

2025년 03월 27일 | 키움증권 리서치센터

 산업분석 | 반도체 Overweight(Maintain)

메모리 반도체: 봄이 오나 봄

반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com

Contents

| | | |
|-----------|---------------------------------------|------|
| Part I. | Investment Summary | p.03 |
| Part II. | AI 산업, 성장을 둔화 속 수익성 우려 가중 | p.05 |
| Part III. | DRAM 산업: 봄이 오나 봄, 과도한 증설 계획은 경계 | p.11 |
| Part IV. | NAND 산업: 편하지만은 않은 상승 사이클 | p.22 |
| Part V. | 기업분석 | p.31 |
| | 1. 삼성전자(005930) | |
| | 2. SK하이닉스(000660) | |



Part I. Investment Summary

Summary

>>> AI 산업, 성장을 둔화 속 수익성 우려 가중

- 2025년 서버 수요 1,461만대(+7%YoY), 사상 최대치 예상. 1Q25 수요도 과거 1Q 계절성 대비 강할 전망
- 다만 그 동안 컴퓨팅 파워 키우기에 집중됐던 미국 CSPs의 AI 투자에 제동이 걸릴 수 있음은 염두에 뒀야 함
- '미국 CSPs의 AI 수익성'에 대한 우려가 지속되던 가운데 DeepSeek 사태가 발생했고, 최근 들어서는 Nvidia, TSMC, Micron, Dell, 슈퍼마이크로 등 AI 업종 전반에 걸친 '수익성 하락 우려'가 가중되고 있기 때문

>>> DRAM 산업: 봄이 오나 봄, 과도한 증설 계획은 경계

- 범용 DRAM은 견조한 HBM 수요 전망 하, 가격 상승 사이클에 진입하며 반도체 업종의 주가 상승을 이끌 것으로 판단
- 다만 AI GPU와 HBM이 각각 Nvidia와 SK하이닉스의 (사실상) 독점 시장에서 완전 경쟁 시장으로 전환될 것이고, HBM의 경우 '2026년 수요 대응을 위한 전공정 설비의 증설이 필요해진 시기'에 진입했다는 점을 염두에 뒀야만 함
- 'HBM의 수요 조정'이나 '과도한 설비 투자'가 진행된다면, HBM과 범용 DRAM 업황 모두에 악영향을 끼칠 수 있기 때문
- 따라서 범용 DRAM 업황 회복에 따른 주가 상승을 예상하지만, HBM 수요 및 증설 계획에 대한 지속적인 점검은 필요함

>>> NAND 산업: 편하지만은 않은 상승 사이클

- Supply-driven undersupply 국면이기 때문에, 향후 업체들의 가동률 상승 시기 및 강도에 따른 급격한 시황 변동 가능성 상존
- 4Q25에는 삼성전자, Kioxia, SK하이닉스, YMTC의 선단공정 양산 확대에 의해, 업황 상승 탄력이 약해질 전망

>>> Top Picks: 삼성전자(TP 8만원, 상향), SK하이닉스(TP 26만원, 상향)

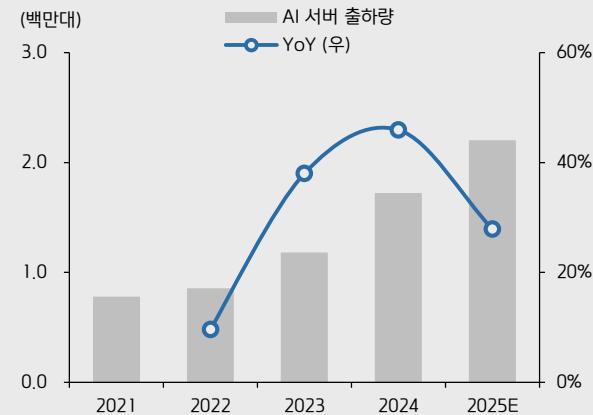
Part II. AI 산업, 성장률 둔화 속 수익성 우려 가중

1. AI 수요, 낮아진 상향 조정의 가능성
2. AI 업계 내 드리운 수익성 하락의 그림자

AI 수요, 낮아진 상향 조정의 가능성

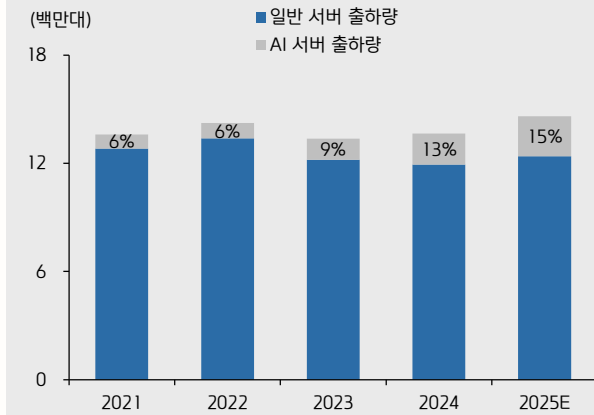
- ◎ 2024년 서버 수요 1,365만대(+2%YoY)
AI 수요 강세 및 일반 서버 수요 회복 영향. AI 서버 출하량 비중 13%, 매출 비중 67%
- ◎ 2025년 서버 수요 1,461만대(+7%YoY), 사상 최대치 예상
AI 서버: Blackwell, Blackwell Ultra 출시에 따른 수요 강세
일반 서버: 인텔 Granite Rapids, AMD Turin 출시 효과 및 서버 교체 수요 예상
- ◎ 1Q25 서버 수요도 과거 1Q 계절성 대비 강한 흐름을 보이고 있음
1Q25 flat QoQ vs. 1Q 평균 변동률[직전 5년 평균 -11%QoQ, 직전 10년 평균 -9%QoQ]

AI 서버 수요 성장 지속, but 성장률은 둔화



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

서버 수요 내 AI 비중: 2025년 15%로 상승



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

AI 수요, 낮아진 상향 조정의 가능성

◎ On-device AI

수요 회복과 수익 향상을 목표로 한 Device 공급 업체들 주도의 시장 확대

Supply-driven 시장이기 때문에, on-device AI 수요가 시장 기대치를 크게 넘어설 가능성은 낮음

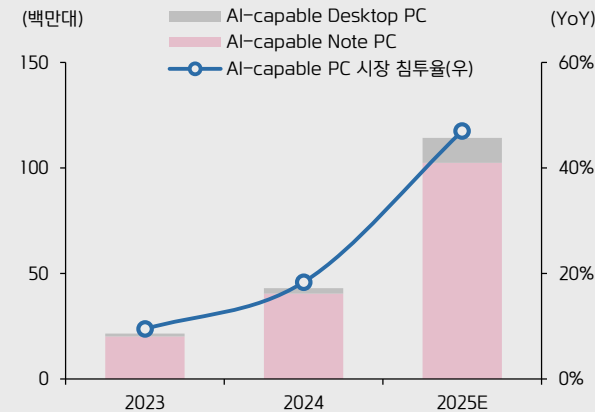
◎ AI PC 시장 침투율: 2024년 18% → 2025년 47%

2024년 AI PC 내 Apple 점유율 54% 기록

2025년 Dell과 HP, Lenovo의 적극적인 시장 확대 예상

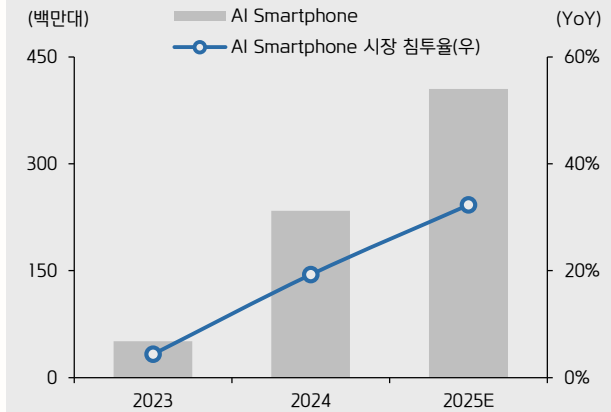
◎ AI 스마트폰 시장 침투율: 2024년 19% → 2025년 32%

AI PC 출하량 및 시장 침투율 전망



자료: Gartner, 키움증권 리서치센터

AI 스마트폰 출하량 및 시장 침투율 전망

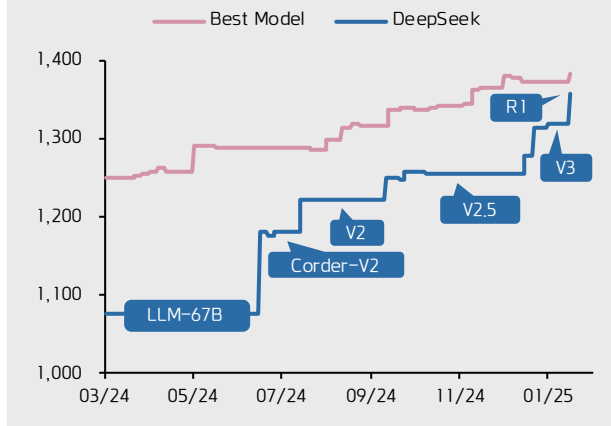


자료: IDC, 키움증권 리서치센터

AI 수요, 낮아진 상향 조정의 가능성

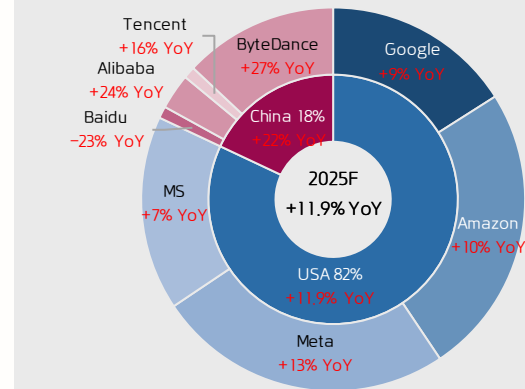
- ◎ AI supply-chain의 높은 valuation을 정당화하기 위해서는 지속적인 AI CapEx 상향 조정 필요
그러나, DeepSeek 충격은 그 동안 컴퓨팅 파워 키우기에 집중했던 미국의 설비 투자에 제동이 걸릴 수 있음
- ◎ DeepSeek가 사용하는 강화학습 역시, 기계가 만들어 낸 데이터를 기반으로 학습해 나가는 것이기 때문에, AI 하드웨어를 필요로 함. 그러나 향후 투자의 중심이 'AI 추론 모델과 알고리즘 개발'로 이동될 수 있으며, 고성능 보다는 효율성이 높은 AI 하드웨어로 선호도가 넘어갈 수 있음
- ◎ 중국 CSPs의 AI 투자가 미국 CSPs에 대한 우려를 상쇄시키기는 아직 부담

AI 규모의 법칙을 뒤흔들고 있는 DeepSeek



자료: LMSYS Arena, 키움증권 리서치센터

서버 수요 비중: 미국이 압도적



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

AI 업계 내 드리운 수익성 하락의 그림자

◎ Nvidia 수익성 하락

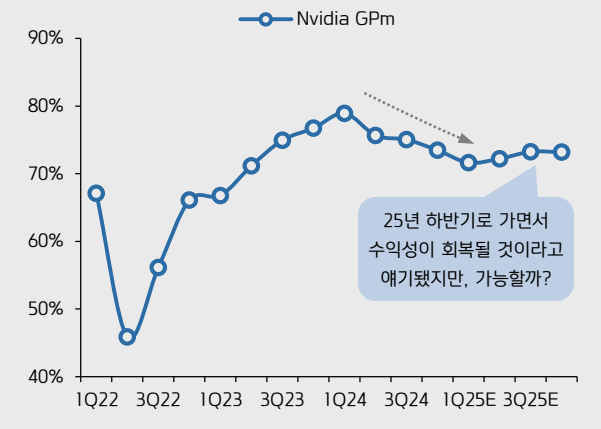
매출총이익률 하락세 진입: 2Q22 46% → 1Q24 79% → 1Q25E 72%

Blackwell의 미국 Arizona Fab 생산 확대, 향후 GB200, B300, GB300의 판매 비중이 늘어나는 점 등을 감안하면, 회사 측의 목표대로 GPm이 회복될지 여부는 시간을 지나며 확인해 봐야 할 것

◎ TSMC 수익성 하락

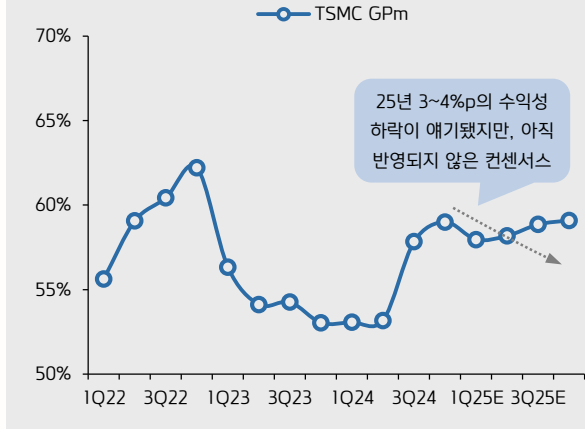
미국 Arizona Fab 양산 확대, 대만 내 3nm ~ 2nm 공정 비중 확대에 의해, GPm 3~4%p 하락 언급
이를 감안하면, Nvidia의 foundry cost 절감 가능성도 낮음

Nvidia 매출총이익률 하락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

TSMC 매출총이익률 하락



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

AI 업계 내 드리운 수익성 하락의 그림자

◎ Micron 수익성 하락

1Q25CY 매출액 호조에도 불구하고 GPm은 전 분기 대비 -2%p 하락

2Q25CY부터는 HBM3e 12hi 제품 양산 비중 확대되며, 추가 수익성 하락 예상

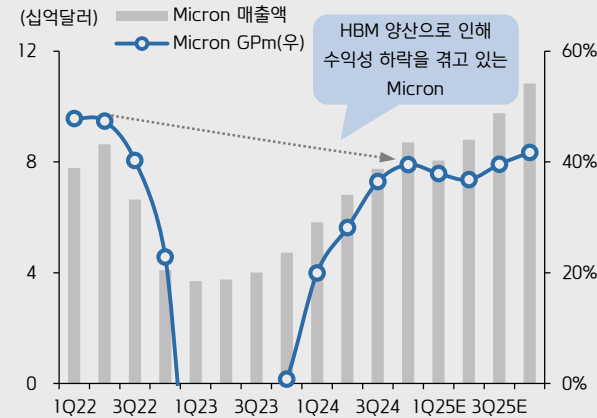
◎ SK하이닉스 수익성 하락 우려 가중될 전망

HBM 감가상각비 부담 증가 + Micron, 삼성전자, CXMT 시장 진입에 따른 경쟁 심화 영향

◎ 높아진 시장 기대치, 낮아진 AI 성장률, 그리고 AI 전반에 걸친 수익성 하락 우려가

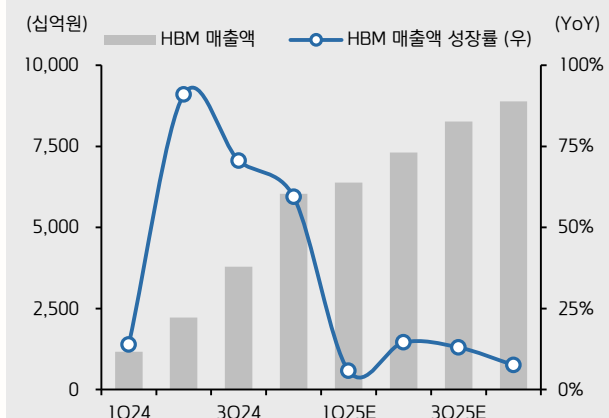
반도체 업종의 단기적인 주가 상단을 제한할 것으로 판단함

Micron 매출총이익률: 2Q22 대비 낮은 수익성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 HBM 매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

Part III. DRAM 산업: 봄이 오나 봄, 과도한 증설 계획은 경계

1. HBM 시장 전망: 사실상의 독점 → 완전 경쟁으로 전환
2. 범용 DRAM 시장 전망: 공급 부족 재진입
3. DRAM 산업 Key Data

HBM 시장 전망: 사실상의 독점 → 완전 경쟁으로 전환

- ◎ AMD AI GPU Roadmap 변경
MI350 출시일 4Q25말 → 3Q25로 대폭 앞당김. 추론 시장 경쟁 참전
- ◎ NVIDIA AI GPU Roadmap 공개
2H25 B300 288GB → 2H26 R100 288GB → 2H27 Rubin Ultra 1TB
2027년 상반기까지 2년간 HBM 용량 변화는 크지 않음
- ◎ Nvidia와 북미 CSPs가 바라는 것: HBM 경쟁 심화 → HBM 가격 하락 → 수익성 개선

NVIDIA와 AMD AI GPU Roadmap: AMD 출시일 변경, 2H25 Nvidia와의 점유율 경쟁 본격화 예상

| Company | AI Chips | 2024 | | | | 2025E | | | | 2026E | | | |
|---------|-----------|-------------------------------------|-----------------------------------|------|------|---|------|--------------------------------------|------|-------|------|-----------------|------|
| | | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
| NVIDIA | H200 | | HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N | | | | | | | | | | |
| | B100/B200 | | | | | HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP | | | | | | | |
| | GB200 | | | | | HBM3e 8hi 192GB/384GB (2 x 24GB*8: 192GB x 2), TSMC 4NP | | | | | | | |
| | B300 | | | | | | | HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP | | | | | |
| | GB300 | | | | | | | HBM3e 12hi 576GB (288GB*2), TSMC 4NP | | | | | |
| | R100 | | | | | | | | | | | HBM4 12hi 288GB | |
| AMD | MI300X | HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm | | | | | | | | | | | |
| | MI325X | | | | | HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm | | | | | | | |
| | MI350 | | | | | | | HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm | | | | | |
| | MI400 | | | | | | | | | | | TBD | |

자료: 키움증권 리서치센터

HBM 시장 전망: 사실상의 독점 → 완전 경쟁으로 전환

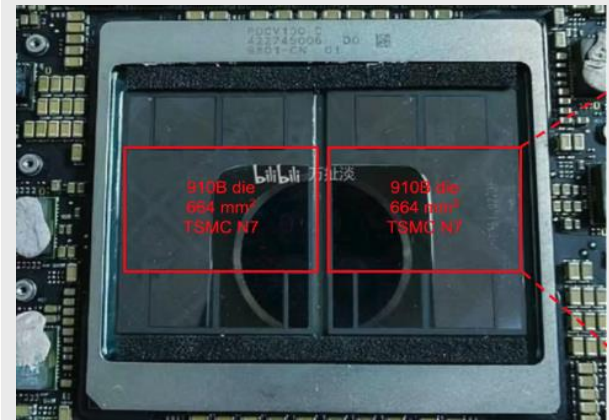
- ◎ Huawei Ascend 910C
SMIC 7nm(N+2) 공정 적용. Capacity 50K/월
추론에서 NVIDIA H100에 견줄만한 성능 보유, 전력 소모 측면에서도 강점
중국 Baidu와 ByteDance, China Mobile 등에 샘플 테스트 진행 중
- ◎ SMIC, 2025년 5nm 파운드리 공정 개발 계획
EUV 없이 7nm(N+2) 공정 양산 성공. 5nm 공정 개발 완료해, Huawei Ascend chip 양산 지원
SMIC의 5nm의 공정 원가는 TSMC보다 +40~50% 수준 높고, 수율은 1/3 수준
- ◎ 중국의 남은 과제: AI 기술 자립을 위한 HBM 양산

Huawei Ascend vs. NVIDIA Hopper

| | 910A | 910B | 910C | A100 | H100 |
|-------------|----------|----------|----------------------|----------|----------|
| 출시일 | 19년 중반 | 22년 말 | 24년 말 | 20년 중반 | 22년 말 |
| FP16 TFLOPS | 220~280 | 280~400 | 800 | 312 | 989 |
| HBM | HBM2 | HBM2e | HBM2e | HBM2e | HBM3 |
| HBM 용량 | 32GB | 32/64GB | 64/96GB (추정) | 40/80GB | 80GB |
| 공정 | TSMC 7nm | SMIC 7nm | SMIC 7nm TSMC 7nm | TSMC 7nm | TSMC 4nm |

자료: CSET, 업계, 키움증권 리서치센터

Huawei Ascend 910C

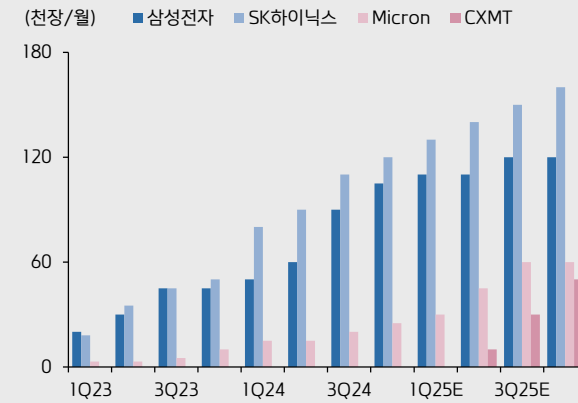


자료: WCCFTech, 키움증권 리서치센터

HBM 시장 전망: 사실상의 독점 → 완전 경쟁으로 전환

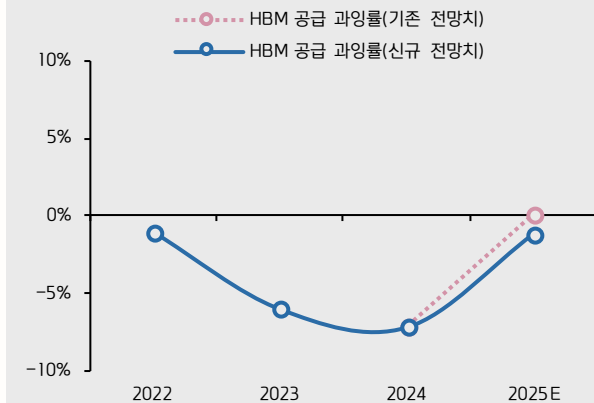
- ◎ CXMT의 HBM2 양산 계획 → HBM 공급 업체들의 주가 valuation 제한 요인
- ◎ HBM 공급 전망
 SK하이닉스: 4Q25 160K/월. Blackwell Ultra 및 ASIC 고객사 공급 확대
 삼성전자: 4Q25 120K/월. 2H25 Nvidia향 HBM3e 공급 기대
 Micron: 4Q25 60K/월. 2H25 HBM3e 12hi → 2026년 1bnm HBM4 양산
 CXMT: 4Q25 50K/월. 2026년 HBM2 양산 계획. 4Q25 17nm DDR5 수율 90% 도달
- ◎ HBM 수요 전망: 2025년 sold-out. 고객들은 2026년과 2027년 수요에 대해 얘기 중
 2025년 수요가 예상치를 크게 넘어설 가능성이 낮다는 의미이기도 함

HBM Capacity: 삼성전자, Micron, CXMT 경쟁 진입



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 수급 전망: 25년 균형, 연말 초과 공급 예상

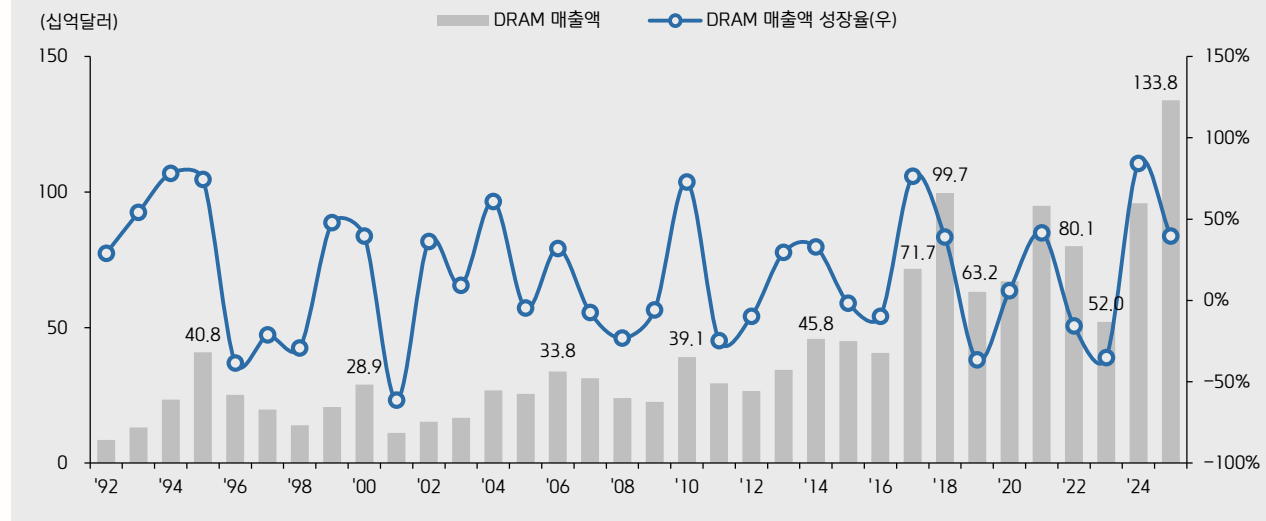


자료: 키움증권 리서치센터

HBM 시장 전망: 사실상의 독점 → 완전 경쟁으로 전환

- ◎ DRAM 시장 규모
2024년 959억 달러(+84%YoY) → 2025년 1,338억 달러(+40%YoY), 사상 최대 규모 달성 전망
- ◎ HBM 시장 규모
2024년 191억 달러(+379%YoY) → 2025년 363억 달러(+80%YoY) 전망
- ◎ DRAM 시장 내 HBM 비중: 2024년 20% → 2025년 27%

DRAM 시장 규모 추이 및 전망: 2025년 사상 최대 규모로 성장할 전망

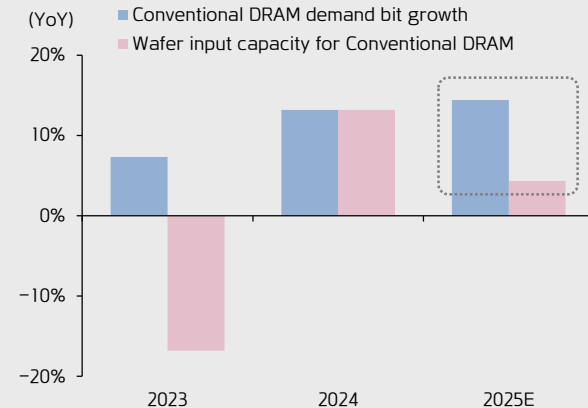


자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

HBM 시장 전망: 사실상의 독점 → 완전 경쟁으로 전환

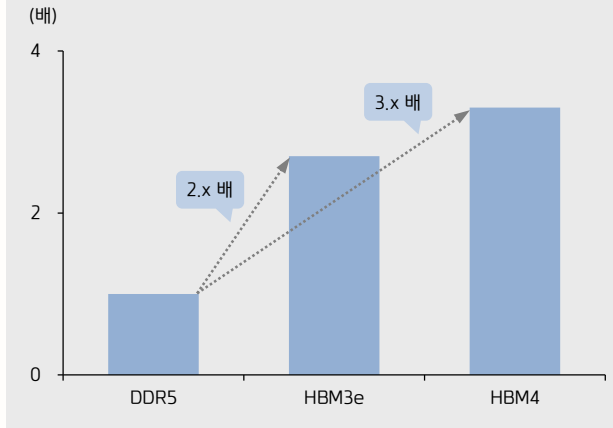
- ◎ 2023년~2025년 상반기: 보유 중인 범용 DRAM capacity → HBM 전환
HBM 수요 증가가 범용 DRAM과 HBM 산업이 동시에 좋아지는 호재로 작용했던 시기
- ◎ 2025년 하반기 ~2027년: HBM 수요 증가 대응 위해서는 신규 장비 증설 필요
HBM 수요 증가가 범용 DRAM에 끼치는 영향이 제한적인 시기
사실상 SK하이닉스 독점 시장 → SK하이닉스, Micron, 삼성전자, CXMT 업체간 완전 경쟁 시장으로 전환
If HBM 수요 전망이 하향 조정되면, HBM과 범용 DRAM의 수급에 모두 악영향 끼치는 시기로 전환을 의미
- ◎ 따라서 HBM 수요 및 증설 계획에 대한 지나친 낙관을 오히려 경계해야 할 것으로 판단

HBM 수요 공급 증가에 따른 범용 DRAM 수급 개선



자료: 키움증권 리서치센터

HBM 제품별 DRAM wafer 사용 면적 비교

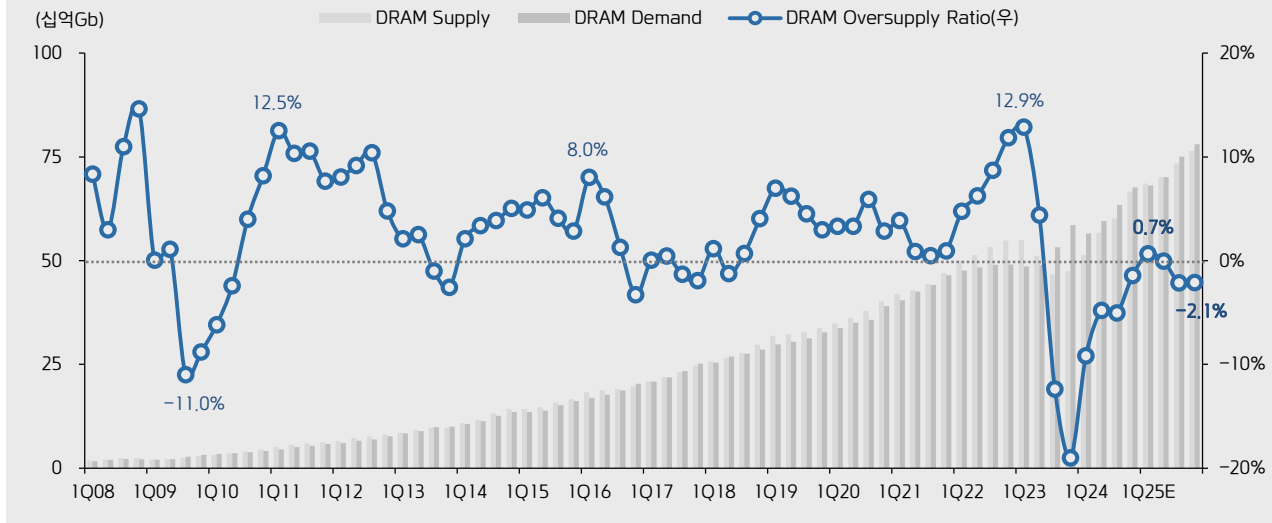


자료: 키움증권 리서치센터

범용 DRAM 시장 전망: 공급 부족 재진입

- ◎ 범용 DRAM 수급은 2025년 하반기 공급 부족 재진입 예상
- ◎ DRAM 가격: 3Q25 ~ 1H26까지 짧고 완만한 반등 사이클 예상
공급 제한 속, Blackwell 및 HBM3e 판매 증가 및 서버, PC, Automotive 수요 회복
- ◎ 2Q26 이후부터는 공급의 증가 및 HBM의 수요 변동성 확대로 인해, 수급 불균형 보일 것으로 판단

DRAM Quarterly supply and demand analysis



자료: 키움증권 리서치센터

범용 DRAM 시장 전망: 공급 부족 재진입

◎ 2025년 DRAM 수요 전망

스마트폰: 중국 보조금 정책 영향으로, high-end 스마트폰 판매 비중 증가. 메모리 탑재량 증가에 긍정적

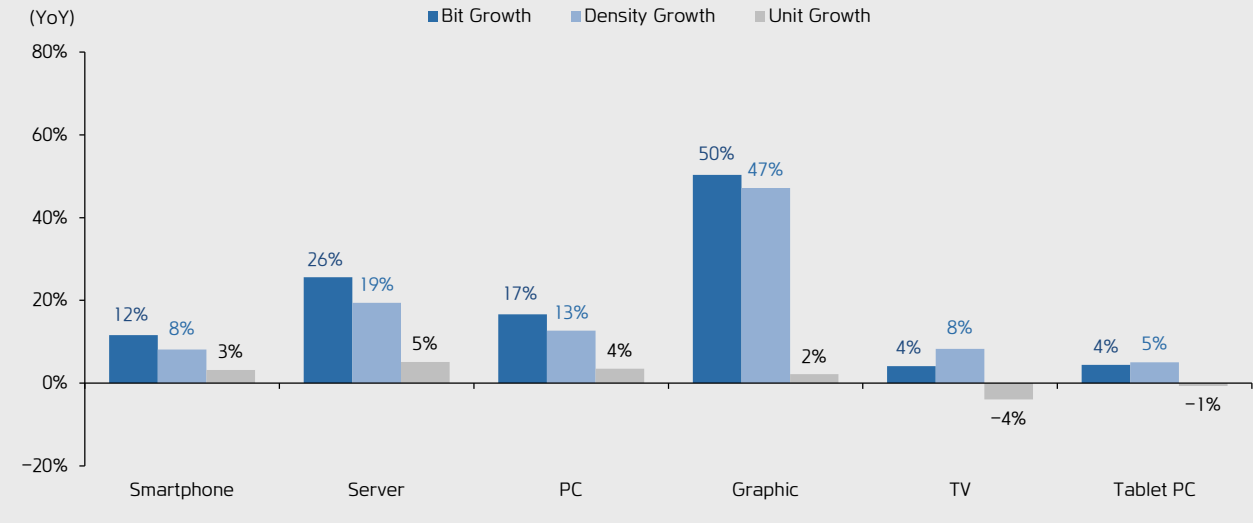
서버: AI 서버 수요 확대 및 Intel/AMD의 신규 CPU 출시 효과로 고성장 지속

PC: AI PC 시장 확대는 긍정적이지만, inflation 및 글로벌 경기 불확실성에 따른 수요 저성장 흐름 지속

그래픽: Nvidia와 AMD의 신규 GPU 생산 확대에 따른 그래픽 DRAM 탑재량 급증 예상

◎ DRAM 총 수요는 2025년 +18%YoY → 2026년 +15%YoY로 둔화될 전망

DRAM 수요 전망

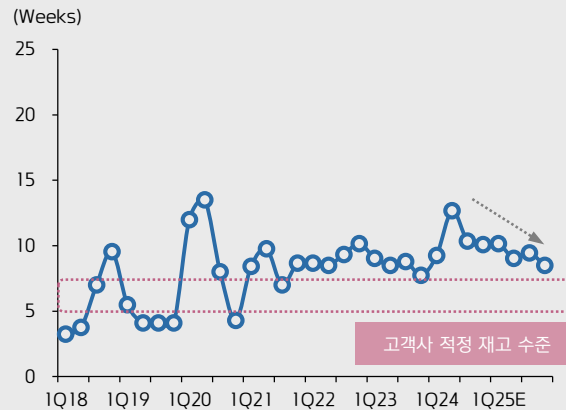


자료: 키움증권 리서치센터

범용 DRAM 시장 전망: 공급 부족 재진입

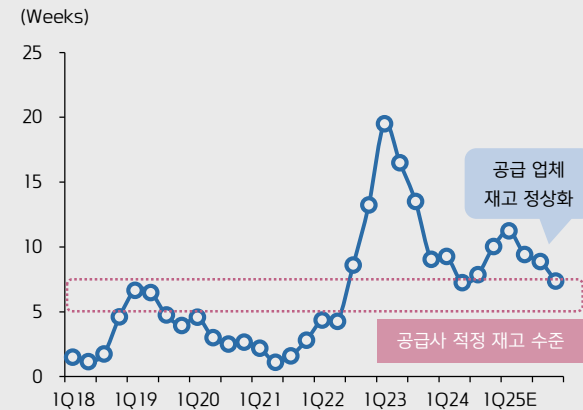
- ◎ 전방 고객사별 DRAM 평균 재고
 서버 12~15주: 미국 13~15주, 중국 12~13주
 스마트폰 4~6주: 재고 정상화
 PC 8~10주: 재고 정상 수준 근접
- ◎ 글로벌 경기 불안감 해소 및 소비 심리 회복 시 스마트폰과 PC 고객들의 추가적인 재고 축적 수요 있을 전망
- ◎ 2025년 하반기에는 산업 내 재고 정상화, DRAM 공급 부족 국면 진입 등으로 인해, DRAM 고정가격의 상승 전환과 전방 수요 회복이 동반될 것으로 판단함

DRAM 고객사 평균 재고: 2025년 재고 건전화



자료: 키움증권 리서치센터

DRAM 공급 업체 평균 재고: 높지 않은 재고 수준



자료: 키움증권 리서치센터

DRAM 산업 Key Data

DRAM Supply and Demand Analysis (단위: 백만Gb)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Oversupply Ratio | -9.2% | -4.8% | -5.1% | -1.4% | 0.7% | 0.0% | -2.1% | -2.1% | -4.4% | -4.9% | -1.0% |
| DRAM Supply | 51,360 | 56,744 | 60,184 | 66,662 | 68,557 | 70,123 | 73,468 | 76,414 | 200,214 | 234,950 | 288,562 |
| Wafer Input Capacity | 1.47 | 1.55 | 1.70 | 1.78 | 1.78 | 1.82 | 1.89 | 1.94 | 1.34 | 1.63 | 1.85 |
| DRAM Demand | 56,541 | 59,601 | 63,387 | 67,640 | 68,113 | 70,156 | 75,067 | 78,070 | 209,527 | 247,168 | 291,407 |
| DRAM Supply | 51,360 | 56,744 | 60,184 | 66,662 | 68,557 | 70,123 | 73,468 | 76,414 | 200,214 | 234,950 | 288,562 |
| Samsung | 26,205 | 27,253 | 27,335 | 23,945 | 22,269 | 24,496 | 25,721 | 29,065 | 91,762 | 104,739 | 101,551 |
| SK Hynix | 16,363 | 19,799 | 19,403 | 20,567 | 18,922 | 20,624 | 21,243 | 22,305 | 65,158 | 76,131 | 83,094 |
| Micron Group | 17,666 | 16,606 | 16,623 | 18,618 | 20,666 | 21,079 | 21,290 | 22,354 | 55,945 | 69,513 | 85,388 |
| CXMT | 2,334 | 2,906 | 3,448 | 4,379 | 4,539 | 5,220 | 6,212 | 7,889 | 5,340 | 13,067 | 23,861 |
| Nanya | 1,059 | 1,006 | 795 | 731 | 782 | 915 | 1,199 | 1,319 | 3,461 | 3,591 | 4,216 |
| Powerchip | 413 | 475 | 513 | 539 | 485 | 412 | 474 | 479 | 1,361 | 1,940 | 1,849 |
| DRAM Demand | 56,541 | 59,601 | 63,387 | 67,640 | 68,113 | 70,156 | 75,067 | 78,070 | 209,527 | 247,168 | 291,407 |
| Server | 20,536 | 22,071 | 23,069 | 23,026 | 25,291 | 27,371 | 29,365 | 29,373 | 75,129 | 88,702 | 111,401 |
| Desktop PC | 1,237 | 1,313 | 1,457 | 1,500 | 1,326 | 1,474 | 1,627 | 1,735 | 5,130 | 5,507 | 6,163 |
| Note PC | 3,468 | 4,042 | 4,594 | 4,508 | 4,577 | 4,873 | 5,147 | 5,045 | 13,938 | 16,612 | 19,642 |
| Mobile Phone | 16,279 | 15,991 | 17,417 | 18,694 | 18,425 | 17,556 | 19,293 | 20,831 | 57,593 | 68,380 | 76,105 |
| Tablet PC | 770 | 863 | 956 | 1,061 | 870 | 890 | 980 | 1,072 | 3,156 | 3,650 | 3,811 |
| LCD/OLED TV | 2,179 | 2,523 | 2,789 | 3,374 | 2,591 | 2,577 | 2,807 | 3,336 | 9,425 | 10,864 | 11,310 |
| Memory Module | 634 | 672 | 746 | 768 | 679 | 755 | 833 | 888 | 2,626 | 2,820 | 3,155 |
| Graphic Card | 3,287 | 3,827 | 4,867 | 6,050 | 5,990 | 6,666 | 7,014 | 7,438 | 10,892 | 18,031 | 27,109 |
| B/G(%QoQ/%YoY) | | | | | | | | | | | |
| DRAM Supply | 8% | 10% | 6% | 11% | 3% | 2% | 5% | 4% | -4% | 17% | 23% |
| Samsung | -15% | 4% | 0% | -12% | -7% | 10% | 5% | 13% | 12% | 14% | -3% |
| SK Hynix | -15% | 21% | -2% | 6% | -8% | 9% | 3% | 5% | 14% | 17% | 9% |
| Micron Group | 1% | -6% | 0% | 12% | 11% | 2% | 1% | 5% | 10% | 24% | 23% |
| CXMT | 29% | 24% | 19% | 27% | 4% | 15% | 19% | 27% | 70% | 145% | 83% |
| Nanya | 2% | -5% | -21% | -8% | 7% | 17% | 31% | 10% | -5% | 4% | 17% |
| Powerchip | 18% | 15% | 8% | 5% | -10% | -15% | 15% | 1% | 170% | 42% | -5% |
| DRAM Demand | -4% | 5% | 6% | 7% | 1% | 3% | 7% | 4% | 8% | 18% | 18% |
| Server | -4% | 7% | 5% | 0% | 10% | 8% | 7% | 0% | 10% | 18% | 26% |
| Desktop PC | -9% | 6% | 11% | 3% | -12% | 11% | 10% | 7% | -10% | 7% | 12% |
| Note PC | -5% | 17% | 14% | -2% | 2% | 6% | 6% | -2% | -5% | 19% | 18% |
| Mobile Phone | -7% | -2% | 9% | 7% | -1% | -5% | 10% | 8% | 13% | 19% | 11% |
| Tablet PC | -17% | 12% | 11% | 11% | -18% | 2% | 10% | 9% | -19% | 16% | 4% |
| LCD/OLED TV | -17% | 16% | 11% | 21% | -23% | -1% | 9% | 19% | 9% | 15% | 4% |
| Memory Module | -9% | 6% | 11% | 3% | -12% | 11% | 10% | 7% | -10% | 7% | 12% |
| Graphic Card | 19% | 16% | 27% | 24% | -1% | 11% | 5% | 6% | 6% | 66% | 50% |

자료: 키움증권 리서치센터

DRAM 산업 Key Data

DRAM wafer input capacity (단위: 천장/월)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wafer Input Capacity | 1,466 | 1,553 | 1,700 | 1,783 | 1,776 | 1,818 | 1,885 | 1,936 | 1,341 | 1,626 | 1,854 |
| %YoY | -1% | 21% | 34% | 34% | 21% | 17% | 11% | 9% | -15% | 21% | 14% |
| Samsung | 520 | 570 | 640 | 670 | 645 | 645 | 650 | 650 | 525 | 600 | 648 |
| Fab13 | 30 | 30 | 20 | 10 | | | | | 39 | 23 | |
| Fab15 | 160 | 170 | 180 | 180 | 175 | 175 | 170 | 170 | 160 | 173 | 173 |
| Fab17 | 100 | 120 | 140 | 150 | 140 | 130 | 130 | 130 | 119 | 128 | 133 |
| P1 | 100 | 100 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 103 | 105 | 110 |
| P2 | 80 | 90 | 100 | 110 | 110 | 120 | 120 | 120 | 88 | 95 | 118 |
| P3 | 50 | 60 | 90 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 | 18 | 78 | 110 |
| P4 | | | | | | | 10 | 10 | | | 5 |
| SK Hynix | 380 | 395 | 440 | 470 | 485 | 495 | 510 | 520 | 345 | 421 | 503 |
| Wuxi (C2) | 80 | 80 | 90 | 100 | 105 | 105 | 110 | 110 | 73 | 88 | 108 |
| Wuxi (C2F) | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| M14 | 140 | 145 | 160 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 | 129 | 154 | 170 |
| M16 | 80 | 90 | 110 | 120 | 130 | 140 | 150 | 160 | 60 | 100 | 145 |
| Micron | 310 | 310 | 310 | 315 | 320 | 330 | 340 | 340 | 278 | 311 | 333 |
| Fab6 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 21 | 20 | 20 |
| Fab15 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 85 | 100 | 100 |
| OMT | 190 | 190 | 190 | 195 | 200 | 210 | 220 | 220 | 171 | 191 | 213 |
| CXMT | 145 | 160 | 185 | 210 | 210 | 230 | 260 | 300 | 89 | 175 | 250 |
| Fab A1, A2 | 110 | 120 | 135 | 150 | 150 | 160 | 180 | 200 | 80 | 129 | 173 |
| Fab C1 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 9 | 30 | 30 |
| Fab C2 | 5 | 10 | 20 | 30 | 30 | 40 | 50 | 70 | | 16 | 48 |
| Nanya | 53 | 57 | 58 | 54 | 54 | 54 | 56 | 56 | 54 | 56 | 55 |
| Powerchip | 34 | 37 | 42 | 40 | 39 | 40 | 44 | 45 | 27 | 38 | 42 |
| Winbond | 24 | 24 | 25 | 24 | 23 | 24 | 25 | 25 | 24 | 24 | 24 |

자료: 키움증권 리서치센터

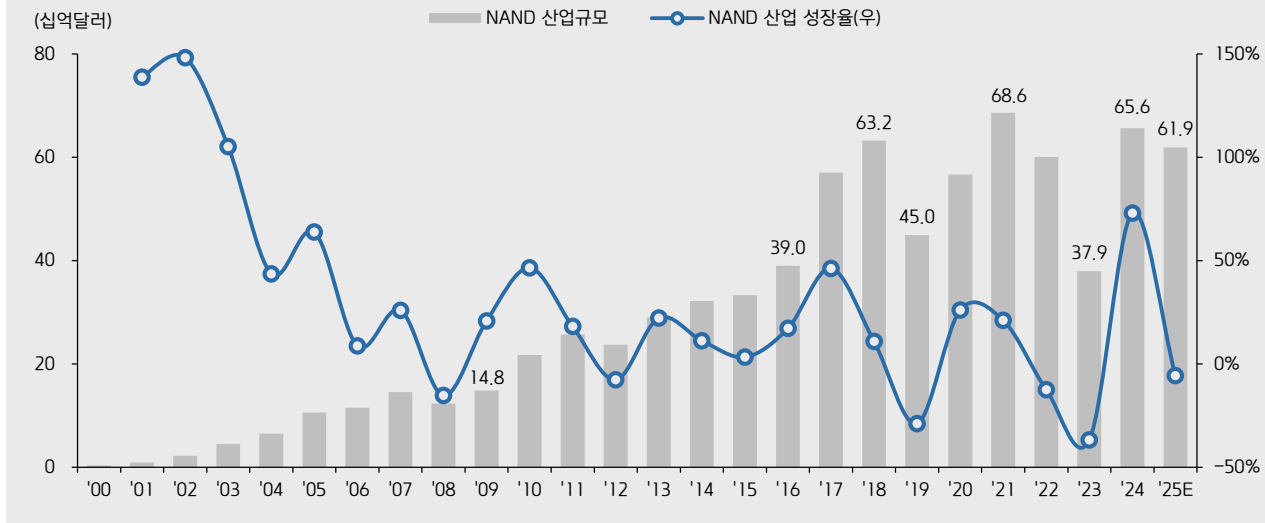
Part IV. NAND 산업: 편하지만은 않은 상승 사이클

1. NAND 시장 전망: Supply-driven Undersupply
2. NAND 수요 전망: 저성장 국면 지속
3. NAND 산업 Key Data

NAND 시장 전망: Supply-driven Undersupply

- ◎ NAND 2025년 시장 규모 상향 조정
기존 500억 달러(-24%YoY) → 신규 619억 달러(-6%YoY)
- ◎ 공급 전망치를 기존 +26%YoY에서 +18%YoY로 하향 조정했기 때문
- ◎ 수요 전망치도 기존 +15%YoY에서 +12%YoY로 소폭 하향 조정
- ◎ 가격 전망치 변경: 기존 -25%YoY → 신규 -11%YoY

NAND 시장 규모 추이 및 전망: 당초 우려 보다 양호

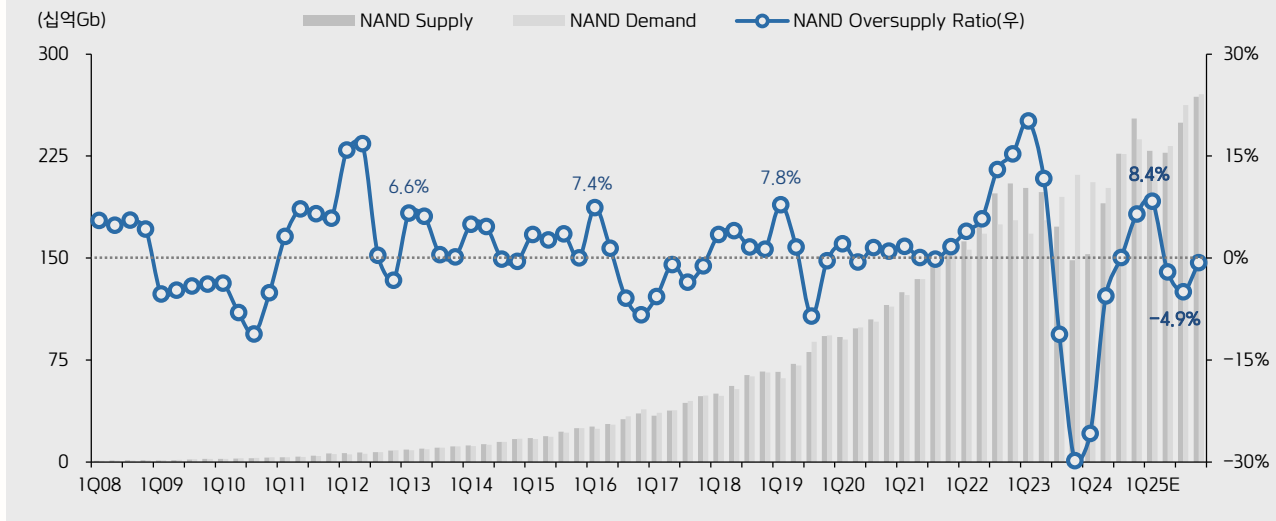


자료: 키움증권 리서치센터

NAND 시장 전망: Supply-driven Undersupply

- ◎ NAND 수급 전망: 1Q25 +8.4% 공급과잉 기록 후, 공급 축소에 따른 수급 개선
1Q25~4Q25 분기 공급 증가율의 평균(+2%QoQ) < 1Q24~4Q24 분기 공급 증가율의 평균(+15%QoQ)
- ◎ Supply-driven undersupply 국면이기 때문에,
향후 업체들의 가동률 상승 시기 및 강도에 따른 급격한 시황 변동 가능성 상존

NAND Quarterly supply and demand analysis



자료: 키움증권 리서치센터

NAND 시장 전망: Supply-driven Undersupply

◎ NAND 가동률 전망

삼성전자: 시안 V8 전환, 시안/국내 V9 전환 후, 하반기부터 가동률의 점진적 회복 예상

SK하이닉스: 321단 NAND 양산. 2026년 가동률 회복 예상

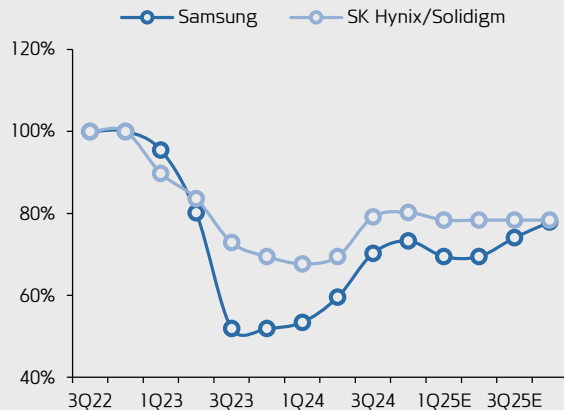
Kioxia/SanDisk: 기존 공장 8세대 전환. K2 공장 설비 증설. 3Q25말부터 8세대 공정 비중 확대 양산

Micron: 업황 개선을 위한 가동률 조정 재개. 60TB 이상의 고용량 제품 판매에 집중

YMTC: 5세대(232 active layers, 294 total layers) 제품 판매 본격화

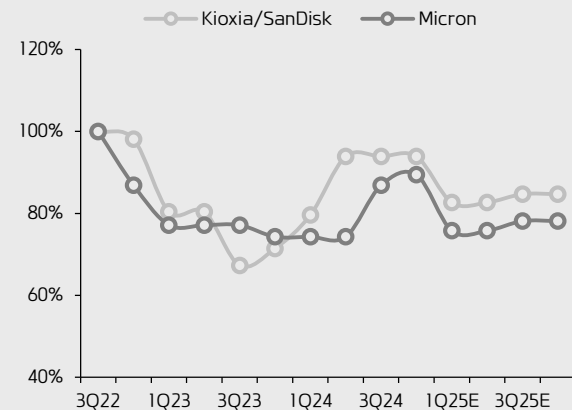
◎ 2026년에는 Hybrid bonding 도입에 따른 NAND의 Capacity Loss 효과 기대

NAND 가동률 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

NAND 가동률 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

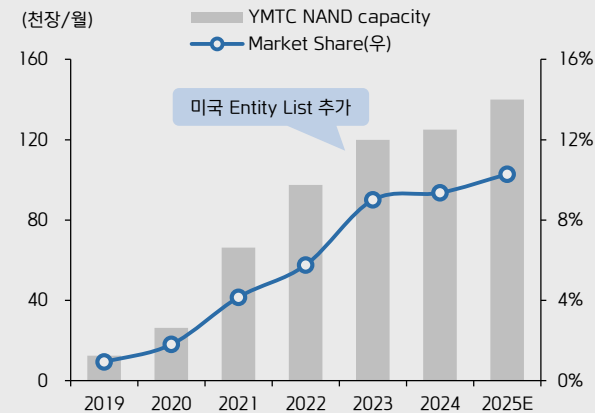
NAND 시장 전망: Supply-driven Undersupply

◎ YMTC (양쯔메모리테크놀로지)

2016년 설립. 2018년 3D XTacking 기술 발표, 2021년 128단 NAND 양산. 2022년 8월 232단 NAND 공개
2022년 말 미국 블랙리스트(entity list) 추가. 128단 이상 NAND 장비(HARC etch 포함)의 대중국 수출 통제

◎ Micron 상대 특허 침해 소송 제기. 미국 내 제품 판매 금지 및 자사의 특허 사용료 지불 요구
2024년 7월과 11월, Micron이 자사의 특허 11건과 8건을 침해했다는 소송을 미국 법원에 제기◎ 5세대(총 294 layers, 232 active layers) NAND 양산 시작
2025년 15K/월 추가 증설 예상. 미국의 수출 통제 후 첫 증설

YMTC NAND capacity 추이



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

YMTC 3D NAND 제품군

| Generation | Model | Organization | Architecture | Active Layers |
|------------|---------|--------------|--------------|---------------|
| G1 | X0-A030 | MLC | Conventional | 32 |
| G2 | X1-9050 | TLC | Xtacking 1.0 | 64 |
| G3 | X2-9060 | TLC | Xtacking 1.0 | 64 |
| G3 | X2-6070 | QLC | Xtacking 2.0 | 128 |
| G4 | Test | - | Xtacking 3.0 | 192/196 |
| G4 | X3-9060 | TLC | Xtacking 3.0 | 128 |
| G4 | X3-9070 | TLC | Xtacking 3.0 | 232 |
| G4 | X3-6070 | QLC | Xtacking 3.0 | 128 |
| G5 | X4-9060 | TLC | Xtacking 4.0 | 128 |
| G5 | X4-9070 | TLC | Xtacking 4.0 | 232 |

자료: 업계, 키움증권 리서치센터

NAND 수요 전망: 저성장 국면 지속

◎ 2025년 수요 저성장 지속

◎ 제품 별 수요 증가율

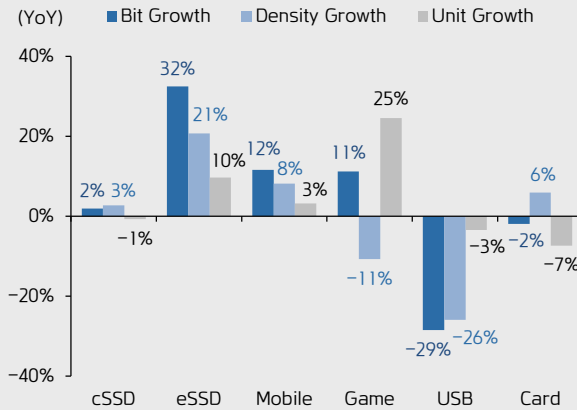
eSSD +32%, cSSD +2%, Mobile +12%YoY, Game console +11%, USB -29%YoY
AI 수혜에 따른 eSSD 수요 증가세는 지속, Game Console은 스위치2 출시 효과로 회복

◎ eSSD 수요 고성장 지속

2025년 eSSD 수요: 2,784억GB(+32%YoY) 전망

NAND 산업 내 수요 비중: 2023년 18% → 2024년 24% → 2025년 29%

2025년 NAND 수요 증가율



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

SSD 수요: 2025년 eSSD 고성장은 지속



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

NAND 수요 전망: 저성장 국면 지속

◎ 스마트폰용 NAND 수요 저성장 진입

스마트폰 내 NAND 평균 탑재량 증가율: 2023년 +21%YoY → 2024년 +11%YoY → 2025년 +8%YoY

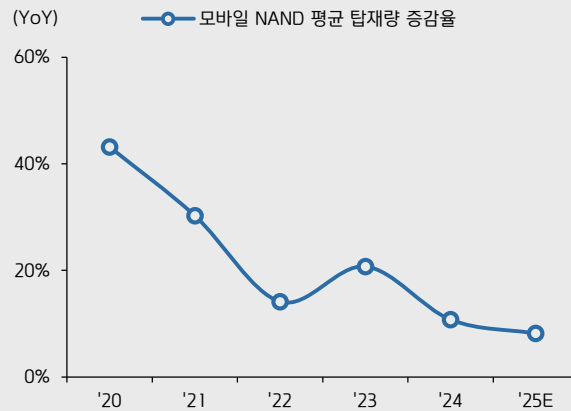
스마트폰 글로벌 판매량 증가율: 2023년 -4%YoY → 2024년 +4%YoY → 2025년 +3%YoY

◎ PC용 NAND 수요 저성장 지속

client SSD 평균 탑재량 증가율: 2023년 +10%YoY → 2024년 +9%YoY → 2025년 +3%YoY

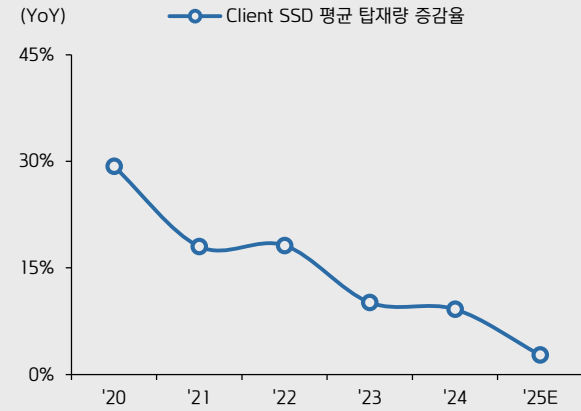
client SSD 글로벌 판매량 증가율: 2023년 +1%YoY → 2024년 flat YoY → 2025년 -1%YoY

모바일 NAND 평균 탑재량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

Client SSD 평균 탑재량 추이 및 전망



자료: Trendforce, 키움증권 리서치센터

NAND 산업 Key Data

NAND Supply and Demand (단위: 백만GB)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Oversupply Ratio | -25.8% | -5.6% | 0.1% | 6.5% | 8.4% | -2.1% | -4.9% | -0.7% | -4.0% | -5.6% | -0.2% |
| NAND Supply | 152,775 | 190,259 | 226,758 | 252,658 | 228,878 | 227,536 | 249,540 | 268,560 | 721,454 | 822,450 | 974,514 |
| Wafer Input | 1.19 | 1.31 | 1.42 | 1.44 | 1.34 | 1.34 | 1.38 | 1.40 | 1.34 | 1.34 | 1.37 |
| NAND Demand | 205,912 | 201,467 | 226,529 | 237,314 | 211,209 | 232,330 | 262,533 | 270,409 | 751,665 | 871,221 | 976,481 |
| NAND Supply | 152,775 | 190,259 | 226,758 | 252,658 | 228,878 | 227,536 | 249,540 | 268,560 | 721,454 | 822,450 | 974,514 |
| Samsung | 85,099 | 81,696 | 73,935 | 72,124 | 64,911 | 74,648 | 87,338 | 91,705 | 277,943 | 312,854 | 318,603 |
| SK Hynix | 51,174 | 49,946 | 42,454 | 40,756 | 33,828 | 40,255 | 45,488 | 45,033 | 185,053 | 184,331 | 164,603 |
| Kioxia/SanDisk | 60,661 | 62,481 | 69,979 | 72,078 | 68,474 | 73,952 | 82,087 | 84,550 | 226,421 | 265,199 | 309,063 |
| Micron | 13,643 | 14,871 | 16,061 | 15,740 | 15,897 | 16,374 | 17,193 | 16,849 | 50,998 | 60,315 | 66,312 |
| NAND Demand | 205,912 | 201,467 | 226,529 | 237,314 | 211,209 | 232,330 | 262,533 | 270,409 | 751,665 | 871,221 | 976,481 |
| SSD | 96,063 | 95,667 | 108,361 | 112,753 | 100,247 | 119,773 | 137,307 | 127,721 | 323,822 | 412,844 | 485,048 |
| Mobile Phone | 66,248 | 63,421 | 71,274 | 78,796 | 75,677 | 72,763 | 79,180 | 84,558 | 243,359 | 279,739 | 312,178 |
| Game Console | 5,202 | 2,766 | 4,686 | 12,644 | 5,178 | 3,368 | 5,969 | 13,611 | 27,442 | 25,298 | 28,125 |
| LCD/OLED TV | 1,273 | 1,466 | 1,636 | 1,946 | 1,504 | 1,508 | 1,681 | 1,992 | 5,267 | 6,321 | 6,685 |
| Digital Camera | 189 | 189 | 203 | 203 | 201 | 201 | 216 | 216 | 738 | 784 | 833 |
| USB | 7,905 | 7,743 | 4,499 | 3,622 | 3,805 | 4,185 | 4,370 | 4,625 | 31,824 | 23,768 | 16,985 |
| Memory Card | 13,424 | 12,759 | 11,882 | 12,002 | 11,372 | 11,737 | 12,743 | 13,244 | 49,208 | 50,066 | 49,095 |
| B/G(%QoQ/%YoY) | | | | | | | | | | | |
| NAND Supply | 3% | 25% | 19% | 11% | -9% | -1% | 10% | 8% | -3% | 14% | 18% |
| Samsung | -2% | -4% | -9% | -2% | -10% | 15% | 17% | 5% | 19% | 13% | 2% |
| SK Hynix | 0% | -2% | -15% | -4% | -17% | 19% | 13% | -1% | 20% | 0% | -11% |
| Kioxia | -3% | 3% | 12% | 3% | -5% | 8% | 11% | 3% | 19% | 17% | 17% |
| Micron | -2% | 9% | 8% | -2% | 1% | 3% | 5% | -2% | 23% | 18% | 10% |
| NAND Demand | -3% | -2% | 12% | 5% | -11% | 10% | 13% | 3% | 11% | 16% | 12% |
| SSD | 16% | 0% | 13% | 4% | -11% | 19% | 15% | -7% | -1% | 27% | 17% |
| Mobile Phone | -10% | -4% | 12% | 11% | -4% | -4% | 9% | 7% | 15% | 15% | 12% |
| Game Console | -32% | -47% | 69% | 170% | -59% | -35% | 77% | 128% | -8% | -8% | 11% |
| LCD/OLED TV | -17% | 15% | 12% | 19% | -23% | 0% | 11% | 18% | 28% | 20% | 6% |
| Digital Camera | -1% | 0% | 8% | 0% | -1% | 0% | 8% | 0% | 5% | 6% | 6% |
| USB | -24% | -2% | -42% | -19% | 5% | 10% | 4% | 6% | 80% | -25% | -29% |
| Memory Card | -1% | -5% | -7% | 1% | -5% | 3% | 9% | 4% | 31% | 2% | -2% |

자료: 키움증권 리서치센터

NAND 산업 Key Data

NAND wafer input capacity (단위: 천장/월)

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Wafer Input Capacity | 1,185 | 1,305 | 1,417 | 1,437 | 1,335 | 1,335 | 1,375 | 1,400 | 1,333 | 1,336 | 1,361 |
| YoY Growth Rate | -25% | -10% | 22% | 26% | 13% | 2% | -3% | -3% | -21% | 0% | 2% |
| Samsung | 350 | 390 | 460 | 480 | 455 | 455 | 485 | 510 | 458 | 420 | 476 |
| Fab12 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 119 | 100 | 100 |
| XiAn Fab1 | 50 | 70 | 90 | 90 | 80 | 80 | 90 | 100 | 65 | 75 | 88 |
| XiAn Fab2 | 60 | 70 | 80 | 80 | 80 | 80 | 95 | 100 | 95 | 73 | 89 |
| P1 | 60 | 70 | 100 | 120 | 100 | 100 | 100 | 110 | 111 | 88 | 103 |
| P2 | 60 | 60 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 59 | 65 | 70 |
| P3 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 9 | 20 | 20 |
| P4 | | | | | 5 | 5 | 10 | 10 | | | 8 |
| SK Hynix | 195 | 200 | 220 | 215 | 210 | 210 | 210 | 210 | 230 | 208 | 210 |
| M11 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 56 | 55 | 55 |
| M14 | 25 | 25 | 15 | 5 | | | | | 28 | 18 | |
| M15 | 55 | 60 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 69 | 64 | 70 |
| Solidigm | 60 | 60 | 80 | 85 | 85 | 85 | 85 | 85 | 31 | 30 | 30 |
| Micron | 130 | 130 | 152 | 152 | 125 | 125 | 125 | 125 | 134 | 141 | 125 |
| Fab6 | 32 | 32 | 32 | 32 | 25 | 25 | 25 | 25 | 32 | 32 | 25 |
| Fab7 | 23 | 23 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 23 | 24 | 25 |
| Fab10 | 75 | 75 | 95 | 95 | 75 | 75 | 75 | 75 | 79 | 85 | 75 |
| Kioxia | 390 | 460 | 460 | 460 | 405 | 405 | 415 | 415 | 393 | 443 | 410 |
| N-Y2 | 80 | 95 | 95 | 95 | 80 | 80 | 80 | 80 | 88 | 91 | 80 |
| Y3 | 60 | 70 | 70 | 70 | 60 | 60 | 60 | 60 | 68 | 68 | 60 |
| Y4 | 70 | 100 | 100 | 100 | 80 | 80 | 80 | 80 | 65 | 93 | 80 |
| Y5 | 70 | 70 | 70 | 70 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 70 | 60 |
| Y6 | 60 | 70 | 70 | 70 | 60 | 60 | 60 | 60 | 63 | 68 | 60 |
| K1 & K2 | 50 | 55 | 55 | 55 | 65 | 65 | 75 | 75 | 50 | 54 | 70 |
| YMTC | 120 | 125 | 125 | 130 | 140 | 140 | 140 | 140 | 120 | 125 | 140 |
| Wuhan Fab1 | 95 | 95 | 95 | 95 | 100 | 100 | 100 | 100 | 95 | 95 | 100 |
| Wuhan Fab2 | 25 | 30 | 30 | 35 | 40 | 40 | 40 | 40 | 25 | 30 | 40 |

자료: 키움증권 리서치센터

Part V. 기업분석

1. 삼성전자(005930)
2. SK하이닉스(000660)

BUY (Maintain)

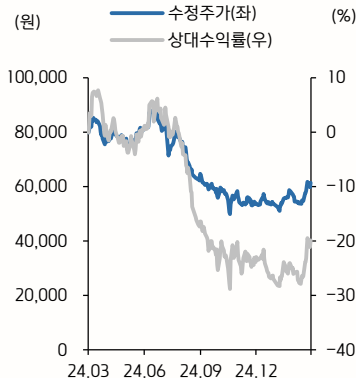
반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com

삼성전자(005930): 봄이 오나 봄

목표주가: 80,000원(상향)

주가(3/26): 61,400원

| | | |
|--------------|--------------|---------|
| KOSPI (3/26) | 2,643.94pt | |
| 시가총액 | 363조 4,658억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 87,800원 | 49,900원 |
| 최고/최저가대비 | -30.1% | 23.0% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M 8.5% | 8.4% |
| | 6M -5.1% | -4.1% |
| | 1Y 40.2% | 10.1% |
| 발행주식수 | 5,919,638천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 19,799천주 | |
| 외국인 지분율 | 50.7% | |
| 배당수익률(2025E) | 2.8% | |
| BPS(2025E) | 63,727원 | |
| 주요 주주 | 삼성생명보험외 16인 | 20.2% |



◎ 메모리 업황 회복

- 2025년 서버 시장은 사상 최대 판매량 기록할 전망. 1Q25 수요도 과거 계절성 대비 강한 흐름 보이는 중
- 범용 DRAM은 HBM 공급 증가에 따른 반사 이익으로 하반기 가격 반등 예상
- NAND는 공급업체들의 감산 영향으로 인해서 2Q25 가격 반등 예상

◎ 2Q25 1bnm DRAM, 2H25 HBM3e 및 1cnm DRAM 판매 확대 기대

- 2Q25 1bnm 양산 비중 확대되며, 범용 DRAM의 판매량 증가 예상
- 1cnm DRAM과 Nvidia향 HBM3e의 대량 양산 쿨을 받으며, 시장 경쟁력 향상될 것으로 판단

◎ 투자의견 'BUY' 유지, 목표주가 80,000원으로 상향 조정

- 그 동안 기다려왔던 1bnm/1cnm DRAM, HBM3e의 결과 시점이 다가오는 중
- 아직까지는 큰 실패 요인이 없는 것으로 보여, 2Q25로 가면서 관련 기대감이 주가에 반영될 것으로 판단
- 범용 메모리 업황 회복을 반영하여 '25~'27년 EPS와 목표주가를 모두 상향 조정함

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 258,935 | 300,871 | 340,759 | 375,857 | 354,141 |
| 영업이익 | 6,567 | 32,726 | 40,543 | 58,963 | 50,836 |
| EBITDA | 45,234 | 75,357 | 85,587 | 103,316 | 95,943 |
| 세전이익 | 11,006 | 37,530 | 45,645 | 64,062 | 55,543 |
| 순이익 | 15,487 | 34,451 | 38,316 | 49,968 | 41,657 |
| 지배주주지분순이익 | 14,473 | 33,621 | 37,550 | 48,969 | 40,824 |
| EPS(원) | 2,131 | 4,950 | 5,605 | 7,411 | 6,178 |
| 증감률(% YoY) | -73.6 | 132.3 | 13.2 | 32.2 | -16.6 |
| PER(배) | 36.8 | 10.7 | 11.0 | 8.3 | 9.9 |
| PBR(배) | 1.51 | 0.92 | 0.96 | 0.88 | 0.82 |
| EV/EBITDA(배) | 10.4 | 3.9 | 3.8 | 3.2 | 3.0 |
| 영업이익률(%) | 2.5 | 10.9 | 11.9 | 15.7 | 14.4 |
| ROE(%) | 4.1 | 9.0 | 9.2 | 11.1 | 8.5 |
| 순차입금비율(%) | -16.9 | -17.9 | -18.8 | -16.6 | -22.9 |

자료: 키움증권 리서치

삼성전자(005930): 봄이 오나 봄

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 71,916 | 74,068 | 79,099 | 75,788 | 79,007 | 79,352 | 91,399 | 91,001 | 258,935 | 300,871 | 340,759 |
| %QoQ/%YoY | 6% | 3% | 7% | -4% | 4% | 0% | 15% | 0% | -14% | 16% | 13% |
| DS | 23,137 | 28,557 | 29,271 | 30,101 | 26,530 | 30,374 | 37,097 | 40,178 | 66,594 | 111,066 | 134,179 |
| Memory | 17,494 | 21,738 | 22,273 | 22,958 | 20,469 | 23,628 | 29,763 | 32,380 | 44,125 | 84,463 | 106,240 |
| Foundry/S.LSI | 5,335 | 6,497 | 6,753 | 6,815 | 5,704 | 6,384 | 7,057 | 7,434 | 21,249 | 25,400 | 26,579 |
| SDC | 5,386 | 7,646 | 7,999 | 8,126 | 5,537 | 7,184 | 8,390 | 9,383 | 30,975 | 29,158 | 30,494 |
| Large | 449 | 570 | 531 | 619 | 370 | 508 | 697 | 864 | 1,707 | 2,169 | 2,438 |
| Small | 5,163 | 7,042 | 7,384 | 7,318 | 5,073 | 6,581 | 7,598 | 8,423 | 30,097 | 26,907 | 27,674 |
| DX(MX, 네트워크) | 33,530 | 27,382 | 30,523 | 25,803 | 35,754 | 30,093 | 34,098 | 28,767 | 112,415 | 117,238 | 128,713 |
| MX | 32,791 | 26,641 | 29,981 | 25,012 | 34,966 | 29,283 | 33,501 | 27,914 | 108,633 | 114,425 | 125,664 |
| NW | 739 | 741 | 542 | 791 | 788 | 811 | 597 | 853 | 3,782 | 2,813 | 3,049 |
| DX(VD, 가전 등) | 13,480 | 14,422 | 14,141 | 14,413 | 14,344 | 15,102 | 15,091 | 15,516 | 56,444 | 56,456 | 60,053 |
| VD | 7,234 | 7,544 | 7,582 | 8,572 | 7,257 | 7,313 | 7,451 | 8,111 | 30,375 | 30,932 | 30,133 |
| 매출원가 | 45,886 | 44,312 | 49,095 | 47,269 | 52,225 | 50,032 | 53,645 | 51,752 | 180,389 | 186,562 | 207,653 |
| 매출원가율 | 64% | 60% | 62% | 62% | 66% | 63% | 59% | 57% | 70% | 62% | 61% |
| 매출총이익 | 26,029 | 29,756 | 30,004 | 28,519 | 26,782 | 29,321 | 37,754 | 39,250 | 78,547 | 114,309 | 133,106 |
| 판매비와관리비 | 19,423 | 19,312 | 20,820 | 22,027 | 22,039 | 22,965 | 24,687 | 24,532 | 71,980 | 81,583 | 94,223 |
| 영업이익 | 6,606 | 10,444 | 9,183 | 6,493 | 5,089 | 6,681 | 13,613 | 15,160 | 6,567 | 32,726 | 40,543 |
| %QoQ/%YoY | 134% | 58% | -12% | -29% | -22% | 31% | 104% | 11% | -85% | 398% | 24% |
| DS | 1,914 | 6,451 | 3,860 | 2,870 | 478 | 2,726 | 8,220 | 10,807 | -14,879 | 15,094 | 22,230 |
| %QoQ/%YoY | 흑자전환 | 237% | -40% | -26% | -83% | 470% | 202% | 31% | 적자전환 | 흑자전환 | 47% |
| SDC | 341 | 1,010 | 1,514 | 967 | 295 | 676 | 1,209 | 1,199 | 5,566 | 3,831 | 3,379 |
| %QoQ/%YoY | -83% | 196% | 50% | -36% | -70% | 129% | 79% | -1% | -6% | -31% | -12% |
| DX(MX, 네트워크) | 3,545 | 2,231 | 2,843 | 2,099 | 3,437 | 2,392 | 3,095 | 2,397 | 13,016 | 10,718 | 11,320 |
| %QoQ/%YoY | 30% | -37% | 27% | -26% | 64% | -30% | 29% | -23% | 14% | -18% | 6% |
| DX(VD, 가전 등) | 530 | 491 | 530 | 204 | 424 | 455 | 468 | 222 | 1,262 | 1,755 | 1,570 |
| %QoQ/%YoY | -1139% | -7% | 8% | -62% | 108% | 7% | 3% | -53% | -7% | 39% | -11% |
| 영업이익률 | 9% | 14% | 12% | 9% | 6% | 8% | 15% | 17% | 3% | 11% | 12% |
| DS | 8% | 23% | 13% | 10% | 2% | 9% | 22% | 27% | -22% | 14% | 17% |
| SDC | 6% | 13% | 19% | 12% | 5% | 9% | 14% | 13% | 18% | 13% | 11% |
| DX(MX, 네트워크) | 11% | 8% | 9% | 8% | 10% | 8% | 9% | 8% | 12% | 9% | 9% |
| DX(VD, 가전 등) | 4% | 3% | 4% | 1% | 3% | 3% | 3% | 1% | 2% | 3% | 3% |
| 법인세차감전순이익 | 7,707 | 11,595 | 10,320 | 7,907 | 6,521 | 7,831 | 14,882 | 16,411 | 11,006 | 37,530 | 45,645 |
| 법인세비용 | 952 | 1,754 | 220 | 153 | 522 | 1,175 | 2,679 | 2,954 | -4,481 | 3,078 | 7,329 |
| 당기순이익 | 6,755 | 9,841 | 10,101 | 7,754 | 6,000 | 6,656 | 12,203 | 13,457 | 15,487 | 34,451 | 38,316 |
| 당기순이익률 | 9% | 13% | 13% | 10% | 8% | 8% | 13% | 15% | 6% | 11% | 11% |
| 총포괄손익 | 11,750 | 14,131 | 5,256 | 20,160 | 9,436 | 9,557 | 9,350 | 35,986 | 18,837 | 51,296 | 64,329 |
| 지배주주지분 | 11,534 | 13,807 | 4,935 | 19,772 | 9,255 | 9,373 | 9,170 | 35,294 | 17,846 | 50,048 | 63,092 |
| KRW/USD | 1,329 | 1,370 | 1,343 | 1,380 | 1,450 | 1,455 | 1,435 | 1,445 | 1,298 | 1,357 | 1,445 |

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자(005930): 봄이 오나 봄

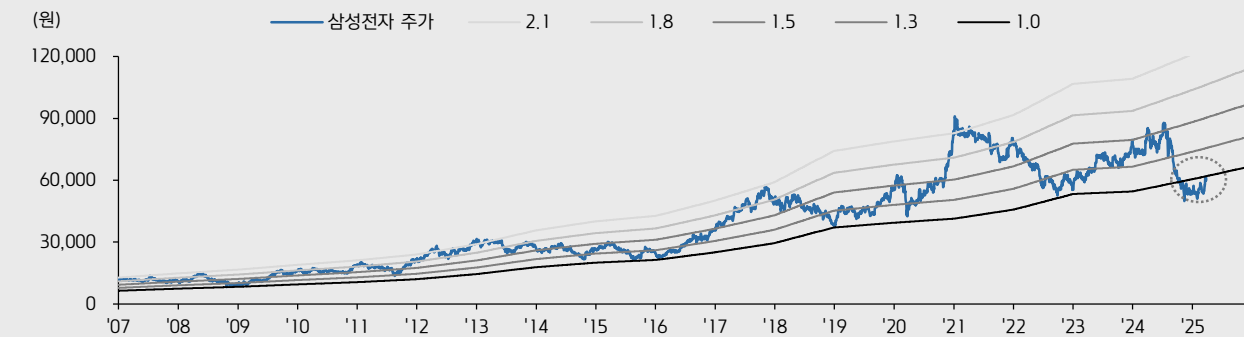
삼성전자 연결 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 71,916 | 74,068 | 79,099 | 75,788 | 79,007 | 79,352 | 91,399 | 91,001 | 258,935 | 300,871 | 340,759 |
| %QoQ/%YoY | 6% | 3% | 7% | -4% | 4% | 0% | 15% | 0% | -14% | 16% | 13% |
| DS | 23,137 | 28,557 | 29,271 | 30,101 | 26,530 | 30,374 | 37,097 | 40,178 | 66,594 | 111,066 | 134,179 |
| Memory | 17,494 | 21,738 | 22,273 | 22,958 | 20,469 | 23,628 | 29,763 | 32,380 | 44,125 | 84,463 | 106,240 |
| DRAM | 10,632 | 13,453 | 14,370 | 15,525 | 14,631 | 16,756 | 20,882 | 22,520 | 28,057 | 53,981 | 74,788 |
| NAND | 6,862 | 8,284 | 7,903 | 7,433 | 5,839 | 6,872 | 8,882 | 9,860 | 16,069 | 30,483 | 31,452 |
| Foundry/S.LSI | 5,335 | 6,497 | 6,753 | 6,815 | 5,704 | 6,384 | 7,057 | 7,434 | 21,249 | 25,400 | 26,579 |
| SDC | 5,386 | 7,646 | 7,999 | 8,126 | 5,537 | 7,184 | 8,390 | 9,383 | 30,975 | 29,158 | 30,494 |
| Large | 449 | 570 | 531 | 619 | 370 | 508 | 697 | 864 | 1,707 | 2,169 | 2,438 |
| Small | 5,163 | 7,042 | 7,384 | 7,318 | 5,073 | 6,581 | 7,598 | 8,423 | 30,097 | 26,907 | 27,674 |
| DX(MX, 네트워크) | 33,530 | 27,382 | 30,523 | 25,803 | 35,754 | 30,093 | 34,098 | 28,767 | 112,415 | 117,238 | 128,713 |
| MX | 32,791 | 26,641 | 29,981 | 25,012 | 34,966 | 29,283 | 33,501 | 27,914 | 108,633 | 114,425 | 125,664 |
| NW | 739 | 741 | 542 | 791 | 788 | 811 | 597 | 853 | 3,782 | 2,813 | 3,049 |
| DX(VD, 가전 등) | 13,480 | 14,422 | 14,141 | 14,413 | 14,344 | 15,102 | 15,091 | 15,516 | 56,444 | 56,454 | 60,053 |
| VD | 7,234 | 7,544 | 7,582 | 8,572 | 7,257 | 7,313 | 7,451 | 8,111 | 30,375 | 30,932 | 30,133 |
| 영업이익 | 6,606 | 10,444 | 9,183 | 6,493 | 5,089 | 6,681 | 13,613 | 15,160 | 6,567 | 32,726 | 40,543 |
| %QoQ/%YoY | 134% | 58% | -12% | -29% | -22% | 31% | 104% | 11% | -85% | 398% | 24% |
| DS | 1,914 | 6,451 | 3,860 | 2,870 | 478 | 2,726 | 8,220 | 10,807 | -14,879 | 15,094 | 22,230 |
| Memory | 2,682 | 6,883 | 5,722 | 5,805 | 3,080 | 4,592 | 9,559 | 11,729 | -11,811 | 21,093 | 28,960 |
| DRAM | 2,339 | 4,978 | 4,742 | 5,434 | 3,809 | 4,901 | 8,630 | 9,928 | -1,118 | 17,493 | 27,267 |
| NAND | 343 | 1,905 | 980 | 372 | -729 | -309 | 930 | 1,802 | -10,694 | 3,600 | 1,693 |
| Foundry/S.LSI | -784 | -195 | -1,621 | -2,726 | -2,506 | -1,827 | -1,303 | -803 | -2,499 | -5,326 | -6,438 |
| SDC | 341 | 1,010 | 1,514 | 967 | 295 | 676 | 1,209 | 1,199 | 5,566 | 3,831 | 3,379 |
| Large | -55 | -77 | -121 | -133 | -201 | -150 | -171 | -122 | -162 | -386 | -644 |
| Small | 396 | 1,087 | 1,635 | 1,100 | 496 | 826 | 1,380 | 1,321 | 5,728 | 4,217 | 4,023 |
| DX(MX, 네트워크) | 3,545 | 2,231 | 2,843 | 2,099 | 3,437 | 2,392 | 3,095 | 2,397 | 13,016 | 10,718 | 11,320 |
| DX(VD, 가전 등) | 530 | 491 | 530 | 204 | 424 | 455 | 468 | 222 | 1,262 | 1,755 | 1,570 |
| 영업이익률 | 9% | 14% | 12% | 9% | 6% | 8% | 15% | 17% | 3% | 11% | 12% |
| DS | 8% | 23% | 13% | 10% | 2% | 9% | 22% | 27% | -22% | 14% | 17% |
| Memory | 15% | 32% | 26% | 25% | 15% | 19% | 32% | 36% | -27% | 25% | 27% |
| DRAM | 22% | 37% | 33% | 35% | 26% | 29% | 41% | 44% | -4% | 32% | 36% |
| NAND | 5% | 23% | 12% | 5% | -12% | -4% | 10% | 18% | -67% | 12% | 5% |
| Foundry/S.LSI | -15% | -3% | -24% | -40% | -44% | -29% | -18% | -11% | -12% | -21% | -24% |
| SDC | 6% | 13% | 19% | 12% | 5% | 9% | 14% | 13% | 18% | 13% | 11% |
| Large | -12% | -14% | -23% | -22% | -54% | -30% | -25% | -14% | -9% | -18% | -26% |
| Small | 8% | 15% | 22% | 15% | 10% | 13% | 18% | 16% | 19% | 16% | 15% |
| DX(MX, 네트워크) | 11% | 8% | 9% | 8% | 10% | 8% | 9% | 8% | 12% | 9% | 9% |
| DX(VD, 가전 등) | 4% | 3% | 4% | 1% | 3% | 3% | 3% | 1% | 2% | 3% | 3% |
| KRW/USD | 1,329 | 1,370 | 1,343 | 1,380 | 1,450 | 1,455 | 1,435 | 1,445 | 1,298 | 1,357 | 1,445 |

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자(005930): 봄이 오나 봄

삼성전자 12개월 Trailing P/B Chart: 단기 상승에도 부담스럽지 않은 주가 수준



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B vs. ROE



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자(005930): 봄이 오나 봄

삼성전자 6개월 목표주가 80,000원 제시

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Sales [십억원] | 300,871 | 340,759 | 375,857 | 354,141 | 364,765 | 392,852 |
| Growth | 16.2% | 13.3% | 10.3% | -5.8% | 3.0% | 7.7% |
| EPS [원] | 4,950 | 5,605 | 7,411 | 6,178 | 7,337 | 8,404 |
| Growth | 132.3% | 13.2% | 32.2% | -16.6% | 18.7% | 14.6% |
| BPS [원] | 57,663 | 63,727 | 69,738 | 74,889 | 81,229 | 88,677 |
| Growth | 10.9% | 10.5% | 9.4% | 7.4% | 8.5% | 9.2% |
| ROCE(Return On Common Equity) | 9.0% | 9.2% | 11.1% | 8.5% | 9.4% | 9.9% |
| COE(Cost of Equity) | 8.2% | 8.2% | 8.2% | 8.2% | 8.2% | 8.2% |
| Residual Earnings(ROCE-COE) | 0.8% | 1.0% | 2.9% | 0.3% | 1.2% | 1.7% |
| PV of Residual Earnings | | 566 | 1,638 | 179 | 664 | 951 |
| Equity Beta | 1.1 | | | | | |
| Risk Free Rate | 2.9% | | | | | |
| Market Risk Premium | 5.0% | | | | | |
| Terminal Growth | 3.0% | | | | | |
| Cost of Equity | 8.2% | | | | | |
| Continuing Value | 18,721 | | | | | |
| Beginning Common Shareholders' Equity | 57,663 | | | | | |
| PV of RE for the Forecasting Period | 3,997 | | | | | |
| PV of Continuing Value | 12,606 | | | | | |
| Intrinsic Value per Share - 6M TP | 80,379 | | | | | |

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자(005930) 재무제표

| 포괄손익계산서 | | | | | |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 258,935 | 300,871 | 340,759 | 375,857 | 354,141 |
| 매출원가 | 180,389 | 186,562 | 207,653 | 218,604 | 214,235 |
| 매출총이익 | 78,547 | 114,309 | 133,106 | 157,253 | 139,906 |
| 판매비 | 71,980 | 81,583 | 94,223 | 98,290 | 89,070 |
| 영업이익 | 6,567 | 32,726 | 40,543 | 58,963 | 50,836 |
| EBITDA | 45,234 | 75,357 | 85,587 | 103,316 | 95,943 |
| 영업외손익 | 4,439 | 4,804 | 5,102 | 5,099 | 4,707 |
| 이자수익 | 4,358 | 4,819 | 3,830 | 2,538 | 3,150 |
| 이자비용 | 930 | 904 | 793 | 735 | 494 |
| 외환관련이익 | 10,609 | 10,998 | 16,754 | 16,146 | 13,102 |
| 외환관련손실 | 10,711 | 11,361 | 15,189 | 13,579 | 11,844 |
| 총속 및 관계기업손익 | 888 | 751 | 784 | 938 | 884 |
| 기타 | 225 | 501 | -284 | -209 | -91 |
| 법인세차감전이익 | 11,006 | 37,530 | 45,645 | 64,062 | 55,543 |
| 법인세비용 | -4,481 | 3,078 | 7,329 | 14,094 | 13,886 |
| 계속사업순손익 | 15,487 | 34,451 | 38,316 | 49,968 | 41,657 |
| 당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 38,316 | 49,968 | 41,657 |
| 지배주주순이익 | 14,473 | 33,621 | 37,550 | 48,969 | 40,824 |
| 증감률 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감률 | -14.3 | 16.2 | 13.3 | 10.3 | -5.8 |
| 영업이익 증감률 | -84.9 | 398.3 | 23.9 | 45.3 | -13.8 |
| EBITDA 증감률 | -45.2 | 66.6 | 13.6 | 20.7 | -7.1 |
| 지배주주순이익의 증감률 | -73.6 | 132.3 | 11.7 | 30.4 | -16.6 |
| EPS 증감률 | -73.6 | 132.3 | 13.2 | 32.2 | -16.6 |
| 매출총이익률(%) | 30.3 | 38.0 | 39.1 | 41.8 | 39.5 |
| 영업이익률(%) | 2.5 | 10.9 | 11.9 | 15.7 | 14.4 |
| EBITDA Margin(%) | 17.5 | 25.0 | 25.1 | 27.5 | 27.1 |
| 지배주주순이익률(%) | 5.6 | 11.2 | 11.0 | 13.0 | 11.5 |

| 현금흐름표 | | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 영업활동 현금흐름 | 44,137 | 72,983 | 63,967 | 68,612 | 99,683 |
| 당기순이익 | 15,487 | 34,451 | 38,316 | 49,968 | 41,657 |
| 비현금항목의 가감 | 36,520 | 42,947 | 46,476 | 53,694 | 53,443 |
| 유형자산감가상각비 | 35,532 | 39,650 | 41,482 | 41,556 | 42,912 |
| 무형자산감가상각비 | 3,134 | 2,981 | 3,563 | 2,797 | 2,195 |
| 자본법평가손익 | -888 | -751 | -851 | -938 | -884 |
| 기타 | -1,258 | 1,067 | 2,282 | 10,279 | 9,220 |
| 영업활동자산부채증감 | -5,459 | -1,568 | -16,801 | -23,027 | 15,545 |
| 매출채권및기타채권의감소 | 236 | -3,139 | 1,094 | -1,283 | 2,361 |
| 재고자산의감소 | -3,207 | 2,541 | -3,919 | -4,747 | 10,687 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 1,104 | -1,539 | -11,598 | -12,584 | 809 |
| 기타 | -3,592 | 569 | -2,378 | -4,413 | 1,688 |
| 기타현금흐름 | -2,411 | -2,847 | -4,024 | -12,023 | -10,962 |
| 투자활동 현금흐름 | -16,923 | -85,382 | -50,773 | -68,907 | -51,881 |
| 유형자산의 취득 | -57,611 | -51,406 | -48,061 | -59,215 | -58,312 |
| 유형자산의 처분 | 98 | 156 | 241 | 214 | 186 |
| 무형자산의 손익 | -2,911 | -2,319 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산의감소(증가) | 3,904 | -2,918 | -3,195 | -2,891 | 1,895 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 42,220 | -35,620 | -6,484 | -13,740 | -2,375 |
| 기타 | -2,623 | -6,725 | -6,726 | -6,725 | -6,725 |
| 재무활동 현금흐름 | -8,593 | -7,797 | -8,128 | -9,301 | -20,452 |
| 차입금의 증가(감소) | 1,281 | 4,912 | 1,710 | 1,766 | -8,071 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0 | 0 | -19 | 0 | 0 |
| 자기주식처분(취득) | 0 | -1,812 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -9,864 | -10,889 | -9,811 | -11,059 | -12,373 |
| 기타 | -10 | -8 | -8 | -8 | -8 |
| 기타현금흐름 | 779 | 4,821 | -7,362 | -9,569 | -2,861 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 19,400 | -15,375 | -2,296 | 19,165 | 24,489 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 49,681 | 69,081 | 53,706 | 51,409 | 32,244 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 69,081 | 53,706 | 51,409 | 32,244 | 56,733 |

자료: 키움증권 리서치

| 재무상태표 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 유동자산 | 195,937 | 227,062 | 235,322 | 236,492 | 249,660 |
| 현금 및 현금성자산 | 69,081 | 53,706 | 51,409 | 32,244 | 56,733 |
| 단기금융자산 | 23,326 | 58,946 | 65,430 | 79,171 | 81,546 |
| 매출채권 및 기타채권 | 43,281 | 53,246 | 52,152 | 53,435 | 51,074 |
| 재고자산 | 51,626 | 51,755 | 55,674 | 60,421 | 49,734 |
| 기타유동자산 | 8,623.0 | 9,409.0 | 10,657.0 | 11,221.0 | 10,573.0 |
| 비유동자산 | 259,969 | 287,470 | 293,168 | 314,974 | 324,922 |
| 투자자산 | 20,680 | 24,349 | 28,394 | 32,224 | 31,213 |
| 유형자산 | 187,256 | 205,945 | 212,282 | 229,727 | 244,941 |
| 무형자산 | 22,742 | 23,739 | 20,176 | 17,379 | 15,184 |
| 기타비유동자산 | 29,291 | 33,437 | 32,316 | 35,644 | 33,584 |
| 자산총계 | 455,906 | 514,532 | 528,490 | 551,466 | 574,582 |
| 유동부채 | 75,719 | 93,326 | 79,466 | 69,123 | 61,096 |
| 매입채무 및 기타채무 | 53,550 | 61,523 | 49,925 | 37,341 | 38,150 |
| 단기금융부채 | 18,307 | 27,936 | 26,099 | 28,788 | 20,124 |
| 기타유동부채 | 3,862 | 3,867 | 3,442 | 2,994 | 2,822 |
| 비유동부채 | 16,509 | 19,014 | 16,678 | 9,285 | 5,558 |
| 장기금융부채 | 12,629 | 12,581 | 9,462 | 4,156 | 2,028 |
| 기타비유동부채 | 3,880 | 6,433 | 7,216 | 5,129 | 3,530 |
| 부채총계 | 92,228 | 112,340 | 96,144 | 78,408 | 66,653 |
| 자본지분 | 353,234 | 391,688 | 421,075 | 460,788 | 494,826 |
| 자본금 | 898 | 898 | 879 | 879 | 879 |
| 자본잉여금 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 |
| 기타자본 | 99 | -1,725 | -1,725 | -1,725 | -1,725 |
| 기타포괄손익누계액 | 1,181 | 17,598 | 20,513 | 23,630 | 26,594 |
| 이익잉여금 | 346,652 | 370,513 | 397,004 | 433,600 | 464,674 |
| 비지배자본 | 10,444 | 10,504 | 11,271 | 12,270 | 13,103 |
| 자본총계 | 363,678 | 402,192 | 432,346 | 473,058 | 507,929 |

| 투자지표 | | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,131 | 4,950 | 5,605 | 7,411 | 6,178 |
| BPS | 52,002 | 57,663 | 63,727 | 69,738 | 74,889 |
| CFPS | 7,656 | 11,394 | 12,657 | 15,689 | 14,393 |
| DPS | 1,444 | 1,446 | 1,683 | 1,883 | 1,488 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 36.8 | 10.7 | 11.0 | 8.3 | 9.9 |
| PER(최고) | 36.8 | 17.9 | 11.0 | | |
| PER(최저) | 25.6 | 10.1 | 9.1 | | |
| PBR | 1.5 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| PBR(최고) | 1.5 | 1.5 | 1.0 | | |
| PBR(최저) | 1.0 | 0.9 | 0.8 | | |
| PSR | 2.1 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| PCFR | 10.3 | 4.7 | 4.9 | 3.9 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 10.4 | 3.9 | 3.8 | 3.2 | 3.0 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(% , 보통주, 현금) | 55.7 | 25.0 | 25.3 | 21.7 | 20.5 |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 1.8 | 2.7 | 2.8 | 3.1 | 2.5 |
| ROA | 3.4 | 7.1 | 7.3 | 9.3 | 7.4 |
| ROE | 4.1 | 9.0 | 9.2 | 11.1 | 8.5 |
| ROIC | -1.2 | 9.0 | 12.2 | 13.3 | 10.9 |
| 매출채권회전율 | 6.1 | 6.2 | 6.5 | 7.1 | 6.8 |
| 재고자산회전율 | 5.0 | 5.8 | 6.3 | 6.5 | 6.4 |
| 부채비율 | 25.4 | 27.9 | 22.2 | 16.6 | 13.1 |
| 순차입금비용 | -16.9 | -17.9 | -18.8 | -16.6 | -22.9 |
| 이자보상배율(현금) | 7.1 | 36.2 | 51.1 | 80.2 | 102.9 |
| 총자입금 | 30,936 | 40,517 | 35,561 | 32,944 | 22,152 |
| 순이익 | -61,471 | -72,134 | -81,278 | -78,471 | -116,127 |
| NOPLAT | 45,234 | 75,357 | 85,587 | 103,316 | 95,943 |
| FCF | -30,251 | 13,418 | 18,195 | 7,289 | 41,289 |

BUY (Maintain)

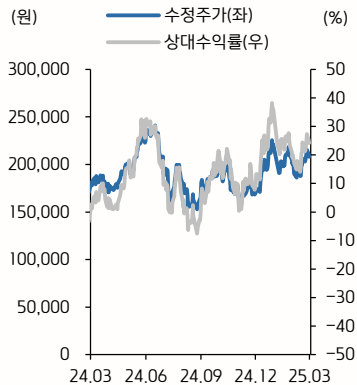
반도체 Analyst 박유악 yuak.pak@kiwoom.com

SK하이닉스(000660): 범용 메모리 업황 회복

목표주가: 260,000원(상향)

주가(3/26): 214,000원

| | | | |
|--------------|--------------|----------|--------|
| KOSPI (3/26) | 2,643.94pt | | |
| 시가총액 | 159조 7,965억원 | | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 241,000원 | 152,800원 | |
| 최고/최저가대비 | -13.7% | 36.1% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 3.7% | 4.3% |
| | 6M | 25.8% | 24.9% |
| | 1Y | 195.0% | 134.3% |
| 발행주식수 | 728,002천주 | | |
| 일평균 거래량(3M) | 3,903천주 | | |
| 외국인 지분율 | 55.7% | | |
| 배당수익률(2025E) | 0.7% | | |
| BPS(2025E) | 138,787원 | | |
| 주요 주주 | 에스케이스퀘어 외 8인 | 20.1% | |



◎ 메모리 업황 회복

- 2025년 서버 시장은 사상 최대 판매량 기록할 전망. 1Q25 수요도 과거 계절성 대비 강한 흐름 보이는 중
- 범용 DRAM은 HBM 공급 증가에 따른 반사 이익으로 하반기 가격 반등 예상
- NAND는 공급업체들의 감산 영향으로 인해서 2Q25 가격 반등 예상됨

◎ 2025년 영업이익 33조원(+42%YoY)으로 상향

- 2025년 범용 DRAM 및 NAND 실적 전망치 상향 조정
- HBM의 2025년 매출액은 30.8조원(+134%YoY)으로 증가. DRAM 전체 내 48% 비중 차지할 전망

◎ 투자 코멘트

- 단기적으로는 AI 업황 우려와 HBM 경쟁사 진입으로 인한 주가의 변동성 확대가 예상되지만, 범용 메모리의 업황 개선이 주가 상승을 견인할 것으로 판단
- 범용 메모리의 업황 회복을 반영해 25~27년 EPS 및 목표주가를 상향 조정함

| (십억원) | 2023 | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 32,766 | 66,193 | 84,347 | 92,219 | 80,046 |
| 영업이익 | -7,730 | 23,467 | 33,402 | 39,286 | 27,074 |
| EBITDA | 5,943 | 36,049 | 46,314 | 53,038 | 41,809 |
| 세전이익 | -11,658 | 23,885 | 34,178 | 40,525 | 28,434 |
| 순이익 | -9,138 | 19,797 | 26,659 | 30,799 | 21,610 |
| 지배주주지분순이익 | -9,112 | 19,789 | 26,648 | 30,786 | 21,601 |
| EPS(원) | -12,517 | 27,182 | 36,604 | 42,289 | 29,672 |
| 증감률(%YoY) | 적전 | 흑전 | 34.7 | 15.5 | -29.8 |
| PBR(배) | -11.3 | 6.4 | 5.7 | 4.9 | 7.0 |
| PBR(배) | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA(배) | 21.5 | 3.9 | 3.3 | 2.5 | 2.6 |
| 영업이익률(%) | -23.6 | 35.5 | 39.6 | 42.6 | 33.8 |
| ROE(%) | -15.6 | 31.1 | 30.5 | 26.4 | 15.1 |
| 순차입금비율(%) | 46.3 | 19.7 | -0.2 | -14.5 | -28.6 |

자료: 키움증권 리서치

SK하이닉스(000660): 범용 메모리 업황 회복

SK하이닉스 연결 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| DRAM | | | | | | | | | | | |
| 출하량 [백만Gb] | 16,363 | 19,799 | 19,403 | 20,567 | 18,922 | 20,624 | 21,243 | 22,305 | 65,158 | 76,131 | 83,094 |
| QoQ/YoY | -15% | 21% | -2% | 6% | -8% | 9% | 3% | 5% | 14% | 17% | 9% |
| ASP/Gb [USD] | 0.35 | 0.40 | 0.46 | 0.51 | 0.50 | 0.52 | 0.56 | 0.56 | 0.24 | 0.43 | 0.54 |
| QoQ/YoY | 21% | 15% | 15% | 10% | -1% | 3% | 8% | 1% | -37% | 79% | 24% |
| Cost/Gb [USD] | 0.23 | 0.22 | 0.23 | 0.24 | 0.26 | 0.26 | 0.26 | 0.27 | 0.23 | 0.23 | 0.26 |
| QoQ/YoY | 5% | -6% | 6% | 5% | 6% | -1% | 3% | 3% | -9% | -1% | 13% |
| Operating Profits/Gb [USD] | 0.12 | 0.18 | 0.23 | 0.26 | 0.24 | 0.26 | 0.29 | 0.29 | 0.01 | 0.20 | 0.27 |
| OPm/Gb | 33% | 45% | 50% | 52% | 49% | 50% | 53% | 52% | 3% | 46% | 51% |
| NAND | | | | | | | | | | | |
| 출하량[백만1GB] | 51,174 | 49,946 | 42,454 | 40,756 | 33,828 | 40,255 | 45,488 | 45,033 | 185,053 | 184,331 | 164,603 |
| QoQ/YoY | 0% | -2% | -15% | -4% | -17% | 19% | 13% | -1% | 20% | 0% | -11% |
| ASP/GB [USD] | 0.06 | 0.07 | 0.09 | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.08 | 0.08 | 0.04 | 0.08 | 0.08 |
| QoQ/YoY | 32% | 17% | 15% | -4% | -16% | 2% | 11% | 3% | -44% | 92% | -1% |
| Cost/GB [USD] | 0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.08 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 | 0.07 |
| QoQ/YoY | -3% | 4% | 5% | 9% | 7% | -5% | -7% | -1% | -13% | -6% | 10% |
| Operating Profits/GB [USD] | 0.00 | 0.01 | 0.02 | 0.01 | -0.01 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | -0.03 | 0.01 | 0.00 |
| OPm/Gb | 5% | 15% | 22% | 12% | -13% | -5% | 12% | 16% | -76% | 14% | 5% |
| 매출액 | 12,430 | 16,423 | 17,573 | 19,767 | 17,705 | 20,156 | 22,639 | 23,847 | 32,766 | 66,193 | 84,347 |
| QoQ/YoY Growth | 10% | 32% | 7% | 12% | -10% | 14% | 12% | 5% | -27% | 102% | 27% |
| DRAM | 7,585 | 10,838 | 12,156 | 14,641 | 13,756 | 15,497 | 17,002 | 18,156 | 20,776 | 45,221 | 64,410 |
| NAND | 4,352 | 5,105 | 4,933 | 4,707 | 3,385 | 4,123 | 5,101 | 5,237 | 9,608 | 19,096 | 17,847 |
| 매출원가 | 7,635 | 8,927 | 8,402 | 9,401 | 9,442 | 10,514 | 10,867 | 11,472 | 33,299 | 34,365 | 42,295 |
| 매출원가율 | 61% | 54% | 48% | 48% | 53% | 52% | 48% | 48% | 102% | 52% | 50% |
| 매출총이익 | 4,795 | 7,496 | 9,171 | 10,366 | 8,263 | 9,642 | 11,771 | 12,376 | -533 | 31,828 | 42,052 |
| 판매비와관리비 | 1,909 | 2,028 | 2,141 | 2,283 | 2,012 | 2,090 | 2,215 | 2,333 | 7,197 | 8,361 | 8,650 |
| 영업이익 | 2,886 | 5,469 | 7,030 | 8,083 | 6,251 | 7,551 | 9,557 | 10,043 | -7,730 | 23,467 | 33,402 |
| QoQ/YoY Growth | 734% | 89% | 29% | 15% | -23% | 21% | 27% | 5% | 적자전환 | 흑자전환 | 42% |
| DRAM | 2,503 | 4,877 | 6,017 | 7,613 | 6,681 | 7,812 | 8,980 | 9,381 | 733 | 21,011 | 32,853 |
| NAND | 218 | 766 | 1,085 | 565 | -423 | -212 | 630 | 836 | -7,331 | 2,633 | 831 |
| 영업이익률 | 23% | 33% | 40% | 41% | 35% | 37% | 42% | 42% | -24% | 35% | 40% |
| DRAM | 33% | 45% | 50% | 52% | 49% | 50% | 53% | 52% | 4% | 46% | 51% |
| NAND | 5% | 15% | 22% | 12% | -13% | -5% | 12% | 16% | -76% | 14% | 5% |
| 법인세자감전손익 | 2,373 | 5,052 | 6,879 | 9,581 | 6,718 | 7,691 | 9,792 | 9,977 | -11,658 | 23,885 | 34,178 |
| 법인세비용 | 456 | 932 | 1,126 | 1,575 | 1,478 | 1,692 | 2,154 | 2,195 | -2,520 | 4,088 | 7,519 |
| 당기순이익 | 1,917 | 4,120 | 5,753 | 8,006 | 5,240 | 5,999 | 7,638 | 7,782 | -9,138 | 19,797 | 26,659 |
| 당기순이익률 | 15% | 25% | 33% | 41% | 30% | 30% | 34% | 33% | -28% | 30% | 32% |
| KRW/USD | 1,330 | 1,370 | 1,359 | 1,400 | 1,450 | 1,455 | 1,435 | 1,445 | 1,315 | 1,368 | 1,446 |

자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스(000660): 범용 메모리 업황 회복

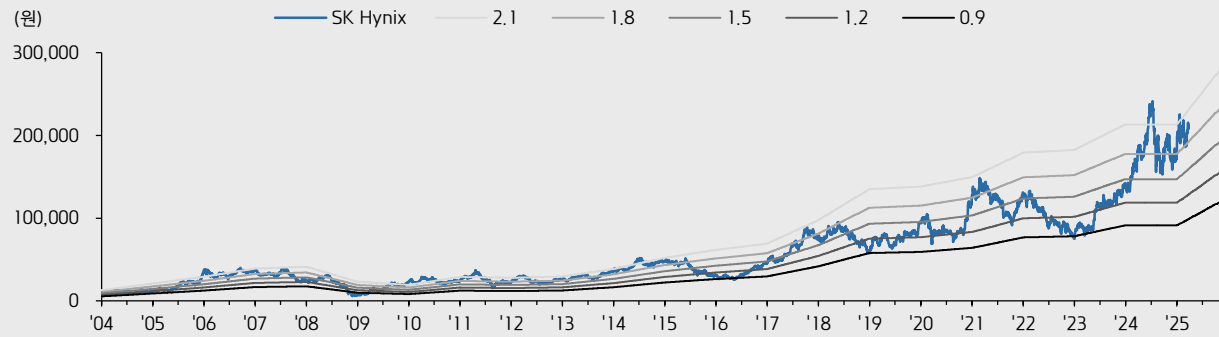
SK하이닉스 DRAM 부문 실적 추이 및 전망

| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Bit shipments [십억Gb] | | | | | | | | | | | |
| 범용 DRAM | 15.7 | 18.6 | 17.6 | 17.8 | 16.2 | 17.6 | 17.9 | 18.8 | 63.7 | 69.7 | 70.5 |
| HBM | 0.7 | 1.2 | 1.8 | 2.8 | 2.7 | 3.0 | 3.3 | 3.5 | 1.4 | 6.5 | 12.6 |
| HBM 출하 비중 | 4% | 6% | 10% | 14% | 14% | 15% | 16% | 16% | 2% | 9% | 15% |
| ASP [USD/Gb] | | | | | | | | | | | |
| Total DRAM | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.2 | 0.4 | 0.5 |
| %QoQ/%YoY | 21% | 15% | 15% | 10% | -1% | 3% | 8% | 1% | -37% | 79% | 24% |
| 범용 DRAM | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 |
| %QoQ/%YoY | 20% | 10% | 4% | -1% | -9% | 2% | 6% | 1% | N/A | 55% | -2% |
| HBM | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| %QoQ/%YoY | -3% | 8% | 8% | 2% | 4% | 4% | 5% | 0% | N/A | 10% | 14% |
| 매출액 [십억원] | | | | | | | | | | | |
| Total DRAM | 7,585 | 10,838 | 12,156 | 14,641 | 13,756 | 15,497 | 17,002 | 18,156 | 20,776 | 45,221 | 64,410 |
| 범용 DRAM | 6,423 | 8,619 | 8,370 | 8,604 | 7,371 | 8,185 | 8,738 | 9,268 | 18,205 | 32,017 | 33,562 |
| HBM | 1,162 | 2,219 | 3,786 | 6,037 | 6,385 | 7,312 | 8,263 | 8,888 | 2,570 | 13,204 | 30,848 |
| HBM 매출 비중 | 15% | 20% | 31% | 41% | 46% | 47% | 49% | 49% | 12% | 29% | 48% |
| 영업이익 | | | | | | | | | | | |
| Total DRAM | 2,503 | 4,877 | 6,017 | 7,613 | 6,681 | 7,812 | 8,980 | 9,381 | 733 | 21,011 | 32,853 |
| 범용 DRAM | 1,829 | 3,590 | 3,821 | 4,112 | 2,978 | 3,571 | 4,269 | 4,493 | 9,241 | 13,353 | 15,311 |
| HBM | 674 | 1,287 | 2,196 | 3,501 | 3,703 | 4,241 | 4,710 | 4,888 | 1,414 | 7,658 | 17,543 |

자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스(000660): 범용 메모리 업황 회복

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스 12개월 Trailing P/B vs. ROE



자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스(000660): 범용 메모리 업황 회복

SK하이닉스 6개월 목표주가 260,000원 제시

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Sales [십억원] | 66,193 | 84,347 | 92,219 | 80,046 | 84,289 | 94,572 |
| Growth | 102.0% | 27.4% | 9.3% | -13.2% | 5.3% | 12.2% |
| EPS [원] | 27,182 | 36,604 | 42,289 | 29,672 | 30,469 | 37,793 |
| Growth | -317.2% | 34.7% | 15.5% | -29.8% | 2.7% | 24.0% |
| BPS [원] | 101,515 | 138,787 | 181,727 | 211,575 | 242,702 | 281,166 |
| Growth | 38.1% | 36.7% | 30.9% | 16.4% | 14.7% | 15.8% |
| ROCE(Return On Common Equity) | 31.1% | 30.5% | 26.4% | 15.1% | 13.4% | 14.4% |
| COE(Cost of Equity) | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% |
| Residual Earnings(ROCE-COE) | 21.4% | 20.8% | 16.7% | 5.4% | 3.7% | 4.8% |
| PV of Residual Earnings | | 22,775 | 22,266 | 8,069 | 5,869 | 7,846 |
| Equity Beta | 1.1 | | | | | |
| Risk Free Rate | 2.8% | | | | | |
| Market Risk Premium | 6.0% | | | | | |
| Terminal Growth | 3.0% | | | | | |
| Cost of Equity | 9.7% | | | | | |
| Continuing Value | 121,062 | | | | | |
| Beginning Common Shareholders' Equity | 101,515 | | | | | |
| PV of RE for the Forecasting Period | 66,826 | | | | | |
| PV of Continuing Value | 76,289 | | | | | |
| Intrinsic Value per Share - 6M TP | 256,192 | | | | | |

주: Equity Beta는 5년 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 KOSPI 6% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

SK하이닉스(000660) 재무제표

| 포괄손익계산서 | | | | | |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 매출액 | 32,766 | 66,193 | 84,347 | 92,219 | 80,046 |
| 매출원가 | 33,299 | 34,365 | 42,295 | 43,476 | 43,963 |
| 매출총이익 | -533 | 31,828 | 42,052 | 48,743 | 36,083 |
| 판매비 | 7,197 | 8,361 | 8,650 | 9,457 | 9,009 |
| 영업이익 | -7,730 | 23,467 | 33,402 | 39,286 | 27,074 |
| EBITDA | 5,943 | 36,049 | 46,314 | 53,038 | 41,809 |
| 영업외손익 | -3,928 | 418 | 775 | 1,239 | 1,360 |
| 이자수익 | 216 | 345 | 256 | 491 | 970 |
| 이자비용 | 1,468 | 1,345 | 486 | 297 | 298 |
| 외환관련이익 | 1,904 | 4,221 | 4,528 | 2,729 | 2,369 |
| 외환관련손실 | 2,222 | 3,952 | 3,324 | 1,857 | 1,612 |
| 총속 및 관계기업손익 | 15 | -38 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -2,373 | 1,187 | -199 | 173 | -69 |
| 법인세차감전이익 | -11,658 | 23,885 | 34,178 | 40,525 | 28,434 |
| 법인세비용 | -2,520 | 4,088 | 7,519 | 9,726 | 6,824 |
| 계속사업순손익 | -9,138 | 19,797 | 26,659 | 30,799 | 21,610 |
| 당기순이익 | -9,138 | 19,797 | 26,659 | 30,799 | 21,610 |
| 지배주주순이익 | -9,112 | 19,789 | 26,648 | 30,786 | 21,601 |
| 증감률 및 수익성 (%) | | | | | |
| 매출액 증감률 | -26.6 | 102.0 | 27.4 | 9.3 | -13.2 |
| 영업이익 증감률 | -213.5 | -403.6 | 42.3 | 17.6 | -31.1 |
| EBITDA 증감률 | -71.6 | 506.6 | 28.5 | 14.5 | -21.2 |
| 지배주주순이익의 증감률 | -508.7 | -317.2 | 34.7 | 15.5 | -29.8 |
| EPS 증감률 | 적전 | 복전 | 34.7 | 15.5 | -29.8 |
| 매출총이익률(%) | -1.6 | 48.1 | 49.9 | 52.9 | 45.1 |
| 영업이익률(%) | -23.6 | 35.5 | 39.6 | 42.6 | 33.8 |
| EBITDA Margin(%) | 18.1 | 54.5 | 54.9 | 57.5 | 52.2 |
| 지배주주순이익률(%) | -27.8 | 29.9 | 31.6 | 33.4 | 27.0 |

| 현금흐름표 | | | | | |
|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 영업활동 현금흐름 | 4,278 | 29,796 | 32,256 | 39,360 | 39,132 |
| 당기순이익 | -9,138 | 19,797 | 26,659 | 30,799 | 21,610 |
| 비현금항목의 가감 | 15,033 | 17,054 | 19,003 | 21,625 | 19,227 |
| 유형자산감가상각비 | 13,121 | 11,985 | 12,288 | 13,250 | 14,332 |
| 무형자산감가상각비 | 553 | 596 | 624 | 501 | 402 |
| 자본법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,359 | 4,473 | 6,091 | 7,874 | 4,493 |
| 영업활동자산부채증감 | 794 | -5,600 | -5,707 | -3,583 | 4,395 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -1,406 | -5,098 | 2,113 | 388 | 1,425 |
| 재고자산의감소 | 2,288 | 167 | -884 | -1,325 | 3,990 |
| 매입채무및기타채무의증가 | 83 | -1,103 | -4,105 | -2,323 | -918 |
| 기타 | -171 | 434 | -2,831 | -323 | -102 |
| 기타현금흐름 | -2,411 | -1,455 | -7,699 | -9,481 | -6,100 |
| 투자활동 현금흐름 | -7,335 | -18,005 | -16,520 | -26,917 | -19,746 |
| 유형자산의 취득 | -8,325 | -15,946 | -19,074 | -22,428 | -17,578 |
| 유형자산의 처분 | 1,540 | 47 | 410 | 480 | 560 |
| 무형자산의 손취득 | -454 | - | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산의감소(증가) | 1,559 | -714 | -333 | -517 | 696 |
| 단기금융자산의감소(증가) | 13 | -1,577 | 1,595 | -5,333 | -4,305 |
| 기타 | -1,668 | 882 | 882 | 881 | 881 |
| 재무활동 현금흐름 | 5,697 | -8,704 | -16,385 | -4,855 | -1,624 |
| 차입금의 증가(감소) | 6,969 | -7,376 | -14,269 | -3,226 | 5 |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자기주식처분(취득) | 25 | 94 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -826 | -826 | -1,520 | -1,034 | -1,034 |
| 기타 | -471 | -596 | -596 | -595 | -595 |
| 기타현금흐름 | -30 | 530 | -1,423 | 2,027 | 2,828 |
| 현금 및 현금성자산의 순증가 | 2,610 | 3,618 | -2,072 | 9,614 | 20,590 |
| 기초현금 및 현금성자산 | 4,977 | 7,587 | 11,205 | 9,133 | 18,747 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 7,587 | 11,205 | 9,133 | 18,747 | 39,337 |

자료: 키움증권 리서치

| 재무상태표 | | | | | |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 유동자산 | 30,468 | 42,279 | 37,780 | 53,837 | 73,050 |
| 현금 및 현금성자산 | 7,587 | 11,205 | 9,133 | 18,747 | 39,337 |
| 단기금융자산 | 1,433 | 3,010 | 1,415 | 6,748 | 11,053 |
| 매출채권 및 기타채권 | 6,942 | 13,299 | 11,186 | 10,798 | 9,372 |
| 재고자산 | 13,481 | 13,314 | 14,198 | 15,523 | 11,533 |
| 기타유동자산 | 1,025 | 1,451 | 1,848 | 2,021 | 1,755 |
| 비유동자산 | 69,862 | 77,576 | 83,661 | 92,376 | 93,963 |
| 투자자산 | 5,809 | 6,522 | 6,855 | 7,373 | 6,677 |
| 유형자산 | 52,705 | 60,157 | 66,533 | 75,231 | 77,916 |
| 무형자산 | 3,835 | 4,019 | 3,395 | 2,894 | 2,492 |
| 기타비유동자산 | 7,513 | 6,878 | 6,878 | 6,878 | 6,878 |
| 자산총계 | 100,330 | 119,855 | 121,442 | 146,213 | 167,013 |
| 유동부채 | 21,008 | 24,965 | 13,171 | 9,236 | 8,255 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,026 | 13,386 | 9,281 | 6,958 | 6,039 |
| 단기금융부채 | 11,773 | 9,150 | 3,581 | 2,095 | 2,056 |
| 기타유동부채 | 2,209 | 2,429 | 309 | 183 | 160 |
| 비유동부채 | 25,819 | 20,974 | 7,210 | 4,643 | 4,687 |
| 장기금융부채 | 22,013 | 19,617 | 6,807 | 4,264 | 4,308 |
| 기타비유동부채 | 3,806 | 1,357 | 403 | 379 | 379 |
| 부채총계 | 46,826 | 45,940 | 20,381 | 13,879 | 12,941 |
| 자본금 | 53,504 | 73,903 | 101,037 | 132,298 | 154,027 |
| 자본잉여금 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 |
| 자본잉여금 | 4,373 | 4,487 | 4,487 | 4,487 | 4,487 |
| 기타자본 | -2,269 | -2,192 | -2,192 | -2,192 | -2,192 |
| 기타포괄손익누계액 | 1,014 | 2,532 | 4,052 | 5,560 | 7,066 |
| 이익잉여금 | 46,729 | 65,418 | 91,032 | 120,785 | 141,008 |
| 비지배자본 | -1 | 12 | 23 | 36 | 45 |
| 자본총계 | 53,504 | 73,916 | 101,061 | 132,334 | 154,072 |

| 투자지표 | | | | | |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | -12,517 | 27,182 | 36,604 | 42,289 | 29,672 |
| BPS | 73,495 | 101,515 | 138,787 | 181,727 | 211,575 |
| CFPS | 8,098 | 50,619 | 62,721 | 72,011 | 56,095 |
| DPS | 1,200 | 2,204 | 1,500 | 1,500 | 2,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | -11.3 | 6.4 | 5.7 | 4.9 | 7.0 |
| PER(최고) | -11.5 | 9.1 | 6.2 | | |
| PER(최저) | -5.8 | 4.7 | 4.6 | | |
| PBR | 1.9 | 1.7 | 1.5 | 1.1 | 1.0 |
| PBR(최고) | 2.0 | 2.4 | 1.6 | | |
| PBR(최저) | 1.0 | 1.3 | 1.2 | | |
| PSR | 3.1 | 1.9 | 1.8 | 1.6 | 1.9 |
| PCFR | 17.5 | 3.4 | 3.3 | 2.9 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 21.5 | 3.9 | 3.3 | 2.5 | 2.6 |
| 주요비율(%) | | | | | |
| 배당성향(% , 보통주, 현금) | -9.0 | 7.7 | 3.9 | 3.4 | 6.4 |
| 배당수익률(% , 보통주, 현금) | 0.8 | 1.3 | 0.7 | 0.7 | 1.0 |
| ROA | -8.9 | 18.0 | 22.1 | 23.0 | 13.8 |
| ROE | -15.6 | 31.1 | 30.5 | 26.4 | 15.1 |
| ROIC | -11.4 | 25.7 | 30.0 | 30.6 | 20.1 |
| 매출채권회전율 | 5.3 | 6.5 | 6.9 | 8.4 | 7.9 |
| 재고자산회전율 | 2.2 | 4.9 | 6.1 | 6.2 | 5.9 |
| 부채비율 | 87.5 | 62.2 | 20.2 | 10.5 | 8.4 |
| 순차입금비용 | 46.3 | 19.7 | -0.2 | -14.5 | -28.6 |
| 이자보상배율(현금) | -5.3 | 17.4 | 68.8 | 132.1 | 91.0 |
| 총자입금 | 33,786 | 28,767 | 10,389 | 6,360 | 6,365 |
| 순자입금 | 24,765 | 14,552 | -159 | -19,135 | -44,025 |
| NOPLAT | 5,943 | 36,049 | 46,314 | 53,038 | 41,809 |
| FCF | -1,432 | 10,118 | 14,388 | 18,070 | 22,689 |

투자의견 변동내역 및

목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 03월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들 중 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

- > 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- > 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- > 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

◎ 투자의견 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상 | | |

◎ 투자등급 비율 통계 (2024/01/01~2024/12/31)

| 매수 | 중립 | 매도 |
|--------|-------|-------|
| 96.37% | 3.63% | 0.00% |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 * 주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

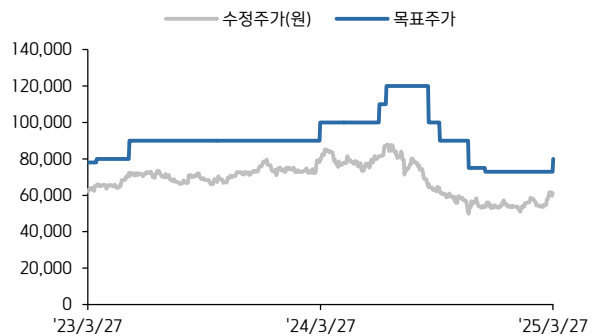
| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 괴리율(%) | |
|------------------|------------|---------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
| | | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| 삼성전자 (005930) | 2023-03-29 | BUY(Maintain) | 78,000원 | 6개월 | -18.18 | -16.67 |
| | 2023-04-10 | BUY(Maintain) | 80,000원 | 6개월 | -18.38 | -17.38 |
| | 2023-04-28 | BUY(Maintain) | 80,000원 | 6개월 | -17.28 | -9.63 |
| | 2023-05-31 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -20.36 | -18.89 |
| | 2023-07-10 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -20.44 | -18.44 |
| | 2023-07-28 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -20.87 | -18.44 |
| | 2023-08-09 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -21.92 | -18.44 |
| | 2023-09-15 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -21.86 | -18.44 |
| | 2023-09-19 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -22.31 | -18.44 |
| | 2023-10-12 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -22.56 | -18.44 |
| | 2023-11-01 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -22.28 | -18.44 |
| | 2023-11-29 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -19.94 | -19.11 |
| | 2023-12-08 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -17.38 | -11.56 |
| | 2024-02-01 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -17.53 | -11.56 |
| | 2024-03-26 | BUY(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -19.29 | -14.70 |
| | 2024-05-02 | BUY(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -20.38 | -14.70 |
| | 2024-05-29 | BUY(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -20.96 | -14.70 |
| | 2024-06-27 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월 | -24.18 | -20.82 |
| | 2024-07-08 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -29.75 | -26.83 |
| | 2024-08-01 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -30.56 | -26.83 |
| | 2024-08-06 | BUY(Maintain) | 120,000원 | 6개월 | -34.71 | -26.83 |
| | 2024-09-12 | BUY(Maintain) | 100,000원 | 6개월 | -36.11 | -33.70 |
| | 2024-09-30 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -32.17 | -31.67 |
| | 2024-10-08 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -34.01 | -31.67 |
| | 2024-11-01 | BUY(Maintain) | 90,000원 | 6개월 | -34.91 | -31.67 |
| | 2024-11-14 | BUY(Maintain) | 75,000원 | 6개월 | -26.13 | -22.27 |
| | 2024-11-28 | BUY(Maintain) | 75,000원 | 6개월 | -27.01 | -22.27 |
| | 2024-12-10 | BUY(Maintain) | 73,000원 | 6개월 | -25.73 | -23.15 |
| | 2025-01-07 | BUY(Maintain) | 73,000원 | 6개월 | -25.53 | -21.51 |
| | 2025-01-09 | BUY(Maintain) | 73,000원 | 6개월 | -25.83 | -21.51 |
| | 2025-02-03 | BUY(Maintain) | 73,000원 | 6개월 | -24.91 | -15.48 |
| | 2025-03-27 | BUY(Maintain) | 80,000원 | 6개월 | | |

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 괴리율(%) | |
|--------------------|------------|------------------------------|----------|----------------------|----------------|----------------|
| | | | | | 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
| SK하이닉스 (000660) | 2023-03-29 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월 | -19.82 | -16.55 |
| | 2023-04-27 | BUY(Maintain) | 110,000원 | 6개월 | -17.05 | 0.27 |
| | 2023-05-31 | BUY(Maintain) | 135,000원 | 6개월 | -15.18 | -11.48 |
| | 2023-07-27 | BUY(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | -12.26 | -8.57 |
| | 2023-08-09 | BUY(Maintain) | 145,000원 | 6개월 | -18.83 | -15.59 |
| | 2023-09-19 | BUY(Maintain) | 145,000원 | 6개월 | -17.58 | -8.28 |
| | 2023-11-07 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -18.57 | -16.19 |
| | 2023-11-29 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -18.77 | -16.19 |
| | 2023-12-11 | BUY(Maintain) | 160,000원 | 6개월 | -10.86 | 7.44 |
| | 2024-03-26 | Marketperform (Downgrade) | 190,000원 | 6개월 | -4.73 | -0.84 |
| | 2024-04-26 | Marketperform (Maintain) | 180,000원 | 6개월 | 2.58 | 12.50 |
| | 2024-05-29 | Marketperform (Maintain) | 200,000원 | 6개월 | 10.09 | 20.50 |
| | 2024-07-26 | Marketperform (Maintain) | 200,000원 | 6개월 | 7.20 | 20.50 |
| | 2024-08-06 | BUY(Upgrade) | 200,000원 | 6개월 | -2.08 | 20.50 |
| | 2024-09-30 | BUY(Maintain) | 220,000원 | 6개월 | -15.57 | -8.64 |
| | 2024-11-22 | BUY(Maintain) | 210,000원 | 6개월 | -16.47 | -15.67 |
| | 2024-11-28 | BUY(Maintain) | 210,000원 | 6개월 | -8.10 | 7.38 |
| | 2025-03-27 | BUY(Maintain) | 260,000원 | 6개월 | | |

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

목표주가추이(2개년)

삼성전자(005930)



SK하이닉스(000660)

