

[반도체]

Overweight

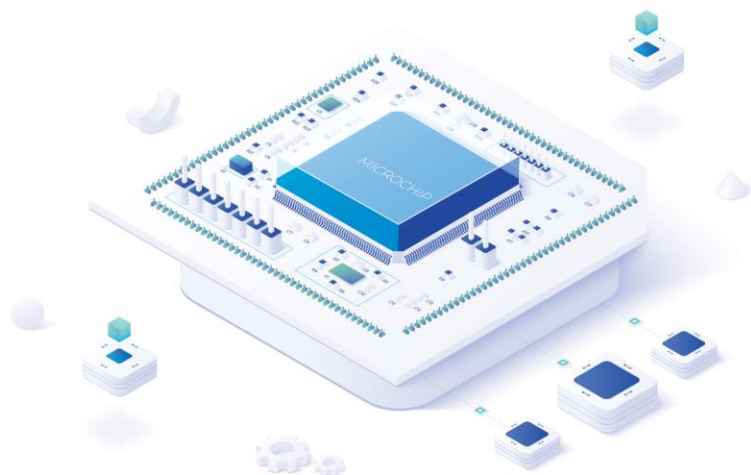
2026.01.05

In-Depth Report

[月刊 반도체 1월]

업황 강세 지속 전망

예상보다 높은 가격 상승률. 실적 전망치 상향



[반도체]

송명섭 2122-9207

mssong@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	17
IV . 이슈 분석	24
V . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	32

[기업분석]

삼성전자(005930)	39
SK하이닉스(000660)	44

Summary

수요 전망

- 당사는 CY26 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 0%로 가정. 또한 당사는 빅테크 Capex YoY 증가율이 76%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10.0%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 18.6%로 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율 18.6% (삼성전자 19%, SK하이닉스 19%, Micron 15%, 중국 30%)와 동일. 당분간 고객들의 DRAM 확보 노력이 강력하게 지속될 가능성이 높아 업황 호조가 이어질 것으로 판단됨
- PC 업체들은 Memory 가격 급등에 따라 PC 가격을 10 ~ 30% 인상 중이며 중저가형 모델의 DRAM 용량을 16GB에서 8GB로 낮춰 출시. IDC는 CY26 PC 출하량 증감률에 대해 기존의 -2.4% 전망을 유지하면서도, 상황 악화 시 최대 9%까지 출하량이 감소할 수 있음을 제시 중
- Xiaomi, OPPO, Vivo 등 중국 스마트폰 업체들도 이미 CY25 12월부터 스마트폰 가격을 15% 이상 인상했으며, CY26 초 출시될 갤럭시 S26 시리즈와 차세대 아이폰 역시 가격 인상이 불가피할 전망이다. 시장 조사 기관에서는 Memory 반도체 가격 급등에 따른 소비 위축으로 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 -0.9% (IDC) ~ -2.1% (Counterpoint)를 기록할 것으로 예상 중
- 현재 시장의 FY26 빅테크 Capex 증감률 전망치는 +39.2%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
- Memory 가격 급등은 서버에도 영향을 미치기 시작한 것으로 판단됨. Dell, Lenovo는 기업용 일반 서버 가격을 10% 이상 인상하겠다고 발표했고 일부 분석에 따르면 AI 서버 구축 비용은 최대 25%까지 상승. Trendforce는 CY26 서버 출하량이 약 4% 증가에 그칠 것으로 예상 중
- 최대 고객향 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. 단 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황에 따라, 최대 고객을 제외한 타 고객들과의 가격 협상에서 다른 DRAM 제품 공급과 연동하여 HBM 가격을 인상하려는 시도가 있는 것으로 판단됨
- 총 1,335M GB의 SOCAMM 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요할 전망이다. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 3.4%에 해당

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 연말 휴가 기간 중인데다 지나친 현물 가격 급등에 따라 최근 현물시장의 거래량이 축소되고 가격이 정체되는 상황이 나타나고 있음. 여전히 중국 고객들의 DDR5 구매가 이어지고 있어 연초 이후 가격 상승이 재개될 전망이다 9월 ~ 11월과 같은 급등은 나타나기 어려울 전망이다
- 1Q26 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 높은 30 ~ 40%, 10 ~ 20%를 기록할 듯

Summary

- PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 12월 고정거래가격 기준 9.9%에 달해 역사적 평균인 5.4%를 크게 상회. CY26 고정거래가격이 30% 추가 상승하면, DRAM BOM Cost 비중은 역사적 최고점인 12.7%에 도달
- 이러한 BOM Cost 부담에도 불구하고 최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 판단됨. 물론 향후 시장 가격의 급격한 변동 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있으므로 DRAM 업체들은 신중한 태도로 협상에 임할 전망이다. 어쨌든 과거에 없었던 형태의 계약이 나타나고 있는 점은 DRAM 공급 부족이 그만큼 심한 상황이며 향후 가격의 안정성이 과거보다 높을 것임을 의미
- CY26 NAND 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
- FY26 Memory Capex는 DRAM 위주로 증가하여 897.4억 달러 (YoY +18%)를 기록할 전망이다. FY26 DRAM 업계 Capex는 24% 증가 예상. 삼성전자의 FY26 Memory Capex는 CY25 대비 10% 가량 증가하는 35 ~ 40조원이고 DRAM Capex는 20% 가량 증가할 것으로 추정됨. SK하이닉스의 FY26 Capex는 FY25의 20조원대 후반에서 30조원대 초중반으로 증가 예상. Micron의 F26 Capex는 200억 달러로 YoY 45% 증가 전망
- 향후 중국에서 NAND보다는 DRAM 생산이 지속적으로 증가할 가능성이 있는 것으로 판단됨. 단 지난 수년간 축적해 놓은 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입했으므로, 향후 중국 업체들은 자국산 장비를 주로 사용해야 할 상황임. 따라서 설비 증설에도 불구하고 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성이 큰 것으로 판단됨

이슈 분석 - AI 반도체 트렌드

- AMD의 HIP (Heterogeneous-computing Interface for Portability)와 Google의 PyTorch에 대한 AOT (Ahead-of-Time) Autograd를 통한 지원 강화는 향후 CUDA의 아성에 균열을 일으킬 가능성이 있음. CUDA에 대한 위협이 현실화될 수 있을지가 Nvidia에 진정한 위기가 올 것인지를 결정할 듯
- AMD, Google 등의 도전에 대한 Nvidia의 대응은 지난 12월 24일에 있었던 200억 달러 규모의 Groq 인수에서 잘 나타남. Groq의 LPU (언어 처리 장치)는 기존 GPU보다 압도적으로 빠른 초저지연 (Low-latency) 추론 성능 보유. Nvidia는 Groq의 On-Chip-SRAM을 중심으로 한 기술을 통해 저비용, 고효율 추론 솔루션을 강화함으로써 빅테크들의 탈 Nvidia 움직임을 차단하고자 하는 상황
- Nvidia는 고사양 모델 학습에는 기존의 GPU를 사용하고, 실시간 추론 단계에는 LPU의 저지연 설계를 도입하는 하이브리드 솔루션을 제공할 계획

Summary

- CY26에는 Groq의 핵심 인재들이 Rubin의 소프트웨어를 최적화하여, Rubin 내부에 이미 커진 SRAM을 LPU처럼 효율적으로 제어하도록 만드는 작업을 수행할 전망. Groq의 SRAM 내 데이터 흐름을 완벽히 제어하는 하드웨어 설계 IP가 직접적으로 칩 설계 도면에 적용되는 시점은 Rubin Ultra가 될 듯
- SRAM이 커질수록 HBM에서 데이터를 다시 불러오는 횟수가 줄어들어 추론 속도는 빠르게 상승하지만, 모델 전체를 저장해야 하는 HBM의 절대 용량은 모델의 크기가 커짐에 따라 여전히 완만하게 증가할 전망이다

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 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 주가 상승에 대비한 적극 매수 전략을, 4Q25에는 조정 가능성에 대비한 단기적 중립 전략을 권고해 왔음. 향후에도 반도체 주식에 대해 매수와 매도를 반복하는 트레이딩 전략이 유효한 것으로 보임
- 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 조정폭이 매우 제한적일 가능성이 높음
- 삼성전자의 FY26 영업이익은 123.6조원으로 YoY 191% 증가할 전망이다이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 79,345원. HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 배수가 과거의 1.5배로 회복되었고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 12만원으로 현재 주가 수준. HBM4가 조기 인증에 통과하고 CY27까지 반도체 호황이 지속될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 2.0배를 적용한 16만원의 적정주가 가능
- SK하이닉스의 FY26 영업이익은 118.9조원으로 YoY 156% 증가할 전망이다이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 289,602원. 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 72.4만원의 적정주가 가능. CY27까지 반도체 호황이 장기화되고 CY26 중에 ADR이 상장될 경우, 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 이상으로 상향될 수 있고 FY26 BPS 적용 시 적정주가는 87만원 가능

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/160,000원) : 경쟁력 회복과 실적 기저 효과
- SK하이닉스 (00660/BUY/870,000원) : 실적 전망치 상향 조정 지속될 듯

CY26 DRAM 수요 증감률: 생산 증가율과 유사할 듯

- CY25 PC, 스마트폰, 서버 출하 증가율을 +1.5%, +2.3%, +8.8%로 전망하고 이에 기반해 DRAM 수요 증가율을 19.2%로 추정. CY25 DRAM 수요 증가율은 업계 생산 증가율인 18.1%를 상회
- 당사는 CY26에 PC, 스마트폰 출하 증가율을 모두 0%로 가정하였으나 이는 최근 상황을 감안 시 공격적인 전망치. 또한 당사는 빅테크 Capex YoY 증가율이 76%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10.0%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 18.6%로 전망됨. CY26 GB/Box는 지나치게 높은 DRAM 가격에 따라 증가율이 하락할 전망이다
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 18.6% (삼성전자 19%, SK하이닉스 19%, Micron 15%, 중국 30%). CY26 DRAM 수요 증가율은 생산 증가율과 유사할 가능성이 높은 것으로 보이며 당분간 고객들의 DRAM 확보 노력이 강력하게 지속될 가능성이 높아 업황 호조가 이어질 것으로 판단됨

<표1> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 전망

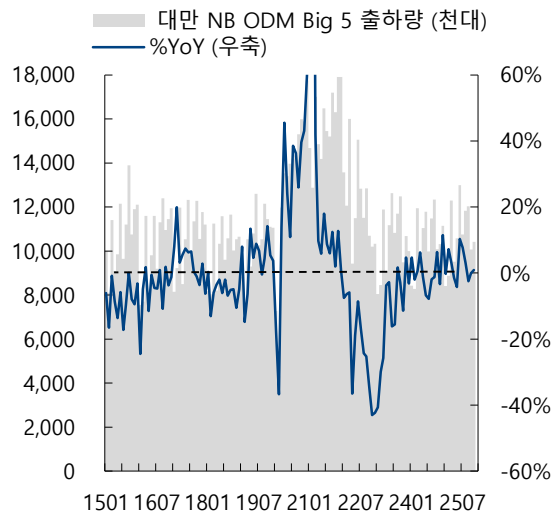
CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	1.4%	1.5%	0.1%	2.3%	-5.3%	-2.9%	0.2%	-0.7%	8.1%	8.8%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.2%	11.5%	10.0%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.5%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	9.9%	11.6%	12.5%	-0.8%	1.2%	3.6%	0.9%	30.8%	33.3%	18.1%	19.2%
CY25E 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%	8.8%	10.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.2%	5.0%	10.0%	5.0%	4.3%	3.4%	1.6%	2.2%	22.5%	24.0%		
DRAM 수요 증가율	9.9%	4.9%	12.5%	5.0%	1.2%	1.7%	0.9%	2.2%	33.3%	36.4%	19.2%	18.6%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: PC 가격 인상 및 DRAM 탑재량 감소 발생 중

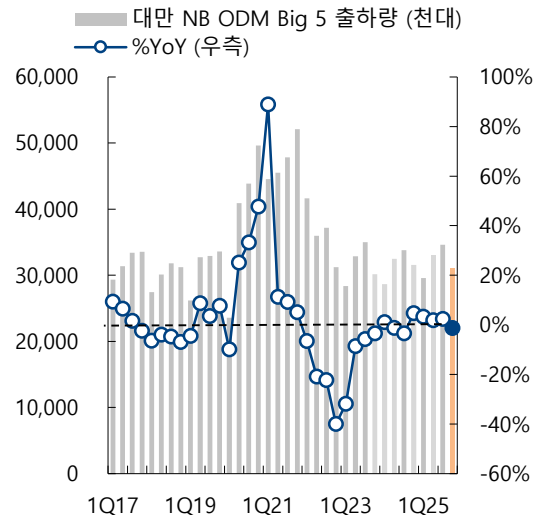
- 11월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.4백만대로 YoY 0.9%의 증감률을 기록해 전월의 0.0%에서 개선. 3Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 34.6백만대로 YoY +2.4%의 증감률을 기록해 전분기의 +1.9%에서 개선. 당사는 3Q25까지의 양호한 출하량을 반영하여 CY25 PC 출하 증가율 전망치를 +1.5%로 상향 조정
- 최근 DRAM, NAND 가격 급등에 따라 PC 가격의 상승과 PC 당 Memory 반도체 탑재량의 정체/감소가 발생 중임. Dell은 CY25년 12월 17일부터 기업용 PC 가격을 10 ~ 30% 인상한다고 발표했으며 Lenovo, HP, Acer, Asus 등 주요 업체들도 15 ~ 20% 수준의 가격 인상을 예고하거나 진행 중. CY25년 말부터 주요 PC 업체들은 중저가형 모델의 DRAM 용량을 16GB에서 8GB로 낮춰 출시하는 전략을 취하고 있으며 가격 부담에 따라 AI PC 시장의 확대도 지연될 전망이다
- PC 가격 상승과 Memory 탑재량 감소에 따라 소비자들의 PC 구매가 둔화될 경우 Memory 수요에 부정적인 영향 발생 가능. IDC는 CY26 PC 출하량 증가율에 대해 기존의 -2.4% 전망을 유지하면서도, 상황 악화 시 최대 9%까지 출하량이 감소할 수 있다는 비관적 시나리오를 제시

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



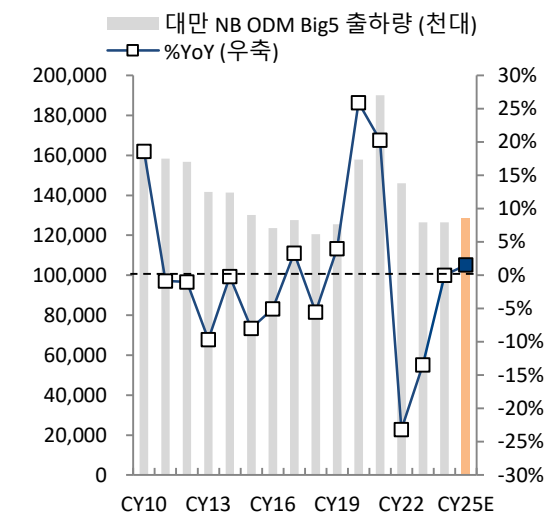
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

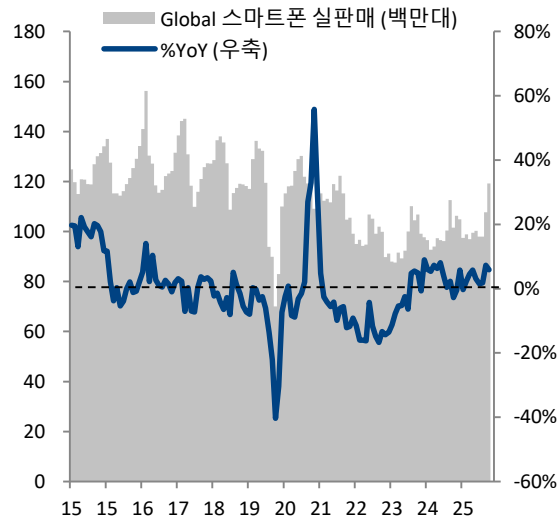


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

스마트폰: CY26 출하량 역성장 가능성 대두

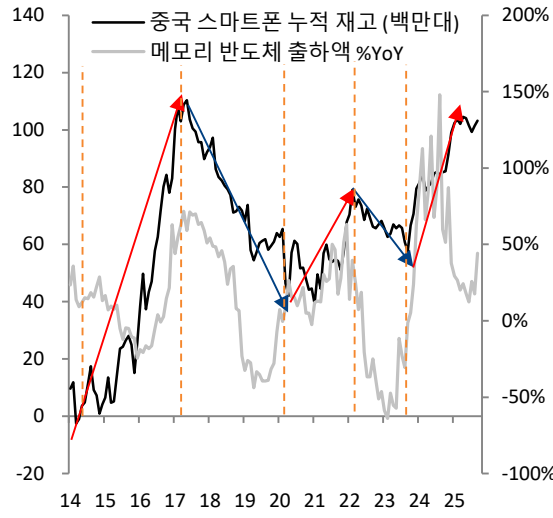
- CY25 10월 글로벌 스마트폰 판매량은 119.2백만대로 YoY 증감률이 전월의 +7.3%에서 +5.9%로 하락. 10월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (45.9M, +5.4% -> +8.2%), 중국 (25.13M, -2.7% -> +8.0%)에서 상승했고 인도 (21.1M, +31.7% -> +3.0%), 유럽 (13.8M, -0.9% -> -0.9%) 미국 (13.4M, +10.3% -> +7.1%)에서 하락
- 기존 예상보다 10월까지 스마트폰 판매량이 매우 양호하며, 이는 반도체, 스마트폰 등에 대한 관세 부과가 연기 또는 면제되며 스마트폰 가격이 상승하지 않음에 따른 것으로 판단됨. 이를 반영하여 CY25 스마트폰 출하 증가율 전망치를 +2.3%로 상향
- 그러나 최근의 Memory 구매 비용 급등으로 인해 Xiaomi, OPPO, Vivo 등 중국 업체들은 이미 CY25 12월부터 스마트폰 가격을 15% 이상 인상했으며 CY26 초 출시될 갤럭시 S26 시리즈와 차세대 아이폰 역시 가격 인상이 불가피할 전망이다
- 시장 조사 기관에서는 Memory 반도체 가격 급등에 따른 소비 위축으로 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 -0.9% (IDC) ~ -2.1% (Counterpoint)를 기록할 것으로 예상 중

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



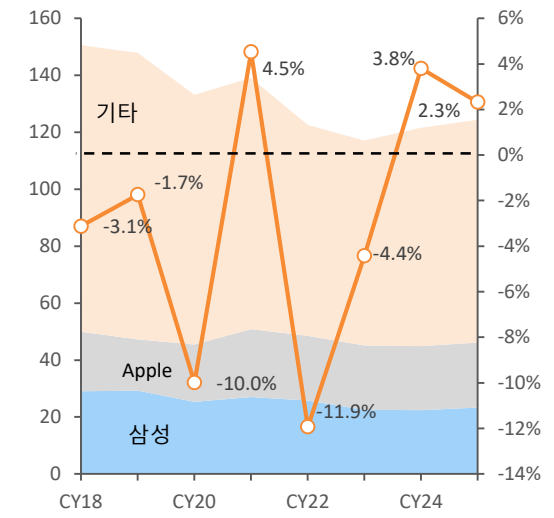
자료 : Counterpoint

<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

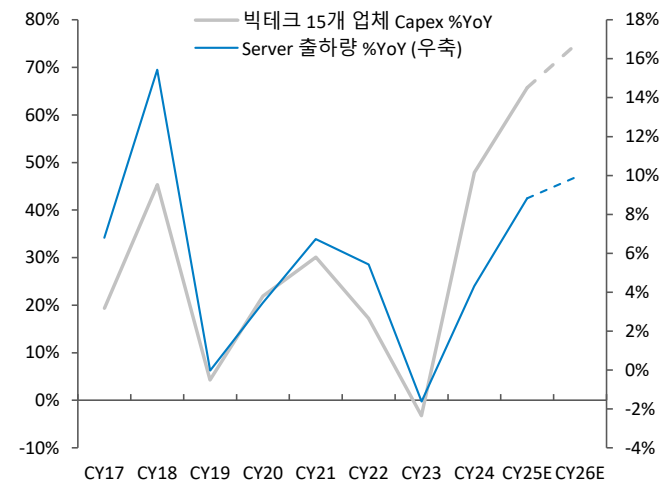
- 12월 26일 집계된 Neo Cloud 업체 포함 빅테크 업체 15개사의 FY25 Capex 증감률은 11월 20일 집계치 +64.6%에서 +65.7%로 상승. 당사는 이를 반영하여 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 8.7%에서 8.8%로 상향
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +39.2%이나 당사는 4Q25 이후 실적 발표를 거치며 향후 76%까지 상향 조정될 것으로 가정. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 10% 예상. CY26 서버 출하 증가율이 10%에 도달할 수 있을지가 CY26 반도체 업황의 관건이 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
- Memory 가격 급등은 서버에도 영향을 미치기 시작한 것으로 판단됨. Dell, Lenovo는 기업용 일반 서버 가격을 10% 이상 인상하겠다고 발표했고 일부 분석에 따르면 AI 서버 구축 비용은 최대 25%까지 상승. Trendforce는 CY26 서버 출하량이 약 4% 증가에 그칠 것으로 예상

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E		FY26E
										11월 20일	12월 26일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	91,415	91,935	114,414
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,715	12,715	14,187
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	70,044	70,072	108,276
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	121,782	123,232	142,460
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	64,551	99,479
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,474	1,475	1,552
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	21,215	50,423
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	931	930	1,000
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	531	531	543
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	658	695
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	11,907	16,817
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	12,388	13,137	13,586
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,580	1,802	1,697
CoreWeave	0	0	0	0	0	0	72	2,943	8,702	14,969	14,885	26,433
NeBius	144	212	453	318	341	606	750	1,073	808	4,202	4,205	11,622
Total Capex	54,318	64,829	94,211	98,258	119,803	155,831	182,699	176,756	261,414	430,362	433,250	603,184
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	385,316	387,313	533,028
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	25,875	26,846	32,101
Neo Cloud Capex	144	212	453	318	341	606	822	4,016	9,510	19,171	19,090	38,055
Total %YoY	19.8%	19.4%	45.3%	4.3%	21.9%	30.1%	17.2%	-3.3%	47.9%	64.6%	65.7%	39.2%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	62.9%	63.8%	37.6%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	68.0%	74.3%	19.6%
Neo Cloud %YoY	-32.9%	47.1%	113.2%	-29.9%	7.4%	77.5%	35.7%	388.6%	136.8%	101.6%	100.7%	99.3%

자료 : Bloomberg

<그림7> 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 19% 증가할 듯. Net Die 수가 많은 중국향 H200 판매 재개에 따라 당초 예상보다 생산량 증가. CY26 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 37% 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	
		CoWoS (K)	B300	15	
			중국 전용 (H200)	29	
			Rubin	9	
				690	75%
		비중	B200	0%	
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	B300A	5%	
			B300	20%	
		CoWoS (K)	중국 전용 (H200)	5%	
			Rubin	70%	
				90	80%
		비중	MI350X	50%	
		Chip 수 (K)	MI400X	50%	
				630	
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	MI350X	1,035	
			MI400X	2,070	
		CoWoS (K)	중국 전용 (H200)	1,001	
			Rubin	4,347	
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Total	8,453	19%
		CoWoS (K)			
	Total AI 가속기 생산량	Net Die	MI350X	14	
			MI400X	10	
		CoWoS (K)		90	80%

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 21.4억 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 45.6억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 상회. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더 높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시할 듯. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 것으로 알려진 Micron이 HBM을 줄이고 Legacy DRAM을 늘릴 가능성도 존재

<표5> 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	2,070	HBM3E	36	8	288	596	
		중국 전용 (H200)	1,001	HBM3E	24	6	144	144	
		Rubin	4,347	HBM4	36	8	288	1,252	
		Total	8,453					2,141	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		17,347				213	3,697	71%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 경쟁력 회복

- 최근 HBM4의 일부 Revision에 들어간 것으로 알려진 SK하이닉스는 동 Revision이 생산 공정 후반에서 발생한 마이너한 문제를 해결하는 것으로 최종 샘플 인증 통과 후 늦어도 2Q26초에 1B 나노 베이스 HBM4 공급이 가능할 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
- 1Q26말에 공급을 개시할 계획인 삼성전자는 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택해 속도 측면에서 유리. 발열 문제가 관건이나 최근 고객들이 발열, 전력 소모량보다 속도를 중시하는 경향이므로 적시 HBM4 공급 가능성이 매우 높은 듯
- HBM 업체들은 HBM4의 입출력 속도를 JEDEC 스탠다드인 8Gbps보다 높은 10.XGbps와 11.XGbps (Nvidia 요구 Spec.)의 두가지로 공급하게 된 듯

<그림> 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 삼성전자 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 삼성전자	16GB				24GB													
	B300A	HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP																		16GB				24GB									
	Rubin													HBM3e	SK하이닉스					24GB				36GB									
AMD	M100X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm														HBM4	SK하이닉스 삼성전자 Micron									24GB				36GB			
	M1325X	HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm																				24GB				36GB							
	M1355X	HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm												HBM4	SK하이닉스 삼성전자 Micron													36GB				36GB	
	M1400	HBM4 432GB																														36GB	

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 최대 고객외 고객향 가격 인상 시도

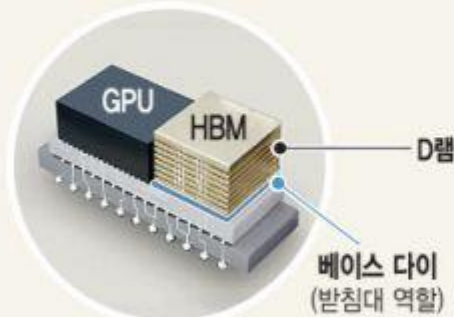
- 최근 HBM 계약은 고객의 연간 최대 구매 물량만 정하고 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- 최대 고객은 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 제품 가격을 분기 단위로 인하하고 있는 것으로 보임. CY26 가격에 대한 동사와 SK하이닉스의 협상이 종료되고 삼성전자와의 협상도 마무리 단계에 있는 것으로 보임
- 최대 고객향 CY26 HBM 3E 12단 연간 ASP는 CY25 대비 30%대 중후반 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
- 단 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황에 따라, 최대 고객을 제외한 타 고객들과의 가격 협상에서 다른 DRAM 제품 공급과 연동하여 HBM 가격을 인상하려는 시도가 있는 것으로 판단됨

<그림9> HBM4의 구조 변화

기존 HBM 구조

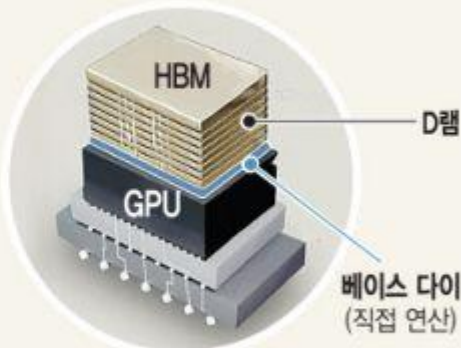
GPU와 HBM을 수평으로 쌓는 패키징 기법

※GPU: 그래픽처리장치, HBM: 고대역폭메모리



HBM4 구조

GPU와 HBM을 수직으로 쌓는 패키징 기법



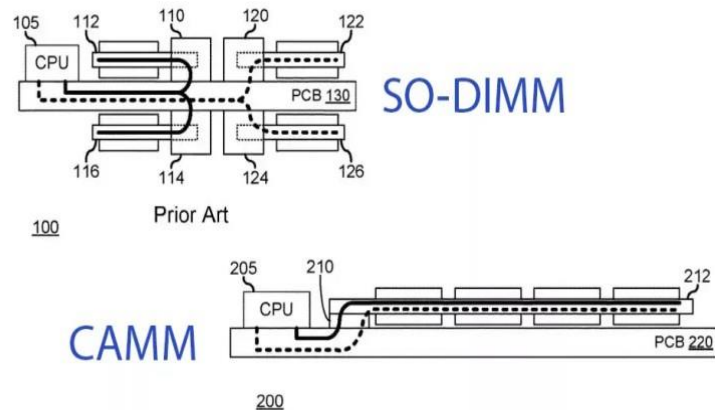
※베이스 다이(Base Die): 고대역폭메모리(HBM) 반도체에서 1층 반침대 역할을 하는 핵심 부품. 6세대 HBM4부터는 HBM이 수직으로 올라가는 패키징 기법이 도입된다.

자료 : 이데일리

SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 3.4%를 차지할 듯

- CY26으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM (Small Outline Compression Attached Memory Module)은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시. 단 GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택
- CY26 Rubin GPU의 생산량은 4,347K개로 예상되고 이중 40%가 VR200 통합칩에 탑재된다고 가정하면, VR200에 사용되는 Rubin 칩은 1,739K. VR200 당 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로 VR200 칩 생산량은 869K
- VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 192GB 모듈이 8개 장착되므로 총 1.5TB
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 1,335M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 3.4%에 해당

<그림10> CY26 SOCAMM 수요 추정



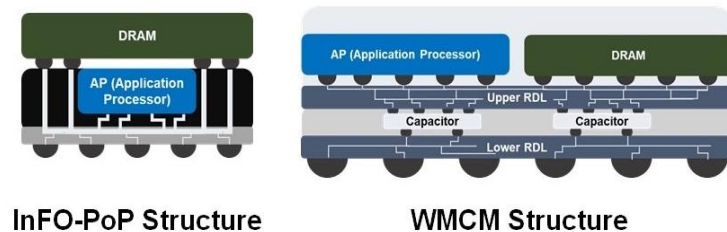
CY26 Rubin GPU 생산량 (K)	4,347	
Rubin 생산량 중 VR200에 사용되는 양 (K)	1,739	60% Rubin이 HGX 시스템에 단품으로 채택
Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)	869	VR200에 Rubin GPU 2개 장착
VR200에 들어가는 SOCAMM 용량 (GB)	1,536	LPDDR5X 24Gb 칩으로 구성된 192GB 모듈 8개 탑재
CY26 VR200 SOCAMM 총 수요량 (M GB)	1,335	VR200 2H26 출시 예정
CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중	3.4%	AI PC에 SOCAMM 탑재 시 상회 가능

자료 : 서울신문, iM증권 리서치본부

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 일부최신 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



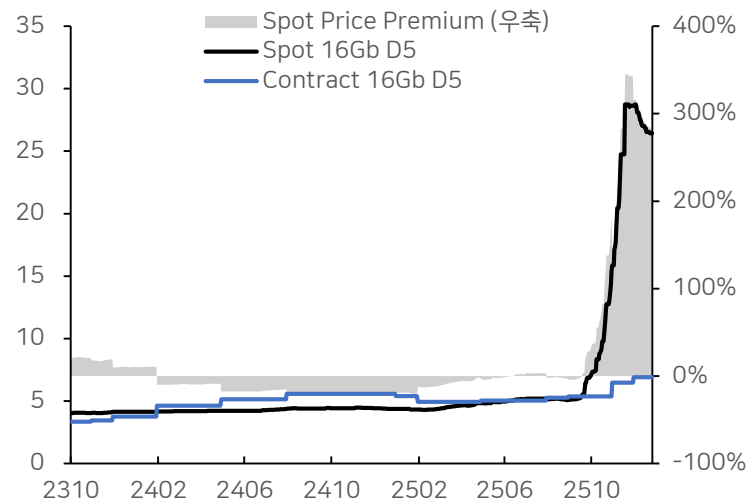
특징	InFO-PoP	WMCM
칩 배치 방식	수직 적층 (AP 위에 DRAM 패키지 적층)	수평 배치 (로직 칩과 DRAM을 나란히 배치)
구조적 이점	얇은 프로파일 구현, 기판 및 C4 범프 제거	더 나은 방열 성능과 전력 효율 제공
유연성	상대적으로 고정된 3D 패키징 구조	여러 칩 (CPU, GPU, DRAM 등) 통합 및 다양한 레이아웃 구성에 유연함
적용 제품	애플 A시리즈 칩 등 기존 모바일 AP	애플 A20, M6 등 차세대 2nm 공정 칩셋

자료 : Google

현물 가격 전망: 가격 상승이 이어질 전망이나 추가 급등은 어려울 듯

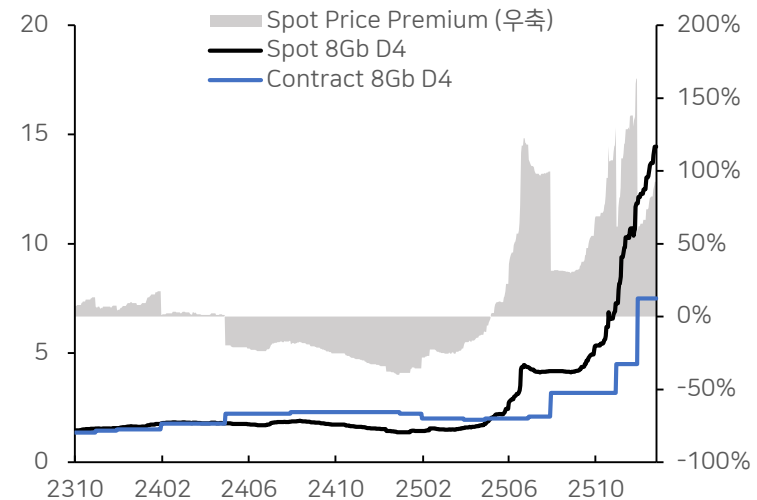
- Adata에 따르면 동사는 DRAM 재고를 3Q25말 8주에서 12주 이상까지 증가시킬 것을 목적으로 재축적 중이며, NAND 재고는 5 ~ 6개월 수준으로 여전히 과다한 상황임
- Adata, Kingston을 제외한 모듈 업체들 및 유통 업체들이 여전히 충분한 DRAM을 공급 받지 못하고 있으며, 동 업체들 뿐 아니라 고객들도 3Q25 말부터 향후 공급 부족을 의식하고 DRAM 재고를 적극 확보 중인 것으로 판단됨
- 연말 휴가 기간 중인데다 지나친 현물 가격 급등에 따라 최근 현물시장의 거래량이 축소되고 가격이 정체되는 상황이 나타나고 있음
- 여전히 중국 고객들의 DDR5 구매가 이어지고 있어 연초 이후 가격 상승이 재개될 전망이나 9월 ~11월과 같은 급등은 나타나기 어려울 전망임

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



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

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

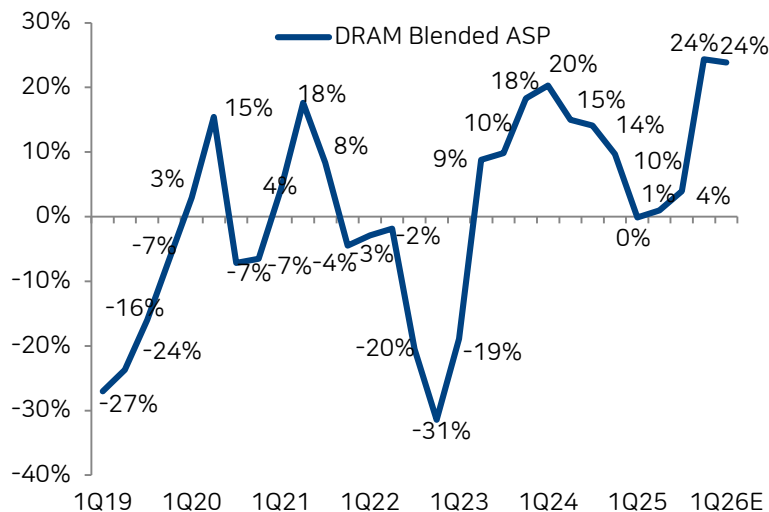


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

DRAM BOM Cost 부담이 있으나 당분간 가격 상승세 지속될 듯

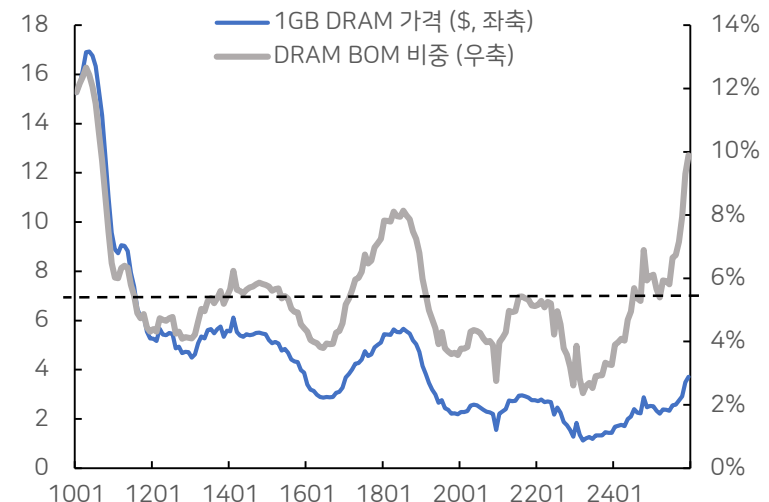
- 4Q25 DRAM ASP는 Legacy DRAM 40% 이상 상승, HBM 하락하는 가운데 HBM의 판매량 증가율 정도에 따라 업체별로 상승폭이 다를 듯. 삼성전자는 30% 이상, SK하이닉스는 20%대 중반의 4Q25 DRAM ASP 상승률을 보일 것으로 전망됨
- 현재 고객들의 적극적인 DRAM 확보 노력을 감안 시 당분간 고정거래가격의 상승세가 이어질 것으로 판단됨. 1Q26 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 높은 30 ~ 40%, 10 ~ 20%를 기록할 듯
- 단 이미 가격이 매우 높은 DRAM의 경우 PC 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 12월 고정거래가격 기준 9.9%에 달해 역사적 평균인 5.4%를 크게 상회. CY26 고정거래가격이 30% 추가 상승하면, DRAM BOM Cost 비중은 역사적 최고점인 12.7%에 도달
- 이러한 BOM Cost 부담에도 불구하고 최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 판단됨. 물론 향후 시장 가격의 급격한 변동 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있으므로 DRAM 업체들은 신중한 태도로 협상에 임할 전망이다. 어쨌든 과거에 없었던 형태의 계약이 나타나고 있는 점은 DRAM 공급 부족이 그만큼 심한 상황이며 향후 가격의 안정성이 과거보다 높을 것임을 의미

<그림14> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림15> CY25 12월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

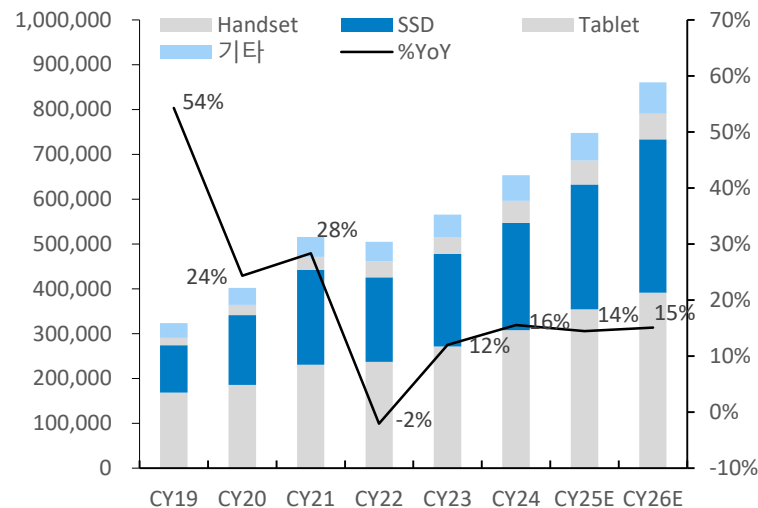


자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

NAND: CY26 수요 증가율은 생산 증가율과 유사할 듯

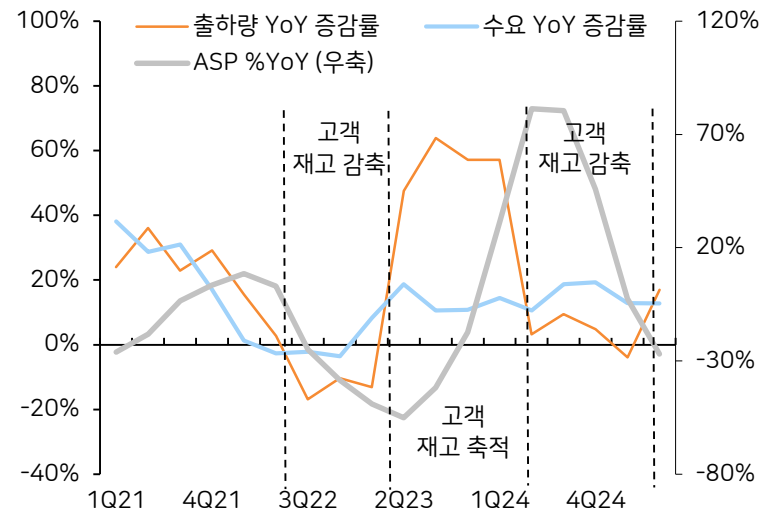
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +14.5%로 예상되며 업계 생산 증가율은 감산에 따라 +5.3%에 불과
- 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25들어 재고를 재축적하기 시작한 것으로 판단됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 15.1%로 예상되며 업계 생산 증가율은 15.0% (삼성전자 9%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 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
- DRAM과 달리 NAND 가격은 그간 하락세가 지속되어 왔으므로 향후 NAND 가격의 상승세가 DRAM보다 장기화될 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 Memory Capex는 당초 업체들의 가이드선 대비 7% 증가한 761.4억 달러로 YoY 32% 증가할 것으로 추정됨. FY26 Memory Capex는 DRAM 위주로 증가하여 897.4억 달러 (YoY +18%)를 기록할 전망이다. FY26 DRAM 업계 Capex는 24% 증가 예상
- FY26 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 40K를 증설할 전망
- 삼성전자의 FY26 Memory Capex는 CY25 대비 10% 가량 증가하는 35 ~ 40조원, DRAM Capex는 20% 가량 증가할 것으로 추정됨. SK하이닉스의 FY26 Capex는 FY25의 20조원대 후반에서 30조원대 초중반으로 증가 예상. Micron의 F26 Capex는 200억 달러로 YoY 45% 증가 전망

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

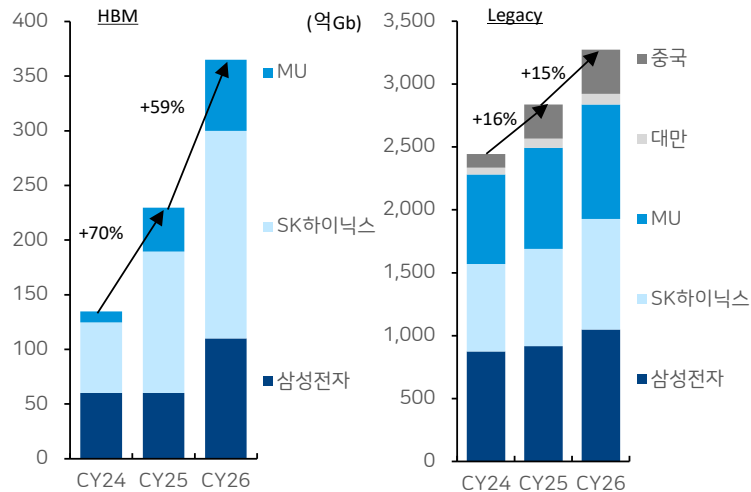
DRAM (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
삼성전자	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	18,116	21,739
Micron	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,040	15,600
SK하이닉스	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	17,812	19,593
Elpida	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500	600
Nanya	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	522	783
UMC+Fujian	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	3,000	4,000	5,788	6,000
YMTC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,900
Huawei	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000	3,000
Total	5,418	6,766	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	25,358	40,992	56,778	70,216
% YoY	-26%	25%	76%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-28%	62%	39%	24%
NAND (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
삼성전자	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	5,704	5,700
Micron	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	4,400
SK하이닉스	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	2,500	2,750
Kioxia + WD	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	3,191	4,500	5,175
Intel	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,900	1,500
Total	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,856	19,364	19,525
% YoY	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-14%	15%	1%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
WW Memory CAPEX (\$mn)	14,115	15,852	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	45,008	57,848	76,142	89,741
% YoY	-19%	12%	35%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-29%	29%	32%	18%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

향후 업황은 HBM 둔화, Legacy DRAM 강세 가능성 높은 듯

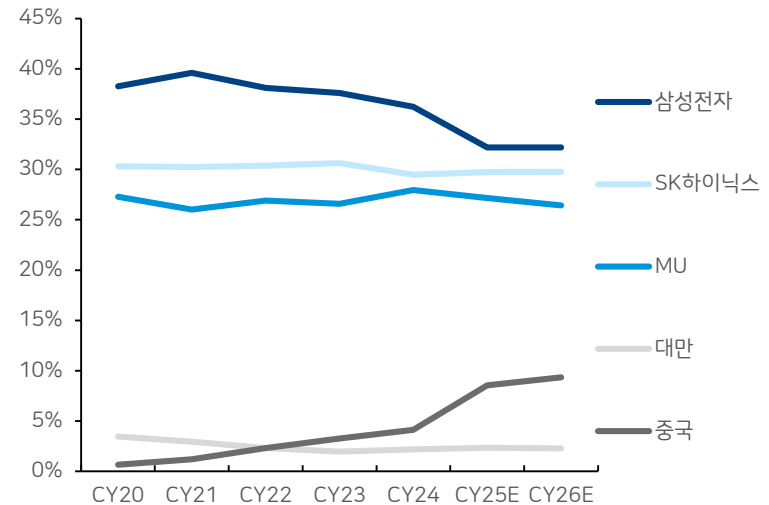
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 16%와 70%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율 19.1%를 하회하는 18.1%
- CY26에도 서버 출하 증가율이 10%를 기록할 경우 수요 증가율 (18.6%)이 생산 증가율 (18.6%)과 유사할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 계약 베이스인 HBM은 둔화, Legacy DRAM은 강세를 보일 가능성이 높음
- 삼성전자는 CY26 HBM 생산 증가율 83%, Legacy DRAM 생산 증가율 14%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY26 생산량 증가율은 HBM 47%, Legacy DRAM 14%로 예상됨. Micron의 CY26 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 63%, 13%로 추정됨
- 생산량 기준 CY26 DRAM 시장 점유율은 삼성전자 32%, SK하이닉스 30%, Micron 26%, 중국 9%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

내년에도 관세 부과 가능성은 여전히 Risk 요인

- 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 이에는 가격 상승에 따른 IT 소비의 둔화와 이에 따른 반도체 주문의 축소 영향은 포함되지 않았고 Set 업체 또는 미국 수입 업체들의 비용 부담 정도도 유동적이므로, 이번 관세 부과가 한국 반도체 업체들의 매출에 미칠 실제 영향은 3% 수준에 그치지 않을 수 있음
- 미국과 중국의 상호 국가 관세율이 현재의 55%, 10%에서 어떻게 변화될지도 향후 반도체 수요 및 가격에 큰 영향을 미칠 전망이다

<표8> 상호 관세가 한국 반도체 매출에 미칠 간접적 영향

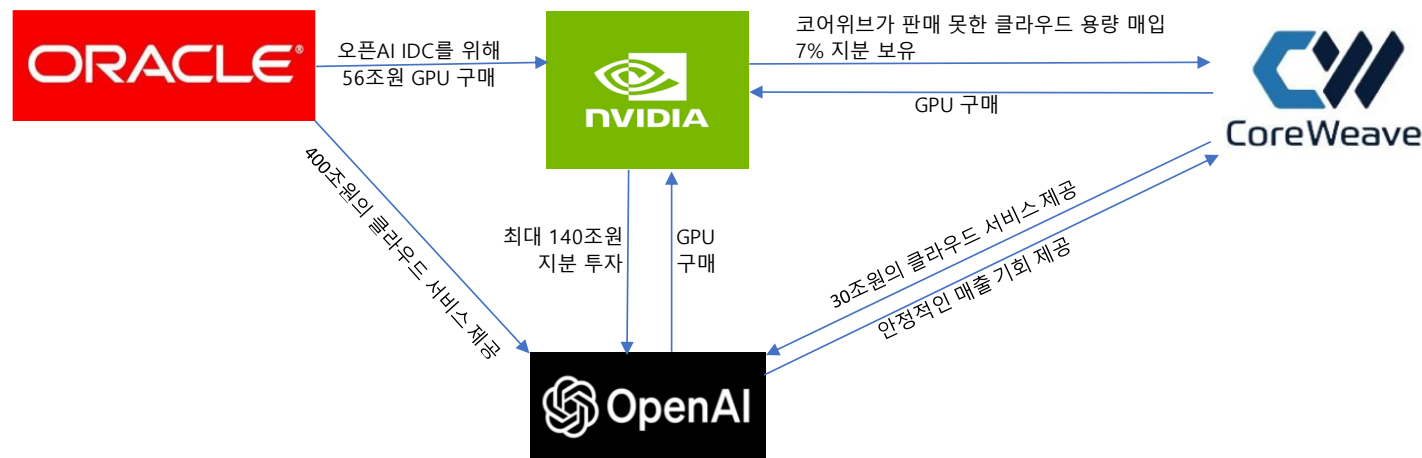
	미국 비중	전체 Set 비용 상승률	반도체 가격 예상 하락율	한국 반도체 매출 중 비중	매출 감소율
서버	56%	11%	4%	40%	1.5%
스마트폰	10%	2%	1%	36%	0.2%
PC	25%	5%	2%	14%	0.2%
					2.0%

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

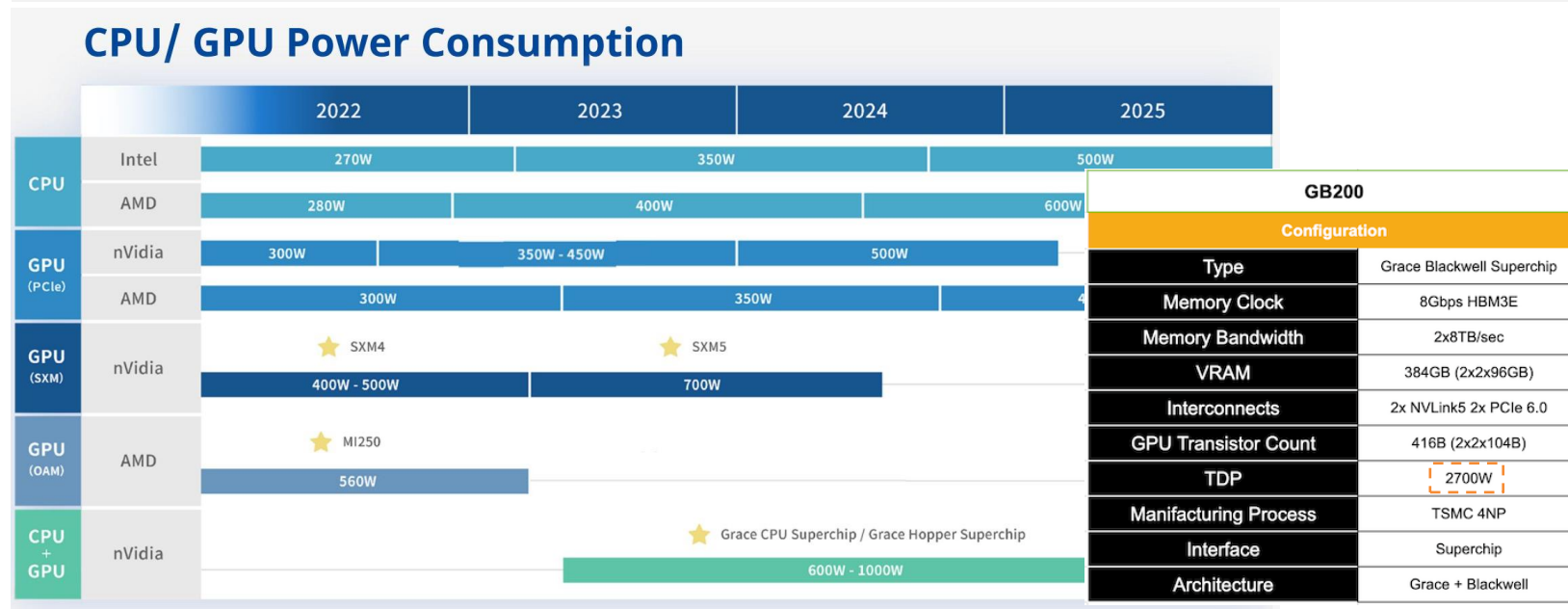
<그림20> OpenAI를 중심으로 한 Nvidia 주도의 AI 순환 투자 구조



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

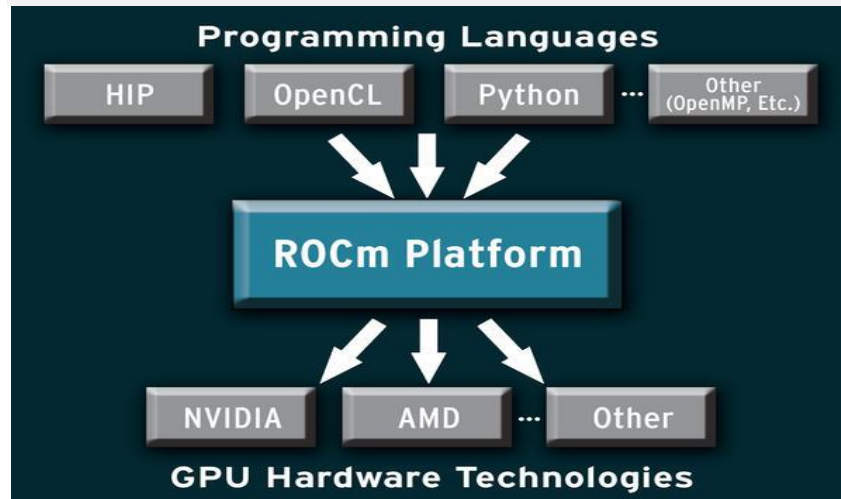


자료 : Gigabyte, Nvidia, iM증권 리서치본부

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 10년 간 1.4조 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 희석될길 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

CUDA 아성의 균열 조짐?

- AMD의 HIP (Heterogeneous-computing Interface for Portability)와 Google의 PyTorch에 대한 AOT (Ahead-of-Time) Autograd를 통한 지원 강화는 향후 CUDA의 아성에 균열을 일으킬 가능성이 있음. HIP는 CUDA에 대한 오픈 소스 대안으로, 개발자들이 기존 CUDA 코드를 AMD GPU에서도 쉽게 실행할 수 있도록 설계된 이식성 인터페이스. 개발자들이 최소한의 수정만으로 CUDA 기반 코드를 AMD GPU로 옮길 수 있어, Nvidia 생태계에서 벗어나는 전환 비용을 크게 낮춤
- Google은 XLA (Accelerated Linear Algebra)를 통해 PyTorch 코드가 TPU에서도 자연스럽게 실행되도록 지원을 대폭 강화. 기존에는 PyTorch가 코드를 한줄씩 실행하며 실시간으로 계산 순서를 결정했으나, AOT (Ahead-of-Time) Autograd는 모델 학습이 시작되기 전에 전체 계산 과정을 분석하여 최적의 실행 계획표를 미리 작성. XLA는 동적인 연산보다는 전체 연산 흐름이 고정된 정적 그래프를 입력 받아 컴파일하고 최적화하는 데 특화되어 있음. AOT Autograd는 PyTorch의 동적 특성을 유지하면서도 XLA가 요구하는 정적 그래프를 제공
- AOT Autograd는 PyTorch 코드와 Google TPU 사이의 성능 병목을 제거하는 핵심 기술로 이를 통해 Meta와 같은 기업들이 기존의 방대한 PyTorch 코드 베이스를 거의 수정 없이 TPU에서 고성능으로 실행할 수 있게 되었음. 이러한 노력을 통해 고객사들이 Nvidia의 CUDA에서 벗어나게 된다면 고객사들은 Nvidia의 GPU보다 훨씬 저렴한 AMD의 GPU 또는 Google의 TPU를 보다 많이 사용하게 될 전망
- 내년 주력 TPU인 Ironwood에는 HBM3E 12단 192GB, Rubin GPU에는 HBM4 12단 288GB가 탑재되므로 고객들이 투자 효율화를 위해 TPU의 사용량을 늘리고 Nvidia GPU 사용량을 줄인다면 장기 HBM 수요에 부정적인 영향을 줄 수 있음

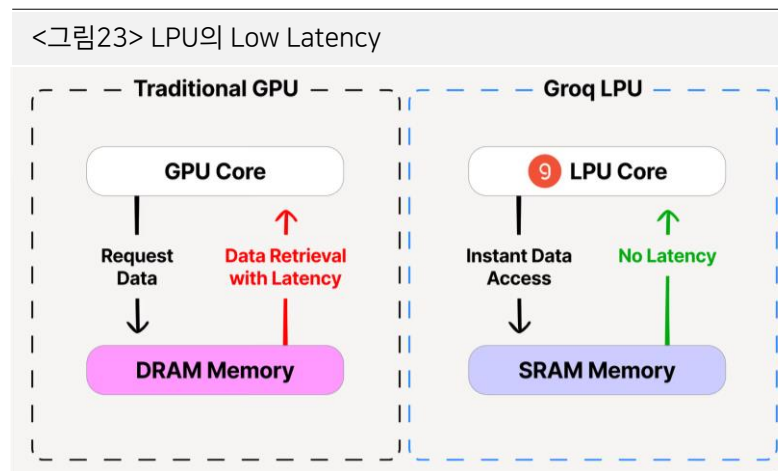
<표10> Nvidia와 구글의 AI 생태계 비교

구분	Nvidia	Google
최상위 S/W	PyTorch	Jax
자동 미분 엔진	Autograd	AOT Autograd
하위 H/W Interface	CUDA	XLA
H/W	GPU	TPU

자료 : iM증권 리서치본부

Nvidia의 대응: Groq 인수와 SRAM 활용

- AMD, Google 등의 도전에 대한 Nvidia의 대응은 지난 12월 24일에 있었던 200억 달러 규모의 Groq 인수에서 잘 나타남
- Nvidia가 Groq를 인수한 이유는, 1. LPU 기술 확보: Groq의 LPU (언어 처리 장치)는 기존 GPU보다 압도적으로 빠른 초저지연 (Low-latency) 추론 성능 보유. 2. 미래 경쟁자 제거: Groq은 구글 TPU를 만든 핵심 인재들이 설립한 회사로, 엔비디아 GPU의 비싼 가격과 전력 소모 문제를 해결할 가장 강력한 대항마로 꼽혀 왔음. 이번 딜로 잠재적 라이벌을 우군으로 흡수. 3. 추론 시장 주도권: Nvidia는 Groq의 기술을 통해 저비용, 고효율 추론 솔루션을 강화함으로써 빅테크들의 탈 Nvidia 움직임을 차단
- LPU의 차별점은 1. HBM 병목 현상 제거: GPU는 HBM에서 데이터를 읽어오는 과정에서 지연 시간 발생. 반면 LPU는 데이터 이동 없이 칩 안에서 즉각 연산이 가능한 On-Chip-SRAM 구조를 사용하여 초저지연 실현. 2. 결정론적 스케줄링: 데이터 처리의 흐름을 미리 예측 가능하게 설계하여, 여러 칩을 연결해도 효율 저하 없이 하나의 거대한 코어처럼 작동. 3. 실시간 처리 능력: 기존 GPU 대비 약 10배 이상 빠른 응답 속도와 90% 이상 높은 에너지 효율을 제공하여, 실시간 대화형 AI나 자율주행 등 즉각적인 반응이 필요한 서비스에 최적화
- Nvidia는 고사양 모델 학습에는 기존의 GPU를 사용하고, 실시간 추론 단계에는 LPU의 저지연 설계를 도입하는 하이브리드 솔루션을 제공할 계획. CY26 출시될 Rubin 및 그 후속 모델에 LPU 설계 아이디어를 통합하여, Nvidia 생태계 내에서 최고의 추론 성능을 낼 수 있도록 할 예정. AI 에이전트와 로봇틱스 시장에서 요구하는 즉각적인 의사결정 인프라를 선점하기 위해 LPU 기술을 핵심 엔진으로 활용할 계획
- Google이나 AMD로 눈을 돌리려던 고객들에게 Nvidia가 학습뿐 아니라 추론에서도 가장 빠르고 저렴하다는 인식을 각인시켜 이탈을 방지



자료 : eesel AI

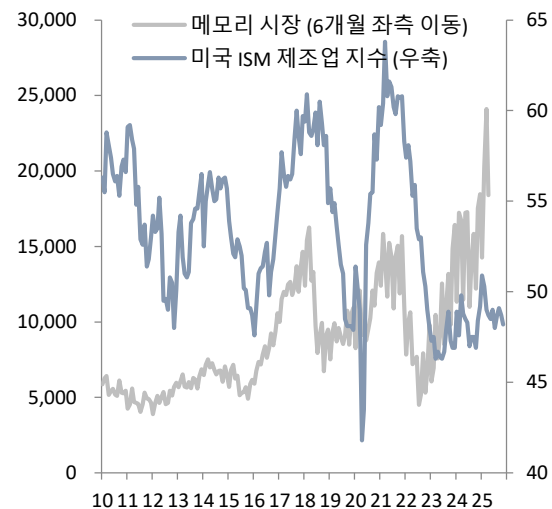
Nvidia의 대응: Groq 인수와 SRAM 활용

- LPU의 핵심은 Ultra Low Latency임. 기존 GPU는 연산 장치와 HBM이 분리되어 있음. GPU가 계산을 하려면 외부 HBM에서 데이터를 가져와야 하는데, 이 이동 속도가 계산 속도를 따라가지 못하므로 이 과정에서 지연 시간 (Latency) 발생
- 반면 Groq의 LPU는 모든 모델 데이터를 LPU 내부의 초고속 메모리인 SRAM에 직접 올림. 데이터 이동 없이 LPU 내에서 바로 계산이 이루어지므로 초 저지연이 가능. 또한 데이터를 먼 거리 (HBM)까지 이동시킬 필요가 없어 전력 소모가 대폭 감소. Nvidia는 이 기술을 확보함으로써 고용량 데이터는 HBM이 담당하고 실시간 고속 연산은 SRAM 기반의 LPU 기술이 담당하는 하이브리드 메모리 아키텍처 구축 가능
- SRAM은 기존 GPU들에 이미 탑재되어 있었음. H100, B200의 내부에는 L1/L2 캐시라고 불리는 SRAM이 이미 존재. 다만, 그 용량이 80 ~ 144MB 수준으로 매우 작아 모델 전체를 담지 못하고 데이터를 잠시 거쳐 가는 용도. Rubin 설계 단계에서도 이미 SRAM의 용량을 기존보다 대폭 키우고, 연산 유닛과의 대역폭을 극대화하는 설계를 반영. 이는 HBM의 속도 한계를 극복하려는 반도체 업계의 공통된 흐름임
- 기존의 Nvidia는 SRAM을 보조적인 Cache Memory로 썼으며 데이터가 SRAM에 있는지 없는지 체크하는 과정에서 시간 필요. 반면 LPU는 SRAM을 Main Memory처럼 사용하므로 체크 과정 없이 데이터의 위치를 미리 알고 연산. Nvidia는 Rubin 설계 당시에 이미 SRAM 비중을 높여 놔는데, 이 SRAM을 가장 잘 다루는 소프트웨어 알고리즘이 Groq에 있었던 것
- 2H26 출시 예정인 Rubin의 하드웨어 구조는 이미 정해져 있으나, Groq의 핵심 인재들이 Rubin의 소프트웨어를 최적화하여, Rubin 내부에 이미 커진 SRAM을 LPU처럼 효율적으로 제어하도록 만드는 작업을 수행할 전망. Groq의 SRAM 내 데이터 흐름을 완벽히 제어하는 하드웨어 설계 IP가 직접적으로 칩 설계 도면에 적용되는 시점은 Rubin Ultra가 될 듯
- Rubin에서 SRAM 용량이 256 ~ 512MB로 B300 대비 2 ~ 4배 커지더라도, SRAM은 모델 전체를 담는 용도가 아니라 HBM에서 가져온 데이터를 한 번에 더 많이 펼쳐 놓고 작업하는 넓은 책상 역할임. SRAM이 커질수록 HBM에서 데이터를 다시 불러오는 횟수가 줄어들어 추론 속도는 빠르게 상승하지만, 모델 전체를 저장해야 하는 HBM의 절대 용량은 모델의 크기가 커짐에 따라 여전히 완만하게 증가할 전망이다
- 가속기 반도체에 사용되는 SRAM은 Memory 반도체 업체가 만드는 단품칩이 아니라, GPU 연산부 내부에 함께 설계되어 찍혀 나오는 Embedded Memory로 TSMC가 SRAM 생산의 주체임. 공정이 미세화 될수록 연산 코어는 작아지나, SRAM은 크기가 거의 줄어들지 않음에 따라 TSMC는 3D 패키징 기술을 사용하여 GPU 다이 위에 SRAM 전용 다이를 수직으로 쌓아 올리는 방식으로 제조

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 보이기는 어려울 것으로 전망됨
- 따라서 향후 반도체 주식에 대해 장기 매수 지속보다는 매수와 매도를 반복하는 트레이딩 전략이 적절한 것으로 판단됨

<그림24> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



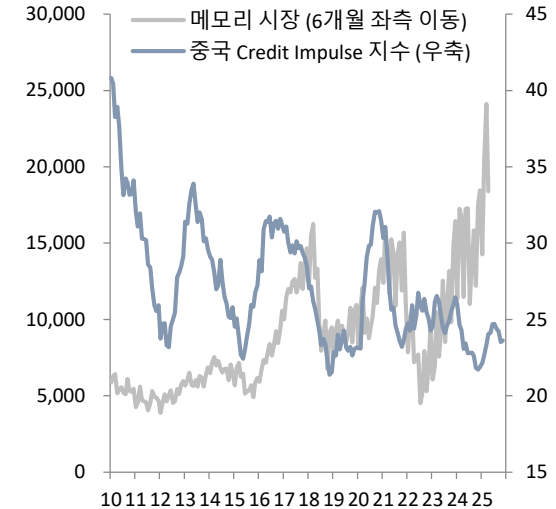
자료 : Datastream, WSTS

<그림25> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림26> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

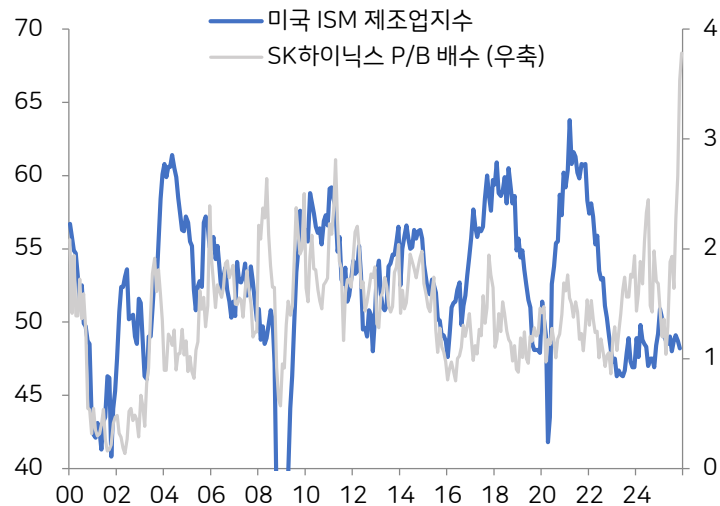


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 상승과 하락 반복 중

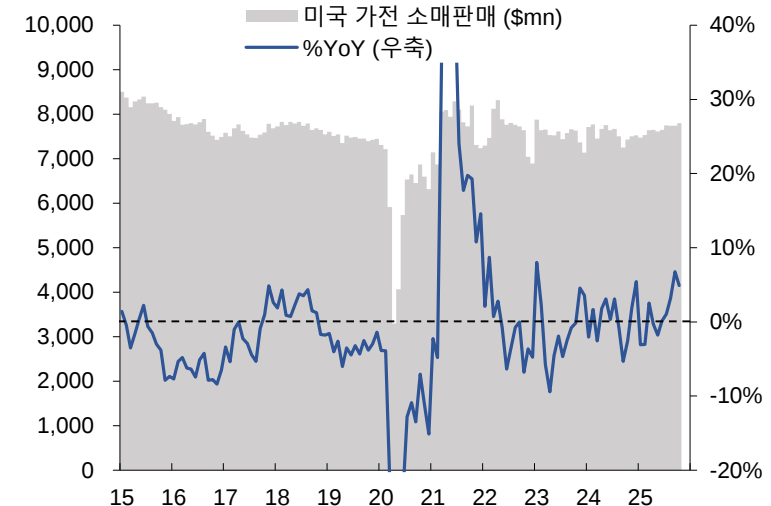
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 11월에 48.2를 기록해 전월의 48.7에서 하락. 최근 동지수는 상승과 하락을 반복 중
- 11월 지수의 세부 지표를 보면 신규 주문 (49.4 -> 47.4), 고용 (46.0 -> 44.0)은 하락했고 생산 (48.2 -> 51.4), 재고 (45.8 -> 48.9), 가격 (58.0 -> 58.5)은 상승한 것으로 나타났음
- 중기적인 측면에서 가격을 제외한 신규 주문, 생산, 재고, 고용의 지속적인 상승이 나타날 가능성은 낮은 것으로 판단됨. 따라서 미국 ISM 제조업 지수는 상승과 하락이 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

<그림27> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림28> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률

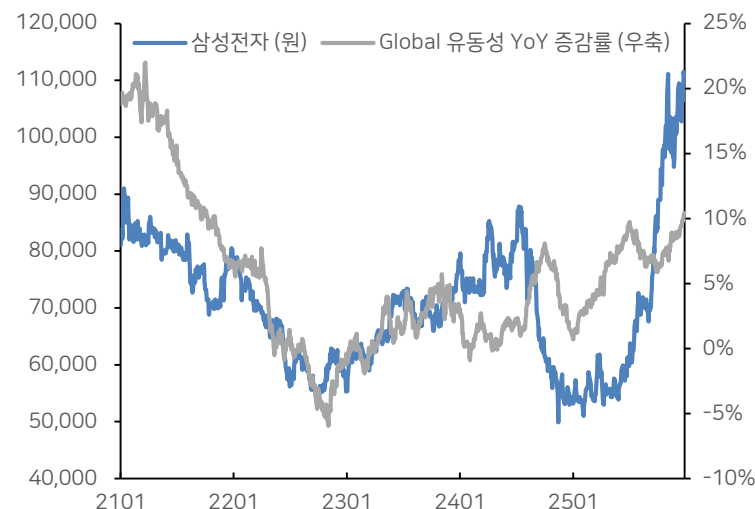


자료 : Datastream

Global 유동성 증감률: 트레이딩 전략 유효

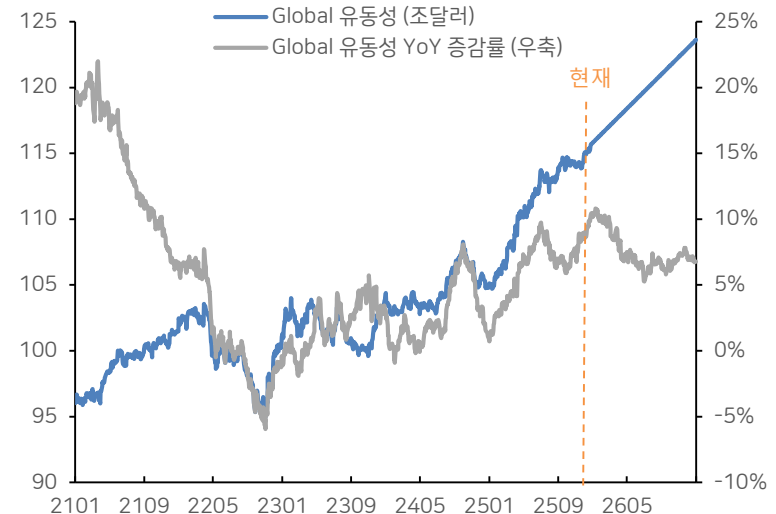
- 최근에는 주가가 Global 유동성 YoY 증감률을 약간 선행 중이나 현재까지도 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락했음. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 단기 조정 국면에 진입. 9월부터는 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 증가하고 유동성 YoY 증감률의 하락이 멈춤에 따라 반도체 주가가 다시 강세를 보이고 있음
- 향후 Global 유동성이 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 적극 매수 전략을, 4Q25에는 CY26 초 이후의 조정 가능성에 대비해 단기 중립 전략을 권고해 왔음. 향후에도 반도체 주식에 대해 매수와 매도를 반복하는 트레이딩 전략이 유효한 것으로 보임
- 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 조정폭이 매우 제한적일 가능성이 높음

<그림29> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림30> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

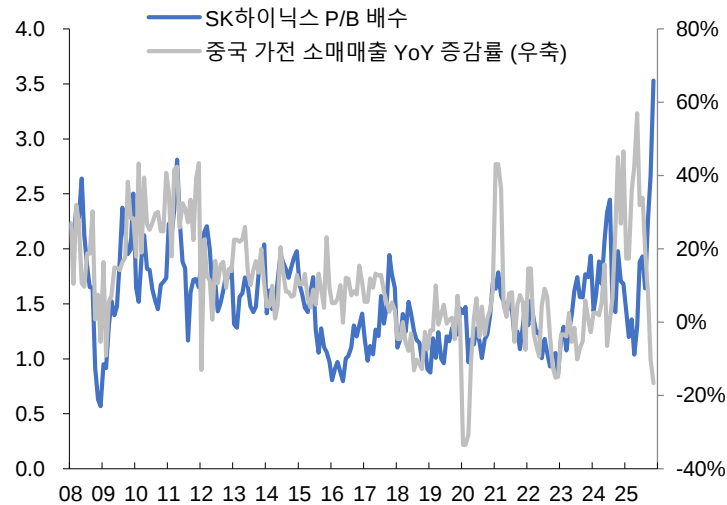


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 둔화 가능성

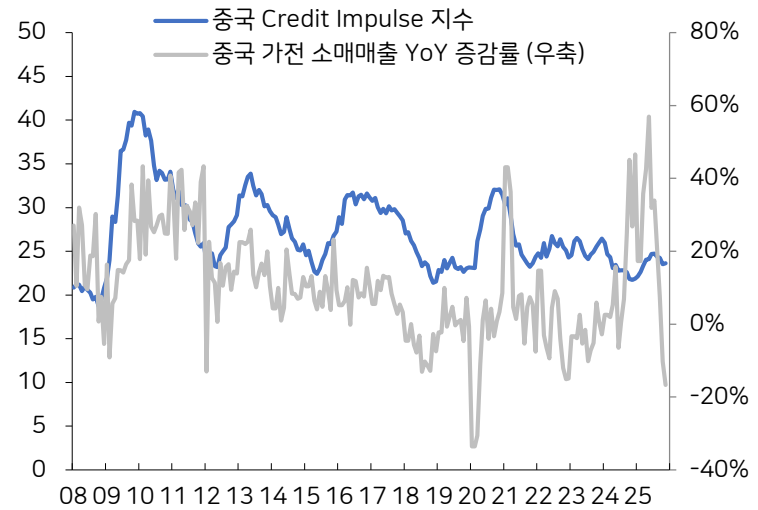
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- CY24 12월부터 6월까지 반등한 중국 Credit Impulse 지수는 7월 이후 10월까지 지속 하락하다 11월에 정체
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승하다 6월 이후 급락세

<그림31> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림32> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

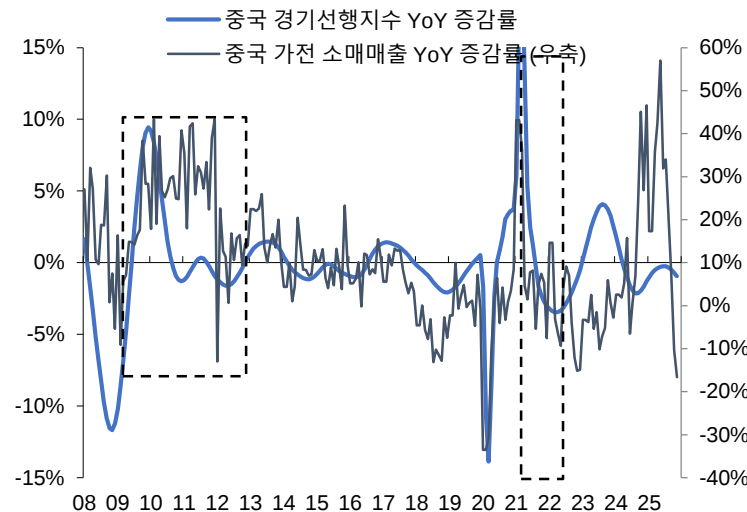


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 둔화 가능성

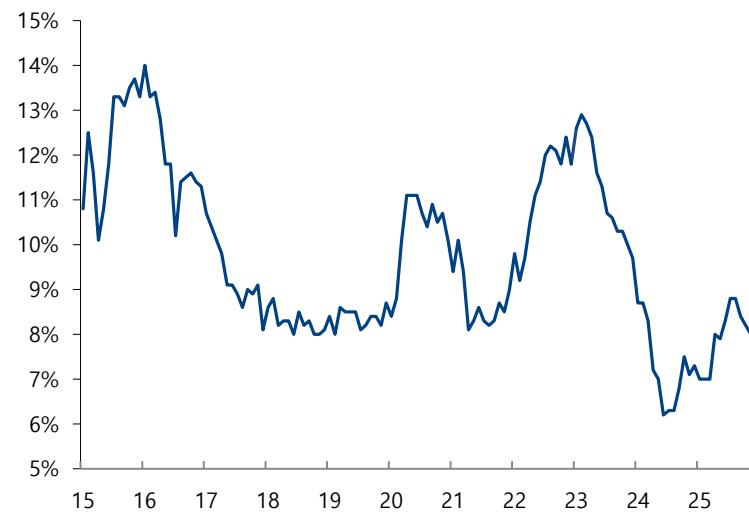
- 중국 M2 YoY 증감률은 CY25 3월 이후 7월까지 전반적으로 회복세였으나 9월 이후 11월까지 하락하는 모습. 중국 경기선행지수 YoY 증감률도 7월 이후 지속 하락세. 만약 중국 경기 선행 지표들의 하락이 추세화되면 1Q26 이후 중국 경기 및 IT 수요가 둔화될 가능성이 있음
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률도 최근 부진한 모습
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국 경기가 부진해질 경우 중국의 PC, 스마트폰용 반도체 수요가 악화되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음
- 반면 중국 정부의 강력한 AI 투자 의지를 감안 시 CY26에도 중국 빅테크 업체들의 서버 생산은 대폭 증가하고 중국 서버용 Memory 반도체 출하는 강세를 유지할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림33> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림34> 중국 M2 YoY 증감률 추이

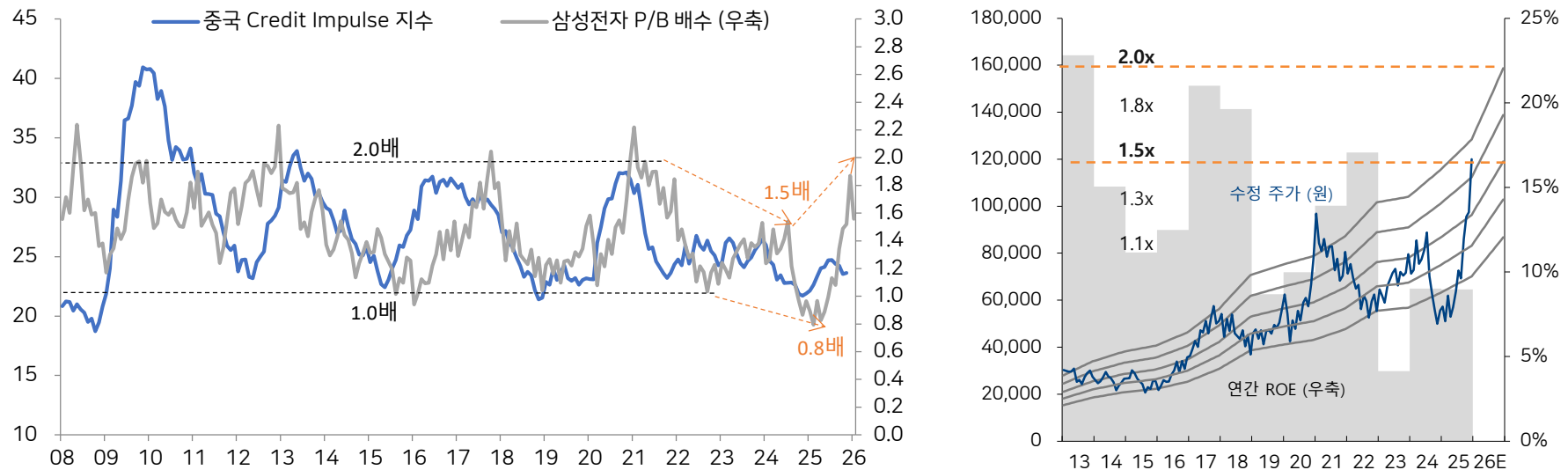


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 과거 Valuation 배수로의 회복

- 삼성전자의 FY26 영업이익은 123.6조원으로 YoY 191% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 79,345원
- FY26 예상 BPS에 동사 최근 중간 P/B 배수 1.2배를 적용할 경우 95,000원의 적정주가가 도출되며 현주가는 이를 이미 상회
- HBM에서의 부진에 따라 동사 P/B 밴드가 하향 조정된 바 있으나 HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 배수가 과거의 1.5배로 회복되었고 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 12만원으로 현재 주가 수준
- HBM4가 조기 인증에 통과하고 CY27까지 반도체 호황이 지속될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 2.0배를 적용한 16만원의 적정주가 가능
- 단 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

<그림35> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

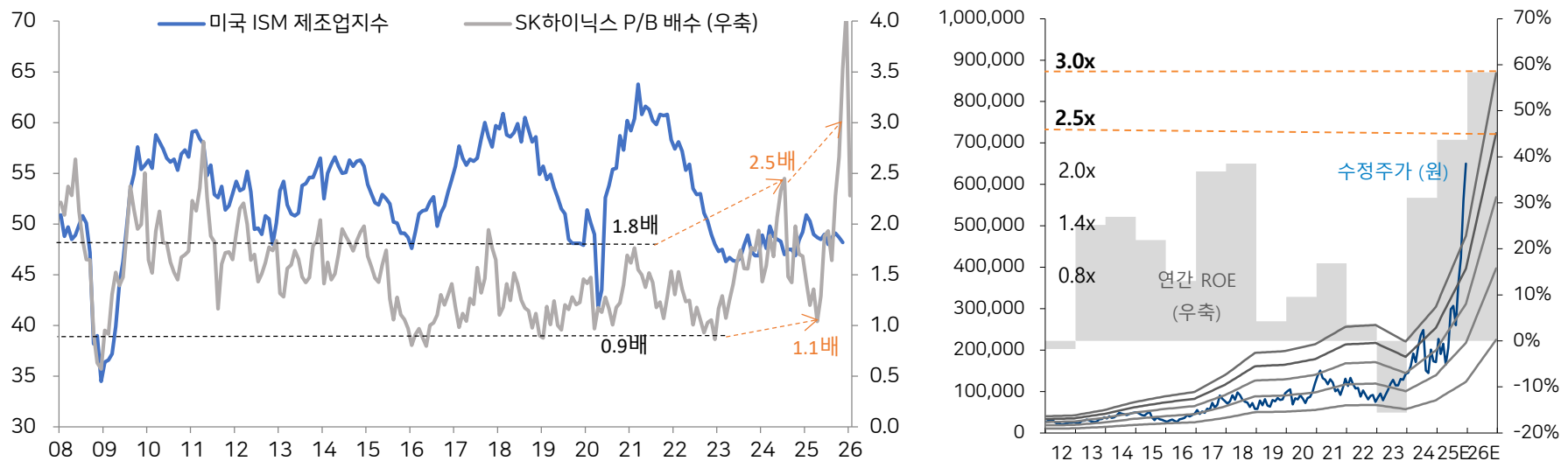


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 업황 장기 호황 시 P/B 3.0배 이상 가능

- SK하이닉스의 FY26 영업이익은 118.9조원으로 YoY 156% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 289,602원
- FY26 예상 BPS에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.0배를 적용하면 57만원의 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 72.4만원의 적정주가 가능
- CY27까지 반도체 호황이 장기화되고 CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 이상으로 상향될 수 있고 FY26 BPS 적용 시 적정주가는 87만원 가능
- 향후 경기 둔화 가능성 및 내년 초 이후 글로벌 유동성의 YoY 증감률 하락 등을 감안 시 트레이딩 관점은 유지해야 할 듯

<그림36> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

경쟁력 회복과 실적 기저 효과

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	160,000원(상향)
증가(2026.01.02)	128,500원
상승여력	24.5 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	782,550십억원
외국인지분율	52.3%
52주 주가	51,000~119,900원
60일평균거래량	22,715,403주
60일평균거래대금	2,309.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.0	34.7	97.2	124.5
상대수익률	10.5	16.0	60.2	48.9



[투자포인트]

- 동사 4Q25 매출과 영업이익을 93.4조원 (QoQ +9%)과 18.9조원 (QoQ +56%)으로 전망. 주요 사업 부문의 예상 영업이익은 DS 14.4조원 (메모리 15.1조원), SDC 1.5조원, MX/NW 2.7조원, CE (하만 포함) 0.3조원
- 1Q26에도 반도체 가격의 상승이 지속될 전망이다. 연말을 맞아 잠시 주춤했던 현물가격이 다시 상승 추세로 전환될 가능성이 있으며, 1Q26 고정거래가격은 DRAM 30~40%, NAND 10~20% 가량 추가 급등할 것으로 전망됨. 1Q26 동사 영업이익은 반도체 부문의 주도로 QoQ 42% 증가하는 26.9조원에 달할 것으로 추정됨
- BOM Cost 부담에 따라 PC, 스마트폰 업체들의 Set 가격 인상과 DRAM 탑재량 축소가 시작되었으나, 최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 판단됨. 물론 향후 시장 가격의 급격한 변동 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있으나, 과거에 없었던 형태의 계약이 나타나고 있는 점은 DRAM 공급 부족이 그만큼 심한 상황이며 향후 가격의 안정성이 과거보다 높을 것임을 의미
- 동사 FY26 영업이익은 123.6조원으로 YoY 191% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 79,345원. HBM4 공급이 1Q25말에 시작될 전망이며 이러한 경쟁력 회복에 따라 동사 중간 P/B 배수가 1.2배에서 과거의 1.5배로 회복되었음. 이에 FY26 예상 BPS를 적용하면 12만원으로 현재 주가 수준. CY27까지 반도체 호황이 지속될 경우 동사 과거 고점 P/B 배수 2.0배를 적용한 16만원의 적정주가 가능

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	333,163	423,380	381,042
영업이익(십억원)	32,726	42,454	123,622	88,969
순이익(십억원)	33,621	37,097	96,030	73,057
EPS(원)	4,950	5,461	14,137	10,755
BPS(원)	57,663	64,166	79,345	91,142
PER(배)	10.7	22.0	8.5	11.1
PBR(배)	0.9	1.9	1.5	1.3
ROE(%)	9.0	9.0	19.7	12.6
배당수익률(%)	2.7	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	3.5	7.3	3.3	3.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표11> 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	93,395	101,303	105,869	113,987	102,222	300,871	333,163	423,380
	매출총이익	28,131	25,497	33,500	42,223	49,660	55,287	58,620	51,415	114,309	129,351	214,983
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.9%	45.2%	49.0%	52.2%	51.4%	50.3%	38.0%	38.8%	50.8%
	영업이익	6,685	4,676	12,166	18,927	26,915	33,361	35,726	27,620	32,726	42,454	123,622
	영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	20.3%	26.6%	31.5%	31.3%	27.0%	10.9%	12.7%	29.2%
DS	매출	25,073	27,883	33,119	41,063	47,725	56,432	59,714	53,707	111,069	127,139	217,577
	매출총이익	5,507	5,166	11,678	19,324	26,659	34,202	35,876	29,634	32,807	41,675	126,371
	매출총이익률	22.0%	18.5%	35.3%	47.1%	55.9%	60.6%	60.1%	55.2%	29.5%	32.8%	58.1%
	영업이익	1,123	393	6,964	14,409	21,887	29,253	30,679	24,230	15,156	22,889	106,049
	영업이익률	4.5%	1.4%	21.0%	35.1%	45.9%	51.8%	51.4%	45.1%	13.6%	18.0%	48.7%
SDC	매출	5,910	6,400	8,092	9,310	6,446	7,132	8,156	8,204	29,140	29,711	29,937
	매출총이익	5,365	5,444	6,221	6,773	5,523	5,662	6,213	6,245	23,218	23,802	23,644
	매출총이익률	90.8%	85.1%	76.9%	72.7%	85.7%	79.4%	76.2%	76.1%	79.7%	80.1%	79.0%
	영업이익	500	501	1,199	1,516	502	562	1,035	831	3,760	3,716	2,931
	영업이익률	8.5%	7.8%	14.8%	16.3%	7.8%	7.9%	12.7%	10.1%	12.9%	12.5%	9.8%
MX/네트워크	매출	37,006	29,207	34,106	30,634	36,361	31,360	35,724	28,867	117,229	130,952	132,313
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,656	12,877	10,632	12,659	10,282	39,831	44,791	46,451
	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	2,737	3,916	3,007	3,502	2,343	10,661	13,740	12,768
	영업이익률	11.6%	10.6%	10.6%	8.9%	10.8%	9.6%	9.8%	8.1%	9.1%	10.5%	9.6%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,900	17,915	17,894	18,901	17,519	17,783	17,542	17,956	70,695	72,610	70,800
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,656	12,877	10,632	12,659	10,282	39,831	44,791	46,451
	매출총이익률	69.5%	55.4%	65.8%	56.4%	73.5%	59.8%	72.2%	57.3%	56.3%	61.7%	65.6%
	영업이익	600	704	295	305	447	560	405	256	3,071	1,904	1,668
	영업이익률	3.4%	3.9%	1.7%	1.6%	2.6%	3.2%	2.3%	1.4%	4.3%	2.6%	2.4%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표12> 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	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394		1,305	1,367	1,426	1,415
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	27,835	28,146	28,491	31,283	33,376	31,750		81,698	93,428	101,591	124,900
	%QoQ / % YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	16%	1%	1%	10%	7%	-5%		11%	14%	9%	23%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7		0.2	0.3	0.4	0.7
	%QoQ / % YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	31%	22%	9%	3%	-5%		-44%	62%	24%	67%
	매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	15,250	18,859	22,544	24,829	22,505		17,279	31,974	43,128	88,737
	%QoQ / % YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	32%	24%	20%	10%	-9%		-39%	85%	35%	106%
	매출 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	22,173	27,138	32,103	34,984	31,372		22,541	43,723	61,484	125,597
NAND	%QoQ / % YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	39%	22%	18%	9%	-10%		-37%	94%	41%	104%
	영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	12,554	17,133	21,232	23,466	20,046		-985	12,773	26,050	81,877
	영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	57%	63%	66%	67%	64%		-4%	29%	42%	65%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	52,810	47,532	49,607	54,899	57,443	53,670		158,613	178,991	185,765	215,619
	%QoQ / % YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	10%	-10%	4%	11%	5%	-7%		14%	13%	4%	16%
	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%	15%	10%	-5%	-10%		-47%	63%	-9%	35%
System LSI	매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	7,895	9,476	11,535	11,466	9,642		15,410	28,387	26,944	42,118
	%QoQ / % YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	6%	20%	22%	-1%	-16%		-39%	84%	-5%	56%
	매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	11,479	13,635	16,426	16,156	13,441		20,073	38,752	38,343	59,658
	%QoQ / % YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	11%	19%	20%	-2%	-17%		-38%	93%	-1%	56%
	영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	2,539	5,370	8,619	7,782	4,733		-11,296	7,208	2,921	26,504
	영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	22%	39%	52%	48%	35%		-56%	19%	8%	44%
	매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	7,083	6,659	7,641	8,317	8,639		22,460	26,590	26,121	31,256
디스플레이	%QoQ / % YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	10%	-6%	15%	9%	4%		-25%	18%	-2%	20%
	영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-738	-705	-676	-625	-584		-2,571	-5,422	-6,375	-2,589
	영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-10%	-11%	-9%	-8%	-7%		-11%	-20%	-24%	-8%
	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	30	30	30	29	28		33	29	30	29
	%QoQ / % YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	2%	3%	0%	-1%	-4%	-3%		5%	-14%	4%	-1%
휴대폰 / Tablet	매출 (백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,832	6,403	4,479	5,008	5,789	5,885		23,766	21,312	20,867	21,161
	%QoQ / % YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	28%	10%	-30%	12%	16%	2%		-11%	-10%	-2%	1%
	매출 (십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	8,092	9,310	6,446	7,132	8,156	8,204		30,969	29,140	29,711	29,937
	%QoQ / % YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	15%	-31%	11%	14%	1%		-10%	-6%	2%	1%
	중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-45	-136	-47	-44	-43	-30		-116	-215	-265	-165
	영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%		-34%	-15%	-11%	-7%
	소형 영업이익 (십억원)	351	1,084	1,585	956	540	546	1,244	1,652	549	607	1,078	861		5,686	3,975	3,981	3,095
TV	영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	19%	15%	10%	9%		19%	14%	15%	10%
	전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,199	1,516	502	562	1,035	831		5,569	3,760	3,716	2,931
	영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	16%	8%	8%	13%	10%		18%	13%	13%	10%
	출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	63.1	69.3	65.2	68.8	60.3		260.9	260.3	268.9	263.6
	%QoQ / % YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-9%	10%	-6%	6%	-12%		-13%	0%	3%	-2%
	ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	343	322	354	327	358	330		310	319	331	343
	%QoQ / % YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-6%	10%	-8%	9%	-8%		8%	3%	4%	3%
기타	매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	20,285	24,504	21,314	24,618	19,900		80,891	83,063	89,059	90,336
	%QoQ / % YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-15%	21%	-13%	16%	-19%		-6%	3%	7%	1%
	매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	29,494	35,261	30,351	34,687	27,740		105,126	113,105	126,831	128,040
	%QoQ / % YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-11%	20%	-14%	10%	-20%		-5%	8%	12%	1%
	영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	2,609	3,775	2,876	3,422	2,255		12,899	10,518	13,334	12,328
	영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	8.8%	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
Total	%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	7,683	6,482	6,320	6,329	6,888		26,842	27,740	27,214	26,019
	%QoQ / % YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	18%	-16%	-2%	0%	9%		-10%	3%	-2%	-4%
기타	영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	6	84	265	73	73	79		1,895	1,431	592	490
	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	6,172	5,681	5,896	5,359	5,938		30,922	21,821	23,460	22,873
Total	영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	485	362	575	675	573	260		1,056	2,457	2,216	2,082
	매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	93,395	101,303	105,869	113,987	102,222		258,935	300,871	333,163	423,380
	%QoQ / % YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-5%	15%	9%	8%	5%	8%	11%		-14%	16%	11%	27%
Total	영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	18,927	26,915	33,361	35,726	27,620		6,567	32,726	42,454	123,622
	영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	20%	27%	32%	31%	27%		3%	11%	13%	29%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		227,062	279,747	389,610	484,741
현금 및 현금성자산		53,706	94,263	171,704	274,693
단기금융자산		58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권		53,246	58,961	74,927	67,434
재고자산		51,755	57,310	72,828	65,546
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	569,006	687,569	778,680
유동부채		93,326	102,711	115,799	124,974
매입채무		12,370	13,698	17,407	15,666
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	121,725	134,812	143,987
지배주주지분		391,688	435,860	538,966	619,098
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	397,841	484,101	547,389
기타자본항목		15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분		10,504	11,420	13,791	15,594
자본총계		402,192	447,281	552,757	634,693

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	79,118	123,601	145,044
당기순이익		34,451	38,013	98,400	74,860
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	40,557	77,441	102,989
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	94,263	171,704
기말현금및현금성자산		53,706	94,263	171,704	274,693

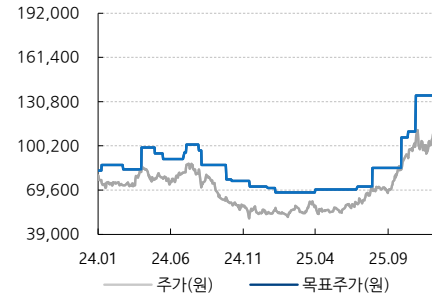
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		300,871	333,163	423,380	381,042
증가율 (%)		16.2	10.7	27.1	-10.0
매출원가		186,562	203,812	208,397	209,573
매출총이익		114,309	129,351	214,983	171,469
판매비와관리비		81,583	86,897	91,361	82,500
연구개발비		34,998	36,648	38,104	34,294
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	42,454	123,622	88,969
증가율 (%)		398.3	29.7	191.2	-28.0
영업이익률 (%)		10.9	12.7	29.2	23.3
이자수익		16,703	16,480	18,804	22,070
이자비용		12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)		751	751	751	751
기타영업외손익		335	879	879	879
세전계속사업이익		37,530	47,516	131,200	99,814
법인세비용		3,078	9,503	32,800	24,953
세전계속이익률 (%)		12.5	14.3	31.0	26.2
당기순이익		34,451	38,013	98,400	74,860
순이익률 (%)		11.5	11.4	23.2	19.6
지배주주귀속 순이익		33,621	37,097	96,030	73,057
기타포괄이익		16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		51,296	54,858	115,245	91,705
지배주주귀속총포괄이익		50,061	53,536	112,469	89,496

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표 (원)					
EPS		4,950	5,461	14,137	10,755
BPS		57,663	64,166	79,345	91,142
CFPS		11,226	12,284	21,061	18,079
DPS		1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation (배)					
PER		10.7	22.0	8.5	11.1
PBR		0.9	1.9	1.5	1.3
PCR		4.7	9.8	5.7	6.6
EV/EBITDA		3.5	7.3	3.3	3.3
Key Financial Ratio (%)					
ROE		9.0	9.0	19.7	12.6
EBITDA이익률		25.0	26.7	40.3	36.4
부채비율		27.9	27.2	24.4	22.7
순부채비율		-23.2	-29.9	-38.2	-50.5
매출채권회전율(x)		6.2	5.9	6.3	5.4
재고자산회전율(x)		5.8	6.1	6.5	5.5

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-22.3%	-11.2%
2026-01-02	Buy	160,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자 의견]

종목추천 투자등급

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

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자 비율 등급 공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

SK하이닉스(000660)

실적 전망치 상향 조정 지속될 듯

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	870,000원(상향)
증가(2026.01.02)	677,000원
상승여력	28.5 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	473,930십억원
외국인지분율	53.8%
52주 주가	164,800~651,000원
60일평균거래량	4,098,302주
60일평균거래대금	2,202.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.7	64.6	133.3	280.3
상대수익률	11.2	45.9	96.3	204.6



[투자포인트]

- 동사 4Q25 매출과 영업이익 전망치는 환율 및 반도체 가격 급등에 따라 31.7조원 (QoQ +30%), 18.3조원 (QoQ +61%). DRAM, NAND 영업이익은 16.5조원 (OPM +67%), 1.8조원 (+27%) 추정. 만약 동사가 고가 판매를 위해 일부 물량을 CY26으로 이월했을 경우 4Q25 실적이 당사 전망치를 소폭 하회할 가능성은 있음
- 연말을 맞아 잠시 주춤했던 현물가격이 상승 추세로 복귀할 가능성이 있으며, 1Q26 고정거래가격은 DRAM 30~40%, NAND 10~20% 추가 급등할 것으로 전망됨. 1Q26 영업이익은 25.6조원 (QoQ +40%)에 달할 듯
- BOM Cost 부담에 따라 PC, 스마트폰 업체들의 Set 가격 인상과 DRAM 탑재량 축소가 시작되었으나, 최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 판단됨. 물론 향후 시장 가격의 급변 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있으나, 과거에 없었던 형태의 계약이 나타나고 있는 점은 DRAM 공급 부족이 그만큼 심한 상황이며 향후 가격의 안정성이 과거보다 높을 것임을 의미. 실적 전망치의 지속 상향 조정이 예상됨
- FY26 영업이익은 118.9조원으로 YoY 156% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 289,602원. CY26 반도체 업황이 호황이고 동사의 전반적인 경쟁력 우위가 지속될 경우, 동사에 적용될 Val. 배수는 전고점인 P/B 2.5배, 적정주가는 72.4만원 가능. CY27까지 반도체 호황이 장기화되고 CY26 중에 ADR이 상장될 경우, 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 이상으로 상향될 수 있고 FY26 BPS 적용 시 적정주가는 87만원 가능

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	96,031	174,228	140,254
영업이익(십억원)	23,467	46,366	118,910	74,471
순이익(십억원)	19,789	41,335	95,165	60,795
EPS(원)	27,182	56,778	130,721	83,509
BPS(원)	101,515	158,587	289,602	373,405
PER(배)	6.4	11.5	5.0	7.8
PBR(배)	1.7	4.1	2.2	1.7
ROE(%)	31.1	43.7	58.3	25.2
배당수익률(%)	1.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.8	7.6	2.8	3.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표13> 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	26,363	28,056	29,819	28,489	66,563	75,982	93,891	112,727
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	8.8%	1.3%	1.8%	6.4%	6.3%	-4.5%	13.1%	14.1%	23.6%	20.1%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.53	0.65	0.81	0.89	0.92	0.86	0.25	0.43	0.55	0.87
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.9%	24.3%	24.2%	9.4%	2.9%	-5.7%	-36.8%	75.5%	27.7%	58.0%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,467	16,961	21,430	24,961	27,299	24,603	16,390	32,828	51,821	98,293
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	38,350	38,785	38,785	43,497	45,672	43,497	131,867	130,645	140,944	171,449
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	-5.0%	1.1%	0.0%	12.1%	5.0%	-4.8%	23.6%	-0.9%	7.9%	21.6%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.10	0.12	0.14	0.15	0.14	0.13	0.06	0.12	0.10	0.14
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	11.0%	17.5%	15.0%	10.0%	-5.0%	-10.0%	-43.3%	90.8%	-11.3%	35.7%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,862	4,589	5,278	6,511	6,494	5,567	7,982	15,093	14,451	23,850
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	26,955	31,717	34,026	30,367	24,935	48,414	67,431	123,066
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394	1,314	1,366	1,424	1,416
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,449	31,711	38,788	45,165	47,943	42,332	32,766	66,123	96,031	174,228
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,420	10,567	10,313	10,466	11,280	11,364	33,299	34,364	38,773	43,423
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,029	21,145	28,475	34,699	36,663	30,968	-533	31,759	57,259	130,805
판매비 (십억원)	2,661	2,770	2,646	2,815	2,856	2,909	2,960	3,170	7,197	8,361	10,892	11,895
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	11,383	18,330	25,619	31,790	33,702	27,798	-7,730	23,398	46,366	118,910
영업이익률	42.2%	41.4%	46.6%	57.8%	66.0%	70.4%	70.3%	65.7%	-23.6%	35.4%	48.3%	68.2%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,972	16,487	22,327	26,438	28,806	24,748	1,021	21,070	44,241	102,318
%/Sales	53.7%	56.2%	58.7%	66.9%	72.4%	74.4%	74.9%	72.2%	4.7%	46.9%	59.9%	73.5%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	396	1,828	3,278	5,339	4,884	3,039	-8,763	2,345	2,061	16,540
%/Sales	0.7%	-3.6%	7.4%	27.4%	43.2%	57.6%	53.4%	39.2%	-83.6%	11.4%	10.0%	49.0%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	74,872	168,876	221,710
현금 및 현금성자산		11,205	37,687	115,772	175,558
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	14,405	17,423	14,025
재고자산		13,314	14,405	26,134	21,038
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	162,448	260,556	320,421
유동부채		24,965	25,992	28,682	27,513
매입채무		2,277	3,304	5,994	4,825
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	46,966	49,656	48,488
지배주주지분		73,903	115,452	210,831	271,840
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	105,719	199,850	259,612
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	29	69	94
자본총계		73,916	115,481	210,900	271,934

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	51,689	96,796	82,497
당기순이익		19,797	41,352	95,204	60,820
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	26,482	78,085	59,786
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	37,687	115,772
기말현금및현금성자산		11,205	37,687	115,772	175,558

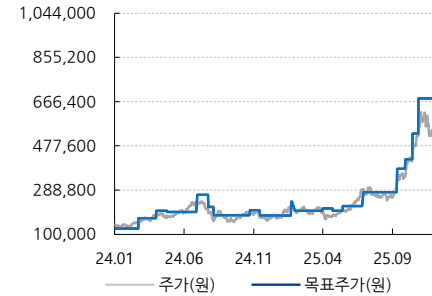
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	96,031	174,228	140,254
증가율(%)		102.0	45.1	81.4	-19.5
매출원가		34,365	38,773	43,423	56,102
매출총이익		31,828	57,259	130,805	84,152
판매비와관리비		8,361	10,892	11,895	9,681
연구개발비		4,436	5,378	6,098	4,909
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	46,366	118,910	74,471
증가율(%)		흑전	97.6	156.5	-37.4
영업이익률(%)		35.5	48.3	68.2	53.1
이자수익		4,855	5,500	4,902	6,360
이자비용		5,708	5,179	4,768	4,768
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	5,040	-	-
세전계속사업이익		23,885	51,690	119,006	76,025
법인세비용		4,088	10,338	23,801	15,205
세전계속이익률(%)		36.1	53.8	68.3	54.2
당기순이익		19,797	41,352	95,204	60,820
순이익률(%)		29.9	43.1	54.6	43.4
지배주주귀속 순이익		19,789	41,335	95,165	60,795
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	42,599	96,452	62,068
지배주주귀속총포괄이익		21,036	42,582	96,412	62,042

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	56,778	130,721	83,509
BPS		101,515	158,587	289,602	373,405
CFPS		44,464	74,954	152,852	107,094
DPS		2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER		6.4	11.5	5.0	7.8
PBR		1.7	4.1	2.2	1.7
PCR		3.9	8.7	4.3	6.1
EV/EBITDA		3.8	7.6	2.8	3.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	43.7	58.3	25.2
EBITDA이익률		54.5	62.1	77.5	65.3
부채비율		62.2	40.7	23.5	17.8
순부채비율		14.4	-16.6	-46.2	-58.0
매출채권회전율(x)		6.5	6.9	10.9	8.9
재고자산회전율(x)		4.9	6.9	8.6	5.9

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-16.1%	-4.3%
2026-01-02	Buy	870,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[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 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-