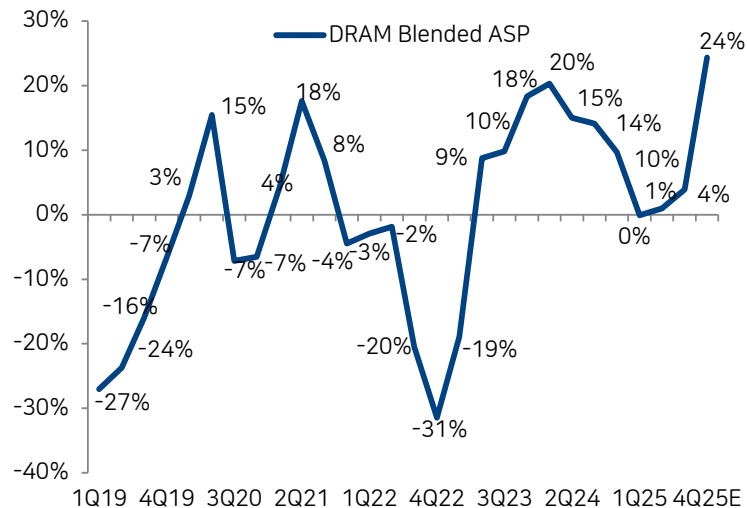


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

## Risk1: DRAM BOM Cost 부담

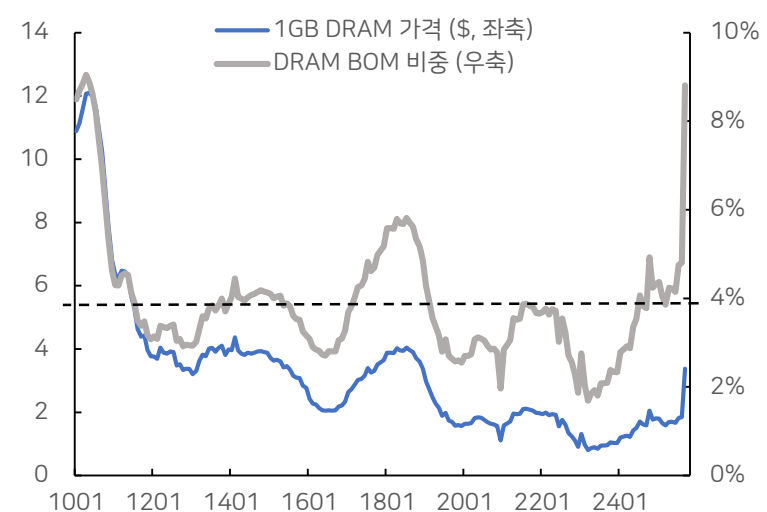
- 일부 DRAM 및 모듈 업체들이 전략적으로 중소형 고객들에게 4Q25 고정거래가격을 제시하지 않았고, 중소형 고객들은 웃돈을 주고 DRAM을 구매 중인 상황. DRAM 업체들은 향후 DRAM 가격의 추가 상승 가능성을 감안해 4Q25 판매량을 조절 중인 것으로 판단됨
- 4Q25 DRAM ASP는 Legacy DRAM 40% 이상 상승, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매량 증가율 정도에 따라 업체별로 상승폭이 다를 듯. 삼성전자는 30%, SK하이닉스는 20%대 중반의 4Q25 DRAM ASP 상승률을 보일 것으로 전망됨
- 현재 고객들의 적극적인 DRAM 확보 노력을 감안 시 적어도 1H26까지는 고정거래가격의 상승세가 이어질 것으로 판단됨
- 단 이미 가격이 매우 높은 DRAM의 경우 PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 10월 고정거래가격 기준 8.8%에 달해 역사적 평균인 3.9%를 크게 상회 중. 향후 고정거래가격이 30% 추가 상승할 경우, DRAM BOM Cost 비중은 역사적 최고점인 12%에 도달
- DRAM 가격 급등에 따른 마진 압박으로 일부 고객들은 PC, 스마트폰 가격을 이미 인상할 계획이며, Set 가격 상승에 따른 수요 둔화 시 동 고객들은 GB/Box 및 DRAM 주문량을 축소시킬 가능성이 있음

<그림14> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAmExchange, iM증권 리서치본부

<그림15> CY25 11월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

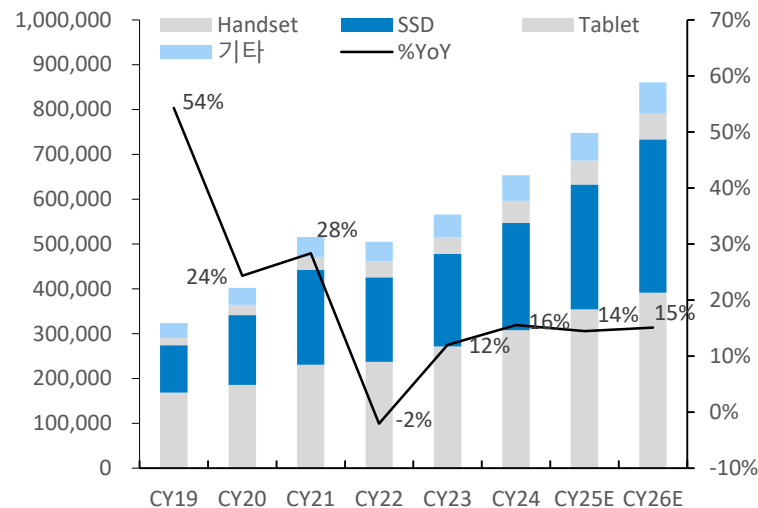


자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

## NAND: CY26 수요 증가율은 생산 증가율과 유사할 듯

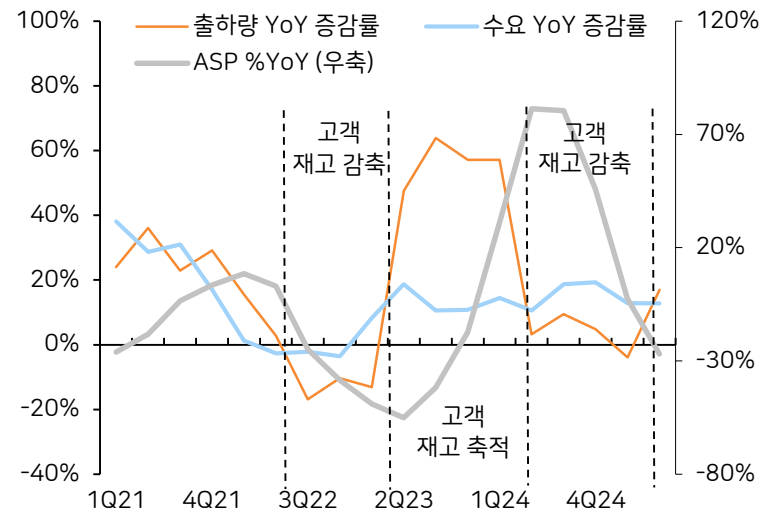
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +14.5%로 예상되며 업계 생산 증가율은 감산에 따라 +5.3%에 불과
- 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25들어 재고를 재축적하기 시작한 것으로 판단됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 15.1%로 예상되며 업계 생산 증가율은 15.0% (삼성전자 9%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 19%)로 수요 증가율과 유사할 전망이다. 따라서 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- Kioxia는 Kitakami 신규 라인 증설과 Yokkaichi 라인 전환에 따라 높은 생산 증가율이 예상되며, YMTC는 신규 라인을 DRAM, HBM 생산으로 전환할 가능성이 있어 예상보다 낮은 생산 증가율이 발생할 전망이다
- DRAM과는 달리 NAND 가격은 그간 하락세가 지속되어 왔으므로 향후 NAND 가격의 상승세가 좀더 이어질 수 있음. 반면 Set 성능과 좀더 밀접한 DRAM의 탑재량 증가를 위해 NAND 탑재량이 희생될 수 있다는 관측도 존재

<그림16> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림17> 분기별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

## FY26 Memory Capex 증가 예상

- FY25 DRAM Capex는 524.5억 달러로 YoY 18% 증가할 전망. 삼성전자의 1C 나노를 위한 P5 건설 재개는 CY25말부터 시작될 전망  
이므로 올해 Capex에는 영향이 없을 듯. CY25에 약 20K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다
- CY26 삼성전자의 DRAM Capa는 60~80K 증가 예상. 동사 1B (Legacy DRAM), 1C (HBM4) 나노 전환 투자는 대폭 확대될 듯. SK하이닉스는 M15X 라인 (최종 Capa. 80K)의 투자를 앞당겨 CY26에 30~40K를 증설할 전망. FY26 DRAM 업계 Capex는 대폭 증가할 것으로 예상됨

&lt;표6&gt; 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

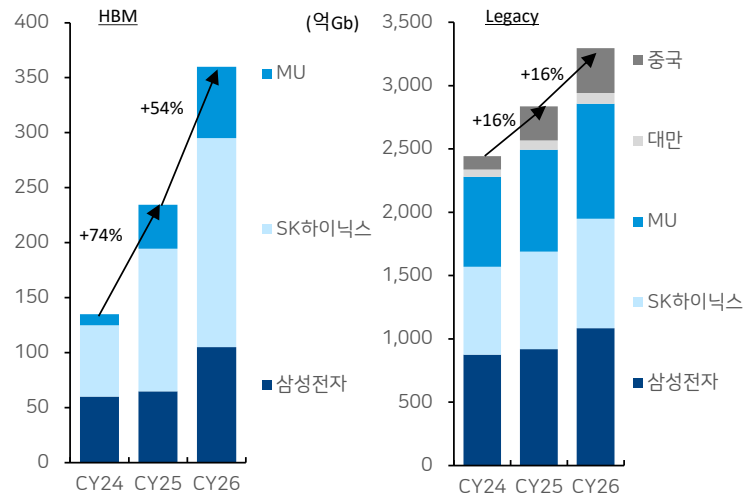
| DRAM (\$mn)            | FY11   | FY12   | FY13   | FY14   | FY15   | FY16   | FY17   | FY18   | FY19   | FY20   | FY21   | FY22   | FY23   | FY24E  | FY25E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 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    | 522    |
| 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 | 52,449 |
| % YoY                  | -36%   | -26%   | 23%    | 72%    | 22%    | -25%   | 57%    | 73%    | -28%   | 0%     | 30%    | 28%    | -19%   | 55%    | 18%    |
| 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 | 70,966 |
| % YoY                  | -7%    | -19%   | 12%    | 33%    | 19%    | 0%     | 74%    | 29%    | -25%   | 0%     | 27%    | 18%    | -24%   | 26%    | 17%    |

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

## 향후 업황은 HBM 둔화, Legacy DRAM 강세 가능성 높은 듯

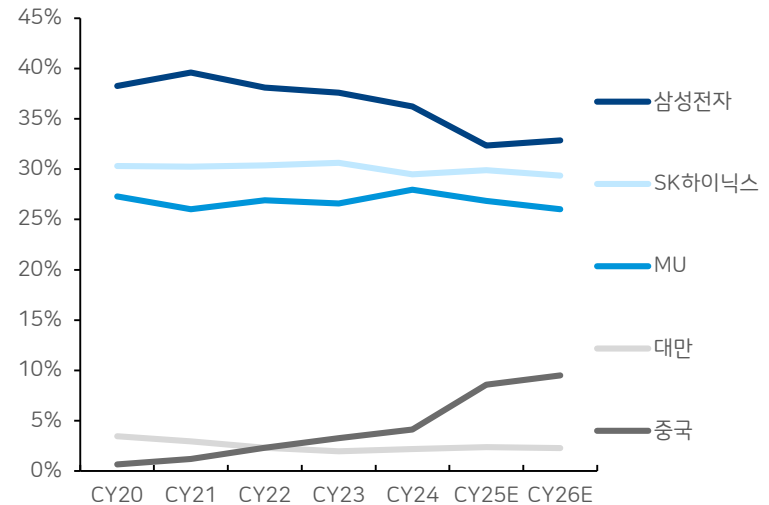
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 16%와 74%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율 19.6%를 하회하는 18.3%
- CY26에도 서버 출하 증가율이 10%를 기록할 경우 수요 증가율 (19.3%)이 생산 증가율 (19.1%)을 상회할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 계약 베이스인 HBM은 둔화, Legacy DRAM은 강세를 보일 가능성이 높음
- 삼성전자는 CY26 HBM 생산 증가율 62%, Legacy DRAM 생산 증가율 18%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY26 생산량 증가율은 HBM 47%, Legacy DRAM 12%로 예상됨. Micron의 CY26 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 63%, 13%로 추정됨
- 생산량 기준 CY26 DRAM 시장 점유율은 삼성전자 33%, SK하이닉스 29%, Micron 26%, 중국 10%로 전망됨

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



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림19> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

## 중국 Memory 반도체 업체 동향

- CXMT는 상해에 신규 라인 2기를 건설 중이며 Phase1은 CY28, Phase2는 CY29에 양산을 개시할 전망이다
- Huawei는 Swaysure 포함 100K 규모의 DRAM 라인을 CY24말부터 특수 용도 DRAM 생산을 위해 운용 중. 동 라인이 향후 CXMT 또는 YMTC에 양도된다는 루머 존재
- YMTC가 우한시 소재 신규 라인을 DRAM 또는 HBM 생산으로 전환할 것이라는 루머 존재
- 향후 중국에서 DRAM 생산이 지속적으로 크게 증가할 가능성이 있는 것으로 판단됨
- 단 지난 수년간 축적해 놓은 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입했으므로, 향후 중국 업체들은 자국산 장비를 주로 사용해 1A 나노 이하 공정 DRAM을 생산해야 할 상황임. 따라서 설비 증설에도 불구하고 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성이 큰 것으로 판단됨

<표7> 중국 Memory 반도체 업체 현황

| 회사              | 주요 제품                           | 라인 소재     | 공정                | Capa / M                       |
|-----------------|---------------------------------|-----------|-------------------|--------------------------------|
| CXMT            | DRAM (DDR4/5, LPDDR4/5, 향후 HBM) | 안후이성 허페이시 | ~18.5nm급 DUV DRAM | 현재 200K에서 상해에 200K 추가 전망       |
| YMTC            | 3D NAND (232단, 294단 TLC 등)      | 후베이성 우한시  | 3D NAND Xtacking  | 현재 150K/M (Designed Capa 300K) |
| Huawei (Memory) | 특수 용도 DDR4                      | 푸젠성 진장시   | 성숙 공정 위주          | 현재 100K/M                      |

자료 : iM증권 리서치본부

## Risk 2. 현재 무관세에서 향후 관세가 부과될 가능성

- 한국에 대한 국가 관세가 15%로 결정 난 상황에서 아직 반도체, PC, 스마트폰 등에 대해서는 무관세가 적용되고 있음. 현재 예상보다 강한 IT 수요에는 관세 부과 전에 선구매하려는 가수요의 영향이 여전히 존재할 가능성이 있음. 향후에도 무관세일 가능성이 높으나 만약 실제 관세 부과 시 IT Set 가격 상승과 반도체 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 이에에는 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

<표8> 상호 관세가 한국 반도체 매출에 미칠 간접적 영향

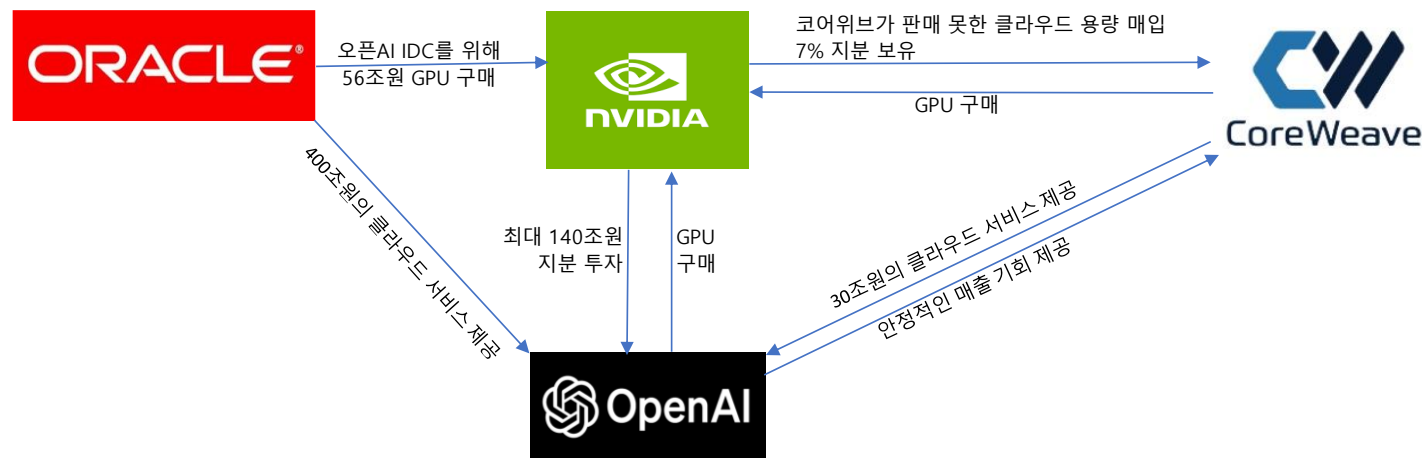
|      | 미국 비중 | 전체 Set 비용 상승률 | 반도체 가격 예상 하락율 | 한국 반도체 매출 중 비중 | 매출 감소율 |
|------|-------|---------------|---------------|----------------|--------|
| 서버   | 56%   | 11%           | 4%            | 40%            | 1.5%   |
| 스마트폰 | 10%   | 2%            | 1%            | 36%            | 0.2%   |
| 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

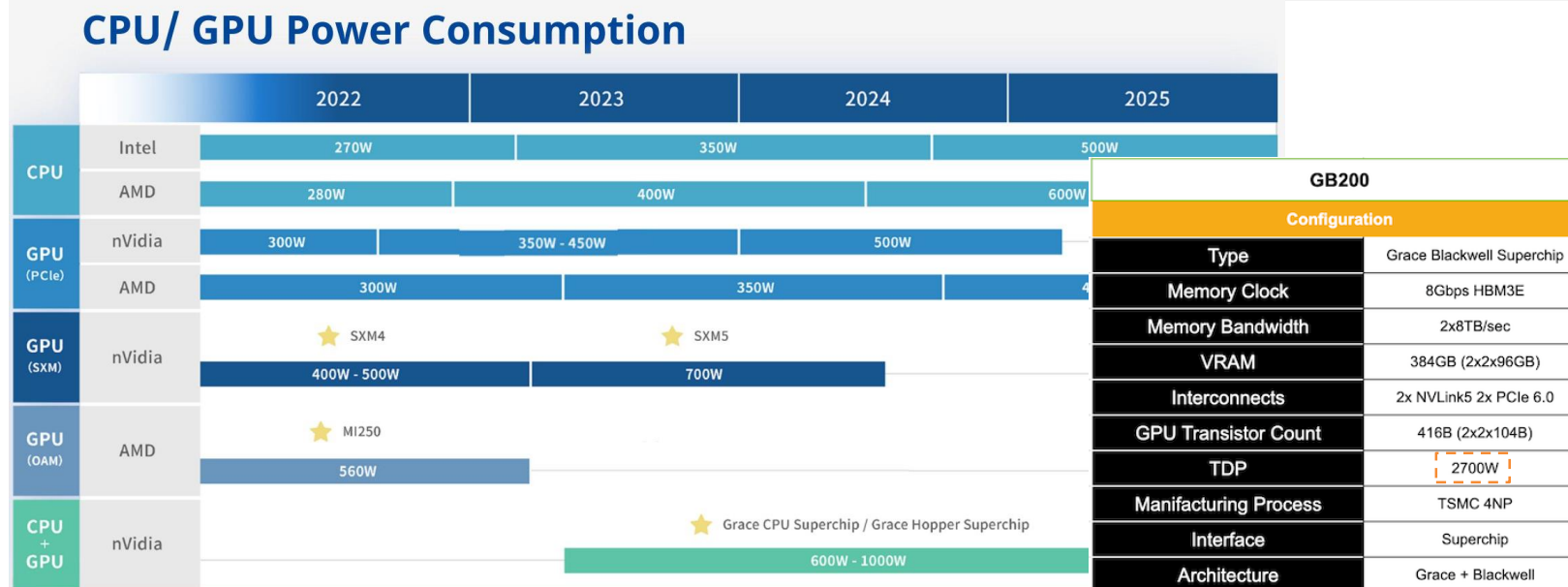
<그림20> OpenAI를 중심으로 한 Nvidia 주도의 AI 순환 투자 구조



## 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

<그림21> 각 Processor 별 TDP와 GB200의 Configuration

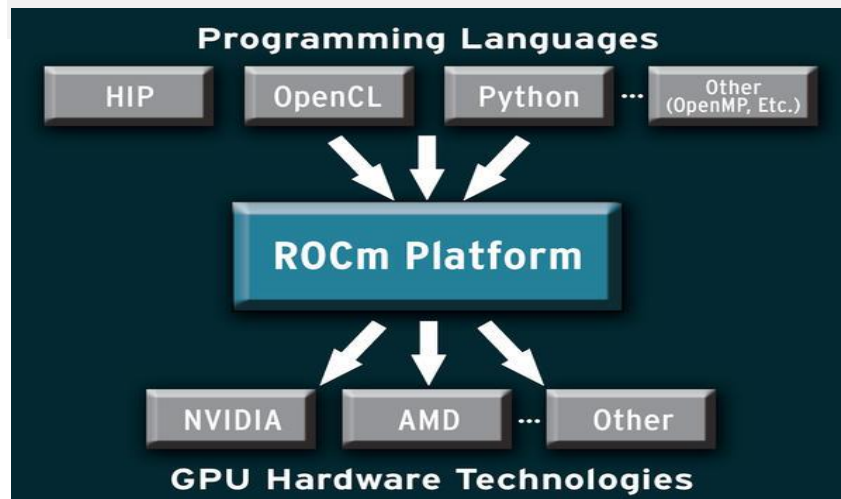


자료 : Gigabyte, Nvidia, iM증권 리서치본부

## AMD를 위한 환경 개선 중

- AMD AI GPU의 성능은 발표 스펙을 기준으로 하면 훨씬 가격이 저렴한데도 Nvidia의 제품과 유사하거나 또는 상회. 다만 실제 적용 시 동사 소프트웨어 (ROCm)의 경쟁력 부족으로 CUDA를 보유한 Nvidia의 GPU 대비 훨씬 떨어지는 성능과 비효율성을 보여왔음
- 지금까지 AMD가 Rack 단위로 GPU를 공급하지 못했던 것은 Infinity Fabric, UALink 등에서 일부 비효율성이 발생하였기 때문이며, AMD의 ROCm이 CUDA 대비 호환성이 부족함에 따라 이론상 최대 성능을 구현하지 못한 데 원인이 있었음
- 그럼에도 불구하고 OpenAI가 Nvidia와 계약을 체결한지 2주 후 AMD와도 대규모 계약을 체결한 것은 단일 Supplier Risk를 회피하고자 하는 점 뿐 아니라 점차 AMD와 Nvidia간 격차가 좁혀질 수 있는 환경이 조성되고 있기 때문
- AI 코딩 기술의 발전은 GPU 구매자들이 보다 간단히 오픈 소스인 AMD의 ROCm을 직접 수정할 수 있도록 변화시키고 있음. 또한 AMD는 Nvidia와 자사 GPU 모두에서 실행할 수 있는 애플리케이션을 만들 수 있도록 HIP라는 프로그래밍 인터페이스를 개발
- AMD는 지난 6월 72개의 GPU가 탑재된 Rack 단위 공급을 시작하겠다고 밝혔으며 OpenAI는 MI450 시리즈 GPU 및 Rack 스케일 솔루션 설계 요건에도 핵심적인 기여를 한 것으로 추정. 일단 OpenAI가 물꼬를 열었으므로 타 빅테크 업체들도 과거보다 AMD에 대한 의존도를 올릴 가능성은 높아진 것으로 판단

<그림22> AMD의 ROCm Platform



자료 : AMD, iM증권 리서치본부

## OpenAI의 조기 이익 발생 여부가 관건

- 이러한 순환 투자 구조가 성공하기 위해서는 Nvidia의 GPU를 자체적으로, 또한 Oracle, CoreWeave를 통해 간접적으로 구매할 OpenAI의 조기 이익 발생이 필수적임
- 향후 5~10년 간 1조 달러를 지출할 것으로 언급한 OpenAI가 현재까지 Oracle, CoreWeave, AWS 등과의 클라우드 컴퓨팅 설비 임차 계약 및 AMD, Broadcom, Nvidia (Nvidia의 투자 금액으로 충당)와의 AI 반도체 구매 계약을 모두 합하면 향후 7년간 총 7,100억 달러의 비용이 발생. 이 중 Nvidia의 투자 금액을 제외하면 6,100억 달러 (900조원)의 비용이 사용될 전망이다
- 반면 동사는 Microsoft로부터 130억 달러, 소프트뱅크 주도로 400억 달러, CY24 10월에 66억 달러 등 총 579억 달러 (80조원)의 투자를 유치. 따라서 향후 천문학적인 비용을 감당하기 위해 추가 대규모 투자 유치 또는 IPO가 필요한 상황임
- 동사 IPO 성공에 대한 우려 요인은 1) 막대한 적자 규모, 2) AI 버블 논란, 3) 창업자 중 한 명인 일론 머스크가 OpenAI의 영리화 전환에 대한 소송 제기, 4) IPO로 인해 지배권이 희석될 것 원치 않는 Microsoft의 반대 등임

<표9> 오픈AI가 현재 계약상 향후 7년간 지불해야할 금액

| Partner    | 예상 지불 총액 (가정/추정치 포함)           | 계약 내용          | 계약 기간                |
|------------|--------------------------------|----------------|----------------------|
| Oracle     | 3,000억 달러                      | 클라우드 컴퓨팅 설비 임차 | 5년 (향후 2029년까지)      |
| Broadcom   | 1,500억 달러 (가정)                 | AI 칩 구매        | 수년 간 (2026년 후반부터 배포) |
| AMD        | 900억 달러 (가정)                   | AI 칩 구매        | 수년 간 (4년 이상 예상)      |
| Amazon AWS | 380억 달러                        | 클라우드 컴퓨팅 설비 임차 | 7년                   |
| CoreWeave  | 224억 달러                        | 클라우드 컴퓨팅 설비 임차 | 수년 간 (현재 진행 중)       |
| NVIDIA     | 1,000억 달러 (NVIDIA의 투자 금액으로 충당) | AI 칩 구매        | 파트너십                 |
| 총합계        | 약 6,100억 달러 (900조원) 이상         |                | 최대 7년                |

자료 : iM증권 리서치본부

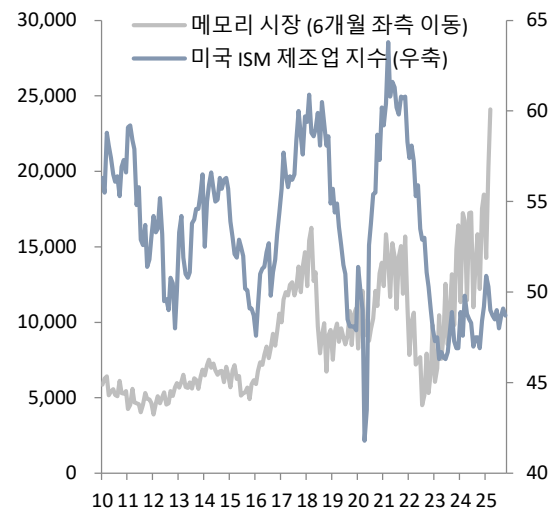
## OpenAI의 조기 이익 발생 여부가 관건

- 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 전망
- 천문학적인 비용으로 인해 동사는 CY24에 50억 달러, 1H25에 135억 달러의 순손실을 기록했으며 CY25 3분기 순손실이 120억 달러에 이른다는 보도가 있었음. 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
- OpenAI의 적자가 심화되면 AMD, Broadcom과의 AI 반도체 구매 계약이 현실화되지 못할 수 있음
- 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. 현재 Oracle의 차입금 규모는 1,050억 달러, 부채 비율은 509%에 달하는 것으로 보임
- OpenAI가 재정 위기에 빠지면 CoreWeave의 핵심 매출원이 사라질 수 있음. 동사의 2Q25말 기준 차입금 비율은 381%이며 현재 총 부채 규모가 146억 달러. 동사는 보유 중인 GPU와 고객들과의 계약을 담보로 대규모 차입을 실시했으며 만약 구형 GPU 가격이 빠르게 하락하거나 계약이 취소될 경우 파산에 이를 수 있음
- 투자자들에게 OpenAI의 적자가 빠르게 축소되는 모습을 보여야 추가 대규모 투자 및 IPO가 성공할 수 있을 전망이다. 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 추세 지속 상승을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요하며, 동 경기선행지표 들이 향후 추세적인 상승세를 보 이기는 어려울 것으로 전망됨
- 따라서 향후 반도체 주식에 대해 장기 매수 지속보다는 매수와 매도를 반복하는 트레이딩 전략이 적절한 것으로 판단됨

<그림23> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림24> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림25> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

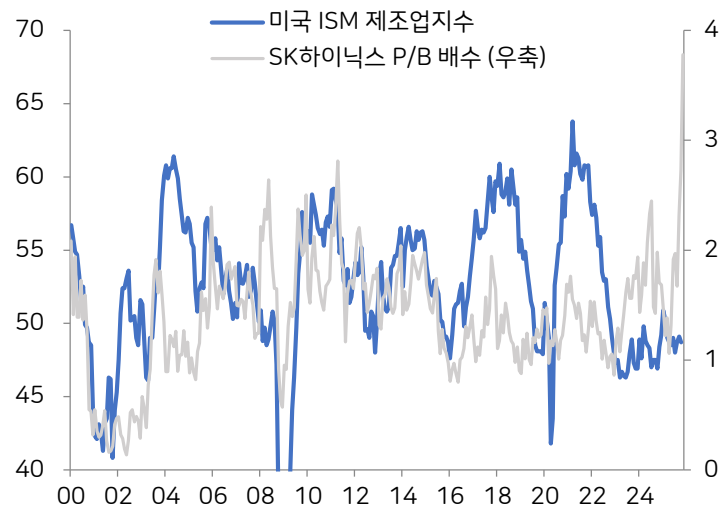


자료 : Datastream, WSTS

## 미국 ISM 제조업지수: 상승과 하락이 반복될 듯

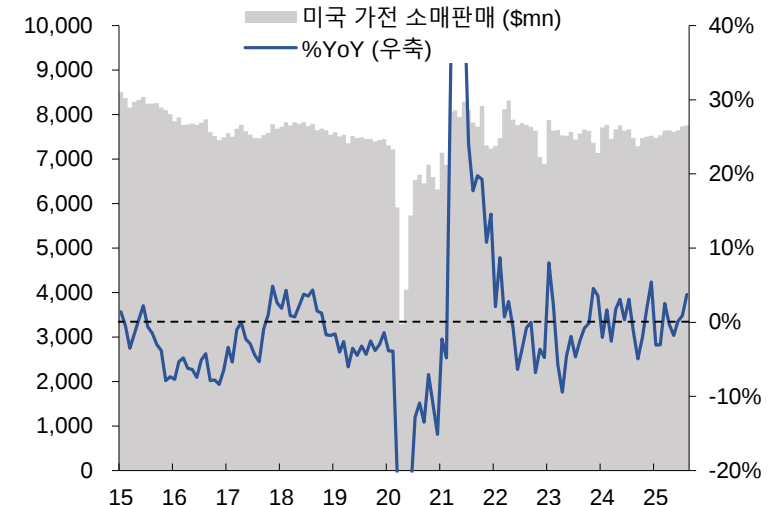
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 10월에 48.7을 기록해 전월의 49.1에서 하락. 최근 동지수는 상승과 하락을 반복 중
- 10월 지수의 세부 지표를 보면 신규 주문 (48.9 -> 49.4), 고용 (45.3 -> 46.0)은 반등했고 생산 (51.0 -> 48.2), 재고 (47.7 -> 45.8), 가격 (61.9 -> 58.0)은 하락한 것으로 나타났음
- 가격의 하락과 양호한 미국 가전 소매판매 YoY 증감률은 아직 관세 부과의 영향이 본격화되지 않았음을 의미하는 것으로 보임
- 관세 부과 효과가 본격화되면 중기적인 측면에서 가격을 제외한 신규 주문, 생산, 재고, 고용의 지속적인 상승이 나타날 가능성은 낮은 것으로 판단됨. 따라서 미국 ISM 제조업 지수는 상승과 하락이 반복되는 모습이 예상됨
- 역사적으로 미국 ISM 제조업 지수와 동행해온 SK하이닉스의 P/B 배수는 최근 미국 ISM 제조업 지수를 크게 아웃퍼폼하는 모습. 이는 메모리 반도체 호황과 동사 경쟁력 강화 요인이 매크로 경기 요인보다 동사 주가에 더 큰 영향을 주고 있음을 의미

<그림26> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림27> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률

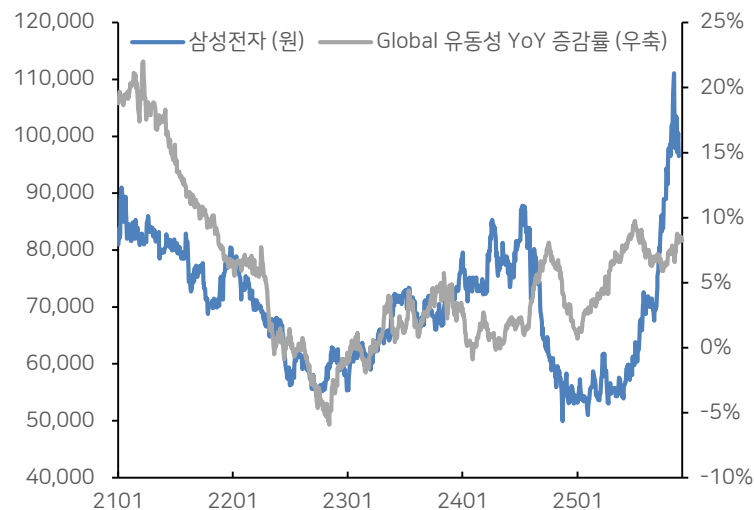


자료 : Datastream

## Global 유동성 증감률: 트레이딩 전략 유지

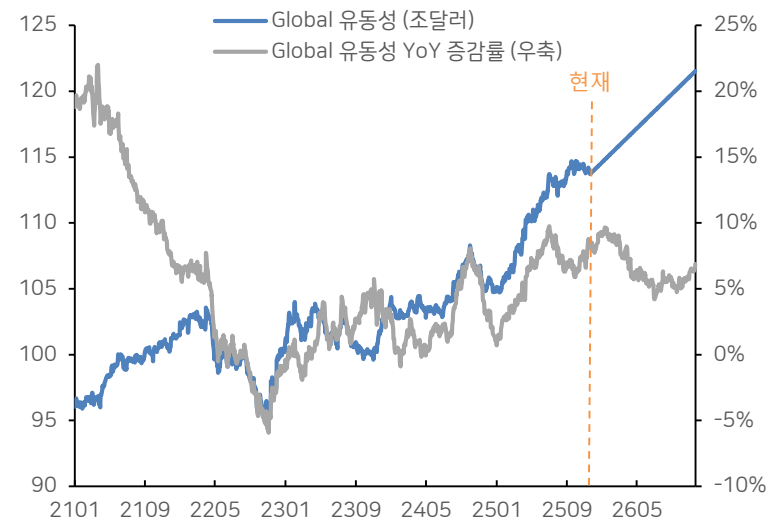
- 최근에는 주가가 Global 유동성 YoY 증감률을 약간 선행 중이나 현재까지도 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락했음. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 단기 조정 국면에 진입. 9월부터는 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 증가하고 유동성 YoY 증감률의 하락이 멈춤에 따라 반도체 주가가 다시 강세를 보이고 있음
- 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 상승 (4Q25)과 하락 (1H26)을 반복하는 모습이 예상됨. 당사는 반도체 주가와 Global 유동성 YoY 증감률의 중장기 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
- 단 최근 반도체 주가에는 Macro 요인보다 업황 및 기업 자체 경쟁력 요인이 더욱 큰 영향을 미치고 있으므로 Global 유동성 YoY 증감률이 1Q26 초 이후 하락하더라도 반도체 주가의 낙폭이 그리 크지 않을 가능성이 있음

<그림28> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림29> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

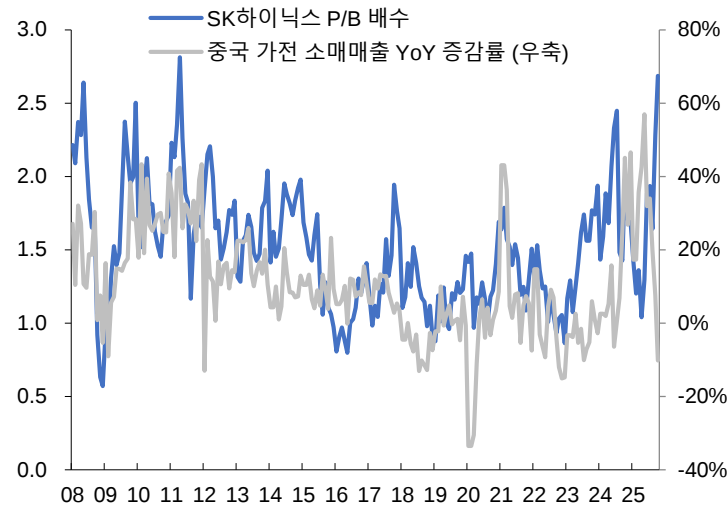


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

### Risk 3. 중국 경기 및 IT 수요 둔화 가능성

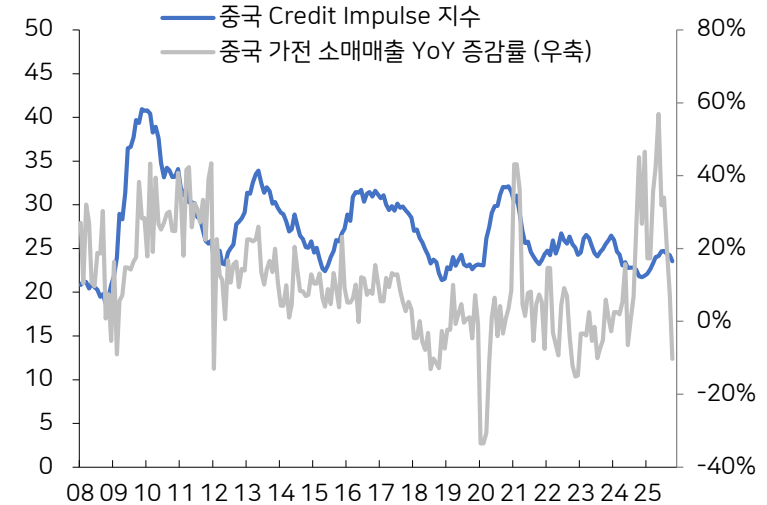
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- CY24 12월부터 6월까지 반등한 중국 Credit Impulse 지수는 7월에 정체, 8월, 9월, 10월에 지속 하락 중
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승하다 6월 이후 급락세

<그림30> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림31> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

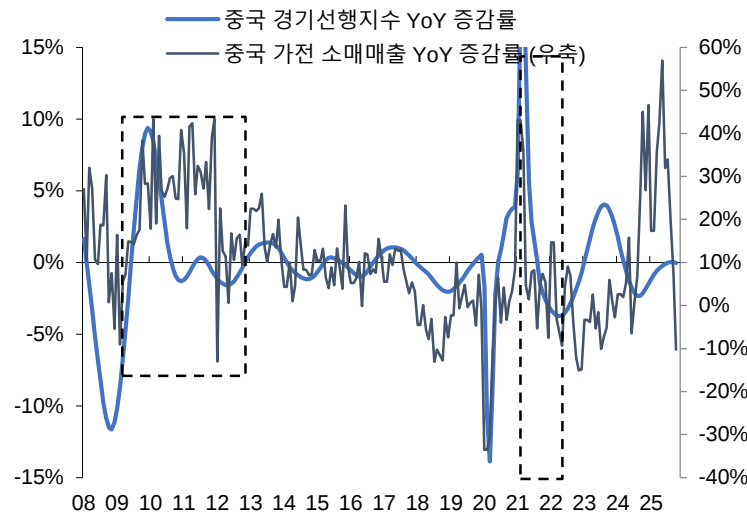


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

### Risk 3. 중국 경기 및 IT 수요 둔화 가능성

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY25 3월 이후 7월까지 전반적으로 회복세였으나 9월과 10월에 하락하는 모습. 중국 경기선행지수 YoY 증감률도 9월, 10월에 하락. 만약 중국 경기 선행 지표들의 하락이 추세화되면 1Q26 이후 중국 경기 및 IT 수요가 둔화될 가능성이 있음
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률도 최근 급락 중임
- 기존의 25%에서 47%로 상승한 미국의 대중국 고관세율의 영향으로 최근 중국의 대미 수출이 매우 부진한 상황
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국 경기가 부진해질 경우 중국 IT 및 반도체 수요가 악화되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음

<그림32> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림33> 중국 M2 YoY 증감률 추이

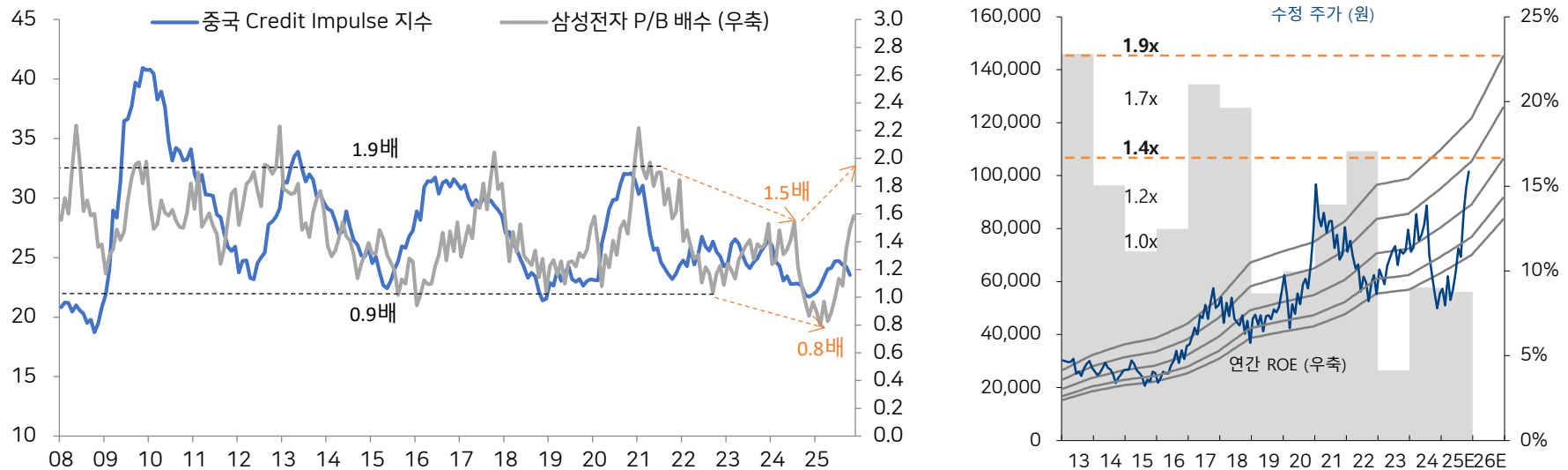


자료 : Bloomberg

## 삼성전자 Valuation: 트레이딩 전략

- 4Q25에 접어들었으므로 동사 주가에 이미 CY26 업황과 동사 실적 전망이 영향을 미치기 시작한 것으로 보임
- FY26 예상 BPS 76,400원에 동사 최근 중간 P/B 배수 1.2배를 적용할 경우 92,000원의 적정주가 도출되며 현주가는 이를 이미 상회
- HBM에서의 부진에 따라 동사 P/B 밴드가 하향 조정된 바 있음. 단 HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 배수가 과거의 1.4배로 회복되었고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 10.6만원으로 직전 고점 주가 수준
- HBM4가 조기 인증에 통과하고 CY27까지 반도체 호황이 지속될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 1.9배를 적용한 14.5만원의 적정주가 가능
- 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감을 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

<그림34> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

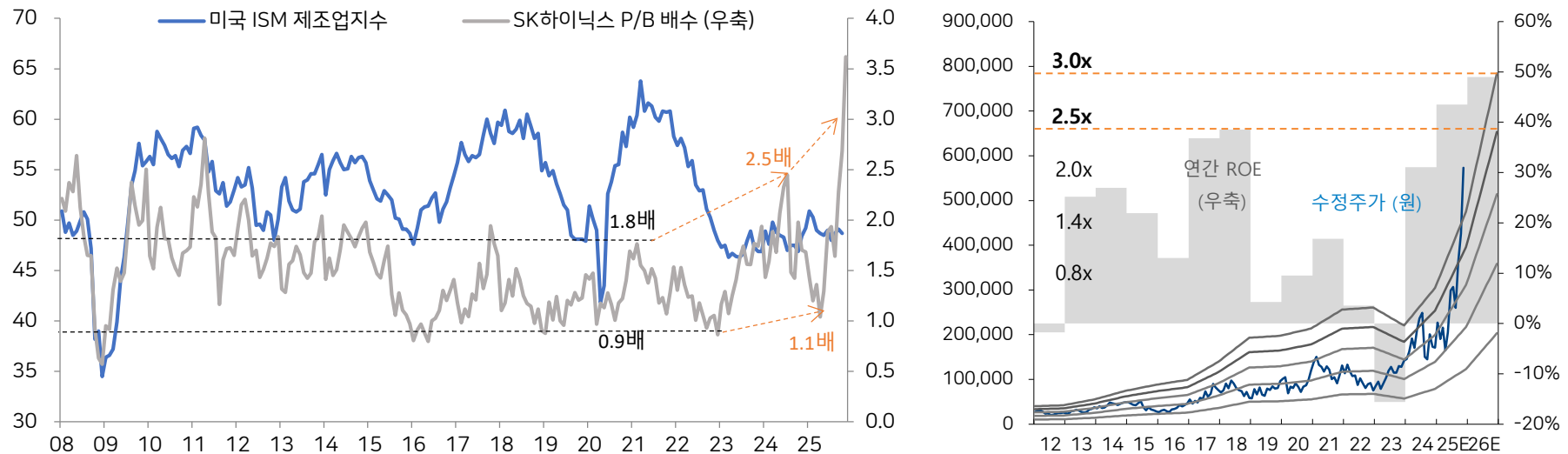


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

## SK하이닉스 Valuation: 트레이딩 전략

- 동사 예상 FY26 BPS 261,000원에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.0배를 적용하면 52.3만원의 적정주가 도출. 동사 현주가는 이를 이미 상회
- CY26 반도체 업황이 호황이거나 동사의 전반적인 경쟁력 우위가 지속될 경우, 동사에 적용될 Val. 배수는 전고점인 P/B 2.5배로 상향 조정되고 이에 FY26 예상 BPS 적용 시 65.4만원의 적정주가 가능. 이는 직전 고점 주가 수준
- 경쟁사의 HBM4 시장 진입이 실패하고 CY27까지 반도체 호황이 장기화될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 이상으로 상향되고 FY26 BPS 적용 시 적정주가는 78.4만원 가능. 올해 BPS 대비 현주가는 이미 3.6배 수준
- 경쟁사의 HBM4 성공 여부에 따라 양사의 주가는 연말, 연초경에 퍼포먼스의 차이를 보일 가능성이 높은 것으로 전망됨. 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

<그림35> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

## 삼성전자(005930)

## 경쟁력 회복 중이나 몇가지 Risk가 존재함

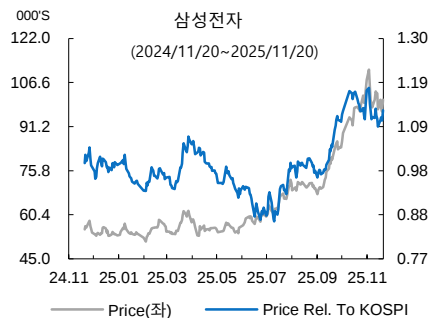
## Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 135,000원(유지) |
| 증가(2025.11.21) | 94,800원      |
| 상승여력           | 42.4%        |

## Stock Indicator

|           |                 |
|-----------|-----------------|
| 자본금       | 898십억원          |
| 발행주식수     | 673,561만주       |
| 시가총액      | 657,203십억원      |
| 외국인지분율    | 52.4%           |
| 52주 주가    | 51,000~111,100원 |
| 60일평균거래량  | 21,890,545주     |
| 60일평균거래대금 | 1,989.6십억원      |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 3.2  | 42.5 | 80.6 | 78.4 |
| 상대수익률    | -1.6 | 15.0 | 28.1 | 16.9 |



## [투자포인트]

- 4Q25 매출과 영업이익을 전분기 대비 6%, 47% 증가하는 91.5조원과 17.8조원으로 전망. 4Q25 DRAM과 NAND ASP가 30%, 18% 상승하며 메모리 반도체 부문 영업이익이 14.8조원으로 전분기 대비 90% 증가할 것으로 추정됨. 반면 Sys-LSI 부문과 CE 부문은 전분기와 유사한 실적이 예상되고 계절적 요인에 따라 SDC, MX/NW 부문은 이익이 감소할 전망이다. 단 동사가 향후 더 비싼 가격으로 반도체를 판매할 목적으로 4Q25 판매량을 조절할 가능성이 있으며 이 경우 4Q25 실적이 당사 전망치를 소폭 하회할 수 있음
- 동사 FY26 매출과 영업이익은 전년 대비 20%, 136% 증가하는 396.0조원과 97.6조원에 달할 것으로 추정됨. DRAM, NAND ASP의 상승과 Sys-LSI 부문의 적자 축소에 따라 DS 부문의 영업이익이 80.3조원을 기록해 257% 증가할 전망이다. 만약 동사가 HBM4의 조기 인증에 실패하거나 Memory 반도체에 관세가 부과될 경우 FY26 실적이 당사 전망치를 하회할 수 있음
- 속도에 강점이 있는 동사 HBM4의 조기 인증 통과 가능성이 과거보다 매우 높아진 상황이며 동사 FY26 실적은 대폭 개선될 것으로 판단됨. 단 만약 CY26 반도체 업황이 1) 이미 너무 높은 DRAM 가격, 2) 반도체에 대한 관세 부과 가능성, 3) 중국의 경기 및 IT 수요 둔화 가능성에 따라 하반기부터 둔화된다면, 동사 주가의 상승 추세가 멈출 수 있음. 위 세가지 Risk에 주목할 필요가 있는 것으로 판단됨

| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 300,871 | 331,249 | 396,049 | 415,852 |
| 영업이익(십억원)    | 32,726  | 41,355  | 97,644  | 102,625 |
| 순이익(십억원)     | 33,621  | 36,232  | 76,747  | 82,577  |
| EPS(원)       | 4,950   | 5,334   | 11,298  | 12,157  |
| BPS(원)       | 57,663  | 64,039  | 76,379  | 89,578  |
| PER(배)       | 10.7    | 18.9    | 8.9     | 8.3     |
| PBR(배)       | 0.9     | 1.6     | 1.3     | 1.1     |
| ROE(%)       | 9.0     | 8.8     | 16.1    | 14.7    |
| 배당수익률(%)     | 2.7     | 1.4     | 1.4     | 1.4     |
| EV/EBITDA(배) | 3.5     | 6.0     | 3.2     | 2.4     |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

&lt;표10&gt; 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

| (십억원)            |        | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25E  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E   | 4Q26E  | FY24    | FY25E   | FY26E   |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 전사               | 매출     | 79,141 | 74,566 | 86,062 | 91,481 | 95,344 | 97,591 | 105,634 | 97,480 | 300,871 | 331,249 | 396,049 |
|                  | 매출총이익  | 28,131 | 25,497 | 33,500 | 40,923 | 44,430 | 47,565 | 50,749  | 46,054 | 114,309 | 128,050 | 188,798 |
|                  | 매출총이익률 | 35.5%  | 34.2%  | 38.9%  | 44.7%  | 46.6%  | 48.7%  | 48.0%   | 47.2%  | 38.0%   | 38.7%   | 47.7%   |
|                  | 영업이익   | 6,685  | 4,676  | 12,166 | 17,828 | 21,813 | 25,763 | 27,919  | 22,149 | 32,726  | 41,355  | 97,644  |
|                  | 영업이익률  | 8.4%   | 6.3%   | 14.1%  | 19.5%  | 22.9%  | 26.4%  | 26.4%   | 22.7%  | 10.9%   | 12.5%   | 24.7%   |
| DS               | 매출     | 25,073 | 27,883 | 33,119 | 40,469 | 42,582 | 49,088 | 51,917  | 49,041 | 111,069 | 126,545 | 192,628 |
|                  | 매출총이익  | 5,507  | 5,166  | 11,678 | 18,875 | 21,543 | 26,733 | 28,087  | 24,315 | 32,807  | 41,227  | 100,678 |
|                  | 매출총이익률 | 22.0%  | 18.5%  | 35.3%  | 46.6%  | 50.6%  | 54.5%  | 54.1%   | 49.6%  | 29.5%   | 32.6%   | 52.3%   |
|                  | 영업이익   | 1,123  | 393    | 6,964  | 13,977 | 16,774 | 21,769 | 22,891  | 18,840 | 15,156  | 22,457  | 80,274  |
|                  | 영업이익률  | 4.5%   | 1.4%   | 21.0%  | 34.5%  | 39.4%  | 44.3%  | 44.1%   | 38.4%  | 13.6%   | 17.7%   | 41.7%   |
| SDC              | 매출     | 5,910  | 6,400  | 8,092  | 8,689  | 6,162  | 6,793  | 7,853   | 7,984  | 29,140  | 29,090  | 28,792  |
|                  | 매출총이익  | 5,365  | 5,444  | 6,221  | 6,150  | 5,585  | 5,595  | 6,216   | 6,155  | 23,218  | 23,179  | 23,551  |
|                  | 매출총이익률 | 90.8%  | 85.1%  | 76.9%  | 70.8%  | 90.6%  | 82.4%  | 79.2%   | 77.1%  | 79.7%   | 79.7%   | 81.8%   |
|                  | 영업이익   | 500    | 501    | 1,199  | 893    | 564    | 495    | 1,037   | 741    | 3,760   | 3,093   | 2,838   |
|                  | 영업이익률  | 8.5%   | 7.8%   | 14.8%  | 10.3%  | 9.2%   | 7.3%   | 13.2%   | 9.3%   | 12.9%   | 10.6%   | 9.9%    |
| MX/네트워크          | 매출     | 37,006 | 29,207 | 34,106 | 30,009 | 35,916 | 30,871 | 35,513  | 28,982 | 117,229 | 130,327 | 131,281 |
|                  | 매출총이익  | 12,438 | 9,922  | 11,776 | 10,441 | 12,719 | 10,465 | 12,584  | 10,323 | 39,831  | 44,576  | 46,091  |
|                  | 매출총이익률 | 33.6%  | 34.0%  | 34.5%  | 34.8%  | 35.4%  | 33.9%  | 35.4%   | 35.6%  | 34.0%   | 34.2%   | 35.1%   |
|                  | 영업이익   | 4,300  | 3,100  | 3,602  | 2,694  | 3,868  | 2,961  | 3,481   | 2,352  | 10,661  | 13,697  | 12,663  |
|                  | 영업이익률  | 11.6%  | 10.6%  | 10.6%  | 9.0%   | 10.8%  | 9.6%   | 9.8%    | 8.1%   | 9.1%    | 10.5%   | 9.6%    |
| VD/가전<br>(하만 포함) | 매출     | 17,900 | 17,915 | 17,894 | 18,827 | 17,433 | 17,677 | 17,502  | 17,986 | 70,695  | 72,536  | 70,597  |
|                  | 매출총이익  | 12,438 | 9,922  | 11,776 | 10,441 | 12,719 | 10,465 | 12,584  | 10,323 | 39,831  | 44,576  | 46,091  |
|                  | 매출총이익률 | 69.5%  | 55.4%  | 65.8%  | 55.5%  | 73.0%  | 59.2%  | 71.9%   | 57.4%  | 56.3%   | 61.5%   | 65.3%   |
|                  | 영업이익   | 600    | 704    | 295    | 304    | 444    | 559    | 404     | 257    | 3,071   | 1,903   | 1,664   |
|                  | 영업이익률  | 3.4%   | 3.9%   | 1.7%   | 1.6%   | 2.5%   | 3.2%   | 2.3%    | 1.4%   | 4.3%    | 2.6%    | 2.4%    |

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

&lt;표11&gt; 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

|              |                   | 1Q24   | 2Q24   | 3Q24   | 4Q24   | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 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  | 1,388  | 1,440  | 1,420  | 1,400  | 1,400   | 1,400  | 1,305   | 1,367   | 1,421   | 1,404   |
| DRAM         | 1Gb 기준 출하량 (백만개)  | 23,065 | 24,299 | 24,235 | 21,829 | 21,650 | 23,960 | 27,835 | 28,146 | 28,206 | 30,681 | 32,734  | 33,777 | 81,698  | 93,428  | 101,591 | 125,398 |
|              | %QoQ / %YoY       | -15%   | 5%     | 0%     | -10%   | -1%    | 11%    | 16%    | 1%     | 0%     | 9%     | 7%      | 3%     | 11%     | 14%     | 9%      | 23%     |
|              | 1Gb 기준 ASP (\$)   | 0.3    | 0.3    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.4    | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.6     | 0.6    | 0.2     | 0.3     | 0.4     | 0.6     |
|              | %QoQ / %YoY       | 19%    | 19%    | 8%     | 18%    | -14%   | 1%     | 15%    | 30%    | 7%     | 7%     | -2%     | -7%    | -44%    | 62%     | 24%     | 39%     |
|              | 매출 (백만불)          | 6,336  | 7,943  | 8,590  | 9,104  | 7,721  | 8,620  | 11,537 | 15,112 | 16,190 | 18,794 | 19,725  | 18,906 | 17,279  | 31,974  | 42,990  | 73,615  |
|              | %QoQ / %YoY       | 1%     | 25%    | 8%     | 6%     | -15%   | 12%    | 34%    | 31%    | 7%     | 16%    | 5%      | -4%    | -39%    | 85%     | 34%     | 71%     |
| NAND         | 매출 (십억원)          | 8,435  | 10,882 | 11,660 | 12,746 | 11,225 | 12,076 | 16,009 | 21,761 | 22,990 | 26,312 | 27,614  | 26,468 | 22,541  | 43,723  | 61,072  | 103,385 |
|              | %QoQ / %YoY       | 2%     | 29%    | 7%     | 9%     | -12%   | 8%     | 33%    | 36%    | 6%     | 14%    | 5%      | -4%    | -37%    | 94%     | 40%     | 69%     |
|              | 영업이익 (십억원)        | 1,643  | 3,696  | 3,355  | 4,078  | 3,528  | 3,061  | 6,907  | 12,225 | 13,164 | 15,728 | 16,295  | 14,658 | -985    | 12,773  | 25,720  | 59,845  |
|              | 영업이익률             | 19%    | 34%    | 29%    | 32%    | 31%    | 25%    | 43%    | 56%    | 57%    | 60%    | 59%     | 55%    | -4%     | 29%     | 42%     | 58%     |
|              | 16Gb 기준 출하량 (백만개) | 48,494 | 46,182 | 42,423 | 41,891 | 37,543 | 47,879 | 52,810 | 47,532 | 49,074 | 54,321 | 57,131  | 53,670 | 158,613 | 178,991 | 185,765 | 214,196 |
|              | %QoQ / %YoY       | -2%    | -5%    | -8%    | -1%    | -10%   | 28%    | 10%    | -10%   | 3%     | 11%    | 5%      | -6%    | 14%     | 13%     | 4%      | 15%     |
| System LSI   | 16Gb 기준 ASP (\$)  | 0.1    | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.2    | 0.2    | 0.2    | 0.2     | 0.2    | 0.1     | 0.2     | 0.1     | 0.2     |
|              | %QoQ / %YoY       | 31%    | 21%    | 9%     | -6%    | -16%   | -4%    | 6%     | 18%    | 10%    | 8%     | 0%      | -8%    | -47%    | 63%     | -9%     | 31%     |
|              | 매출 (백만불)          | 6,501  | 7,491  | 7,466  | 6,930  | 5,217  | 6,367  | 7,465  | 7,895  | 8,966  | 10,719 | 11,273  | 9,743  | 15,410  | 28,387  | 26,944  | 40,702  |
|              | %QoQ / %YoY       | 29%    | 15%    | 0%     | -7%    | -25%   | 22%    | 17%    | 6%     | 14%    | 20%    | 5%      | -14%   | -39%    | 84%     | -5%     | 51%     |
|              | 매출 (십억원)          | 8,654  | 10,262 | 10,134 | 9,702  | 7,585  | 8,919  | 10,359 | 11,369 | 12,732 | 15,006 | 15,783  | 13,640 | 20,073  | 38,752  | 38,232  | 57,162  |
|              | %QoQ / %YoY       | 29%    | 19%    | -1%    | -4%    | -22%   | 18%    | 16%    | 10%    | 12%    | 18%    | 5%      | -14%   | -38%    | 93%     | -1%     | 50%     |
| 디스플레이        | 영업이익 (십억원)        | 1,111  | 2,949  | 2,076  | 1,071  | -151   | -270   | 803    | 2,506  | 4,292  | 6,713  | 7,248   | 4,816  | -11,296 | 7,208   | 2,888   | 23,069  |
|              | 영업이익률             | 13%    | 29%    | 20%    | 11%    | -2%    | -3%    | 8%     | 22%    | 34%    | 45%    | 46%     | 35%    | -56%    | 19%     | 8%      | 40%     |
|              | 매출 (십억원)          | 5,650  | 6,820  | 7,000  | 7,119  | 5,951  | 6,649  | 6,438  | 7,015  | 6,571  | 7,512  | 8,263   | 8,677  | 22,460  | 26,590  | 26,052  | 31,024  |
|              | %QoQ / %YoY       | -6%    | 21%    | 3%     | 2%     | -16%   | 12%    | -3%    | 9%     | -6%    | 14%    | 10%     | 5%     | -25%    | 18%     | -2%     | 19%     |
|              | 영업이익 (십억원)        | -890   | -391   | -1,740 | -2,401 | -2,351 | -2,468 | -818   | -807   | -769   | -749   | -707    | -670   | -2,571  | -5,422  | -6,444  | -2,895  |
|              | 영업이익률             | -16%   | -6%    | -25%   | -34%   | -40%   | -37%   | -13%   | -11%   | -12%   | -10%   | -9%     | -8%    | -11%    | -20%    | -25%    | -9%     |
| 휴대폰 / Tablet | 출하량 (백만개)         | 143.6  | 195.9  | 202.5  | 205.0  | 139.6  | 157.5  | 196.9  | 210.6  | 147.6  | 166.5  | 199.7   | 209.7  | 716.0   | 747.0   | 704.6   | 723.6   |
|              | %QoQ / %YoY       | -35%   | 36%    | 3%     | 1%     | -32%   | 13%    | 25%    | 7%     | -30%   | 13%    | 20%     | 5%     | -15%    | 4%      | -6%     | 3%      |
|              | ASP (\$)          | 28     | 29     | 29     | 28     | 29     | 29     | 30     | 29     | 29     | 29     | 28      | 27     | 33      | 29      | 29      | 28      |
|              | %QoQ / %YoY       | -15%   | 1%     | 2%     | -3%    | 3%     | 0%     | 2%     | -3%    | 3%     | -1%    | -4%     | -3%    | 5%      | -14%    | 2%      | -3%     |
|              | 매출 (백만불)          | 4,049  | 5,584  | 5,894  | 5,786  | 4,065  | 4,568  | 5,832  | 6,034  | 4,339  | 4,852  | 5,609   | 5,703  | 23,766  | 21,312  | 20,498  | 20,504  |
|              | %QoQ / %YoY       | -45%   | 38%    | 6%     | -2%    | -30%   | 12%    | 28%    | 3%     | -28%   | 12%    | 16%     | 2%     | -11%    | -10%    | -4%     | 0%      |
|              | 매출 (십억원)          | 5,390  | 7,650  | 8,000  | 8,100  | 5,910  | 6,400  | 8,092  | 8,689  | 6,162  | 6,793  | 7,853   | 7,984  | 30,969  | 29,140  | 29,090  | 28,792  |
|              | %QoQ / %YoY       | -44%   | 42%    | 5%     | 1%     | -27%   | 8%     | 29%    | 7%     | -29%   | 10%    | 16%     | 2%     | -10%    | -6%     | 0%      | -1%     |
|              | 중대형 영업이익 (십억원)    | -11    | -73    | -75    | -56    | -40    | -45    | -45    | 42     | 27     | -59    | -60     | -40    | -116    | -215    | -87     | -132    |
|              | 영업이익률             | -103%  | -33%   | -10%   | -11%   | -34%   | -14%   | -17%   | -16%   | -12%   | -15%   | -8%     | -8%    | -34%    | -15%    | -4%     | 4%      |
| TV           | 소형 영업이익 (십억원)     | 351    | 1,084  | 1,585  | 956    | 540    | 546    | 1,244  | 850    | 537    | 554    | 1,097   | 782    | 5,686   | 3,975   | 3,180   | 2,970   |
|              | 영업이익률             | 7%     | 15%    | 21%    | 13%    | 14%    | 10%    | 9%     | 17%    | 11%    | 12%    | 10%     | 9%     | 19%     | 14%     | 12%     | 10%     |
|              | 전체 영업이익 (십억원)     | 340    | 1,010  | 1,510  | 900    | 500    | 501    | 1,199  | 893    | 564    | 495    | 1,037   | 741    | 5,569   | 3,760   | 3,093   | 2,838   |
|              | 영업이익률             | 6%     | 13%    | 19%    | 11%    | 8%     | 8%     | 15%    | 10%    | 9%     | 7%     | 13%     | 9%     | 18%     | 13%     | 11%     | 10%     |
|              | 출하량 (백만개)         | 69.1   | 63.0   | 67.2   | 61.0   | 69.6   | 66.5   | 69.7   | 62.1   | 69.3   | 65.2   | 68.8    | 60.3   | 260.9   | 260.3   | 267.9   | 263.6   |
|              | %QoQ / %YoY       | 11%    | -9%    | 7%     | -9%    | 14%    | -4%    | 5%     | -11%   | 12%    | -6%    | 6%      | -12%   | -13%    | 0%      | 3%      | -2%     |
|              | ASP (\$)          | 353    | 305    | 325    | 289    | 355    | 303    | 343    | 323    | 354    | 327    | 358     | 330    | 310     | 319     | 332     | 343     |
|              | %QoQ / %YoY       | 24%    | -14%   | 7%     | -11%   | 23%    | -15%   | 13%    | -6%    | 10%    | -8%    | 9%      | -8%    | 8%      | 3%      | 4%      | 3%      |
|              | 매출 (백만불)          | 24,388 | 19,221 | 21,841 | 17,613 | 24,698 | 20,148 | 23,927 | 20,048 | 24,518 | 21,330 | 24,625  | 19,896 | 80,891  | 83,063  | 88,822  | 90,369  |
|              | %QoQ / %YoY       | 38%    | -21%   | 14%    | -19%   | 40%    | -18%   | 19%    | -16%   | 22%    | -13%   | 15%     | -19%   | -6%     | 3%      | 7%      | 2%      |
| 기타           | 매출 (십억원)          | 32,466 | 26,332 | 29,648 | 24,659 | 35,910 | 28,225 | 33,202 | 28,869 | 34,816 | 29,862 | 34,475  | 27,855 | 105,126 | 113,105 | 126,206 | 127,007 |
|              | %QoQ / %YoY       | 39%    | -19%   | 13%    | -17%   | 46%    | -21%   | 18%    | -13%   | 21%    | -14%   | 15%     | -19%   | -5%     | 8%      | 12%     | 1%      |
|              | 영업이익 (십억원)        | 3,505  | 2,225  | 2,815  | 1,973  | 4,163  | 2,977  | 3,585  | 2,567  | 3,727  | 2,830  | 3,401   | 2,264  | 12,899  | 10,518  | 13,292  | 12,222  |
|              | 영업이익률             | 10.8%  | 8.5%   | 9.5%   | 8.0%   | 11.6%  | 10.5%  | 10.8%  | 8.9%   | 10.7%  | 9.5%   | 9.9%    | 8.1%   | 12.3%   | 9.3%    | 10.5%   | 9.6%    |
|              | 출하량 (백만개)         | 8.6    | 8.7    | 9.7    | 10.6   | 8.7    | 8.4    | 9.6    | 10.7   | 9.1    | 8.8    | 9.7     | 10.7   | 36.7    | 37.6    | 37.4    | 38.3    |
|              | %QoQ / %YoY       | -15%   | 1%     | 11%    | 10%    | -19%   | -3%    | 13%    | 12%    | -16%   | -3%    | 10%     | 10%    | -6%     | 3%      | -1%     | 2%      |
|              | ASP (\$)          | 558    | 564    | 519    | 524    | 529    | 535    | 492    | 492    | 497    | 502    | 462     | 462    | 563     | 540     | 510     | 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  | 4,709  | 5,284  | 4,504  | 4,438  | 4,492   | 4,941  | 20,632  | 20,308  | 19,097  | 18,375  |
|              | %QoQ / %YoY       | -15%   | 2%     | 2%     | 11%    | -18%   | -1%    | 4%     | 12%    | -15%   | -1%    | 1%      | 10%    | -10%    | -2%     | -6%     | -4%     |
|              | 매출 (십억원)          | 6,405  | 6,728  | 6,807  | 7,800  | 6,668  | 6,329  | 6,534  | 7,609  | 6,396  | 6,214  | 6,288   | 6,917  | 26,842  | 27,740  | 27,140  | 25,816  |
| Total        | %QoQ / %YoY       | -14%   | 5%     | 1%     | 15%    | -15%   | -5%    | 3%     | 16%    | -16%   | -3%    | 1%      | 10%    | -10%    | 3%      | -2%     | -5%     |
|              | 영업이익 (십억원)        | 388    | 298    | 383    | 361    | 376    | 126    | 6      | 83     | 262    | 72     | 72      | 80     | 1,895   | 1,431   | 591     | 486     |
|              | 영업이익률             | 6%     | 4%     | 6%     | 5%     | 6%     | 2%     | 0%     | 1%     | 4%     | 1%     | 1%      | 1%     | 7%      | 5%      | 2%      | 2%      |
|              | 매출 (십억원)          | 4,916  | 5,394  | 5,848  | 5,663  | 5,891  | 5,969  | 5,428  | 6,169  | 5,677  | 5,891  | 5,357   | 5,939  | 30,922  | 21,821  | 23,457  | 22,864  |
| 기타           | 영업이익 (십억원)        | 508    | 656    | 783    | 510    | 620    | 749    | 485    | 361    | 573    | 674    | 572     | 260    | 1,056   | 2,457   | 2,215   | 2,079   |
|              | 매출 (십억원)          | 71,916 | 74,068 | 79,099 | 75,788 | 79,141 | 74,566 | 86,062 | 91,481 | 95,344 | 97,591 | 105,634 | 97,480 | 258,935 | 300,871 | 331,249 | 396,049 |
|              | %QoQ / %YoY       | 6%     | 3%     | 7%     | -4%    | 4%     | -15%   | 15%    | 6%     | 4%     | 8%     | 8%      | -8%    | -14%    | 16%     | 10%     | 20%     |
|              | 영업이익 (십억원)        | 6,606  | 10,444 | 9,183  | 6,493  | 6,685  | 4,676  | 12,166 | 17,828 | 21,813 | 25,763 | 27,919  | 22,149 | 6,567   | 32,726  | 41,355  | 97,644  |
|              | 영업이익률             | 9%     | 14%    | 12%    | 9%     | 8%     | 6%     | 14%    | 19%    | 23%    | 26%    | 26%     | 23%    | 3%      | 11%     | 12%     | 25%     |

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산       |       | 227,062 | 278,783 | 367,842 | 475,283 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 53,706  | 93,966  | 159,474 | 253,087 |
| 단기금융자산     |       | 58,946  | 58,946  | 58,946  | 64,841  |
| 매출채권       |       | 53,246  | 58,622  | 70,090  | 73,595  |
| 재고자산       |       | 51,755  | 56,980  | 68,127  | 71,533  |
| 비유동자산      |       | 287,470 | 289,258 | 297,959 | 293,939 |
| 유형자산       |       | 205,945 | 210,037 | 220,486 | 217,761 |
| 무형자산       |       | 23,739  | 20,705  | 18,227  | 16,203  |
| 자산총계       |       | 514,532 | 568,041 | 665,801 | 769,222 |
| 유동부채       |       | 93,326  | 102,633 | 114,675 | 126,405 |
| 매입채무       |       | 12,370  | 13,619  | 16,283  | 17,098  |
| 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 | 121,646 | 133,689 | 145,418 |
| 지배주주지분     |       | 391,688 | 434,996 | 518,818 | 608,472 |
| 자본금        |       | 898     | 898     | 898     | 898     |
| 자본잉여금      |       | 4,404   | 4,404   | 4,404   | 4,404   |
| 이익잉여금      |       | 370,513 | 396,976 | 463,954 | 536,762 |
| 기타자본항목     |       | 15,873  | 32,718  | 49,563  | 66,408  |
| 비지배주주지분    |       | 10,504  | 11,399  | 13,294  | 15,332  |
| 자본총계       |       | 402,192 | 446,395 | 532,112 | 623,804 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 72,983  | 78,822  | 111,668 | 135,668 |
| 당기순이익        |       | 34,451  | 37,127  | 78,642  | 84,616  |
| 유형자산감가상각비    |       | 39,650  | 43,308  | 44,551  | 47,725  |
| 무형자산상각비      |       | 2,981   | 3,033   | 2,478   | 2,024   |
| 지분법관련손실(이익)  |       | 751     | 751     | 751     | 751     |
| 투자활동 현금흐름    |       | -85,382 | -40,653 | -48,253 | -44,148 |
| 유형자산의 처분(취득) |       | -51,250 | -47,400 | -55,000 | -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 | 40,260  | 65,508  | 93,613  |
| 기초현금및현금성자산   |       | 69,081  | 53,706  | 93,966  | 159,474 |
| 기말현금및현금성자산   |       | 53,706  | 93,966  | 159,474 | 253,087 |

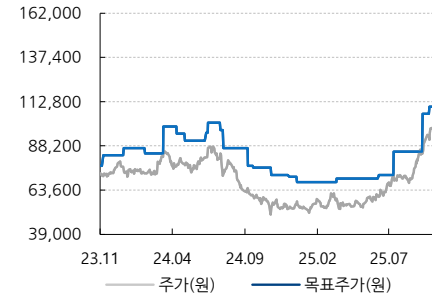
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액         |          | 300,871 | 331,249 | 396,049 | 415,852 |
| 증가율(%)      |          | 16.2    | 10.1    | 19.6    | 5.0     |
| 매출원가        |          | 186,562 | 203,199 | 207,251 | 217,614 |
| 매출총이익       |          | 114,309 | 128,050 | 188,798 | 198,238 |
| 판매비와관리비     |          | 81,583  | 86,695  | 91,154  | 95,613  |
| 연구개발비       |          | 34,998  | 37,100  | 41,585  | 43,664  |
| 기타영업수익      |          | -       | -       | -       | -       |
| 기타영업비용      |          | -       | -       | -       | -       |
| 영업이익        |          | 32,726  | 41,355  | 97,644  | 102,625 |
| 증가율(%)      |          | 398.3   | 26.4    | 136.1   | 5.1     |
| 영업이익률(%)    |          | 10.9    | 12.5    | 24.7    | 24.7    |
| 이자수익        |          | 16,703  | 16,472  | 18,437  | 21,422  |
| 이자비용        |          | 12,986  | 13,048  | 12,855  | 12,855  |
| 지분법이익(손실)   |          | 751     | 751     | 751     | 751     |
| 기타영업외손익     |          | 335     | 879     | 879     | 879     |
| 세전계속사업이익    |          | 37,530  | 46,408  | 104,855 | 112,821 |
| 법인세비용       |          | 3,078   | 9,282   | 26,214  | 28,205  |
| 세전계속이익률(%)  |          | 12.5    | 14.0    | 26.5    | 27.1    |
| 당기순이익       |          | 34,451  | 37,127  | 78,642  | 84,616  |
| 순이익률(%)     |          | 11.5    | 11.2    | 19.9    | 20.3    |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 33,621  | 36,232  | 76,747  | 82,577  |
| 기타포괄이익      |          | 16,845  | 16,845  | 16,845  | 16,845  |
| 총포괄이익       |          | 51,296  | 53,972  | 95,487  | 101,461 |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | 50,061  | 52,671  | 93,186  | 99,017  |

| 주요투자지표                 |  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|--|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |  |        |        |        |        |
| EPS                    |  | 4,950  | 5,334  | 11,298 | 12,157 |
| BPS                    |  | 57,663 | 64,039 | 76,379 | 89,578 |
| CFPS                   |  | 11,226 | 12,156 | 18,222 | 19,481 |
| DPS                    |  | 1,446  | 1,446  | 1,446  | 1,446  |
| Valuation(배)           |  |        |        |        |        |
| PER                    |  | 10.7   | 18.9   | 8.9    | 8.3    |
| PBR                    |  | 0.9    | 1.6    | 1.3    | 1.1    |
| PCR                    |  | 4.7    | 8.3    | 5.5    | 5.2    |
| EV/EBITDA              |  | 3.5    | 6.0    | 3.2    | 2.4    |
| Key Financial Ratio(%) |  |        |        |        |        |
| ROE                    |  | 9.0    | 8.8    | 16.1   | 14.7   |
| EBITDA이익률              |  | 25.0   | 26.5   | 36.5   | 36.6   |
| 부채비율                   |  | 27.9   | 27.3   | 25.1   | 23.3   |
| 순부채비율                  |  | -23.2  | -29.9  | -37.4  | -47.9  |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.2    | 5.9    | 6.2    | 5.8    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 5.8    | 6.1    | 6.3    | 6.0    |

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 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 | -14.5% | -10.9%     |
| 2025-10-14 | Buy  | 110,000 | -10.6% | -7.3%      |
| 2025-10-30 | Buy  | 135,000 |        |            |



## 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 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당종목의 예상 목표수익률을 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

시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

## [투자비율등급 표시 2025-09-30 기준]

매수  
91%

중립(보유)  
8.3%

매도  
0.7%

## SK하이닉스(000660)

## FY26 실적 대폭 개선 예상되나 몇가지 Risk가 존재함

## Buy (Maintain)

|                |              |
|----------------|--------------|
| 목표주가(12M)      | 680,000원(유지) |
| 증가(2025.11.21) | 521,000원     |
| 상승여력           | 30.5%        |

## Stock Indicator

|           |                  |
|-----------|------------------|
| 자본금       | 3,658십억원         |
| 발행주식수     | 72,800만주         |
| 시가총액      | 415,689십억원       |
| 외국인지분율    | 53.4%            |
| 52주 주가    | 158,800~620,000원 |
| 60일평균거래량  | 4,061,620주       |
| 60일평균거래대금 | 1,801.3십억원       |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 19.2 | 133.1 | 184.8 | 238.3 |
| 상대수익률    | 14.5 | 105.6 | 132.3 | 176.8 |



## [투자포인트]

- 동사 4Q25 매출과 영업이익은 전분기 대비 28%, 59% 증가하는 31.4조원과 18.1조원에 달할 전망이다. DRAM, NAND ASP가 24%, 18% 상승하며 동사 이익 급증을 이끌 것으로 예상됨. 단 동사가 향후 더 비싼 가격으로 반도체를 판매할 목적으로 4Q25 판매량을 조절할 경우 4Q25 실적이 당사 전망치를 하회할 수 있음
- 동사 FY26 매출과 영업이익은 올해 대비 57%, 103% 증가하는 149.9조원과 93.8조원을 기록할 것으로 추정됨. FY26 동사 DRAM, NAND ASP 상승률은 모두 32%에 이를 것으로 판단됨. 단 현재 무관세인 스마트폰, PC, 반도체에 대해 만약 관세가 부과될 경우 동사 FY26 실적이 당사 전망치를 하회할 가능성이 있음
- Memory 반도체 업황은 적어도 1H26까지는 강세가 이어질 전망이다. 단 DRAM 업체들이 내년 생산량 계획치를 최근 상향 조정 중인 가운데 DRAM 가격 급등에 따른 마진 압박으로 일부 고객들이 PC, 스마트폰 가격을 인상할 계획임. 만약 Set 가격 상승에 따른 수요 둔화 시 고객들은 GB/Box 및 DRAM 주문량을 축소시킬 가능성이 있음
- 또한 중국의 경기선행지표들이 3Q25말부터 하락세로 전환되었으며 중국의 스마트폰, 가전 판매 YoY 증감률도 최근 약세를 보이고 있음. 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급의 영향이 둔화되거나, 경기가 부진해질 경우 중국 IT 및 반도체 수요가 악화되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음

| FY           | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원)     | 66,193  | 95,726  | 149,866 | 164,853 |
| 영업이익(십억원)    | 23,467  | 46,163  | 93,843  | 103,301 |
| 순이익(십억원)     | 19,789  | 41,170  | 74,823  | 83,795  |
| EPS(원)       | 27,182  | 56,553  | 102,779 | 115,102 |
| BPS(원)       | 101,515 | 158,362 | 261,435 | 376,831 |
| PER(배)       | 6.4     | 10.1    | 5.6     | 5.0     |
| PBR(배)       | 1.7     | 3.6     | 2.2     | 1.5     |
| ROE(%)       | 31.1    | 43.5    | 49.0    | 36.1    |
| 배당수익률(%)     | 1.3     | 0.3     | 0.3     | 0.3     |
| EV/EBITDA(배) | 3.8     | 6.7     | 3.0     | 2.2     |

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

| <표12> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정 |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
|                           | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | 4Q25E         | 1Q26E         | 2Q26E         | 3Q26E         | 4Q26E         | FY23          | FY24          | FY25E         | FY26E          |
| DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)     | 18,896        | 23,513        | 25,577        | 25,905        | 25,802        | 27,764        | 29,211        | 30,705        | 66,563        | 75,982        | 93,891        | 113,481        |
| % QoQ / YoY               | -7.9%         | 24.4%         | 8.8%          | 1.3%          | -0.4%         | 7.6%          | 5.2%          | 5.1%          | 13.1%         | 14.1%         | 23.6%         | 20.9%          |
| DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)      | 0.50          | 0.51          | 0.53          | 0.65          | 0.72          | 0.77          | 0.75          | 0.69          | 0.25          | 0.43          | 0.55          | 0.73           |
| % QoQ / YoY               | -0.1%         | 1.0%          | 3.9%          | 24.3%         | 10.5%         | 5.9%          | -2.6%         | -7.6%         | -36.8%        | 75.5%         | 27.7%         | 32.4%          |
| 연결기준 DRAM 매출 (백만달러)       | 9,480         | 11,913        | 13,467        | 16,961        | 18,667        | 21,280        | 21,805        | 21,170        | 16,390        | 32,828        | 51,821        | 82,922         |
| NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)    | 23,430        | 40,379        | 38,350        | 38,785        | 37,697        | 42,047        | 45,672        | 43,497        | 131,867       | 130,645       | 140,944       | 168,912        |
| % QoQ / YoY               | -18.4%        | 72.3%         | -5.0%         | 1.1%          | -2.8%         | 11.5%         | 8.6%          | -4.8%         | 23.6%         | -0.9%         | 7.9%          | 19.8%          |
| NAND 16Gb 환산 ASP (달러)     | 0.10          | 0.09          | 0.10          | 0.12          | 0.13          | 0.14          | 0.14          | 0.13          | 0.06          | 0.12          | 0.10          | 0.14           |
| % QoQ / YoY               | -19.5%        | -9.0%         | 11.0%         | 17.5%         | 10.0%         | 8.0%          | 0.0%          | -8.0%         | -43.3%        | 90.8%         | -11.3%        | 32.0%          |
| 연결기준 NAND 매출 (백만달러)       | 2,336         | 3,663         | 3,862         | 4,589         | 4,907         | 5,911         | 6,420         | 5,625         | 7,982         | 15,093        | 14,451        | 22,863         |
| 기타 매출 (백만달러)              | 316           | 294           | 291           | 260           | 247           | 246           | 232           | 198           | 563           | 492           | 1,160         | 923            |
| 연결기준 매출 (백만달러)            | 12,132        | 15,870        | 17,619        | 21,810        | 23,820        | 27,437        | 28,458        | 26,993        | 24,935        | 48,414        | 67,431        | 106,707        |
| 원/달러 환율 (원)               | 1,454         | 1,401         | 1,388         | 1,440         | 1,420         | 1,400         | 1,400         | 1,400         | 1,314         | 1,366         | 1,420         | 1,404          |
| <b>연결기준 매출 (십억원)</b>      | <b>17,639</b> | <b>22,232</b> | <b>24,449</b> | <b>31,406</b> | <b>33,824</b> | <b>38,411</b> | <b>39,841</b> | <b>37,790</b> | <b>32,766</b> | <b>66,123</b> | <b>95,726</b> | <b>149,866</b> |
| 매출원가 (십억원)                | 7,537         | 10,249        | 10,420        | 10,465        | 10,254        | 10,634        | 11,264        | 11,978        | 33,299        | 34,364        | 38,671        | 44,130         |
| 매출총이익 (십억원)               | 10,102        | 11,983        | 14,029        | 20,941        | 23,570        | 27,777        | 28,578        | 25,812        | -533          | 31,759        | 57,055        | 105,736        |
| 판관비 (십억원)                 | 2,661         | 2,770         | 2,646         | 2,815         | 2,855         | 2,908         | 2,960         | 3,170         | 7,197         | 8,361         | 10,892        | 11,894         |
| 기타영업이익 (십억원)              | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0              |
| <b>영업이익 (십억원)</b>         | <b>7,440</b>  | <b>9,213</b>  | <b>11,383</b> | <b>18,126</b> | <b>20,715</b> | <b>24,869</b> | <b>25,617</b> | <b>22,642</b> | <b>-7,730</b> | <b>23,398</b> | <b>46,163</b> | <b>93,843</b>  |
| 영업이익률                     | 42.2%         | 41.4%         | 46.6%         | 57.7%         | 61.2%         | 64.7%         | 64.3%         | 59.9%         | -23.6%        | 35.4%         | 48.2%         | 62.6%          |
| DRAM 영업이익 (십억원)           | 7,399         | 9,383         | 10,972        | 16,313        | 18,185        | 20,854        | 21,028        | 19,552        | 1,021         | 21,070        | 44,067        | 79,619         |
| %/Sales                   | 53.7%         | 56.2%         | 58.7%         | 66.8%         | 68.6%         | 70.0%         | 68.9%         | 66.0%         | 4.7%          | 46.9%         | 59.9%         | 68.4%          |
| NAND 영업이익 (십억원)           | 24            | -186          | 396           | 1,799         | 2,516         | 4,001         | 4,576         | 3,079         | -8,763        | 2,345         | 2,032         | 14,173         |
| %/Sales                   | 0.7%          | -3.6%         | 7.4%          | 27.2%         | 36.1%         | 48.4%         | 50.9%         | 39.1%         | -83.6%        | 11.4%         | 9.9%          | 44.1%          |

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (십억원) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산       |       | 42,279  | 74,697  | 147,523 | 225,052 |
| 현금 및 현금성자산 |       | 11,205  | 37,604  | 100,511 | 172,750 |
| 단기금융자산     |       | 3,010   | 6,320   | 6,636   | 6,968   |
| 매출채권       |       | 13,299  | 14,359  | 14,987  | 16,485  |
| 재고자산       |       | 13,314  | 14,359  | 22,480  | 24,728  |
| 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 | 162,273 | 239,204 | 323,763 |
| 유동부채       |       | 24,965  | 25,982  | 27,844  | 28,360  |
| 매입채무       |       | 2,277   | 3,293   | 5,156   | 5,672   |
| 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  | 46,956  | 48,818  | 49,334  |
| 지배주주지분     |       | 73,903  | 115,288 | 190,325 | 274,334 |
| 자본금        |       | 3,658   | 3,658   | 3,658   | 3,658   |
| 자본잉여금      |       | 4,487   | 4,487   | 4,487   | 4,487   |
| 이익잉여금      |       | 65,418  | 105,555 | 179,345 | 262,106 |
| 기타자본항목     |       | 341     | 1,588   | 2,836   | 4,083   |
| 비지배주주지분    |       | 12      | 29      | 60      | 95      |
| 자본총계       |       | 73,916  | 115,317 | 190,386 | 274,429 |

| 현금흐름표        | (십억원) | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동 현금흐름    |       | 29,796  | 51,606  | 81,618  | 94,950  |
| 당기순이익        |       | 19,797  | 41,188  | 74,855  | 83,830  |
| 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   | 26,399  | 62,907  | 72,239  |
| 기초현금및현금성자산   |       | 7,587   | 11,205  | 37,604  | 100,511 |
| 기말현금및현금성자산   |       | 11,205  | 37,604  | 100,511 | 172,750 |

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

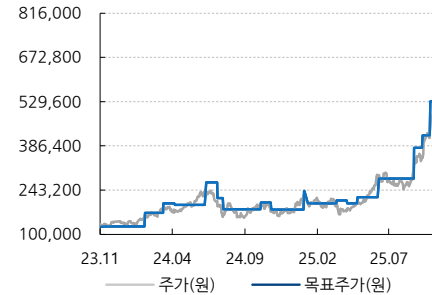
| 포괄손익계산서     | (십억원, %) | 2024   | 2025E  | 2026E   | 2027E   |
|-------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액         |          | 66,193 | 95,726 | 149,866 | 164,853 |
| 증가율(%)      |          | 102.0  | 44.6   | 56.6    | 10.0    |
| 매출원가        |          | 34,365 | 38,671 | 44,130  | 48,543  |
| 매출총이익       |          | 31,828 | 57,055 | 105,736 | 116,310 |
| 판매비와관리비     |          | 8,361  | 10,892 | 11,894  | 13,009  |
| 연구개발비       |          | 4,436  | 6,509  | 10,191  | 11,210  |
| 기타영업수익      |          | -      | -      | -       | -       |
| 기타영업비용      |          | -      | -      | -       | -       |
| 영업이익        |          | 23,467 | 46,163 | 93,843  | 103,301 |
| 증가율(%)      |          | 흑전     | 96.7   | 103.3   | 10.1    |
| 영업이익률(%)    |          | 35.5   | 48.2   | 62.6    | 62.7    |
| 이자수익        |          | 4,855  | 5,498  | 4,532   | 6,292   |
| 이자비용        |          | 5,708  | 5,179  | 4,768   | 4,768   |
| 지분법이익(손실)   |          | -38    | -38    | -38     | -38     |
| 기타영업외손익     |          | 1,309  | 5,040  | -       | -       |
| 세전계속사업이익    |          | 23,885 | 51,484 | 93,568  | 104,787 |
| 법인세비용       |          | 4,088  | 10,297 | 18,714  | 20,957  |
| 세전계속이익률(%)  |          | 36.1   | 53.8   | 62.4    | 63.6    |
| 당기순이익       |          | 19,797 | 41,188 | 74,855  | 83,830  |
| 순이익률(%)     |          | 29.9   | 43.0   | 49.9    | 50.9    |
| 지배주주귀속 순이익  |          | 19,789 | 41,170 | 74,823  | 83,795  |
| 기타포괄이익      |          | 1,248  | 1,248  | 1,248   | 1,248   |
| 총포괄이익       |          | 21,044 | 42,435 | 76,102  | 85,077  |
| 지배주주귀속총포괄이익 |          | 21,036 | 42,417 | 76,070  | 85,042  |

| 주요투자지표                 |  | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|--|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)                |  |         |         |         |         |
| EPS                    |  | 27,182  | 56,553  | 102,779 | 115,102 |
| BPS                    |  | 101,515 | 158,362 | 261,435 | 376,831 |
| CFPS                   |  | 44,464  | 74,729  | 124,911 | 138,687 |
| DPS                    |  | 2,204   | 1,500   | 1,500   | 1,500   |
| Valuation(배)           |  |         |         |         |         |
| PER                    |  | 6.4     | 10.1    | 5.6     | 5.0     |
| PBR                    |  | 1.7     | 3.6     | 2.2     | 1.5     |
| PCR                    |  | 3.9     | 7.6     | 4.6     | 4.1     |
| EV/EBITDA              |  | 3.8     | 6.7     | 3.0     | 2.2     |
| Key Financial Ratio(%) |  |         |         |         |         |
| ROE                    |  | 31.1    | 43.5    | 49.0    | 36.1    |
| EBITDA이익률              |  | 54.5    | 62.0    | 73.4    | 73.1    |
| 부채비율                   |  | 62.2    | 40.7    | 25.6    | 18.0    |
| 순부채비율                  |  | 14.4    | -16.5   | -43.2   | -56.4   |
| 매출채권회전율(x)             |  | 6.5     | 6.9     | 10.2    | 10.5    |
| 재고자산회전율(x)             |  | 4.9     | 6.9     | 8.1     | 7.0     |

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 일자         | 투자의견 | 목표주가    | 과리율    |            |
|------------|------|---------|--------|------------|
|            |      |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 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 | -3.5%  | 1.9%       |
| 2025-10-16 | Buy  | 530,000 | -6.7%  | 0.9%       |
| 2025-10-29 | Buy  | 680,000 |        |            |



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

## [투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

## [투자비율등급 공시 2025-09-30 기준]

매수  
91%

중립(보유)  
8.3%

매도  
0.7%