

[月刊 반도체 3월]

저점 매수 전략이 여전히 유효

지속적인 DDR5, HBM 공급 차질 가능성이 업황에 변수





CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	19
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	25

[기업분석]

삼성전자(005930)	32
SK하이닉스(000660)	37

Summary

수요 전망

- 빅테크 업체들의 Capex 가이드선 상승을 반영하여 CY25 서버 출하량 증가율 전망치를 6.9% -> 9.0%로 상향 조정하며, 이에 따라 DRAM 수요 증가율 역시 17.2% -> 18.0%로 상향 조정함
- 1월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 8.4백만대로 MoM -24.6% 기록. 1월의 YoY 증감률은 -0.2%로 12월의 +11.5%에서 대폭 하락. 이는 지난 12월에 1월 춘절에 대비한 출하량의 증가가 있었기 때문
- CY25 1월 글로벌 스마트폰 판매량은 104.3백만대로 YoY 증감률이 +5.3%를 기록해 전월의 -0.5%에서 개선. 춘절 시기 효과에 따른 것으로 판단됨. 단 1월 판매량이 12월 출하량을 하회함에 따라 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 CY23 10월 이후 16개월 간의 증가세를 지속. 중국 스마트폰 재고 감소 및 모바일 반도체 주문 회복 속도는 중국 정부의 보조금 (15%, 최대 10만원) 지급에 따른 판매량 증가가 2월 이후 얼마나 이어질 것인가에 달려있는 듯. 아직 중국으로부터의 메모리 반도체 주문은 부진이 지속되고 있는 상황
- 2월 26일 집계된 빅테크 업체들의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +37.9%로 2월 1일 집계치 대비 9.6%p 상승. FY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯. 단 Microsoft는 실적 발표에서 FY26부터 사업성을 고려한 효율적인 AI 투자로 전환할 것임을 언급했고, 최근 최소 2곳의 사설 데이터센터 운영자와 임대 계약을 취소한 것으로 알려져 있음. 현재 집계된 빅테크 업체들의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.6%이며 경쟁적인 AI 투자가 FY26에 둔화될 가능성이 존재함
- Nvidia B200 GPU를 탑재한 서버의 출하량이 기존 계획에 미치지 못했고 GB200 탑재 서버의 본격 출하가 2Q25 초로 연기됨에 따라 Nvidia의 1Q25 실적 및 2Q25 가이드선이 시장 예상치의 상단에는 미치지 못했음
- CY25 HBM 생산량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 것으로 판단됨. 단 삼성전자의 1H25 HBM 판매량은 2H24 대비 크게 감소할 전망이다. 3E 12단 제품이 Nvidia 시장 진입에 어려움을 겪을 경우, 동사 CY25 HBM 판매량과 생산 계획이 당초 예상치를 크게 하회할 가능성이 있음. 이 경우 전체 CY25 HBM 수급은 안정세를 이어갈 전망이다
- 삼성전자는 현재 HBM 3E 12단용 Core DRAM 단품칩을 Nvidia에게 재인증 받는 중이며, 이후 2Q25 내로 최종 SiP 인증을 통과해 3Q25에 Nvidia B200A, B300에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오. 동사의 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 동사 1C 나노는 多Step, 低난이도의 신버전으로 재개발되어 6월 양산 시작이 목표. 1C 나노의 성공 여부는 HBM 뿐 아니라 동사 DRAM 사업 경쟁력 전반에 극히 중요

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 최근 DDR5 현물 가격이 소폭 상승 중이며 DDR4 가격은 제품별로 상승과 하락이 혼재 중. 일부 생산 업체의 1B 나노 DDR5에서 불량 발생함에 따라 고객 수요가 타 업체로 집중되며 현물 시장 내 DDR5 출하가 감소한 것이 DDR5 현물가격 상승의 원인인 듯
- DDR4의 경우 극히 가격이 낮은 Recall 제품의 가격은 소폭 반등했으나 Original 제품의 가격은 하락이 지속되고 있음. 중국으로부터의 수요가 여전히 약 세이며 반도체 업체들의 재고가 매우 높은 상황이 이어지고 있음
- 불량 문제가 빠른 시간 내에 해결되지 못할 경우 DDR5 현물가격의 반등이 지속될 가능성이 높음. 반면 DDR4의 가격 하락 역시 지속될 전망
- 1Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 5%~15% 하락하고 NAND ASP는 10% 가량 하락할 것으로 추정됨
- 2Q25 고정거래가격을 예측하기는 아직 이르나 일부 업체의 공급 차질에 따라 DDR5 가격의 낙폭은 축소되고 재고가 많은 DDR4 가격의 낙폭은 확대될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 또한 2Q25에는 HBM 판매량의 회복 정도가 전체 DRAM ASP에 큰 영향을 미칠 전망이다
- 2Q25에는 DDR5 및 HBM의 판매 비중에 따라 업체별 DRAM Blended ASP가 차별화될 것으로 판단됨. 2Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 3%~11% 하락하고 NAND ASP는 15% 가량 하락할 것으로 추정됨
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입한 듯. 1Q25에는 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시했으므로 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 것임. 지난 7월부터 하락하기 시작한 반도체 주가는 이번에도 업황을 6개월 가량 선행하고 있는 것으로 판단됨
- 단 일부 업체의 DDR5, HBM 생산, 판매 차질에 따라 향후 DDR5의 가격 낙폭은 우려 대비 작고, HBM 업황은 안정세를 유지할 가능성이 있으며 업체별로 분기 실적 둔화폭이 상이할 것으로 전망됨

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수는 그간 하락세를 이어오다 최근 반등이 약간 나오고 있는 상황. 만약 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수의 신호로 해석될 수 있음. 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요한 듯

Summary

- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 4월부터 7개월간 하락하다 11월 이후 CY25 1월까지 반등세를 보이고 있음. 단 트럼프 정부의 고관세 정책이 실현될 경우 미국 ISM 제조업 지수의 추세 상승 전환에 부담을 줄 수 있을 것으로 보이며, 미국 ISM 제조업 지수의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯
- 미국의 정책 금리 인하에도 불구하고 높은 시장 금리가 유지됨에 따라 4Q24초부터 Global 유동성 YoY 증감률의 하락이 발생했음. 역사적으로 Global 유동성 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여온 반도체 주가는 3Q24부터 선행하며 하락 개시. 경기 민감주인 반도체 주가에 미국 시장 금리의 변동은 앞으로 큰 영향을 미칠 것으로 판단됨
- 중국 정부의 경기 부양 정책과 유동성 확대에도 불구하고 중국 Credit Impulse 지수와 M2 YoY 증감률은 여전히 혼조세. 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되었음. 단 현재 중국 경제 상황이 지난 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부는 불확실
- 삼성전자의 FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.9배를 적용할 경우 55,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 이하 주가는 Val. Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨. 단 상승 사이클에서 역사적으로 2.0배 이상의 P/B 배수를 부여 받아온 동사가 경쟁력 하락 및 미국 주도의 AI 개발에 소외됨에 따라 이번 사이클에서는 고점 배수가 1.5배에 머물렀음. 동사 최근 Val. 배수가 미국보다는 중국의 경기지표와 연동성이 큰 상황. Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절한 것으로 보이나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망임. 당분간은 저점 매수에만 집중하는 전략이 적절한 것으로 판단됨
- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 직전 사이클에서 SK하이닉스의 고점 배수는 기존의 1.8배에서 2.5배까지 상승. HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 최저점 배수 역시 과거의 1.0배보다 매우 높은 1.5배 (18만원) 수준에서 형성될 듯. HBM 호황 지속 여부가 동사 주가에 중요. 이번 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드의 중간값인 2.0배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 경쟁사의 DDR5 및 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호할 가능성이 높은 것으로 판단됨. 단 경기선행지표들의 추세 상승 전환이 확인되기 전까지 동사 주가는 18~24만원의 구간대에서 움직일 것으로 예상됨. 당분간 시간을 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

기업분석

삼성전자(005930) : 주식 수급과 Valuation Merit는 좋으나 본원 경쟁력 회복은 아직

SK하이닉스(000660) : 당분간 18~24만원의 구간대에서 움직일 듯

CY25 DRAM 수요 증감률: +18.0%로 소폭 상향

- 빅테크 업체들의 Capex 가이드선 상승을 반영하여 CY25 서버 출하량 증가율 전망치를 6.9% -> 9.0%로 상향 조정하며, DRAM 수요 증가율 역시 17.2% -> 18.0%로 상향 조정함
- CY25에는 HBM 포함 Server DRAM 수요의 강세가 이어질 전망이나 PC 출하량은 소폭 감소하고 스마트폰 출하량은 올해 수준에 머물 것으로 판단됨
- CY25에는 On-Device AI Set 성장에도 불구하고 그간의 DRAM 가격 상승에 의한 비용 부담에 따라 전체 Set 내 탑재량 증가 효과가 크지 않을 전망임

<표1> CY24, CY25 DRAM 수요 증가율 전망

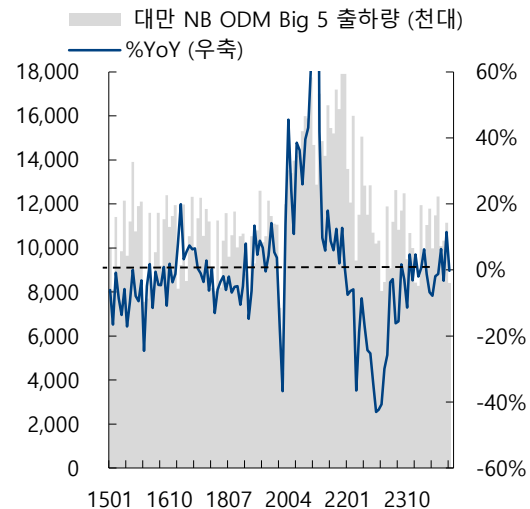
CY24 Vs CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25
Set 출하 증가율	0.0%	-1.5%	3.4%	0.1%	-0.5%	-5.3%	-3.8%	0.2%	6.9%	9.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.4%	9.4%	11.5%	6.4%	4.8%	-0.5%	3.4%	27.7%	20.6%		
DRAM 수요 증가율	8.5%	6.8%	13.2%	11.6%	5.8%	-0.8%	-4.3%	3.7%	36.5%	31.5%	19.3%	18.0%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 1월 출하량 부진

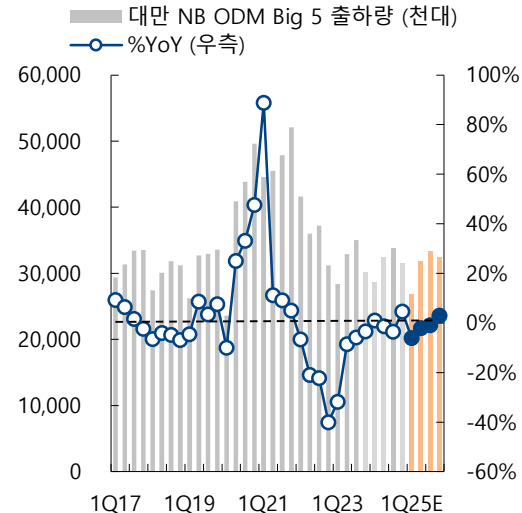
- 1월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 8.4백만대로 MoM -24.6% 기록. 1월의 YoY 증감률은 -0.2%로 12월의 +11.5%에서 대폭 하락. 이는 지난 12월에 1월 춘절에 대비한 출하량의 증가가 있었기 때문
- 역사적으로 2월 출하량은 1월 대비 감소하는 것이 일반적이거나 NB ODM 업체들은 2월에 소폭 증가를 기대 중
- 당사는 지난 20년 간의 분기별 계절성과 경기 상황을 감안해 CY25 PC 출하량 증감률이 현재 시장 컨센서스인 0 ~ +1%를 하회하는 -1.5%를 기록할 것으로 추정

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



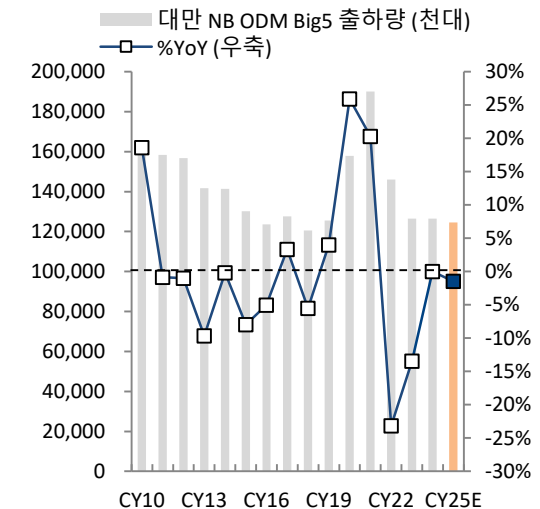
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

AI PC: 충분한 가격 하락이 나올 수 있을 것이냐가 관건

- 현재 시장 주력 PC 제품의 가격인 6~8백 달러 대비 CY24에 LLM 기능을 탑재하고 AI PC라는 이름으로 출시된 제품들의 가격은 평균 1천달러대 중후반으로 두배 가량 비쌌으며, 전용 가속기 Chipset을 탑재한 AI PC의 가격은 네배에 달하는 3천 달러 수준이었음
- 단 Apple은 AI 프로그램을 돌리기 위해 20 TOPS면 충분하다고 언급 중이며 적절한 가격의 AI 맥북이 출시될 경우 판매 호조 가능. 또한 Qualcomm은 Snapdragon X Elite, X Plus에 이어 2025 CES에서 현재 주력 PC 가격대를 타겟으로 개발된 Snapdragon X를 발표
- 오픈 소스인 DeepSeek R1의 출시도 보다 합리적인 가격대의 AI PC 출시에 긍정적인 영향을 줄 수 있음
- 업무용 AI Application의 본격 출시와 PC 가격 하락이 발생한다면 AI PC의 판매가 예상보다 증가할 가능성이 존재함
- Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 판매 증가 시 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음

<그림4> AI PC를 위한 Snapdragon X 시리즈

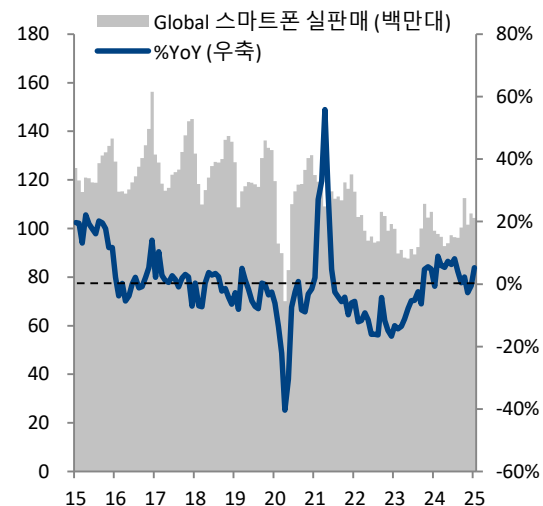


자료 : Qualcomm

스마트폰: 1월까지도 증가한 중국 재고

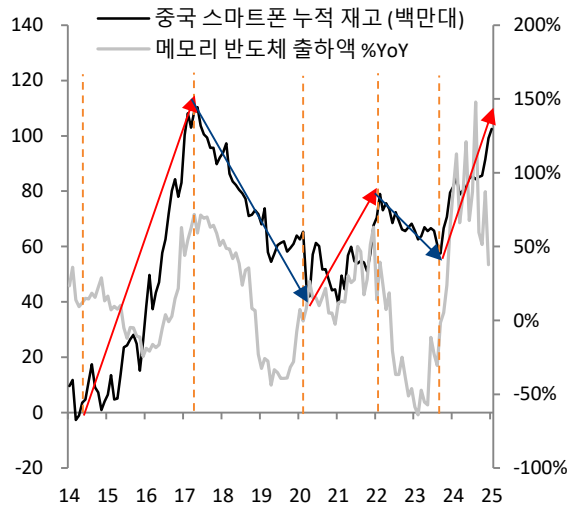
- CY25 1월 글로벌 스마트폰 판매량은 104.3백만대로 YoY 증감률이 +5.3%를 기록해 전월의 -0.5%에서 개선. 춘절 시기 효과에 따른 것으로 판단됨. 1월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 (41.6M, -0.5% -> +5.7%), 중국 (29.1M, -2.0% -> +17.6%), 유럽 (14.3M, -2.4% -> +0.6%)에서 개선된 반면, 인도 (10.6M, +0.6% -> -9.1%), 미국 (8.8M, +3.3% -> -4.4%)에서는 둔화
- 1월 판매량이 12월 출하량을 하회함에 따라 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 CY23 10월 이후 16개월 간의 증가세를 지속. 중국 정부의 보조금 지급에 따른 판매량 증가가 이어지고 춘절 이후의 출하량 감소가 발생할 것으로 예상되는 2월부터 누적 재고의 하락이 시작될 전망
- 중국 스마트폰 재고 감소 및 모바일 반도체 주문 회복 속도는 중국 정부의 보조금 (15%, 최대 10만원) 지급에 따른 판매량 증가가 2월 이후 얼마나 이어질 것인가에 달려있는 듯
- 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험과 1월 현재 누적 재고 수준을 감안 시, 향후 재고 축소에 따른 모바일 반도체 수요 부진은 좀더 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 실제로 아직 중국으로부터의 메모리 반도체 주문은 부진이 지속되고 있는 상황임

<그림5> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



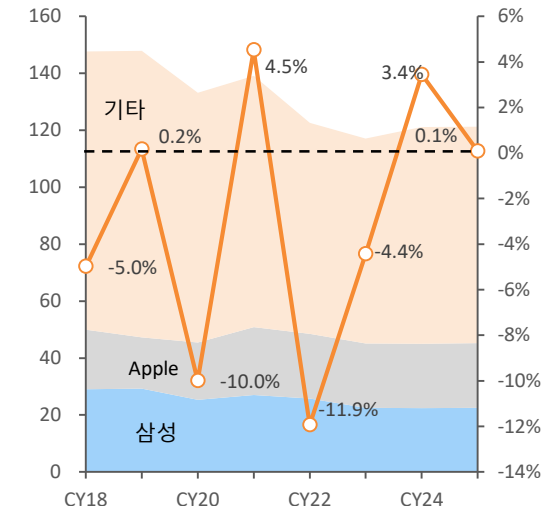
자료 : Counterpoint

<그림6> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림7> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

AI 스마트폰: 아직 DRAM 탑재량 증가 효과 미미

- 주로 업무용인 PC보다 개인적인 용도에 최적화되어 있는 스마트폰의 경우 LLM 서비스 제공만으로도 AI 도입이 부드럽게 진행 중임. 이는 훨씬 높은 Computing Power (40 TOPS)와 고비용이 필요한 AI PC 대비 상대적으로 낮은 사양과 비용으로도 AI 스마트폰이 소비자들에게 어필할 수 있는 이유
- CY24 AI 스마트폰은 전체 출하량에서 5% 이상 수준을 기록한 것으로 판단됨. 단 Google의 안드로이드 14.0 기반 LLM 서비스 Gemini Nano는 버전별로 2GB와 4GB 이하 DRAM을 요구하므로 전체 DRAM 탑재량이 10GB와 12GB인 스마트폰에서도 충분히 작동. 이는 초기 AI 스마트폰이 DRAM 탑재량 증가에 큰 영향을 미치지 못하는 이유
- 아이폰이 AI 스마트폰에 미치는 긍정적 영향은 진보된 AI 기능이 전세계적으로 보급되고 하이엔드 제품 DRAM 용량이 8GB에서 12GB로 증가하는 3Q25부터 발생할 듯

<그림8> Gemini Live를 탑재한 삼성 Galaxy S25

앱 통합 실행

Galaxy

• 사용자가 여러 가지 앱 실행이 필요한 복잡한 작업을 하는 경우, 갤럭시 S25 시리즈에 한 문장의 명령어를 입력하면 앱들이 연결돼 한 번에 실행. 가령 “다음주 토트넘 경기 일정을 내 캘린더에 넣어줘” 라고 명령하면 AI가 알아서 수행.

말로 사진 검색



• 특정한 조건의 이미지를 요청하면 AI가 검색. 온디바이스 AI로 인터넷 연결없이 수행.

‘서클 투 서치’ 소리로 검색

• 기존에는 텍스트, 이미지로만 검색됐지만, 기기에서 재생 중인 영상의 음악이 무엇인지도 소리로 검색 가능해짐.

오디오 지우개

• 동영상의 배경 소음이나 주변 사람들 목소리가 같이 촬영 됐을 경우에 소리도 지울 수 있게 함.

그리기 어시스트

• 텍스트로 지시어를 추가하면 AI가 그림을 그려줌.

자료 : Google, 삼성전자

Server: FY25까지는 강력한 AI 투자 기조가 지속될 것이나...

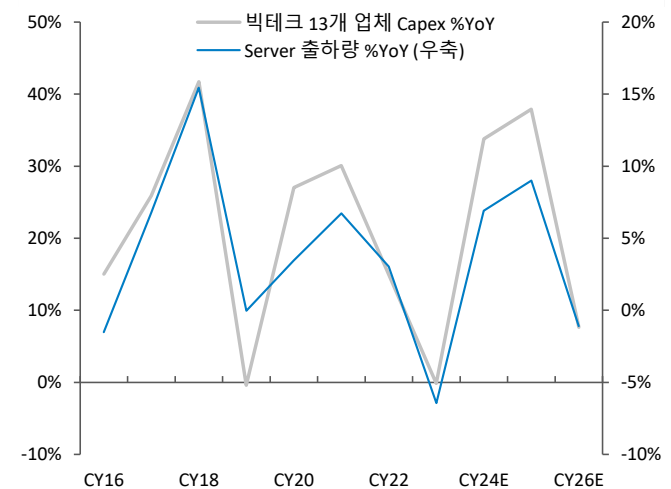
- 2월 26일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 집계치는 2,499억 달러로 2월 1일 집계치 대비 3.5% 상향 조정. 빅테크 업체들의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +37.9%로 2월 1일 집계치 대비 9.6%P 상승. FY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯
- 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가를 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 6.3%에서 9.0%로 상향. 단 Quanta에 따르면 Conventional 서버 주문량이 2H24에 1H 대비 감소했으므로 CY25 전체 서버 출하량 증가율이 당사 전망치를 소폭 하회할 수 있음
- DeepSeek의 충격에도 불구하고 빅테크 업체들의 FY25 Capex 가이던스는 상향되었으나 투자 계획을 변경하기에는 시간이 충분치 않았을 수 있음. Microsoft는 실적 발표에서 FY26부터 사업성을 고려한 효율적인 AI 투자로 전환할 것임을 언급했고, 최근 최소 2곳의 사설 데이터센터 운영자와 임차 계약을 취소한 것으로 알려져 있음
- 현재 집계된 빅테크 업체들의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.6%이며 경쟁적인 AI 투자가 FY26에 둔화될 가능성이 존재함

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E		FY25E		FY26E
									2월 1일	2월 26일	2월 1일	2월 26일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	51,513	52,535	58,328	74,955	77,548
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	9,447	10,836	10,766	11,580
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	37,256	58,179	59,753	64,004
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	75,395	82,999	86,152	100,107	106,631
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	63,336	62,957	71,055
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,127	1,127	1,592	1,571	1,684
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	14,131	14,046	15,248
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	671	683	807	915	936
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	464	464	491	491	496
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	815	815	707	708	814
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,517	6,508	9,837	11,767
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,385	6,113	7,160	6,943	7,504
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,779	1,775	1,826	1,626	1,743
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	241,556	249,916	310,053	344,675	371,010
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	227,875	236,512	294,559	326,269	349,997
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	13,681	13,404	15,494	18,407	21,013
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	29.3%	33.8%	28.4%	37.9%	7.6%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	28.3%	33.2%	29.3%	38.0%	7.3%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	48.8%	45.8%	13.3%	37.3%	14.2%

자료 : Bloomberg

<그림9> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- CY24에 191K/년의 CoWoS Capa (TSMC 154K, Amkor 37K)가 Nvidia에 할당. 이를 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산 가능량은 5.1백만개 (YoY +228%). AMD, Intel, 빅테크 업체들까지 포함 시, 총 가속기 반도체 생산 가능량은 10.4백만개 (YoY +209%)
- CY24 Nvidia GPU 만으로 생산 가능한 AI 서버는 64만대이며, 모든 가속기 반도체 생산량을 감안 시 AI 서버 생산 가능량은 130만대
- 현재까지는 가속기 반도체 재고 축적 수요와 실수요를 넘어서는 AI 서버 생산에 따라 가속기 반도체 수급의 안정이 지속되고 있는 듯
- 특히 중국 빅테크 업체들은 미국 정부의 제재에 따라 가속기 반도체와 HBM을 구매하지 못할 가능성을 염두에 두고 적극적으로 재고 축적에 나서고 있으며, 최근 일부 서버 생산 업체가 Nvidia의 최신 GPU를 중국에 우회 판매하려는 시도가 있었던 것으로 보임

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY24 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY24	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H20	29	
			H100	29	
			H200	29	
			B200	15	
		CoWoS (K)		191	254%
		비중	H20	18%	
			H100	32%	
			H200	34%	
			B200	16%	
		Chip 수 (K)	H20	1,015	
			H100	1,769	
			H200	1,885	
			B200	450	
			Total	5,119	228%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI300X	16	
		CoWoS (K)		18	205%
		비중	MI300X	100%	
		Chip 수 (K)	MI300X	288	205%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi2	30	
			Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		8	167%
		비중	Gaudi2	50%	
			Gaudi3	50%	
		Chip 수 (K)	Gaudi2	120	
			Gaudi3	80	
			Total	200	122%
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	34	
		CoWoS (K)		140	166%
		Chip 수 (K)		4,787	197%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		10,394	209%

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- TSMC는 가속기 반도체향으로 동사 CoWoS Capa 할당량을 CY24 320K/년에서 CY25 650K/년까지 확대. Nvidia에 대한 할당량은 CY24 154K에서 CY25 390K까지 증가. CY25 CoWoS Capa 할당량 440K (Amkor 50K 포함) 가정에 기반한 Nvidia AI GPU 생산량은 8.4백만 개 (YoY +64%)이며 CoWoS Capa 할당량 700K에 기반한 전체 가속기 반도체 생산량은 14.6백만대 (YoY +40%)로 추정
- 단 최근 B200과 GB200의 발열 문제가 다시 불거진 상황. 서버 구성 상의 발열 문제까지 있는 GB200 뿐 아니라 B200의 칩 레벨 발열 문제도 아직 완전히 해결되지 못한 상태로 보임. B200 서버의 출하는 이미 개시되었으나 B200의 수율이 낮아 출하량이 기존 계획에 미치지 못하고 있으며, GB200 서버의 본격 출하는 당초 계획대비 1개 분기 정도 연기된 2Q25 초에 개시될 수 있을 듯. Nvidia의 1Q25 실적 및 2Q25 가이던스가 시장 예상치의 상단에는 미치지 못했음. 발열 문제가 장기화될 경우 HBM 수요에 부정적인 영향이 가능하나 현재 수요 둔화 조짐은 없는 상황

<표4> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY25 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H100	29	
			H200	29	
			New H20	29	
			B200	15	
			B200A/B300A	30	
			B300	15	
		CoWoS (K)		440	130%
		비중	H100	0%	
			H200	2%	
			New H20	4%	
			B200	36%	
			B200A/B300A	21%	
			B300	37%	
		Chip 수 (K)	H100	0	
			H200	255	
			New H20	556	
			B200	2,376	
			B200A/B300A	2,760	
			B300	2,424	
			Total	8,372	64%
	AMD AIGPU 생산량	Net Die	MI325X/350	16	
		CoWoS (K)		30	67%
		비중	MI325X/350	100%	
		Chip 수 (K)	MI325X/350	480	67%
	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)		220	57%
		Chip 수 (K)		5,500	15%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		14,552	40%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 생산/판매 계획의 차질 발생 여부가 중요

- HBM 실제 수요량은 CY25에 24.1억 GB로 143% 증가할 전망이다. 반면 HBM 3사의 CY25 생산 계획량은 35.5억 GB (삼성전자 15.6억 GB, SK하이닉스 15.0억 GB, Micron 4.9억 GB)로 추정됨. TSV Capa는 SK하이닉스 130K -> 160K, 삼성전자 150K -> 170K, Micron 25K -> 50K로 CY25말에 CY24말 대비 증가 예상
- CY25 HBM 생산 계획량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 것으로 판단됨. 중국향 HBM 판매가 미국의 제한으로 중단될 경우 HBM 가수요에 악영향 예상. CY25 시장 수요 증가율이 143%인 반면 SK하이닉스의 생산 증가율이 85%에 불과한 점은 CY26의 공급 과잉 가능성을 의식함에 따른 것으로 추정됨
- 단 삼성전자의 1H25 HBM 판매량은 2H24 대비 크게 감소할 전망이며 3E 12단 제품이 Nvidia 시장 진입에 어려움을 겪을 경우, 동사 CY25 HBM 판매량과 생산 계획이 당초 예상치를 크게 하회할 가능성이 있음. 이 경우 전체 CY25 HBM 수급은 안정세를 이어갈 전망이다

<표5> CY24, CY25 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY24	Nvidia	H20	1,015	HBM3	16	6	96	97	
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142	
		H200	1,885	HBM3E	24	6	144	272	
		B200	450	HBM3E	24	8	192	86	
		Total	5,119					597	419%
	AMD	MI300X	288	HBM3	24	8	192	55	205%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10	
		Total	200					22	152%
	기타	ASIC/FPGA	4,787	HBM2E/3	17	4	67	319	356%
	Total		10,394				96	993	369%
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	255	HBM3E	24	6	144	37	
		New H20	556	HBM3E	24	6	144	80	
		B200	2,376	HBM3E	24	8	192	456	
		B200A/B300A	2,760	HBM3E	36	4	144	397	
		B300	2,424	HBM3E	36	8	288	698	
		Total	8,372					1,669	180%
	AMD	MI325X/350	480	HBM3E	36	8	288	138	150%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	5,500	HBM3/3E	24	4	106	581	82%
	Total		14,552				166	2,413	143%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 1C 나노 DRAM 성공 여부가 극히 중요

- SK하이닉스는 HBM3E 12단 공급을 4Q24에 개시. 2H25에 1B 나노 베이스 HBM4 공급도 시작할 계획. 동사는 CY25에도 Nvidia향 HBM 공급을 대부분 담당하며 독주를 이어갈 가능성이 높은 것으로 판단됨. Micron은 HBM3E 12단 공급을 1Q25에 개시. 동사는 1B 나노 베이스 HBM4의 공급을 1Q26에 개시할 예정
- 삼성전자는 4Q24에 신형 H20향 3E 8단을 Nvidia에 공급 개시. 단 H200 및 B200향 3E 8단의 공급은 SK하이닉스와 Micron이 담당. 동사는 현재 3E 12단용 Core DRAM 단품칩을 Nvidia에게 재인증 받는 중이며, 이후 2Q25 내로 최종 SiP 인증을 통과해 3Q25에 Nvidia B200A, B300에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오
- 삼성전자의 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 1Q26에 양산 예정인 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수. 동사 1C 나노는 多Step, 低난이도의 신버전으로 재개발되어 6월 양산 시작이 목표. 1C 나노의 성공 여부는 HBM 뿐 아니라 동사 DRAM 사업 경쟁력 전반에 극히 중요

<그림10> Nvidia와 AMD GPU 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기



Company	Chips	2024E				2025E				2026E				제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25				CY26	
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
NVIDIA	H200		HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N												HBM2e	SK하이닉스	8/16GB																
	B200						HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP									삼성전자	8/16GB																
	GB200						HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP									Micron	16GB																
	B300										HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP				HBM3	SK하이닉스	16GB				24GB												
	B300A										HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP					삼성전자					16GB				24GB								
	Rubin														HBM3e	SK하이닉스					24GB				36GB								
AMD	M300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm															삼성전자									24GB				36GB			
	M325X					HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm									Micron					24GB				36GB									
	M355X									HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm				HBM4	SK하이닉스									36GB									
															삼성전자									36GB									
	M400														Micron									36GB									

자료 : Trendforce, 각사 자료

DeepSeek의 영향: AI 전반엔 긍정적, Nvidia와 HBM엔 다소 부정적

- 벤치마크 테스트 결과에 따르면 DeepSeek는 coding, mathematical reasoning, task-specific optimization 등 보다 전문적이고 특화된 분야에서 앞선 성능을 보임. 비용 측면에서도 DeepSeek-V3가 GPT-4o 대비 29.8배 저렴. DeepSeek는 A100 또는 H800 등 저성능 구형 GPU로 초고가, 고성능 AI GPU를 사용한 여타 LLM 서비스들에 필적하는 성능 구현
- DeepSeek R1 발표 이후 세계 여러 대학, 기관, 업체들에서 동사의 오픈 소스를 활용해 검증에 성공. 심지어 경쟁 업체인 AWS는 R1 모델을 자사 아마존 베드록, 아마존 세이지메이커에서 제공하기 시작했고 MS도 애저 AI 파운드리와 깃허브를 통해 R1을 제공하고 AI PC에서 R1 모델을 지원할 계획을 발표. 퍼플렉시티 역시 R1을 사용해 검색할 수 있도록 자사 서비스에 추가
- 개발자의 발표 내용이 상당 부분 사실인 것으로 밝혀지고 있으므로 이제부터 AI 혁신은 얼마나 지출하는지에 의해서가 아니고, 얼마나 효율적으로 개발하느냐에 따라 승패가 결정될 전망. 빅테크 업체들은 대규모 지출보다는 더 큰 비중으로 효율적인 투자와 소프트웨어 개발에 관심을 기울일 듯

<표6> ChatGPT와 DeepSeek 간 비교

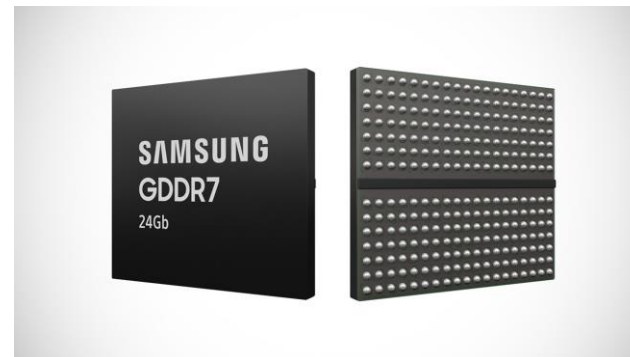
Feature	ChatGPT 	DeepSeek 
Parameters	1.8 trillion	671 billion
Training Cost	\$100 million	\$5.5 million
Training Efficiency	FP16 precision	FP8 precision
Open-Source	No	Yes
Input Cost	\$2.50/million tokens	\$0.14/million tokens
Output Cost	\$10.00/million tokens	\$0.28/million tokens
Best For	General-purpose tasks	Coding, math, specialized tasks

자료 : WWW

DeepSeek의 영향: AI 전반엔 긍정적, Nvidia와 HBM엔 다소 부정적

- 저비용, 고효율 DeepSeek의 성공은 AI 산업 전반에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단. 이는 폐쇄적인 OpenAI와는 달리 DeepSeek는 시장 모두에 개방된 Open Source이기 때문. 소규모 개발자의 대거 참여로 장기적으로는 AI 시장 규모가 도리어 빠르게 확장될 수 있음
- AI 산업의 성장 속도가 빨라짐에 따라 중저가 반도체를 포함한 전반적인 AI 반도체 시장 규모가 커질 수 있으므로, 이는 반도체 업계 전체에 기회가 될 수 있음. 또한 빅테크 업체들의 자체 개발 가속기 반도체 채용량이 급증할 수 있음
- DeepSeek의 등장은 대규모 최신 GPU 구매만이 AI 개발을 위한 유일한 방법이라는 개발 방식에 변화를 가져올 수 있음. 이는 고성능 AI 반도체 시장을 독점하며 성장해온 Nvidia에게는 부정적. 동사 초고가 GPU 판매량과 70%에 달하는 이익률에 하락 압력 발생 가능
- 일부 보도에 따르면 DeepSeek에는 DRAM을 ChatGPT보다 75% 덜 사용. DRAM 채용량 정체 또는 감소로 향후 HBM 판매에 부정적인 영향을 줄 가능성 존재. 저용량, 저가인 GDDR 등 DRAM이 AI 용으로 얼마나 빨리 성장해서 HBM의 성장세 둔화를 상쇄할 것인지가 관건
- 미국 정부가 이번 사건을 계기로 Nvidia의 중국 전용 GPU (H800, H20 등)와 HBM의 판매를 향후 모두 금지하게 된다면, Nvidia뿐 아니라 한국 HBM 업체들에도 부정적인 영향 발생

<그림11> SK하이닉스의 GDDR6 기반 생성형 AI 가속기 카드 AiMX와 삼성전자의 AI용 GDDR7

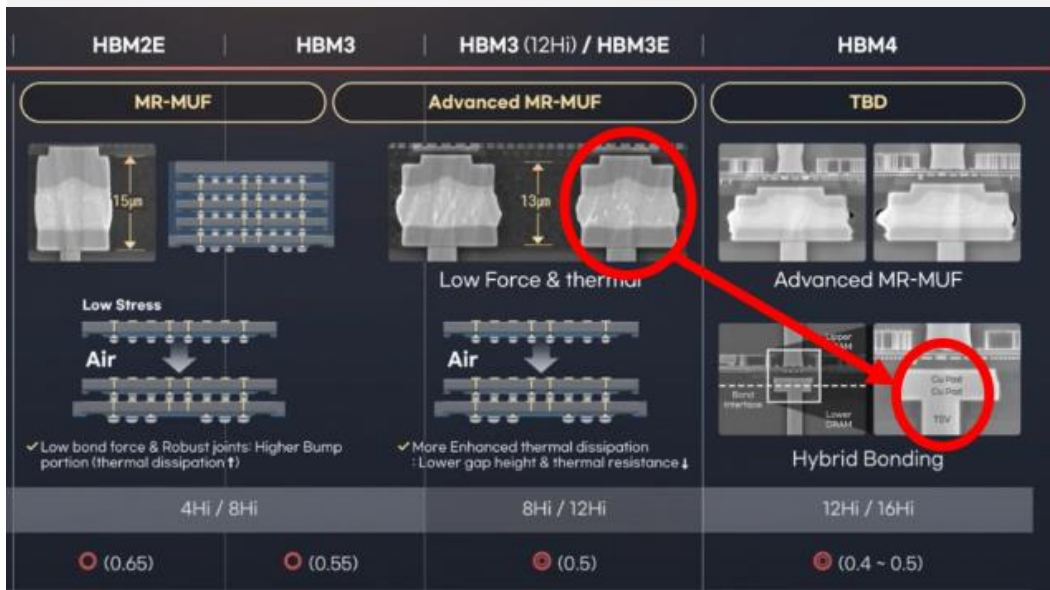


자료 : SK하이닉스, 삼성전자

HBM4: 각 업체들은 기존 본딩 방식을 유지할 듯. Logic Die 관련 불확실성 발생 가능

- HBM4는 이전 세대의 1,024개 에서 I/O 수가 2,048개로 두배 증가. HBM3에서 I/O 간 거리 (Pitch)는 25~30 μ m이며 HBM4에서는 Pitch가 절반 수준으로 줄거나 TSV 지름을 더 좁게 만드는 방법이 사용될 전망. 또한 3, 4나노급의 초미세공정으로 제작되는 Logic Die도 필요
- SK하이닉스는 HBM4에서도 16단까지 MR-MUF를 적용할 계획임. HBM4에서 동사의 난제 중 하나는 초미세공정 Logic Die의 생산을 TSMC가 담당한다는 점. 불량 발생 시 양사 간 이견이 발생할 수 있고 문제 해결을 위한 시간이 오래 걸릴 가능성이 있음
- 삼성전자는 HBM4에서도 TC-NCF 방식을 계속 적용하고 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 적용할 가능성이 높은 듯. MR-MUF로의 전환은 동사가 이미 TC-NCF에 대규모 투자를 실시해왔고 원료 수급에도 문제가 있으므로 실행되기 어려운 상황
- Micron 역시 당분간 TC-NCF 방식을 유지할 전망. 동사는 후공정에서의 어려움을 극복하기 위해 대만, 한국에서 인력을 대규모로 충원 중이며 동사 HBM3E 8단의 수율은 60% 수준으로 알려져 있음

<그림12> SK하이닉스의 HBM Bonding 개발 추이

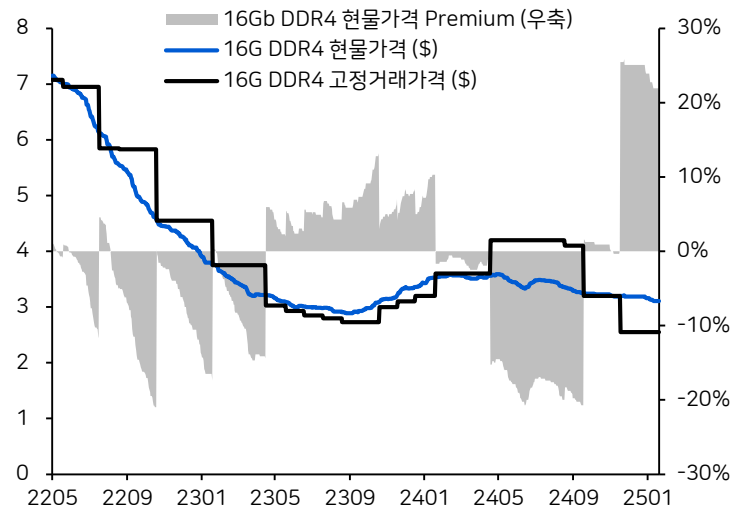


자료 : SK하이닉스, 서울경제

현물가격 전망: 수요 부진에도 불구하고 공급 차질로 DDR5 가격 소폭 상승

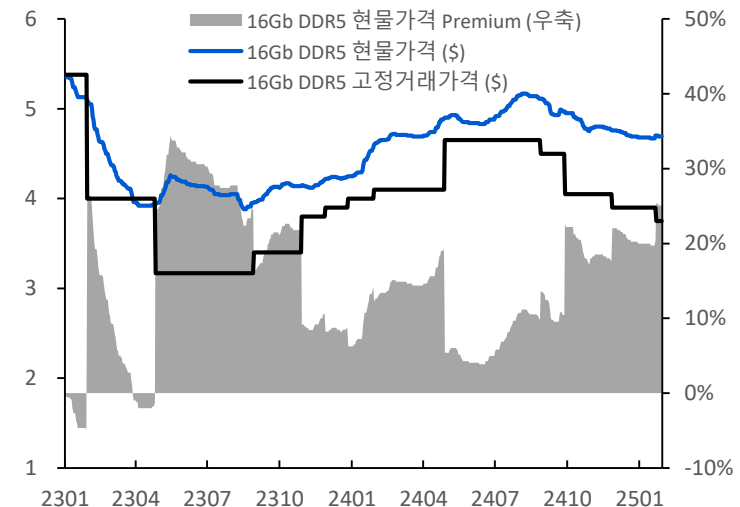
- 최근 DDR5 현물 가격이 소폭 상승 중이며 DDR4 가격은 제품별로 상승과 하락이 혼재 중
- 일부 생산 업체의 1B 나노 DDR5에서 불량 발생함에 따라 고객 수요가 타 업체로 집중되며 현물 시장 내 DDR5 출하가 감소한 것이 DDR5 현물가격 상승의 원인인 듯
- DDR4의 경우 극히 가격이 낮은 Recall 제품의 가격은 소폭 반등했으나 Original 제품의 가격은 하락이 지속되고 있음. 중국으로부터의 수요가 여전히 약세이며 반도체 업체들의 재고가 매우 높은 상황이 이어지고 있음
- NAND의 경우 DRAM보다 재고 규모는 적으나 수요는 더욱 약세로 CY25에 업체들이 감산을 재개할 듯. 해외 업체들은 이미 감산을 결정했으며 한국 업체들도 감산을 고려 중임
- 불량 문제가 빠른 시간 내에 해결되지 못할 경우 DDR5 현물가격의 반등이 지속될 가능성이 높음. 반면 DDR4의 가격 하락 역시 지속될 전망

<그림13> 16Gb DDR4 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림14> 16Gb DDR5 현물가격과 고정거래가격 추이

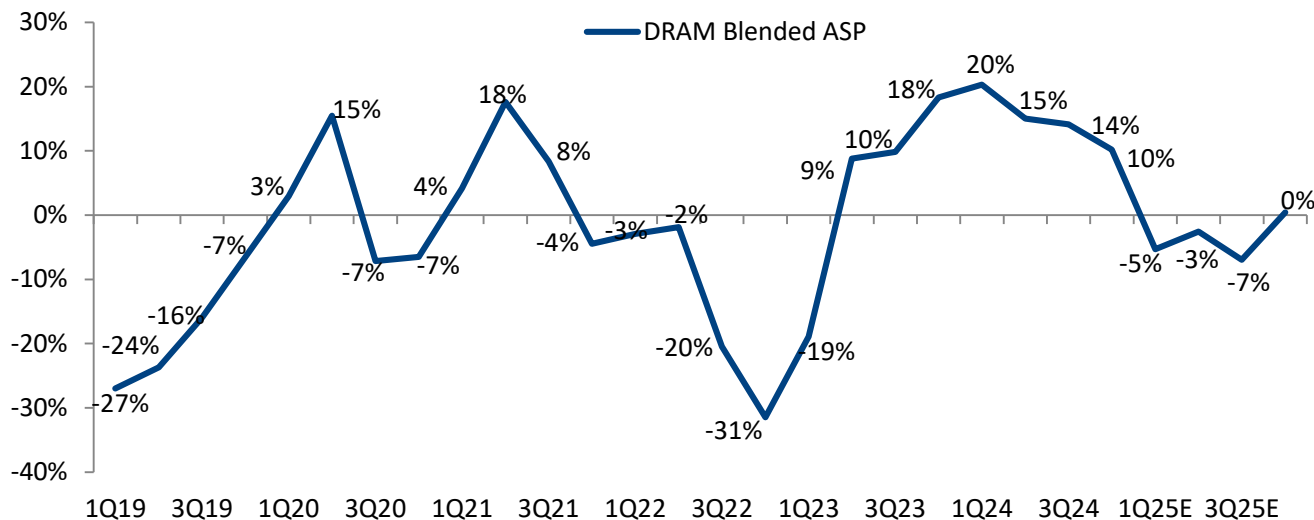


자료 DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

고정거래가격 전망: DDR5, HBM 판매 비중에 따라 업체별 ASP 차별화 예상

- 1Q25에는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 재고 축소 활동 강화에 따라 DDR4 및 NAND 가격은 10~15% 하락하고 DDR5 가격도 5~10% 하락해 기존 예상보다 낙폭이 조금 더 클 것으로 전망됨
- 과거와 달리 올해부터는 HBM에서도 GPU 출시 시기에 따른 계절성이 발생하기 시작. 1Q25 HBM 출하량은 업체별로 전분기 대비 10%~50% 감소할 듯. 향후 분기별 ASP는 가격이 높은 HBM의 출하량에 따라 큰폭의 변동성을 보일 전망이다
- 1Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 5%~15% 하락하고 NAND ASP는 10% 가량 하락할 것으로 추정됨
- 2Q25 고정거래가격을 예측하기는 아직 이르나 일부 업체의 공급 차질에 따라 DDR5 가격의 낙폭은 축소되고 재고가 많은 DDR4 가격의 낙폭은 확대될 가능성이 높은 것으로 판단됨. 또한 2Q25에는 HBM 판매량의 회복 정도가 전체 DRAM ASP에 큰 영향을 미칠 전망이다
- 2Q25에는 DDR5 및 HBM의 판매 비중에 따라 업체별 DRAM Blended ASP가 차별화될 것으로 판단됨. 2Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 3%~11% 하락하고 NAND ASP는 15% 가량 하락할 것으로 추정됨

<그림15> SK하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 추정

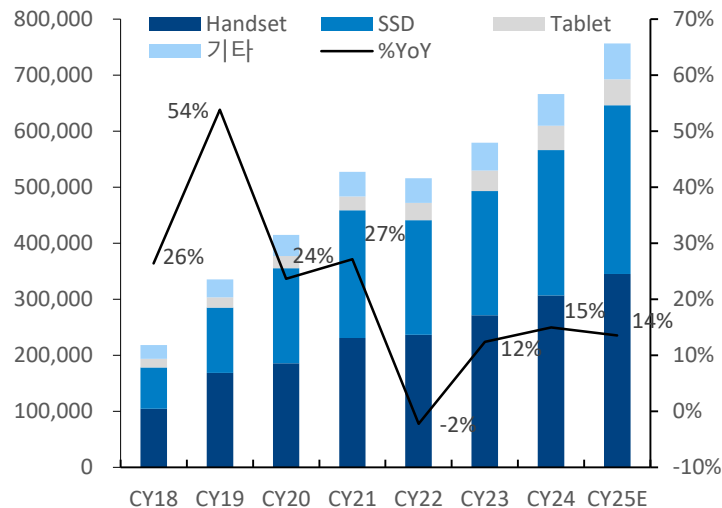


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치를 14.0%로 상향. 3Q24부터 재고 흐름 반전

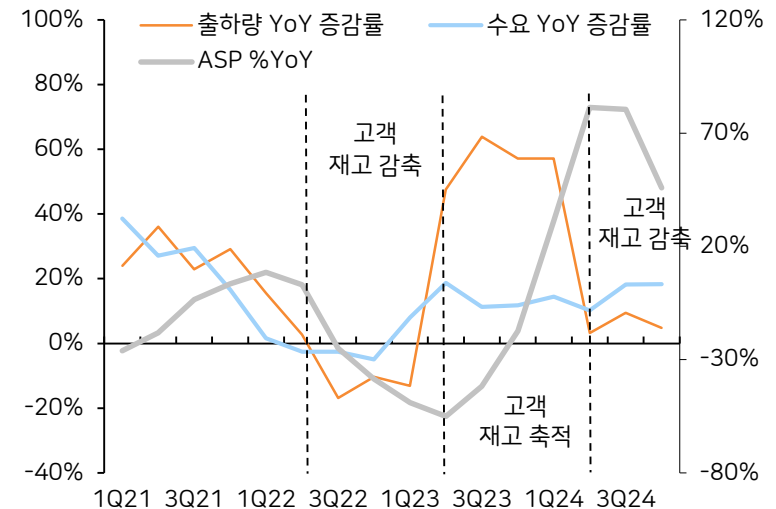
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +14.0%로 예상됨. 이는 서버 출하량 증감률 전망치 상향에 따라 당사 기존 전망치 대비 소폭 상승한 것임. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +23.9%로 수요 증가율인 +12.4%와 +11.9%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- 3Q24 이후에는 고객들의 재고 정리를 위한 주문 축소에 따라 반도체 업체들의 재고가 증가하고 ASP YoY 증감률이 하락 추세에 진입한 것으로 판단됨
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +11.6%를 기록해 수요 증가율 +14.0%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 당분간 업황 둔화가 이어질 것으로 예상됨

<그림16> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림17> 전세계 월별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY24, FY25 DRAM Capex는 65%, 17% 증가할 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 28% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 65% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 18% 감소한 듯
- FY25 DRAM Capex 규모는 삼성전자의 경우 올해와 유사, SK하이닉스는 소폭 증가, 마이크론과 CXMT는 대폭 증가 예상. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다

<표7> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

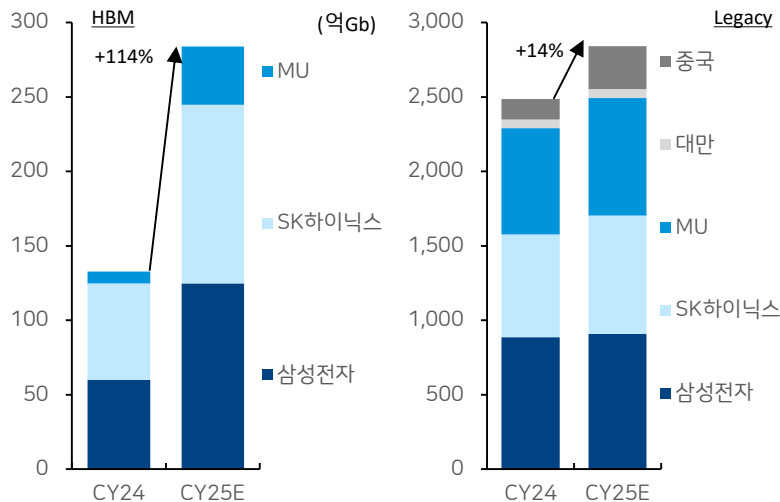
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	12,744
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	630	500
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	3,000	2,500	3,800	4,750
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	35,446	24,858	40,921	47,911
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	29%	-30%	65%	17%
NAND (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	3,993	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407	7,481
Micron	1,700	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250	2,800
SK하이닉스	800	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	1,500
Kioxia + WD	3,500	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	2,500	2,875
PowerChip	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,900
Total	10,093	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,165	18,556
% YoY	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-18%	15%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
WW Memory CAPEX (\$mn)	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,701	44,508	57,086	66,468
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	19%	-30%	28%	16%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

CY25 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%로 수요 증가율 12%를 상회할 듯

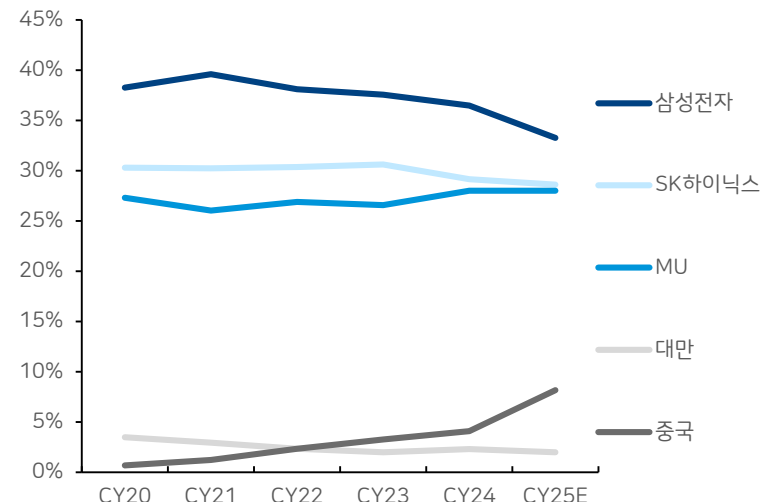
- 삼성전자는 P4 라인 하층의 Legacy DRAM 및 NAND 양산 계획을 CY26 중순으로 연기했으나 CY25에 P1, P2에서 약 60K의 추가 DRAM Capa 증설 예상. 동사는 CY25 Legacy DRAM 생산 증가율을 당초 계획 대비 하향 조정했으며 HBM 생산 계획도 축소될 가능성이 있음
- 반면 CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 131% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 4.1%에서 8.2%로 상승할 것으로 추정됨. 대만 반도체 장비 업체들의 중국향 판매가 최근 대폭 증가 중이고 중국 반도체 장비 업체들의 실적도 크게 개선 중
- 삼성전자의 P4 설비 확대 중지에도 불구하고 중국 업체들의 생산 급증에 따라 CY25 업계 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%를 기록해 12%인 수요 증가율을 상회할 것으로 판단됨. CY25 Blended DRAM 생산 증가율은 HBM의 +114% 포함, 19%로 전망됨
- CXMT는 기존 장비 변경으로 1Z 나노까지 DRAM 생산이 가능할 전망이나, High-K Metal Gate 공정에서 어려움을 겪으며 아직 LPDDR5의 대규모 생산에는 성공하지 못하고 있는 것으로 보임. 당분간 중국 업체들의 악영향은 DDR4와 PC용 DDR5에 제한될 전망이다

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



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림19> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

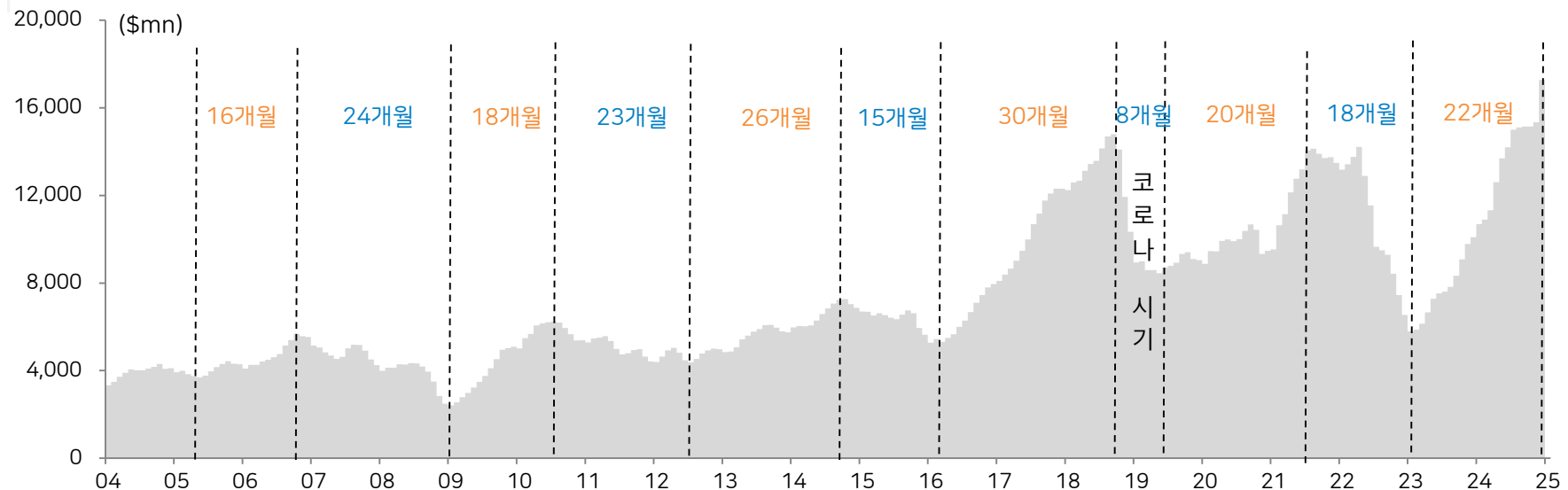


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 사이클: 1Q25부터 하락 사이클 진입. 단 업체별로 둔화폭은 상이할 듯

- CY23에 반도체 업체들의 재고 축소와 고객들의 재고 재축적이 개시되며 2Q23초부터 메모리 반도체 상승 사이클 개시. CY24에도 반도체 업체들의 재고 감소와 고객들의 재고 증가 추세가 이어지며 4Q까지 메모리 반도체 상승 사이클 지속
- CY25 업계 DRAM 생산 증가율은 19%, 수요 증가율은 18%로 예상되며 고객들의 재고 축소에 따라 출하 증가율은 14%에 머물 것으로 추정됨. CY25는 이전 2년 간의 흐름과는 반대로 DRAM 업체들의 재고가 증가하고 고객들의 재고는 감소하는 시기일 듯
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입한 듯. 1Q25에는 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시했으므로 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 것임. 지난 7월부터 하락하기 시작한 반도체 주가는 이번에도 업황을 6개월 가량 선행하고 있는 것으로 판단됨
- 단 일부 업체의 DDR5, HBM 생산, 판매 차질에 따라 향후 DDR5의 가격 낙폭은 우려 대비 작고, HBM 업황은 안정세를 유지할 가능성이 있으며 업체별로 분기 실적 둔화폭이 상이할 것으로 전망됨

<그림20> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간

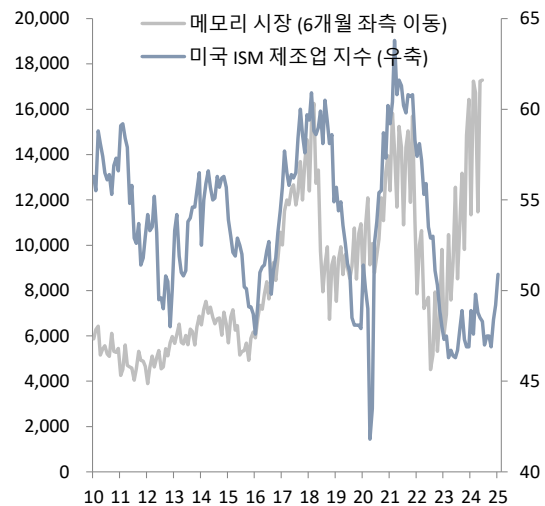


자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

경기선행지표: 매크로 지표들의 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요

- 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수는 그간 하락세를 이어오다 최근 반등이 약간 나오고 있는 상황
- 역사적으로 이를 6개월 후행해온 반도체 시장 규모 (업황)는 위 매크로 지표들의 그간 하락세를 반영하며 올해 1월부터 하락세
- 반도체 주가는 매크로 지표들과 동행하고 반도체 업황에 6개월 선행하며 작년 7월부터 하락
- 만약 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수의 신호로 해석될 수 있음
- 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요한 듯

<그림21> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



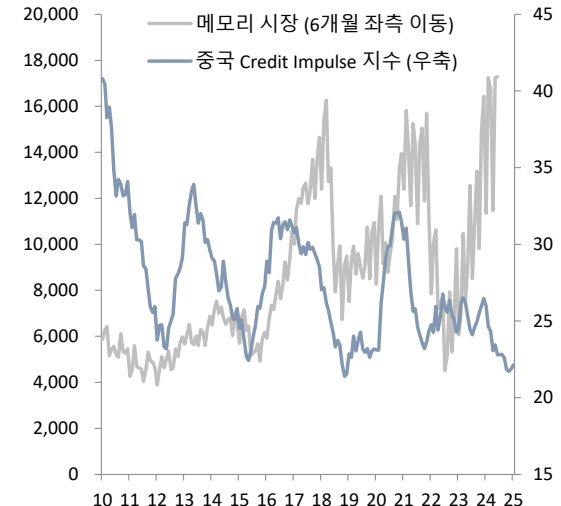
자료 : Datastream, WSTS

<그림22> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림23> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

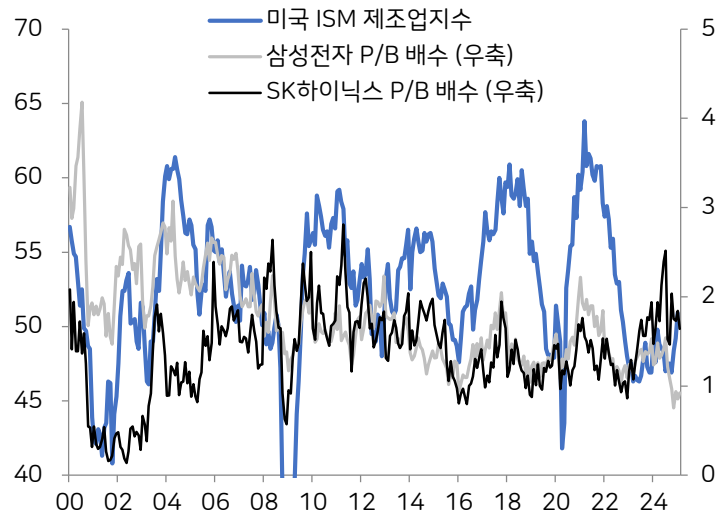


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 트럼프 고관세 부과 여부가 변수

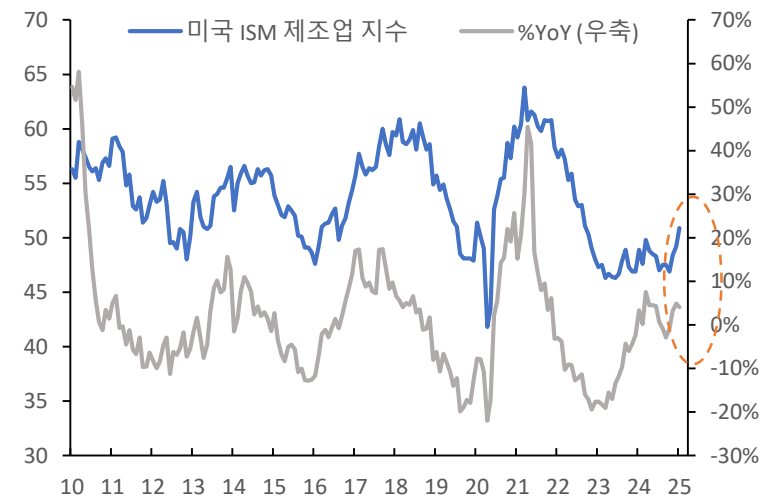
- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 4월부터 7개월간 하락하다 11월 이후 CY25 1월까지 반등세를 보이고 있음
- 현재의 반등세가 추세 상승으로 이어질 경우 역사적으로 동 경기지표와 높은 상관 관계를 보여온 반도체 주가 역시 긍정적 영향을 받게 될 것으로 전망됨
- 단 미국 트럼프 정부의 고관세 정책이 실현될 경우 미국 ISM 제조업 지수의 추세 상승 전환에 부담을 줄 수 있을 것으로 보이며, 미국 ISM 제조업 지수의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯

<그림24> 미국 ISM 제조업지수와 반도체 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림25> 미국 ISM 제조업지수와 YoY 증감률 추이

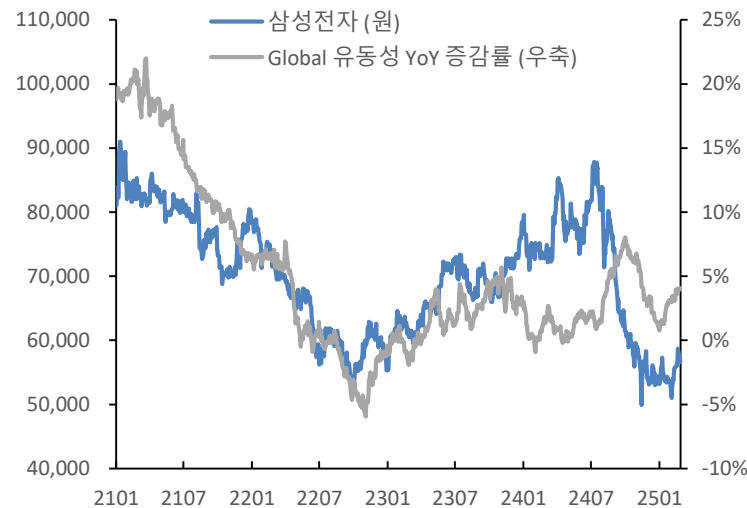


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

Global 유동성 증감률: 반도체 주가 흐름과 여전히 유사한 흐름

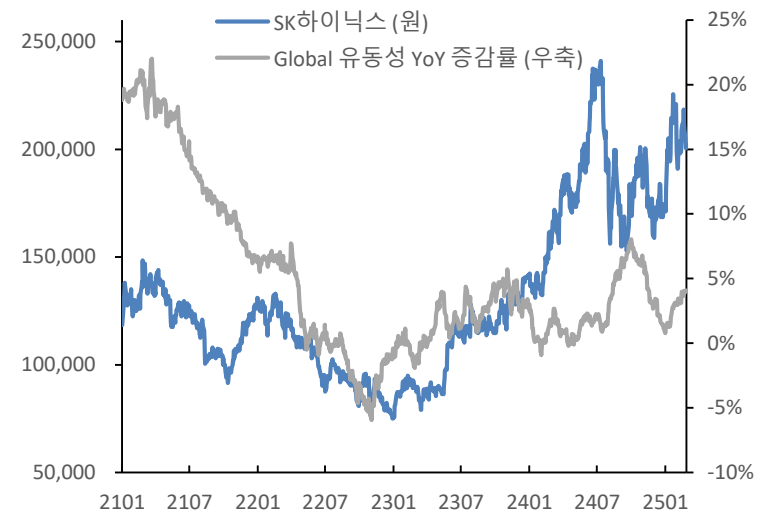
- 미국의 정책 금리 인하에도 불구하고 높은 시장 금리가 유지됨에 따라 4Q24초부터 Global 유동성 YoY 증감률의 하락이 발생했음
- 역사적으로 Global 유동성 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여온 반도체 주가는 3Q24부터 선행하며 하락 개시
- 물론 업체별 경쟁력 차이에 따라 주가 상승폭과 하락폭에 큰 차이가 있으나 현재까지도 양지표간 유사한 흐름이 이어지고 있는 것으로 보임
- 경기 민감주인 반도체 주가에 미국 시장 금리의 변동은 앞으로도 큰 영향을 미칠 것으로 판단됨

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림27> Global 유동성 YoY 증감률과 SK하이닉스 주가

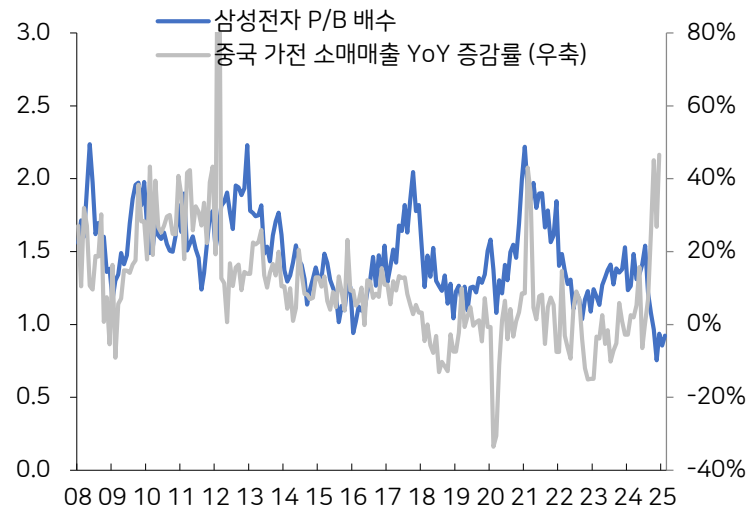


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요 지표 혼조세

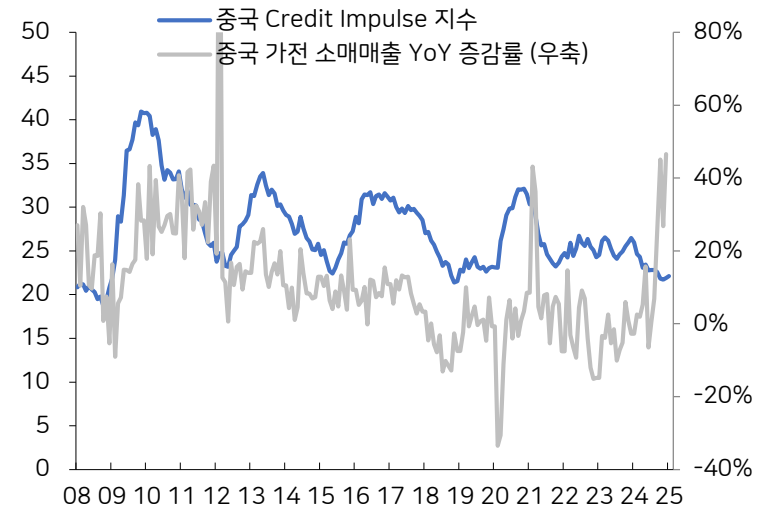
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음. 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- CY24 11월까지 하락하던 중국 Credit Impulse 지수가 12월과 1월에 소폭 개선되었으나 아직 뚜렷한 개선 추세를 보이지 못하고 있음
- 중국 정부의 경기 부양에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 아직 부진한 상황

<그림28> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

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

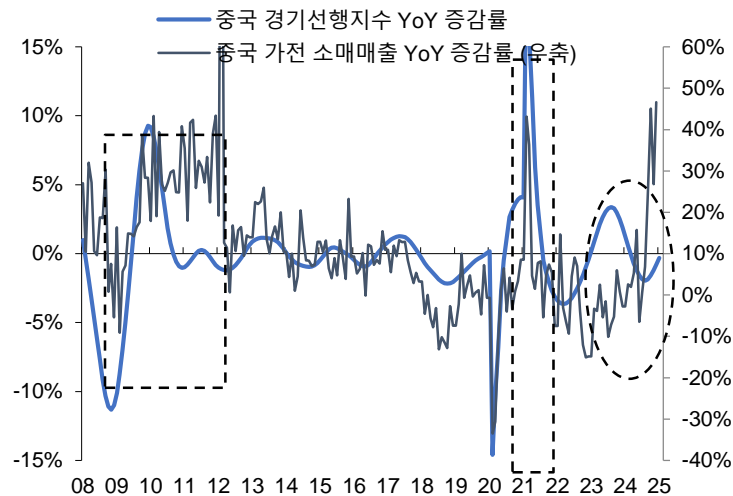


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요 지표 혼조세

- 최근 반등하던 중국 M2 YoY 증감률은 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 CY24 11월 이후 CY25 1월까지 재하락세
- 현재 혼조세를 보이고 있는 중국 경기선행지표들이 중국 정부의 경기 부양에 따라 향후 추세적으로 상승 전환할지는 아직 불확실함
- 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되었음. 단 현재 중국의 경제 상황이 지난 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부 역시 불확실함

<그림30> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림31> 중국 M2 YoY 증감률 추이

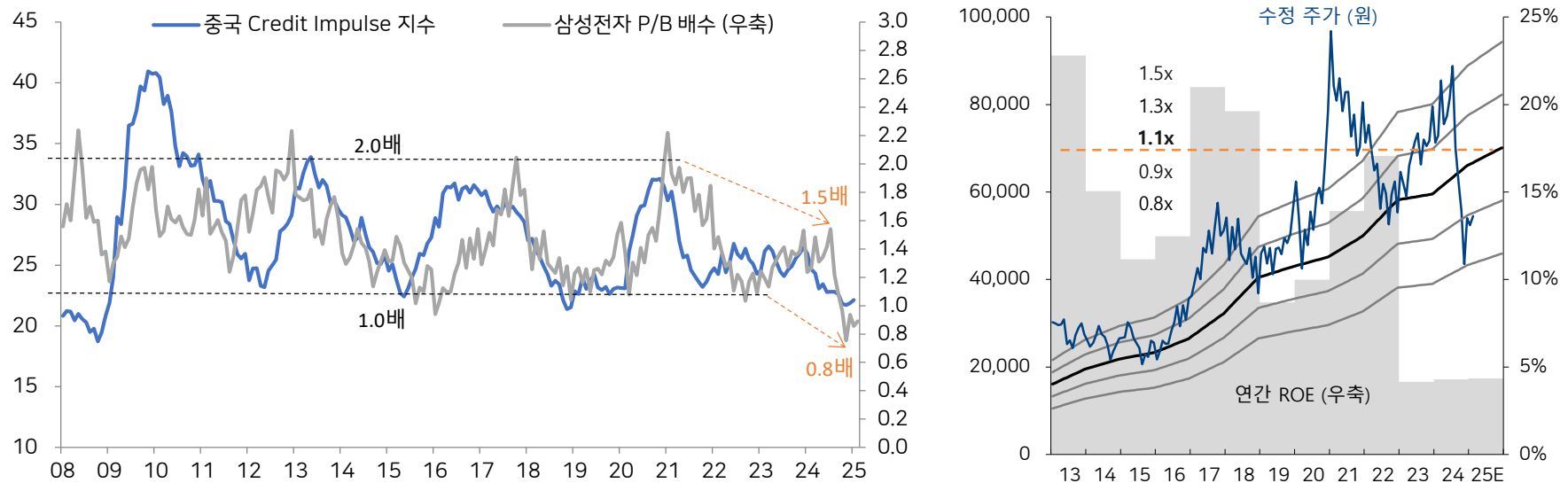


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: Valuation Merit는 있으나 본원 경쟁력 회복은 아직

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 0.89배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.38배를 대폭 하회 중. 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.54배였으며 저점 주가는 0.75배
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.9배를 적용할 경우 55,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 이하 주가는 Val. Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨
- 단 상승 사이클에서 역사적으로 2.0배 이상의 P/B 배수를 부여 받아온 동사가 경쟁력 하락 및 미국 주도의 AI 개발에 소외됨에 따라 이번 사이클에서는 고점 배수가 1.5배에 머물렀음. 동사 최근 Val. 배수가 미국보다는 중국의 경기지표와 연동성이 큰 상황
- Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절한 것으로 보이나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망이다. 당분간은 저점 매수에만 집중하는 전략이 적절한 것으로 판단됨

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

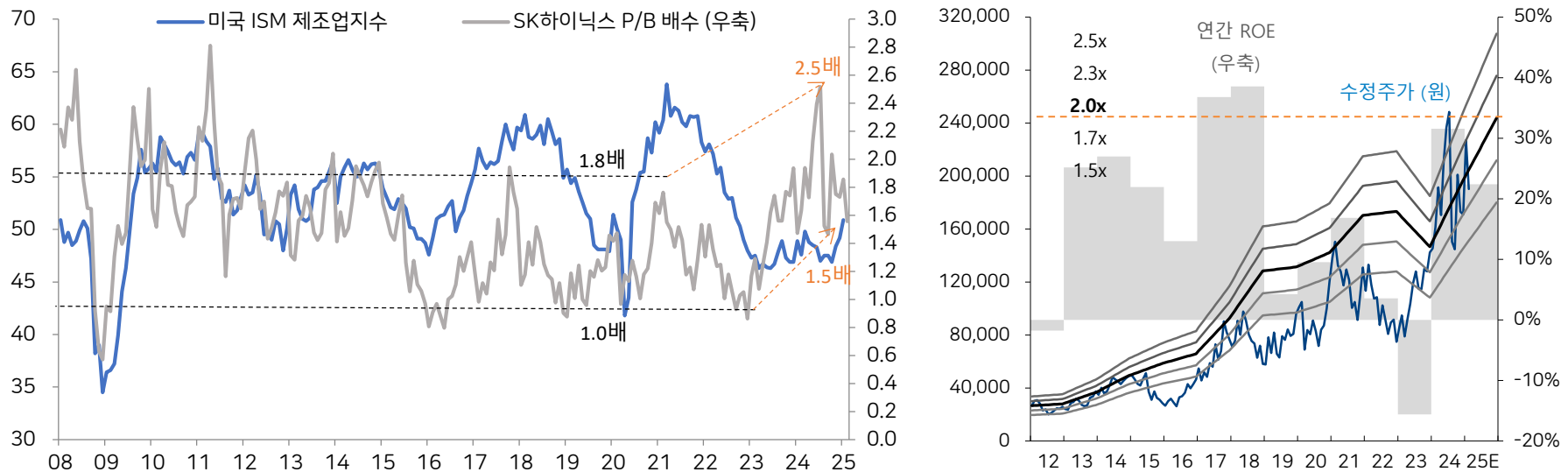


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 당분간 18~24만원의 구간대에서 움직일 듯

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.56배에 해당
- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 직전 사이클에서 동사 고점 배수는 기존의 1.8배에서 2.5배까지 상승. HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 최저점 배수 역시 과거의 1.0배보다 매우 높은 1.5배 (18만원) 수준에서 형성될 듯. HBM 호황 지속 여부가 동사 주가에 중요
- 이번 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드 (1.5~2.5배)의 중간값인 2.0배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 단 중간 이상의 배수를 부여받기 위해서는 업황 사이클의 상승 전환이 확인될 필요가 있음
- 경쟁사의 DDR5 및 HBM 공급 부진에 따라 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 양호할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 단 경기선행지표들의 추세 상승 전환이 확인되기 전까지 동사 주가는 18~24만원의 구간대에서 움직일 것으로 예상됨. 당분간 시간을 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

<그림33> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

주식 수급과 Valuation Merit는 좋으나 본원 경쟁력 회복은 아직

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	68,000원(유지)
증가(2025.02.28)	54,500원
상승여력	24.8 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	596,978만주
시가총액	325,353십억원
외국인지분율	50.1%
52주 주가	49,900~87,800원
60일평균거래량	19,982,474주
60일평균거래대금	1,092.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.9	1.7	-24.8	-25.7
상대수익률	3.7	0.4	-19.9	-21.6



[투자포인트]

- 동사 1Q25 영업이익 전망치를 기존의 5.2조원에서 4.3조원으로, FY25 영업이익 전망치를 기존의 20.0조원에서 18.1조원으로 하향. 1Q25 주요 사업 부문별 영업이익 전망치는 DS -0.4조원 (메모리 2.2조원), SDC 0.3조원, MX/NW 3.6조원, CE (하만 포함) 0.7조원
- 1Q25 DRAM, NAND 출하 증가율에 대한 동사의 가이던스는 각각 한자리수대 후반 하락, 10%대 초반 하락이나 HBM 판매량의 급감과 PC, 모바일 고객들의 재고 축소 흐름을 감안 시, 도전적인 수치인 것으로 판단됨. 1Q25 DRAM ASP는 레거시 제품 가격 본격 하락 및 HBM 판매 감소에 따라 10%대 중반 하락하고 NAND ASP 역시 10% 가량 하락하여 낙폭이 확대될 전망이다. 1Q25 NAND 부문에서는 적자 전환이 가능할 듯
- 1B 나노 DDR5, 1A 나노 HBM3E 제품의 부진이 이어지고 있는 가운데 향후 동사 메모리 경쟁력 및 실적의 개선 여부는 3E 12단 재설계 제품이 Nvidia의 인증에 통과할 수 있을지, HBM4에 사용될 1C 나노 DRAM의 특성이 양호할지, 중국향 HBM 및 전용 GPU의 판매가 미국 정부에 의해 제한될지에 따라 크게 좌우될 전망이다
- 주식 수급 및 Val. Merit에 따라 매수 관점이 적절한 것으로 보이나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망이다. 당분간은 저점 매수에만 집중하는 전략을 권고함

FY	2023	2024	2025E	2026E
매출액(십억원)	258,935	300,871	312,284	343,512
영업이익(십억원)	6,567	32,726	18,129	20,246
순이익(십억원)	14,473	33,621	17,330	18,643
EPS(원)	2,131	4,950	2,551	2,745
BPS(원)	52,002	57,663	61,256	65,042
PER(배)	36.8	11.0	21.4	19.9
PBR(배)	1.5	0.9	0.9	0.8
ROE(%)	4.1	9.0	4.3	4.3
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.7	3.1	3.2	2.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표8> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY23	FY24	FY25E
전사	매출	71,916	74,068	79,099	75,788	77,943	73,636	82,119	78,587	258,935	300,871	312,284
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	25,086	24,269	27,456	27,944	78,543	114,284	104,755
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	32.2%	33.0%	33.4%	35.6%	30.3%	38.0%	33.5%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	4,347	3,548	5,172	5,063	6,567	32,726	18,129
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	5.6%	4.8%	6.3%	6.4%	2.5%	10.9%	5.8%
DS	매출	23,141	28,560	29,271	30,101	25,809	26,843	28,603	29,954	66,595	111,073	111,209
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	4,228	4,278	4,892	6,067	984	32,774	19,465
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	16.4%	15.9%	17.1%	20.3%	1.5%	29.5%	17.5%
	영업이익	1,913	6,450	3,860	2,895	-369	-452	-6	1,042	-14,873	15,118	216
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	-1.4%	-1.7%	0.0%	3.5%	-22.3%	13.6%	0.2%
SDC	매출	5,390	7,650	8,000	8,100	6,761	6,814	8,793	8,820	30,969	29,140	31,188
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	5,999	5,212	5,873	6,524	6,453	24,321	23,218	24,062
	매출총이익률	93.7%	75.8%	79.7%	74.1%	77.1%	86.2%	74.2%	73.2%	78.5%	79.7%	77.2%
	영업이익	340	1,010	1,510	900	347	930	1,503	1,196	5,569	3,760	3,976
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	5.1%	13.6%	17.1%	13.6%	18.0%	12.9%	12.8%
MX/네트워크	매출	33,530	27,380	30,520	25,800	35,685	29,915	33,558	28,253	112,409	117,229	127,411
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	11,901	10,068	11,572	9,769	37,462	39,831	43,311
	매출총이익률	33.2%	33.5%	34.4%	34.9%	33.4%	33.7%	34.5%	34.6%	33.3%	34.0%	34.0%
	영업이익	3,510	2,230	2,820	2,101	3,557	2,396	2,897	2,240	13,011	10,661	11,089
	영업이익률	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	10.0%	8.0%	8.6%	7.9%	11.6%	9.1%	8.7%
VD/가전 (하만 포함)	매출	16,680	18,040	17,670	18,304	16,513	17,626	17,527	18,077	70,830	70,695	69,743
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	11,901	10,068	11,572	9,769	37,462	39,831	43,311
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	49.2%	72.1%	57.1%	66.0%	54.0%	52.9%	56.3%	62.1%
	영업이익	770	811	890	600	738	731	675	587	2,432	3,071	2,732
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.3%	4.5%	4.1%	3.9%	3.2%	3.4%	4.3%	3.9%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표9> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E	
원/달러 환율 (원)																	
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	21,532	19,488	22,699	26,136	27,064	73,875	81,698	93,131	95,387
	%QoQ / % YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-11%	-9%	16%	15%	4%	-3%	11%	14%	2%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
	%QoQ / % YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	20%	-15%	-11%	-3%	7%	-14%	-44%	62%	-4%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,060	7,340	8,163	9,061	28,143	17,279	32,008	31,624
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-23%	4%	11%	11%	-17%	-39%	85%	-1%
	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	10,307	10,570	11,592	12,685	35,957	22,541	43,771	45,154
	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-19%	3%	10%	9%	-7%	-37%	94%	3%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	2,194	1,834	2,241	3,227	16,063	-985	12,744	9,496
영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	21%	17%	19%	25%	45%	-4%	29%	21%	
NAND	16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,891	37,185	42,749	48,585	52,152	138,772	158,613	178,991	180,672
	%QoQ / % YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-1%	-11%	15%	14%	7%	3%	14%	13%	1%
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
	%QoQ / % YoY	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	9%	-6%	-10%	-15%	-10%	-6%	-17%	-47%	63%	-23%
	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,536	5,410	5,534	5,583	25,208	15,410	28,387	22,063
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-20%	-2%	2%	1%	-14%	-39%	84%	-22%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	8,083	7,790	7,858	7,817	32,232	20,073	38,752	31,548
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-4%	-17%	-4%	1%	-1%	-4%	-38%	93%	-19%
	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-148	-962	-1,403	-1,711	4,807	-11,296	7,189	-4,225
영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	-2%	-12%	-18%	-22%	15%	-56%	19%	-13%	
System LSI	매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,075	6,920	8,006	8,684	8,990	29,924	22,460	26,546	32,600
	%QoQ / % YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	1%	-2%	16%	8%	4%	39%	-25%	18%	23%
	영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-2,390	-2,582	-1,478	-962	-561	2,948	-2,571	-5,410	-5,583
영업이익률	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-25%	-34%	-37%	-18%	-11%	-6%	10%	-11%	-20%	-17%	
디스플레이	출하량 (백만개)	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	202.5	205.0	164.1	172.3	206.7	217.1	840.0	716.0	747.0	760.1
	%QoQ / % YoY	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	3%	1%	-20%	5%	20%	5%	-20%	-15%	4%	2%
	ASP (\$)	33	32	34	33	28	29	29	28	28	27	30	29	32	33	29	29
	%QoQ / % YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-3%	0%	-3%	9%	-3%	20%	5%	-14%	1%
	매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,786	4,631	4,732	6,192	6,300	26,555	23,766	21,312	21,855
	%QoQ / % YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	-2%	-20%	2%	31%	2%	-4%	-11%	-10%	3%
	매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,100	6,761	6,814	8,793	8,820	34,380	30,969	29,140	31,188
	%QoQ / % YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	1%	-17%	1%	29%	0%	8%	-10%	-6%	7%
	중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-56	-4	1	2	24	-1,153	-116	-215	23
	영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-15%	1%
	소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	956	351	929	1,501	1,173	7,105	5,686	3,975	3,954
영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	13%	14%	6%	15%	18%	22%	19%	14%	13%	
전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	900	347	930	1,503	1,196	5,952	5,569	3,760	3,976	
영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	11%	5%	14%	17%	14%	17%	18%	13%	13%	
휴대폰 / Tablet	출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.0	67.6	61.5	67.2	61.1	300.1	260.9	260.3	257.4
	%QoQ / % YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-9%	11%	-9%	9%	-9%	-5%	-13%	0%	-1%
	ASP (\$)	335	300	318	284	353	305	325	289	353	329	343	320	287	310	319	337
	%QoQ / % YoY	30%	-10%	6%	-11%	24%	-14%	7%	-11%	22%	-7%	4%	-7%	4%	8%	3%	6%
	매출 (백만불)	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,221	21,841	17,613	23,831	20,220	23,051	19,543	86,065	80,891	83,063	86,645
	%QoQ / % YoY	31%	-21%	17%	-18%	38%	-21%	14%	-19%	35%	-15%	14%	-15%	-1%	-6%	3%	4%
	매출 (십억원)	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,332	29,648	24,659	34,794	29,116	32,732	27,360	110,754	105,126	113,105	124,002
	%QoQ / % YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-17%	41%	-16%	12%	-16%	11%	-5%	8%	10%
	영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	1,973	3,552	2,392	2,892	2,235	10,577	12,899	10,518	11,071
영업이익률	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	10.2%	8.2%	8.8%	8.2%	9.5%	12.3%	9.3%	8.9%	
TV	출하량 (백만개)	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.6	8.6	8.7	9.7	10.8	39.0	36.7	37.6	37.8
	%QoQ / % YoY	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	10%	-19%	1%	11%	12%	-8%	-6%	3%	0%
	ASP (\$)	556	603	538	558	564	519	524	524	530	487	487	487	590	563	540	505
	%QoQ / % YoY	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	1%	0%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%	-6%
	매출 (백만불)	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,911	5,015	5,572	4,513	4,606	4,704	5,268	23,023	20,632	20,308	19,092
	%QoQ / % YoY	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	2%	11%	-19%	2%	2%	12%	-5%	-10%	-2%	-6%
	매출 (십억원)	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,800	6,589	6,633	6,680	7,376	29,702	26,842	27,740	27,278
	%QoQ / % YoY	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	15%	-16%	1%	1%	10%	6%	-10%	3%	-2%
	영업이익 (십억원)	566	598	380	350	388	298	383	361	305	199	217	314	1,428	1,895	1,431	1,035
영업이익률	9%	9%	6%	5%	6%	4%	6%	5%	5%	3%	3%	4%	5%	7%	5%	4%	
기타	매출 (십억원)	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,394	5,848	5,659	4,488	4,706	5,781	5,540	29,284	30,922	21,817	20,515
	영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	548	678	633	684	362	1,601	1,056	2,494	2,358
	영업이익률	-1%	7%	7%	-2%	10%	12%	13%	10%	15%	13%	12%	7%	5%	3%	11%	12%
Total	매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	75,788	77,943	73,636	82,119	78,587	302,231	258,935	300,871	312,284
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	3%	-6%	12%	-4%	8%	-14%	16%	4%
	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	4,347	3,548	5,172	5,063	43,377	6,567	32,726	18,129
영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	6%	5%	6%	6%	14%	3%	11%	6%	

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
유동자산		195,937	227,062	256,034	299,964
현금 및 현금성자산		69,081	53,706	77,836	109,930
단기금융자산		23,326	58,946	58,946	58,946
매출채권		43,281	53,246	55,266	60,792
재고자산		51,626	51,755	53,718	59,090
비유동자산		259,969	287,470	291,858	284,769
유형자산		187,256	205,945	212,637	207,296
무형자산		22,742	23,739	20,705	18,227
자산총계		455,906	514,532	547,892	584,733
유동부채		75,719	93,326	101,853	112,515
매입채무		11,320	12,370	12,839	14,123
단기차입금		7,115	13,173	13,173	13,173
유동성장기부채		1,309	2,207	2,207	2,207
비유동부채		16,509	19,014	19,014	19,014
사채		538	15	15	15
장기차입금		3,725	3,936	3,936	3,936
부채총계		92,228	112,340	120,867	131,529
지배주주지분		353,234	391,688	416,093	441,812
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		346,652	370,513	378,074	386,947
기타자본항목		1,280	15,873	32,718	49,563
비지배주주지분		10,444	10,504	10,932	11,392
자본총계		363,678	402,192	427,025	453,204

현금흐름표	(십억원)	2023	2024	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		44,137	72,983	65,292	63,255
당기순이익		15,487	34,451	17,758	19,103
유형자산감가상각비		35,532	39,650	43,308	45,341
무형자산상각비		3,134	2,981	3,033	2,478
지분법관련손실(이익)		888	751	751	751
투자활동 현금흐름		-16,923	-85,382	-43,253	-33,253
유형자산의 처분(취득)		-57,513	-51,250	-50,000	-40,000
무형자산의 처분(취득)		-2,911	-2,319	-	-
금융상품의 증감		42,220	-35,620	-	-
재무활동 현금흐름		-8,593	-7,797	-9,819	-9,778
단기금융부채의증감		2,145	5,871	-	-
장기금융부채의증감		-865	-960	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-9,864	-10,889	-9,811	-9,769
현금및현금성자산의증감		19,400	-15,375	24,130	32,095
기초현금및현금성자산		49,681	69,081	53,706	77,836
기말현금및현금성자산		69,081	53,706	77,836	109,930

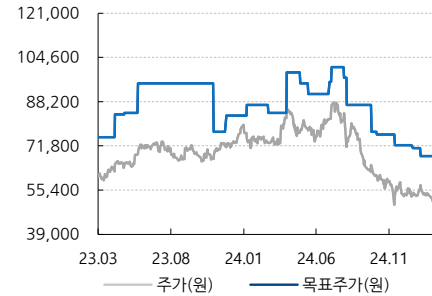
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024	2025E	2026E
매출액		258,935	300,871	312,284	343,512
증가율(%)		-14.3	16.2	3.8	10.0
매출원가		180,389	186,562	207,530	228,282
매출총이익		78,547	114,309	104,755	115,230
판매비와관리비		71,980	81,583	86,625	94,984
연구개발비		28,340	34,998	36,326	39,958
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		6,567	32,726	18,129	20,246
증가율(%)		-84.9	398.3	-44.6	11.7
영업이익률(%)		2.5	10.9	5.8	5.9
이자수익		16,100	16,703	15,988	16,950
이자비용		12,646	12,986	13,048	12,855
지분법이익(손실)		888	751	751	751
기타영업외손익		97	335	377	377
세전계속사업이익		11,006	37,530	22,197	25,470
법인세비용		-4,481	3,078	4,439	6,368
세전계속이익률(%)		4.3	12.5	7.1	7.4
당기순이익		15,487	34,451	17,758	19,103
순이익률(%)		6.0	11.5	5.7	5.6
지배주주귀속 순이익		14,473	33,621	17,330	18,643
기타포괄이익		3,350	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		18,837	51,296	34,603	35,948
지배주주귀속총포괄이익		17,604	50,061	33,769	35,082

주요투자지표		2023	2024	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		2,131	4,950	2,551	2,745
BPS		52,002	57,663	61,256	65,042
CFPS		7,823	11,226	9,373	9,784
DPS		1,444	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)					
PER		36.8	11.0	21.4	19.9
PBR		1.5	0.9	0.9	0.8
PCR		10.0	4.9	5.8	5.6
EV/EBITDA		9.7	3.1	3.2	2.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		4.1	9.0	4.3	4.3
EBITDA이익률		17.5	25.0	20.6	19.8
부채비율		25.4	27.9	28.3	29.0
순부채비율		-21.9	-23.2	-27.5	-33.0
매출채권회전율(x)		6.1	6.2	5.8	5.9
재고자산회전율(x)		5.0	5.8	5.9	6.1

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-04-07	Buy	83,400	-21.7%	-20.7%
2023-04-27	Buy	84,000	-21.5%	-18.5%
2023-05-25	Buy	95,000	-26.5%	-22.7%
2023-10-31	Buy	77,000	-7.5%	-5.5%
2023-11-27	Buy	83,000	-10.4%	-4.1%
2024-01-09	Buy	87,000	-15.3%	-13.6%
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%
2025-01-08	Buy	68,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

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

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율 등급 공시 2024-12-31 기준]

매수
92.4%

중립(보유)
6.9%

매도
0.7%

SK하이닉스(000660)

당분간 18~24만원의 구간대에서 움직일 듯

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(유지)
증가(2025.02.28)	190,200원
상승여력	5.2 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	138,466십억원
외국인지분율	55.6%
52주 주가	152,800~241,000원
60일평균거래량	4,111,768주
60일평균거래대금	788.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.4	15.3	13.0	21.8
상대수익률	-3.6	14.0	18.0	25.9



[투자포인트]

- 1Q25 동사 영업이익을 QoQ 23% 감소하는 6.2조원으로 추정. 1Q25에는 DRAM과 NAND 출하량이 12%, 18% 감소할 전망. 또한 HBM 출하량도 10% 이상 감소할 듯. 당사가 현재 예상하고 있는 동사 1Q25 DRAM, NAND ASP 하락률은 5%와 10%. 1Q25에는 NAND 영업이익이 적자로 전환될 전망이며, 1Q25 실적에는 전분기에 있었던 특별 상여금의 악영향이 사라지는 반면 NAND 부문에서는 재고자산 평가손이 발생할 수 있음
- 단 경쟁사의 DDR5 및 HBM 공급 부진에 따라 향후 동사 실적은 업황 하락기에도 상대적으로 매우 양호할 가능성이 높은 것으로 판단됨. 이를 반영하여 동사 FY25 영업이익 전망치를 기존의 23.5조원에서 25.8조원으로 상향함
- HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 올해 최저점 P/B 배수가 1.5배 (18만원) 수준에서 형성되고 이번 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드 (1.5~2.5배)의 중간값인 2.0배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 단 중간 이상의 배수를 부여받기 위해서는 업황 사이클의 상승 전환이 확인될 필요가 있음
- 경기선행지표들의 추세 상승 전환이 확인되기 전까지 동사 주가는 18~24만원의 구간대에서 움직일 것으로 예상됨. 당분간 시간을 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	66,193	71,146	78,261
영업이익(십억원)	-7,730	23,467	25,763	27,304
순이익(십억원)	-9,112	19,789	18,012	19,451
EPS(원)	-12,517	27,182	24,741	26,718
BPS(원)	73,495	98,727	122,186	147,622
PER(배)		7.0	7.7	7.1
PBR(배)	1.9	1.9	1.6	1.3
ROE(%)	-15.6	31.6	22.4	19.8
배당수익률(%)	0.2	0.7	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	21.2	4.1	3.4	2.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,521	17,960	20,653	22,329	23,328	58,858	66,563	75,982	84,270
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-12.5%	15.0%	8.1%	4.5%	1.0%	13.1%	14.1%	10.9%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.48	0.47	0.43	0.44	0.39	0.25	0.43	0.45
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	-5.3%	-2.6%	-7.0%	0.4%	-16.6%	-36.8%	75.7%	4.3%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	8,584	9,617	9,673	10,149	22,923	16,390	32,878	38,023
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	23,561	28,998	33,347	36,247	106,710	131,867	130,645	122,153
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-17.9%	23.1%	15.0%	8.7%	45.7%	23.6%	-0.9%	-6.5%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.11	0.09	0.09	0.08	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-10.0%	-15.0%	-10.0%	-6.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-21.2%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,626	2,747	2,843	2,905	11,400	7,982	15,093	11,122
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	196	176	164	162	145	534	563	492	647
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	14,108	11,386	12,528	12,679	13,199	34,857	24,935	48,464	49,792
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,460	1,440	1,420	1,400	1,280	1,314	1,366	1,429
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,767	16,623	18,040	18,004	18,478	44,622	32,766	66,193	71,146
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	8,185	8,925	9,383	9,588	28,994	33,299	34,364	36,081
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	8,438	9,115	8,621	8,891	15,628	-533	31,829	35,065
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,215	2,278	2,342	2,468	8,818	7,197	8,361	9,302
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	8,083	6,223	6,837	6,280	6,423	6,809	-7,730	23,467	25,763
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	37.4%	37.9%	34.9%	34.8%	15.3%	-23.6%	35.5%	36.2%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	6,366	7,260	6,914	7,239	8,908	1,021	21,140	27,779
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	50.8%	52.4%	50.3%	50.9%	30.3%	4.7%	47.0%	51.1%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	-154	-432	-643	-824	-2,163	-8,763	2,345	-2,053
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	-4.0%	-10.9%	-15.9%	-20.3%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-12.9%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		30,468	37,257	50,573	68,342
현금 및 현금성자산		7,587	15,104	27,075	42,831
단기금융자산		1,433	1,421	1,408	1,396
매출채권		6,942	9,929	10,672	7,826
재고자산		13,481	9,929	10,672	15,652
비유동자산		69,862	72,555	76,603	77,761
유형자산		52,705	57,525	61,939	63,249
무형자산		3,835	3,217	2,726	2,334
자산총계		100,330	109,812	127,177	146,103
유동부채		21,008	16,312	16,591	16,992
매입채무		1,846	3,728	4,007	4,408
단기차입금		4,146	2,146	2,146	2,146
유동성장기부채		5,712	3,200	3,200	3,200
비유동부채		25,819	21,619	21,619	21,619
사채		9,490	7,290	7,290	7,290
장기차입금		12,523	10,523	10,523	10,523
부채총계		46,826	37,930	38,209	38,610
지배주주지분		53,504	71,874	88,952	107,469
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,373	4,373	4,373	4,373
이익잉여금		46,729	64,999	81,977	100,394
기타자본항목		-1,255	-1,155	-1,055	-955
비지배주주지분		-1	8	15	24
자본총계		53,504	71,881	88,967	107,492

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		4,278	31,025	29,897	31,309
당기순이익		-9,138	19,797	18,019	19,459
유형자산감가상각비		13,121	11,380	12,586	13,690
무형자산상각비		553	617	492	391
지분법관련손실(이익)		15	15	15	15
투자활동 현금흐름		-7,335	-17,883	-18,684	-16,684
유형자산의 처분(취득)		-6,785	-16,200	-17,000	-15,000
무형자산의 처분(취득)		-454	-	-	-
금융상품의 증감		13	13	13	12
재무활동 현금흐름		5,697	-10,008	-1,990	-1,504
단기금융부채의증감		-	-4,512	-	-
장기금융부채의증감		6,969	-4,200	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-826	-826	-1,519	-1,034
현금및현금성자산의증감		2,610	7,517	11,971	15,756
기초현금및현금성자산		4,977	7,587	15,104	27,075
기말현금및현금성자산		7,587	15,104	27,075	42,831

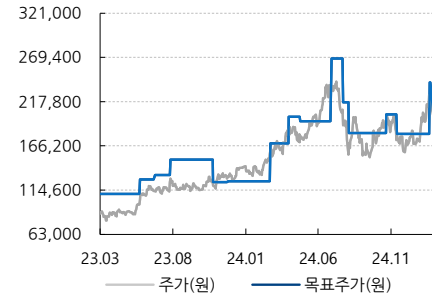
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		32,766	66,193	71,146	78,261
증가율(%)		-26.6	102.0	7.5	10.0
매출원가		33,299	34,364	36,081	39,913
매출총이익		-533	31,829	35,065	38,348
판매비와관리비		7,197	8,361	9,302	11,044
연구개발비		3,751	4,303	4,838	5,870
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-7,730	23,467	25,763	27,304
증가율(%)		적전	흑전	9.8	6.0
영업이익률(%)		-23.6	35.5	36.2	34.9
이자수익		2,262	4,442	2,729	3,106
이자비용		6,093	4,733	4,480	4,480
지분법이익(손실)		15	15	15	15
기타영업외손익		-111	694	-	-
세전계속사업이익		-11,658	23,885	24,026	25,945
법인세비용		-2,520	4,088	6,006	6,486
세전계속이익률(%)		-35.6	36.1	33.8	33.2
당기순이익		-9,138	19,797	18,019	19,459
순이익률(%)		-27.9	29.9	25.3	24.9
지배주주귀속 순이익		-9,112	19,789	18,012	19,451
기타포괄이익		100	100	100	100
총포괄이익		-9,037	19,897	18,119	19,559
지배주주귀속총포괄이익		-9,013	19,889	18,112	19,551

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-12,517	27,182	24,741	26,718
BPS		73,495	98,727	122,186	147,622
CFPS		6,265	43,661	42,705	46,061
DPS		1,200	2,205	1,500	1,500
Valuation(배)					
PER			7.0	7.7	7.1
PBR		1.9	1.9	1.6	1.3
PCR		22.6	4.4	4.5	4.1
EV/EBITDA		21.2	4.1	3.4	2.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-15.6	31.6	22.4	19.8
EBITDA이익률		18.1	53.6	54.6	52.9
부채비율		87.5	52.8	42.9	35.9
순부채비율		42.7	9.2	-6.0	-19.6
매출채권회전율(x)		5.3	7.8	6.9	8.5
재고자산회전율(x)		2.2	5.7	6.9	5.9

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000		



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)

[투자비율등급공시 2024-12-31 기준]

매수
92.4%

중립(보유)
6.9%

매도
0.7%