[반도체]

Neutral

2025.04.07

In-Depth Report

[月刊 반도체 4월]

여전히 구간 매매 전략 유효

1H25 공급 차질 Vs 2H25 매크로 / AI 투자 둔화 우려

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

CONTENTS

[산업분석]

Ⅰ. Summary 3

Ⅱ. 수요 전망 6

Ⅲ. Memory 반도체 업황 현황 및 전망 17

Ⅳ. 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석 23

[기업분석]

삼성전자(005930) 30

SK하이닉스(000660) 35

Summary

수요 전망

- 2월 대만 NB ODM 출하량 YoY 증감률은 +7.2%로 1월의 -0.2%에서 개선. 춘절 시기 변화에 따른 기저 효과와 중국 정부의 보조금 지급 및 관세 부과 전 출하 증가 영향에 의한 것으로 판단
- Qualcomm은 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 가격 하락이 발생한다면 2H25 AI PC의 판매 비중이 상승할 가능성이 존재함
- CY25 2월 글로벌 스마트폰 판매량은 97.5백만대로 MoM 7.0% 감소. 2월 YoY 증감률은 -0.2%를 기록해 전월의 +5.9%에서 둔화. 중국 스마트폰 시장 2월 판매량이 1월 출하량을 또다시 하회함에 따라 누적 재고는 2월까지 17개월 간 증가세 지속. 2월 판매량은 전월 대비 19.9% 감소하여 보조금 지급이 큰 효과가 없었던 것으로 나타났음. 메모리 반도체에 대한 보조금 지급 효과는 중저가 스마트폰용 LPDDR4 점유율이 높은 CXMT가 주로 누리게 될 듯
- 스마트폰 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험과 2월 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 상황
- 3월 31일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +43.2%로 2월 26일 집계치 대비 5.3%P 상승. FY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯. 단 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.8%이며 경쟁적인 AI 투자가 FY26에 둔화될 가능성이 존재함
- HBM 3사의 CY25 생산량은 30.5억 GB (SK하이닉스 15.0억 GB, 삼성전자 10.6억 GB, Micron 4.9억 GB)로 당초 예상 대비 대폭 축소될 것으로 예상됨. 삼성전자의 3E 12단 제품이 Nvidia 시장 진입에 실패할 경우, 동사 CY25 HBM 판매량과 생산 계획이 하향 조정된 당사의 현재 예상치를 추가 하회할 수 있음
- 삼성전자는 현재 3E 12단용 Core DRAM 단품칩을 Nvidia에게 재인증 받는 중이며, 이후 2Q25 내로 최종 SiP 인증을 통과해 3Q25에 Nvidia에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오. 동사 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 1Q26에 공급 예정인 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality와 수율에 달려있으며 성공 가능성은 아직 미지수. 1C 나노의 성공 여부는 HBM 뿐 아니라 동사 DRAM 사업 경쟁력 전반에 극히 중요
- HBM4에서 SK하이닉스의 리스크는 초미세공정 Logic Die의 생산을 TSMC가 담당한다는 점. 불량 발생 시 양사 간 이견이 발생할 수 있고 문제 해결을 위한 시간이 장기화될 가능성이 있음

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 일부 업체의 1B 나노 DDR5에서 불량이 발생함에 따라 고객 수요가 타 업체로 집중되며 현물 시장 내 출하가 감소한 것이 최근 DDR5 현물가격 상승의 원인. DDR4의 경우 관세 부과 전 재고 축적 수요와 투기성 수요 발생 및 생산 업체들의 저가 제품 출하 중지 전략이 현물 가격 반등의 원인인 듯
- 최근 가격 반등에도 불구하고 현물시장 최대 거래 업체인 Adata의 재고는 전년 말의 DRAM 20주, NAND 14주 수준이 유지되고 있으며, 반도체 업체들과 고객들의 DDR4, NAND 재고는 여전히 높고 수요는 약세이므로 펀더멘탈의 변화는 없는 것으로 판단됨
- 불량 문제가 빠른 시간 내에 해결되지 못하고 CXMT의 공급량이 크게 증가하지 못할 경우 DDR5 현물가격의 반등이 당분간 지속될 가능성이 높음. 반면 DDR4, NAND 가격의 반등은 수요의 본격 개선이 없을 경우 장기화되기 어려울 전망임
- 1Q25 HBM 출하량은 업체별로 전분기 대비 10%~50% 감소한 듯. 향후 업체별, 분기별 ASP는 가격이 높은 HBM의 출하량에 따라 큰폭의 변동성을 보일 전망임. 1Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 8%~15% 하락하고 NAND ASP는 10% 가량 하락한 것으로 추정됨
- 2Q25 고정거래가격은 4월 하순에 고객과의 협상을 통해 최종 결정되므로 아직 예측이 어려움. 단 당사는 공급 차질에 따라 DDR5 가격은 최소 유지하고, 재고가 많은 DDR4 및 NAND 가격은 낙폭이 축소되나 하락은 지속될 가능성이 높은 것으로 전망함. 2Q25에도 DDR5 및 HBM의 판매 비중에 따라 업체별 DRAM Blended ASP가 차별화될 것으로 판단됨. 2Q25 DRAM Blended ASP 증감률은 업체별로 -4%~+4%를 기록할 것으로 추정됨
- FY25 업계 DRAM Capex는 508.5억 달러로 YoY 14% 증가할 전망이나 HBM 생산 계획 축소에 따라 향후 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망임
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 16%와 84%로 기존의 14%와 114%에서 변경되었으며 Blended 생산 증가율은 19%를 유지함. 향후 추가적으로 CY25 HBM 생산 증가율이 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 상승할 가능성이 있음. 공급 차질에 따라 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호하나, 2H25 이후에는 생산량의 증가에 따라 Legacy DRAM 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨
- 공급 차질에 따라 1H25 업황은 당초 우려 대비 양호하거나 중간에 반등할 가능성도 존재함. 단 최근에는 미국 주도의 경기 하강에 따른 전반적인 수요 둔화 및 AI 투자 둔화 우려가 발생하며 2H25 이후 메모리 반도체 업황에 대한 불확실성이 발생 중

Summary

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 역사적으로 경기선행지표들을 6개월 후행해온 반도체 업황은 동 지표들의 그간 하락세를 반영하며 CY25 1월부터 둔화. 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월부터 하락 추세에 진입. 경기선행지표들의 추세 상승 전환 시, 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수 신호
- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 11월 이후 CY25 1월까지 반등하다 2, 3월에 하락. 미국 트럼프 정부의 인위적인 금리 인하 (경기 Cool-down) 및 고관세 정책이 실현될 경우 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯
- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음. 향후 Global 유동성이 빠르게 증가할 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 상승과 하락을 반복하는 모습이 전망됨
- 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. 이번 보조금 규모가 CY21의 두배인 점은 긍정적이나 최근 실업률 재상승, 부동산 경기 부진 지속은 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부 역시 불확실함
- 삼성전자의 FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 저점 P/B 배수 평균값인 0.9배를 적용할 경우 55,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 주가는 Val. Merit가 있는 가격대. 단 동사 P/B Band는 경쟁력 하락 및 미국 주도의 AI 개발에 소외됨에 따라 Level Down되었고 미국보다는 중국의 경기지표와 연동성이 큰 상황. Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 적절하나 경기, 업황이 조만간 회복되거나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 전망임. 당분간은 5만원대 중반 ~ 7만원의 구간 중 하단에서 저점 매수에 집중하는 전략이 적절한 것으로 판단됨
- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 직전 싸이클에서 SK하이닉스의 고점 배수는 2.4배까지 상승. HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 최저점 배수 역시 과거의 1.0배보다 매우 높은 1.4배 (18만원) 수준에서 형성될 듯. 이번 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드의 중간 값인 1.9배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 당분간은 18만원 ~ 24만원의 구간 중 하단에서 저점 매수에 집중하는 전략이 적절한 것으로 판단됨

기업분석

삼성전자(005930) : 여전히 구간 매매 전략이 유효

SK하이닉스(000660) : 경기 및 AI 투자 둔화 우려

CY25 DRAM 수요 증감률: +18.2%로 소폭 상향

- 빅테크 업체들의 FY25 Capex 가이던스 상승과 1월, 2월 PC 출하량을 반영하여 DRAM 수요 증가율을 17.2% -> 18.2%로 상향 조정함
- CY25에는 HBM 포함 Server DRAM 수요의 강세가 이어지고 PC 출하량은 소폭 증가하며 스마트폰 출하량은 올해 수준에 머물 것으로 판단됨
- CY25에는 2H25의 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

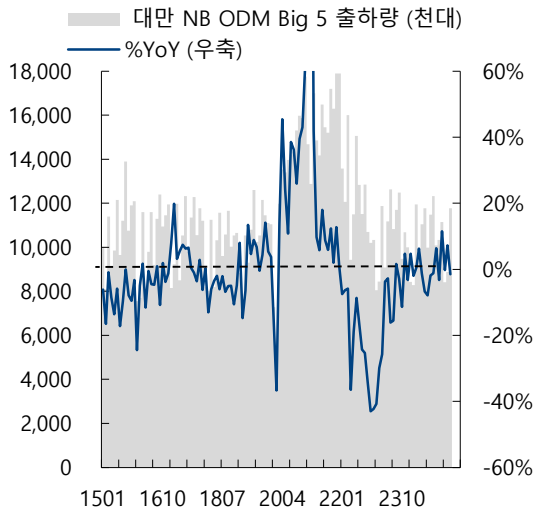
CY24 Vs CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25
Set 출하 증가율	0.0%	1.4%	3.4%	0.1%	-0.5%	-5.3%	-3.8%	0.2%	6.9%	8.5%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.3%	9.4%	11.5%	6.4%	4.8%	-0.5%	3.4%	27.7%	20.8%		
DRAM 수요 증가율	8.5%	9.8%	13.2%	11.6%	5.8%	-0.8%	-4.3%	3.7%	36.5%	31.2%	19.3%	18.2%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 2월 출하량 증감률 개선

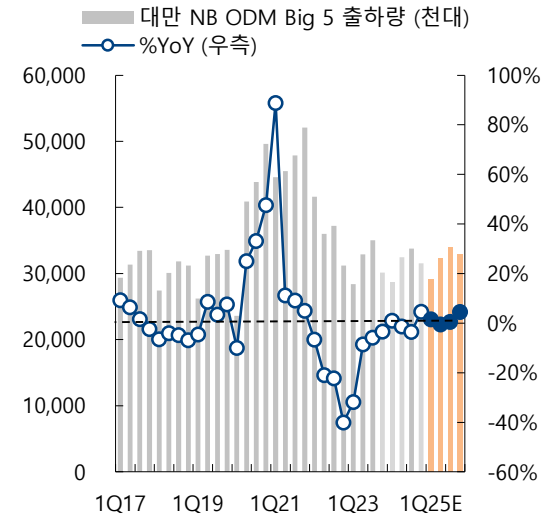
- 2월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 8.9백만대로 MoM +5.6% 기록. 2월의 YoY 증감률은 +7.2%로 1월의 -0.2%에서 개선
- 2월 출하량 YoY 증감률의 상승은 CY24 2월 춘절 직후 출하량의 둔화에 따른 기저 효과와 중국 정부의 보조금 지급 및 관세 부과전 출하 증가 영향에 의한 것으로 판단됨
- 당사는 이를 반영하여 CY25 PC 출하량 전망치를 기존의 -1.5%에서 +1.4%로 상향 조정

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



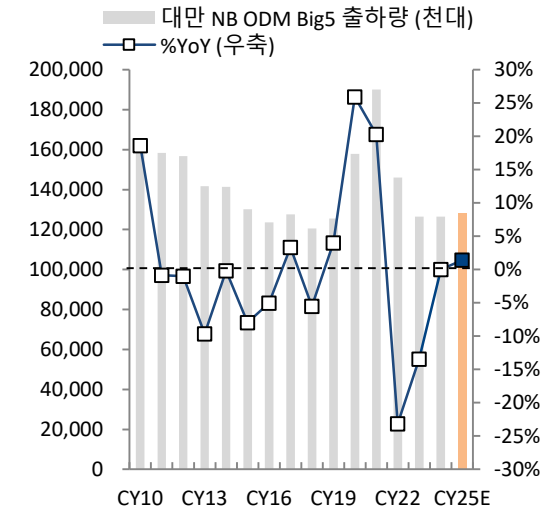
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

AI PC: 충분한 가격 하락이 나올 수 있을 것인지가 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 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 가격 하락이 발생한다면 2H25 AI PC의 판매 비중이 상승할 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: 2월까지도 증가한 중국 재고

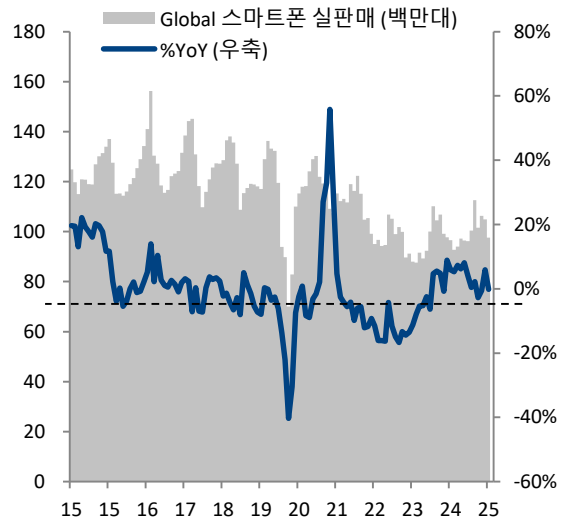
- CY25 2월 글로벌 스마트폰 판매량은 97.5백만대로 MoM 7.0% 감소. 2월 YoY 증감률은 -0.2%를 기록해 전월의 +5.9%에서 둔화. 2월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 (41.5M, +5.7% -> +9.6%), 인도 (10.4M, -3.9% -> +2.4%)에서 개선된 반면, 중국 (23.3M, +17.6% -> -10.2%), 유럽 (13.6M, +0.6% -> -6.6%), 미국 (8.8M, -4.4% -> -5.1%)에서는 둔화

- 중국 시장 2월 판매량이 1월 출하량 (24.5M)을 또다시 하회함에 따라 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 2월까지 17개월 간 증가세 지속. 2월 판매량은 전월 대비 19.9% 감소하여 보조금 지급이 큰 효과를 발휘하지 못한 것으로 나타났음. 2월 출하량이 MoM 24.1% 감소한 18.6백만대에 불과했으므로 3월부터는 재고가 감소하기 시작할 전망

- 중국 정부의 보조금 (15%, 최대 10만원) 지급에 따른 중저가 스마트폰 판매 증가가 3월 이후 얼마나 나타날 것인가가 관건. 단 메모리 반도체에 대한 보조금 지급 효과는 중국 중저가 스마트폰용 LPDDR4 시장에서 점유율이 높은 CXMT가 주로 누리게 될 가능성이 높은 듯

- 재고 축소 기간이 상승 기간과 유사했던 과거의 경험과 2월 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

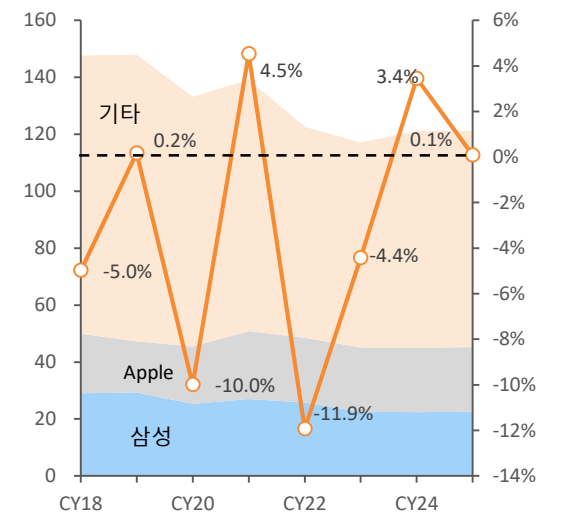


자료 : Counterpoint

<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 버젼별로 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

자료 : Google, 삼성전자

Server: FY25까지는 강력한 AI 투자 기조가 지속될 것이나…

- 3월 31일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 집계치는 2,490억 달러로 2월 26일 집계치 대비 0.4% 하향 조정. 반면 FY25 Capex 증감률 전망치는 +43.2%로 2월 26일 집계치 대비 5.3%P 상승. FY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯

- 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가를 반영해 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 6.3%에서 8.5%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 AI 투자액 증감률이 하락할 것임을 밝혔으며, 최근 사설 데이터센터 임차 계약을 취소하고 신규 데이터센터 프로젝트도 취소. 또한 Alibaba는 현재 업계 AI 투자액이 실수요를 넘어서는 과잉 상태임을 언급

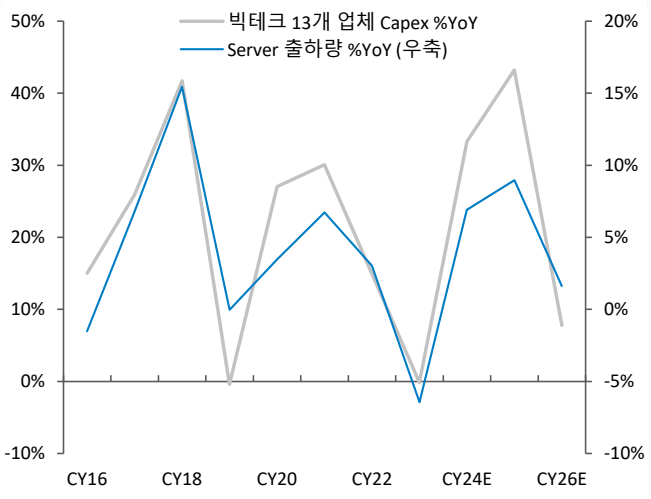
- 현재 시장의 빅테크 업체 FY26 Capex 증감률 전망치는 +7.8%이며 경쟁적인 AI 투자가 FY26에 둔화될 가능성이 존재함

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex ($mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E		FY25E		FY26E
									2월 26일	3월 31일	2월 26일	3월 31일	
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	52,535	74,955	74,978	78,163
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	9,447	10,766	10,825	12,651
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	37,256	59,753	59,362	63,927
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	82,999	100,107	105,317	109,325
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	62,957	63,398	71,013
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,127	1,048	1,571	1,566	1,715
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	14,046	16,057	19,379
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	683	915	918	942
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	464	458	491	476	498
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	815	658	708	708	788
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,517	9,837	11,231	13,767
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,113	6,107	6,943	10,343	10,758
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,775	1,130	1,626	1,500	1,579
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	249,916	249,024	344,675	356,679	384,504
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	236,512	236,271	326,269	333,605	358,400
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	13,404	12,753	18,407	23,075	26,104
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	33.8%	33.3%	37.9%	43.2%	7.8%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	33.2%	33.0%	38.0%	41.2%	7.4%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	45.8%	38.7%	37.3%	80.9%	13.1%

자료 : Bloomberg

<그림9> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

Server: 생산 차질과 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%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

Server: 생산 차질과 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 8.4백만개 (YoY +64%)이며 CoWoS Capa 할당량 700K에 기반한 전체 가속기 반도체 생산량은 14.6백만대 (YoY +40%)로 추정

- 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 AI GPU 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: 업계 생산/판매량 전망치 하향 조정

- HBM 실제 수요량은 CY25에 24.1억 GB로 143% 증가할 전망임. 반면 HBM 3사의 CY25 생산 계획량은 30.5억 GB (SK하이닉스 15.0억 GB, 삼성전자 10.6억 GB, Micron 4.9억 GB)로 대폭 하향될 것으로 예상됨

- 그럼에도 불구하고 CY25 HBM 생산 계획량은 CY24에 이어 실제 수요량을 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

- 삼성전자의 1H25 HBM 판매량은 2H24 대비 35% 감소할 전망이며 3E 12단 제품이 Nvidia 시장 진입에 실패할 경우, 동사 CY25 HBM 판매량과 생산 계획이 하향 조정된 당사의 현재 예상치를 추가 하회할 수 있음. 이에 따라 전체 CY25 HBM 수급은 안정세를 이어갈 전망임

<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

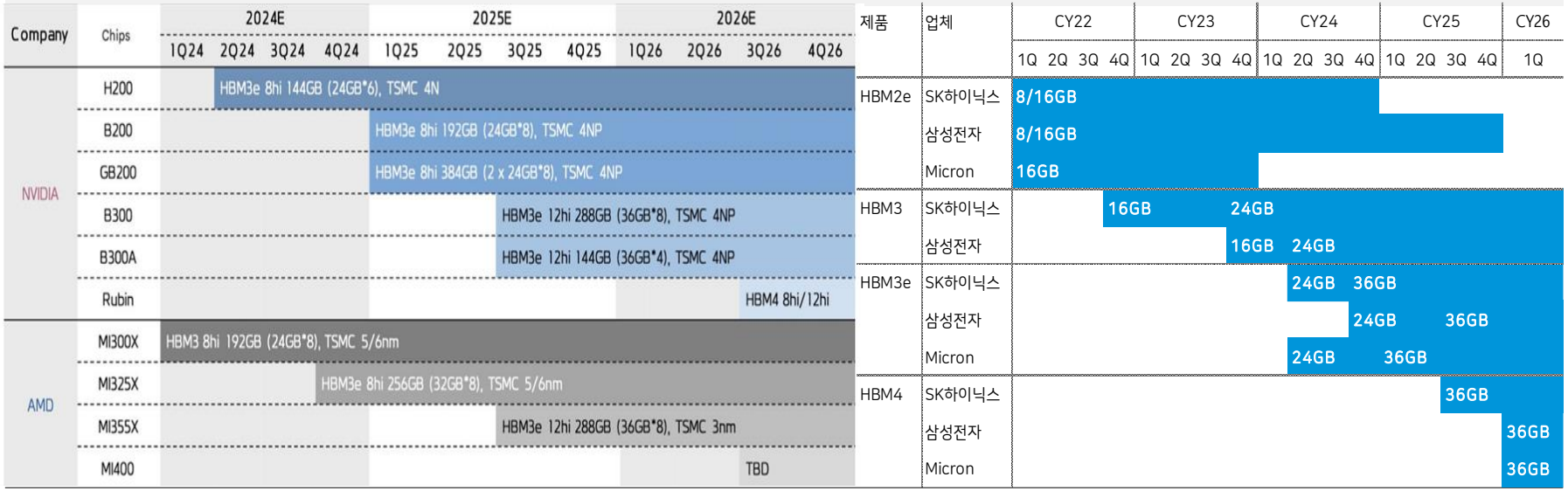
HBM 경쟁력: 삼성전자 1C 나노 DRAM 성공 여부가 극히 중요

- 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 공급 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



자료 : Trendforce, 각사 자료

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

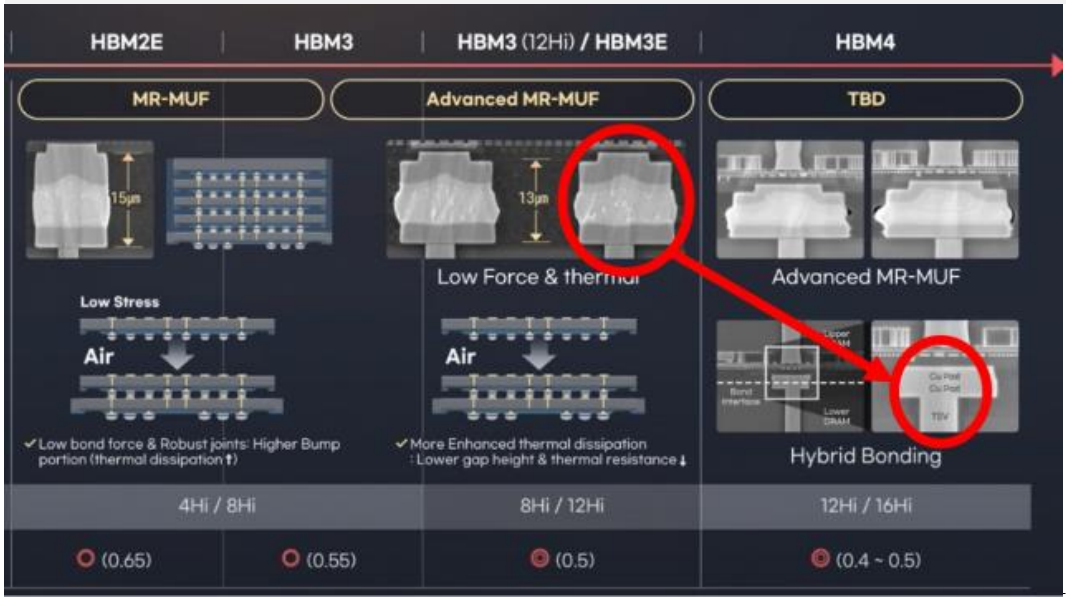
- HBM4는 이전 세대의 1,024개 에서 I/O 수가 2,048개로 두배 증가. HBM3에서 I/O 간 거리 (Pitch)는 25~30㎛이며 HBM4에서는 Pitch가 절반 수준으로 줄거나 TSV 지름을 더 좁게 만드는 방법이 사용될 전망. 또한 3, 4나노급의 초미세공정으로 제작되는 Logic Die도 필요

- 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 장기화될 가능성이 있음

- 삼성전자는 HBM4에서도 TC-NCF 방식을 계속 적용하고 HBM4E부터 하이브리드 본딩을 적용할 전망. MR-MUF로의 전환은 동사가 이미 TC-NCF에 대규모 투자를 실시해왔고 원료 수급에도 문제가 있으므로 실행되기 어려운 상황. HBM4용 Logic Die는 자체 생산할 듯

- Micron 역시 당분간 TC-NCF 방식을 유지할 전망. 동사는 후공정에서의 어려움을 극복하기 위해 대만, 한국에서 인력을 대규모로 충원 중

<그림11> SK하이닉스의 HBM Bonding 개발 추이

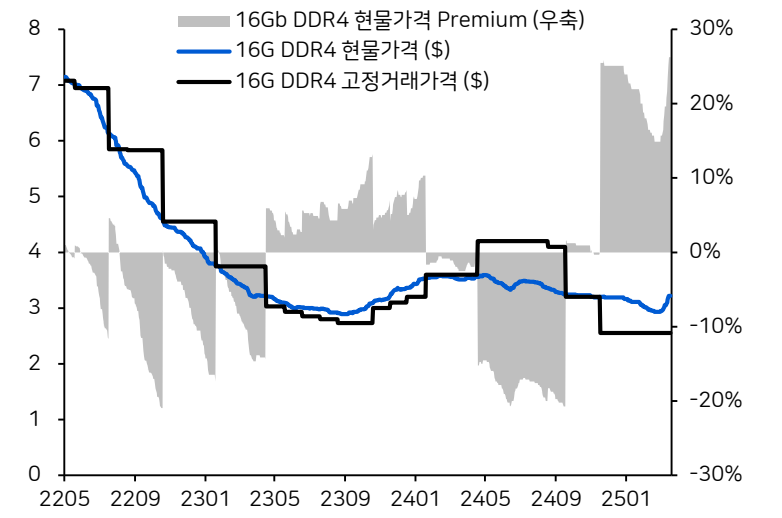


자료 : SK하이닉스, 서울경제

현물가격 전망: 공급 차질과 투기성 수요 발생으로 반등 중

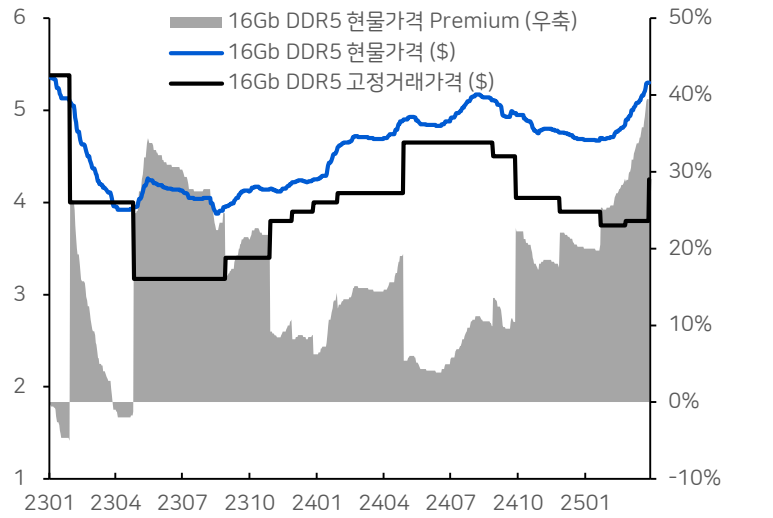
- 일부 생산 업체의 1B 나노 DDR5에서 불량이 재발생함에 따라 고객 수요가 타 업체로 집중되며 현물 시장 내 DDR5 출하가 감소한 것이 최근 DDR5 현물가격 상승의 원인
- DDR4의 경우 극히 가격이 낮은 Recall 제품을 시작으로 정품 x16, x8 가격도 반등 개시. 관세 부과 전 재고 축적을 위한 수요와 투기성 수요 발생 및 생산 업체들의 저가 제품 출하 중지 전략이 현물 가격 반등의 원인인 듯
- 가격 반등에도 불구하고 현물시장 최대 거래 업체인 Adata의 재고는 전년말의 DRAM 20주, NAND 14주 수준이 유지되고 있으며, 반도체 업체들과 고객들의 DDR4, NAND 재고는 여전히 높고 수요는 약세이므로 펀더멘탈의 변화는 없는 것으로 판단됨
- 불량 문제가 빠른 시간 내에 해결되지 못하고 CXMT의 공급량이 크게 증가하지 못할 경우 DDR5 현물가격의 반등이 당분간 지속될 가능성이 높음. 반면 DDR4, NAND 가격의 반등은 수요의 본격 개선이 없을 경우 장기화되기 어려울 전망임

<그림12> 16Gb DDR4 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림13> 16Gb DDR5 현물가격과 고정거래가격 추이

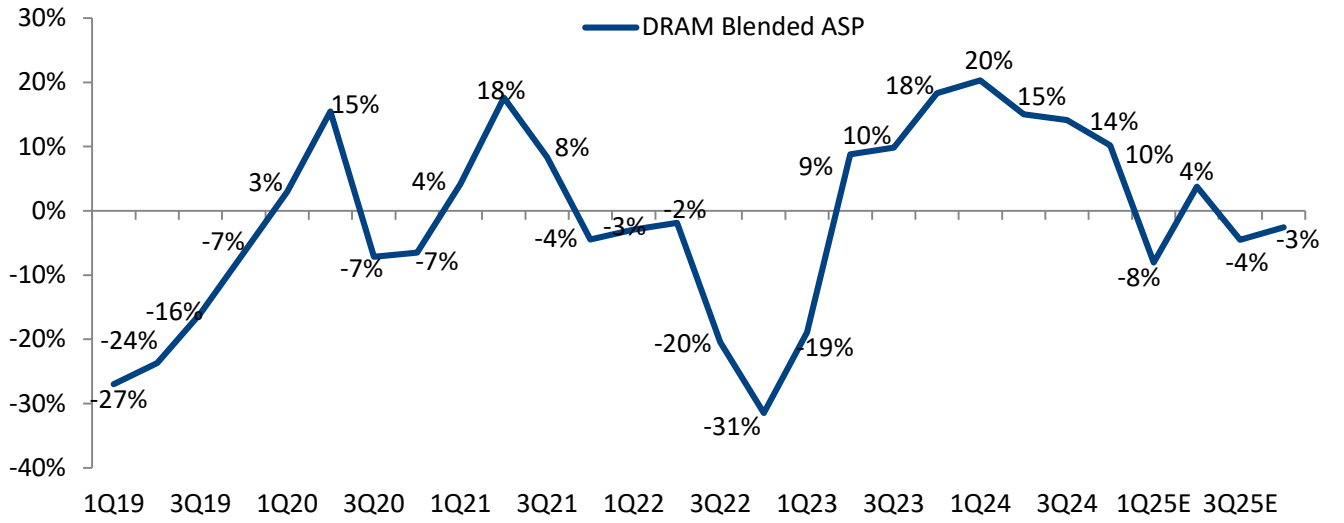


자료 DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

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

- 1Q25에는 DDR4 및 NAND 고정거래가격이 10~15% 하락하고 DDR5 가격도 5~10% 하락해 기존 예상보다 낙폭이 조금 더 큰 듯
- 과거와 달리 올해부터는 HBM에서도 GPU 출시 시기에 따른 계절성이 발생하기 시작. 1Q25 HBM 출하량은 업체별로 전분기 대비 10%~50% 감소한 듯. 향후 업체별, 분기별 ASP는 가격이 높은 HBM의 출하량에 따라 큰폭의 변동성을 보일 전망임
- 1Q25 DRAM Blended ASP는 업체별로 8%~15% 하락하고 NAND ASP는 10% 가량 하락한 것으로 추정됨
- 2Q25 고정거래가격은 4월 하반기에 고객과의 협상을 통해 최종 결정될 것이므로 아직 정확한 예측이 어려움. 당사는 일부 업체의 공급 차질에 따라 DDR5 가격은 최소 유지하고, 재고가 많은 DDR4 및 NAND 가격은 낙폭이 축소되나 하락은 지속될 가능성이 높은 것으로 전망
- 2Q25에는 DDR5 및 HBM의 판매 비중에 따라 업체별 DRAM Blended ASP가 차별화될 것으로 판단됨. 2Q25 DRAM Blended ASP 증감률은 업체별로 -4%~+4%를 기록할 것으로 추정됨

<그림14> SK하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치를 14.5%로 예상. 3Q24부터 재고 흐름 반전

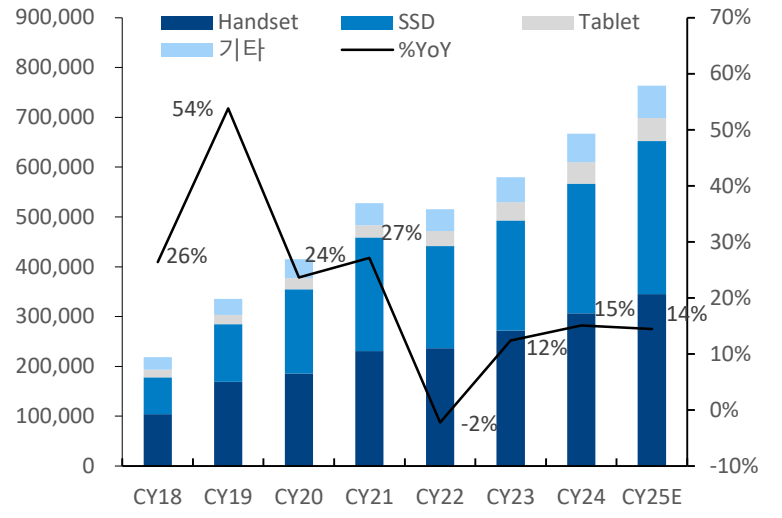
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +14.5%로 예상됨. 이는 서버 및 PC 출하량 증감률 전망치 상향에 따라 당사 기존 전망치 대비 소폭 상승한 것임. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망

- 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

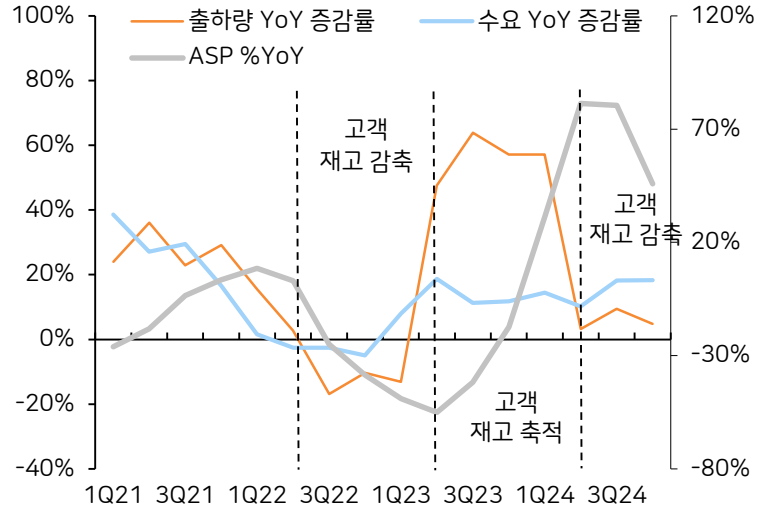
- CY25에는 업계 NAND 생산 증가율이 +10.8%를 기록해 수요 증가율 +14.5%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 당분간 업황 둔화가 이어질 것으로 예상됨

<그림15> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림16> 전세계 월별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY25 DRAM Capex는 하향 조정될 가능성이 높은 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 26% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 56% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 18% 감소한 듯

- FY25 DRAM Capex는 508.5억 달러로 YoY 14% 증가할 전망이나 HBM 생산 계획 축소에 따라 향후 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망임

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

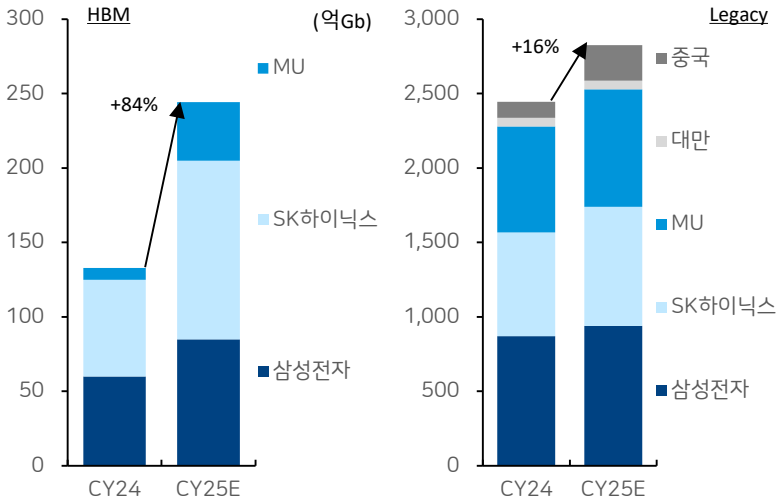
DRAM ($mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	12,744
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	630	500
PowerChip	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	6,143	7,300	7,688
Swaysure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000
Total	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	28,501	44,421	50,849
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-19%	56%	14%
NAND ($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%
	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
WW Memory CAPEX ($mn)	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	48,151	60,586	69,406
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-24%	26%	15%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

1H25 업황은 공급 차질에 따라 우려보다 양호할 듯

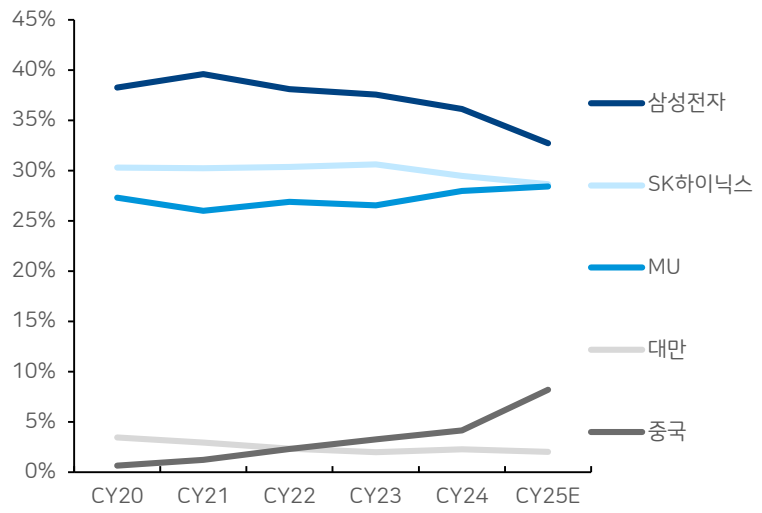
- 삼성전자는 P4 라인 하층의 Legacy DRAM 및 NAND 양산 계획을 CY26 중순으로 연기. 당초 예상 대비 동사의 CY25 HBM 생산량이 크게 하락하고 Legacy DRAM 생산량은 증가할 가능성이 있음
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 124% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 4.1%에서 8.2%까지 상승할 것으로 추정됨
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 전망치는 16%와 84%로 기존의 14%와 114%에서 변경되었으며 Blended 기준 생산 증가율은 19%를 유지함
- 향후 추가적으로 CY25 HBM 생산 증가율이 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 상승할 가능성이 있는 것으로 판단됨. 공급 차질에 따라 적어도 1H25까지는 DRAM 업황이 당초 우려보다 양호하나 2H25 이후에는 생산량의 증가에 따라 Legacy DRAM 업황이 재둔화될 가능성이 높은 것으로 전망됨

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



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림18> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

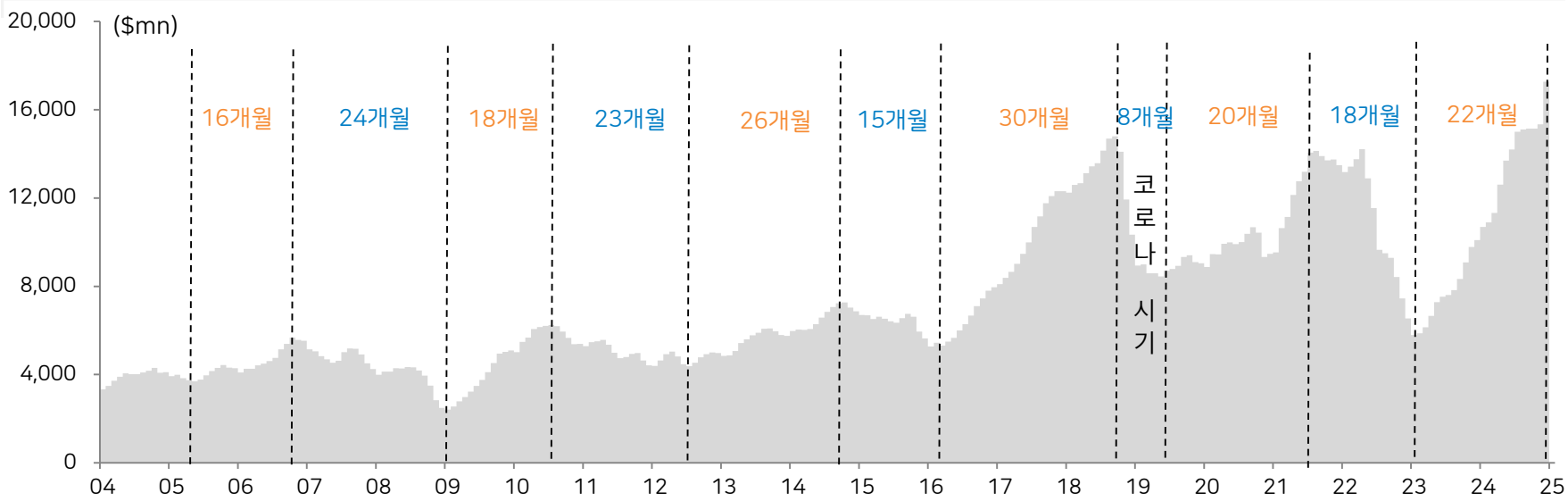


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 싸이클: 1H25 공급 차질 Vs 2H25 매크로 / AI 투자 둔화 우려

- CY23에 반도체 업체들의 재고 축소와 고객들의 재고 재축적이 개시되며 1Q23 중부터 메모리 반도체 상승 싸이클 개시. CY24에도 반도체 업체들의 재고 감소와 고객들의 재고 증가 추세가 이어지며 4Q까지 메모리 반도체 상승 싸이클 지속
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 싸이클에 진입한 듯. 1Q25에는 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시했으므로 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 것임
- 반도체 주가는 CY22 10월부터 상승했고 CY24 7월부터 하락하기 시작했으므로 이번에도 업황을 6개월 가량 선행한 것으로 판단됨
- 일부 업체의 DDR5, HBM 생산, 판매 차질에 따라 향후 DDR5의 가격 낙폭은 제한적이고, HBM 업황은 안정세를 유지해 1H25 업황은 당초 우려 대비 양호하거나 중간에 반등할 가능성도 존재함
- 단 최근에는 미국 주도의 경기 하강에 따른 전반적인 수요 둔화 및 AI 투자 둔화 우려가 발생하며 2H25 이후 메모리 반도체 업황에 대한 불확실성이 발생 중

<그림19> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간

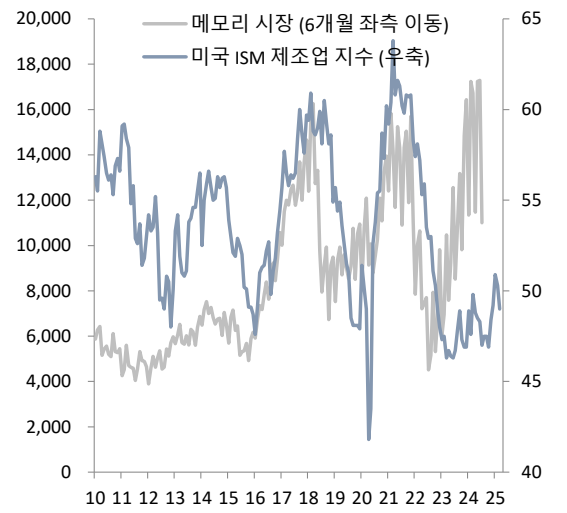


자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

경기선행지표: 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 필요

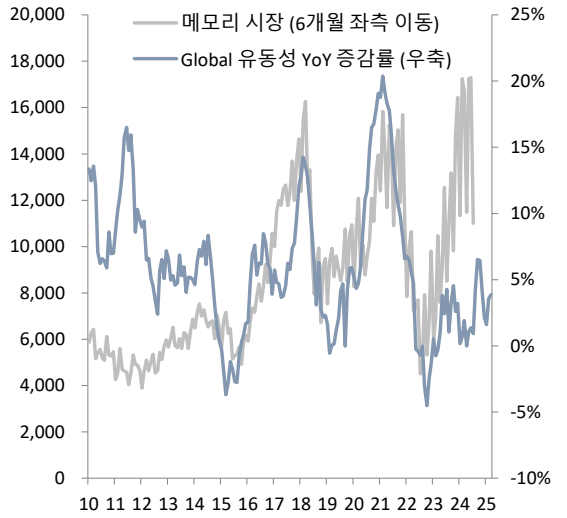
- 역사적으로 미국 ISM 제조업지수, 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 중국 Credit Impulse 지수를 6개월 후행해온 반도체 시장 규모 (업황)는 동 경기선행지표들의 그간 하락세를 반영하며 CY25 1월부터 둔화
- 반도체 주가는 경기선행지표들과 동행하고 반도체 업황에 6개월 선행하며 CY24 7월부터 하락 추세에 진입
- 만약 일부 매크로 지표들의 최근 반등이 추세 상승으로 이어질 경우 이는 반도체 주식에 대한 본격 매수의 신호로 해석될 수 있음
- 다만 아직 매크로 지표들의 완전한 추세 상승 전환을 확인하기 위한 시간이 좀더 필요하며 미국 ISM 제조업지수의 반락은 향후 경기 및 반도체 업황에 대한 우려를 불러오고 있음

<그림20> 미국 ISM 제조업 지수와 메모리 업황



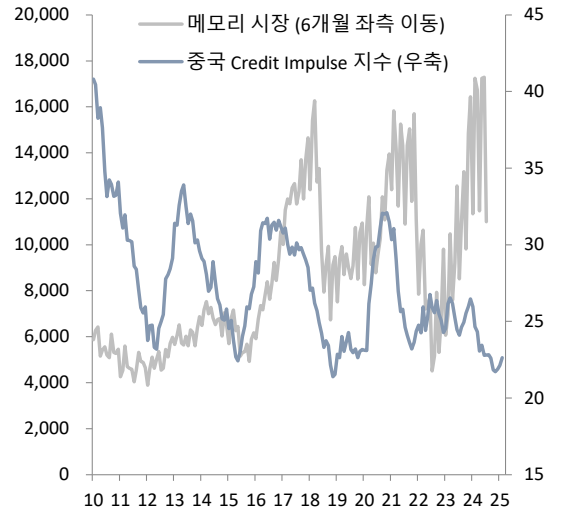
자료 : Datastream, WSTS

<그림21> Global 유동성 증감률과 메모리 업황



자료 : Datastream, WSTS

<그림22> Credit Impulse 지수와 메모리 업황

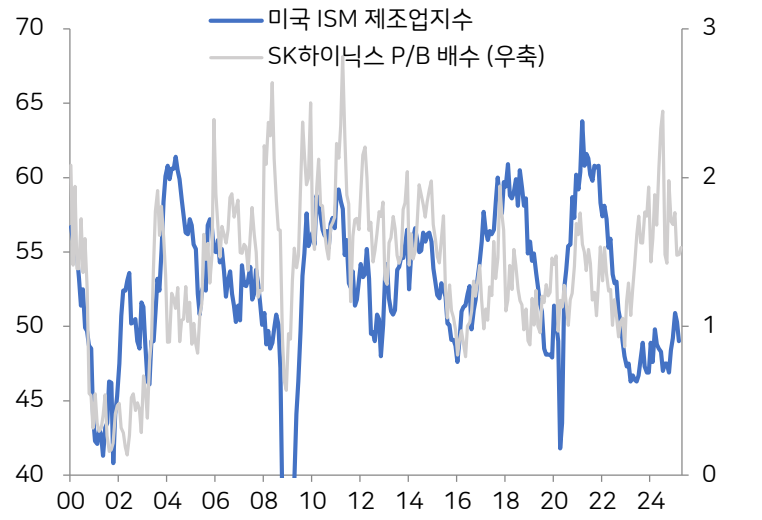


자료 : Datastream, WSTS

미국 ISM 제조업지수: 트럼프 정부의 인위적 금리 인하, 고관세 정책이 변수

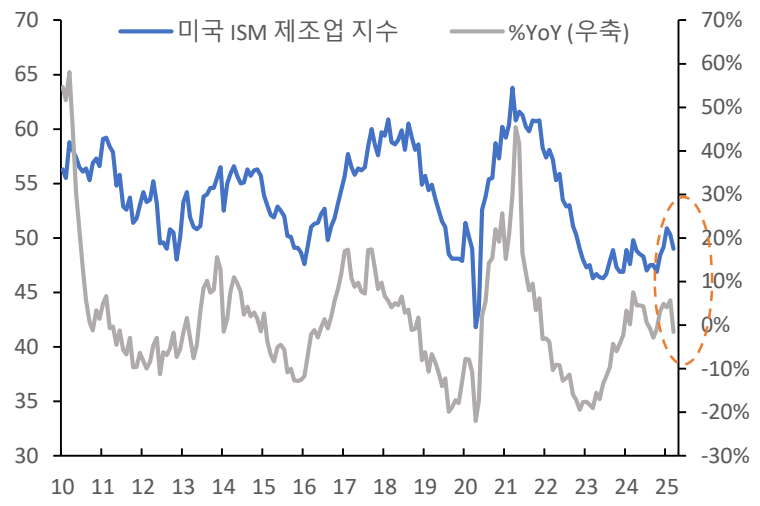
- 미국 ISM 제조업지수는 CY24 11월 이후 CY25 1월까지 반등하다 2, 3월에 하락
- 최근의 반락세가 추세 상승으로 전환될 경우 역사적으로 동 경기선행지표와 높은 상관 관계를 보여온 반도체 주가 역시 긍정적 영향을 받게 될 것으로 전망됨
- 단 미국 트럼프 정부의 인위적인 금리 인하 (경기 Cool-down) 및 고관세 정책이 실현될 경우 미국 ISM 제조업 지수와 반도체 주가의 단기내 추세 상승은 기대하기 어려운 상황인 듯

<그림23> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림24> 미국 ISM 제조업지수와 YoY 증감률 추이

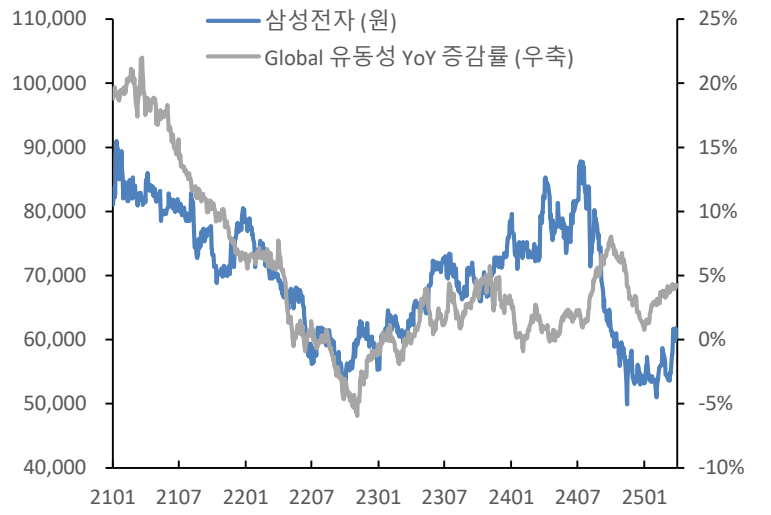


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

Global 유동성 증감률: 추세 상승이 쉽지 않을 듯

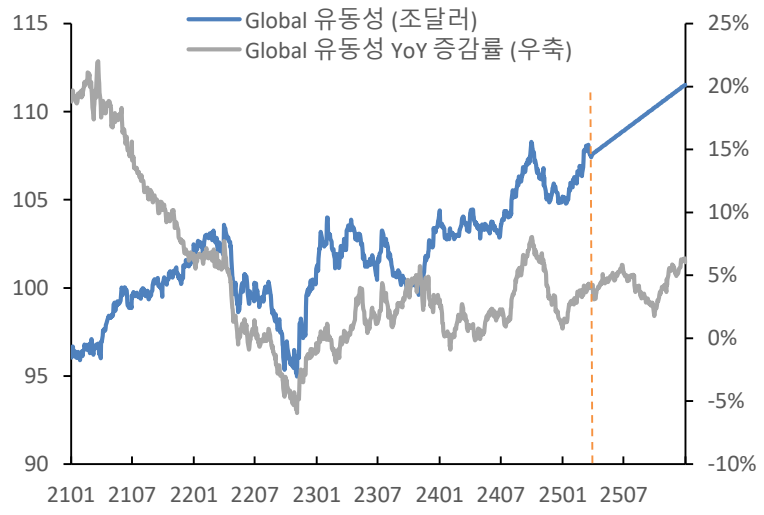
- 미국의 정책 금리 인하에도 불구하고 높은 시장 금리가 유지됨에 따라 4Q24초부터 Global 유동성 YoY 증감률의 하락이 발생했음
- 역사적으로 Global 유동성 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여온 반도체 주가는 3Q24부터 선행하며 하락 개시
- 물론 업체별 경쟁력 차이에 따라 주가 상승폭과 하락폭에 차이가 있으나 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 향후 Global 유동성이 빠르게 증가할 경우에도 YoY 증감률은 추세 상승보다는 상승과 하락을 반복하는 모습이 전망됨

<그림25> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

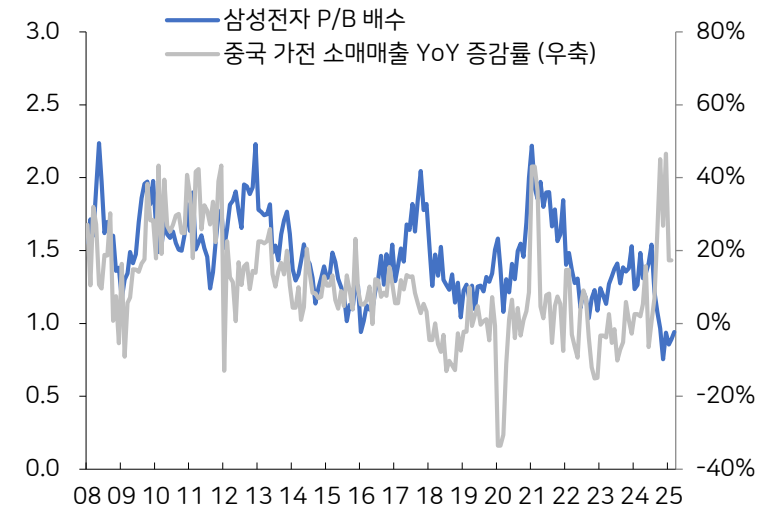


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요의 본격 회복은 불확실

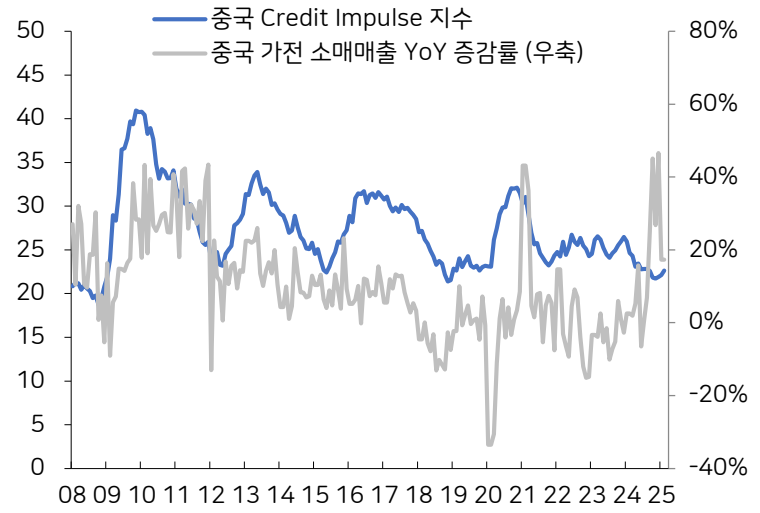
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 가전 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음
- 또한 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- CY24 11월까지 하락하던 중국 Credit Impulse 지수는 12월부터 2월까지 소폭 반등하며 중국 경기 회복에 대한 기대감을 불러 일으키고 있음

<그림27> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림28> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

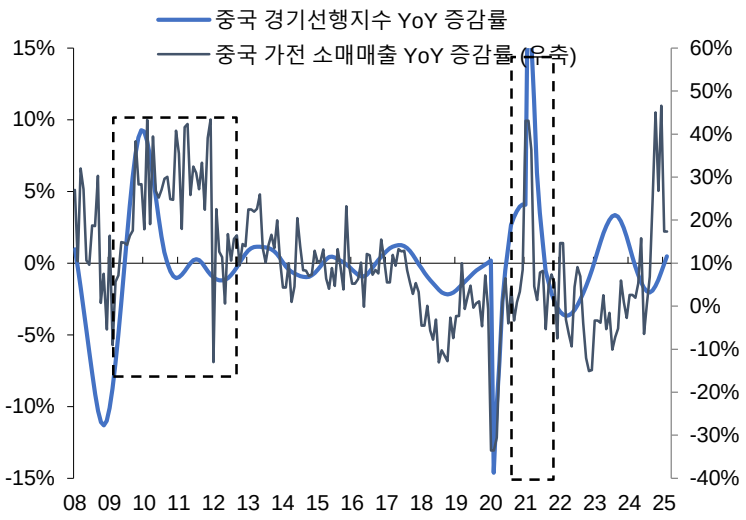


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요의 본격 회복은 불확실

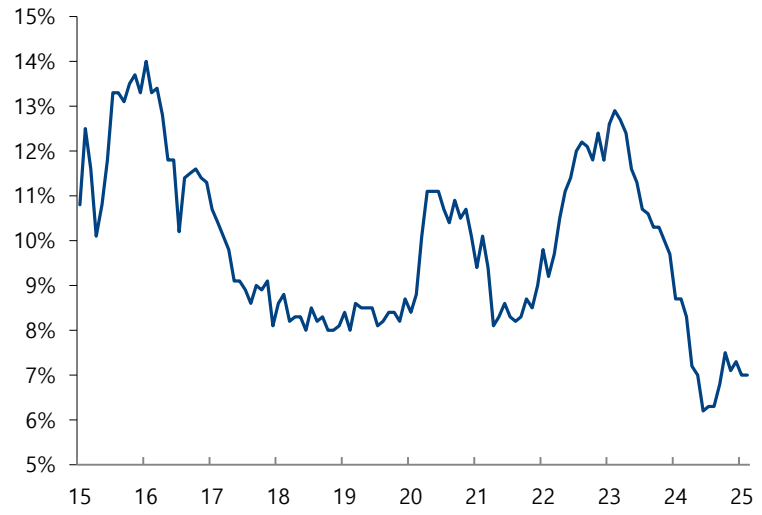
- 반면 반등하던 중국 M2 YoY 증감률은 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 CY24 11월 이후 CY25 2월까지 재하락세
- 현재 혼조세를 보이고 있는 중국 경기선행지표들이 중국 정부의 경기 부양에 따라 향후 추세적으로 상승 전환할지는 아직 불확실함
- 최근 중국 정부의 이구환신 정책에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되었음
- 올해 보조금 규모가 CY21의 두배인 점은 긍정적이나 최근 실업률 재상승, 부동산 경기 부진 지속은 CY09 시기와 크게 달라 당시와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 여부 역시 불확실함

<그림29> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림30> 중국 M2 YoY 증감률 추이

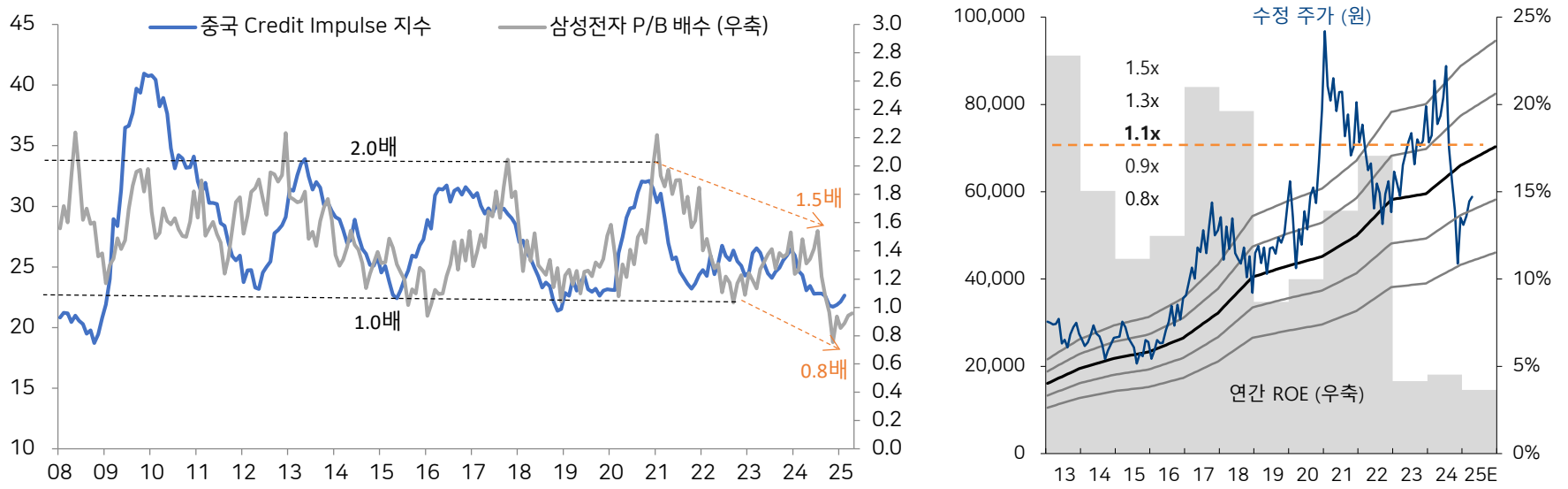


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 여전히 저점 매수 전략이 유효

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 0.95배로 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 주가는 Valuation Merit가 있는 가격대인 것으로 판단됨
- 단 상승 싸이클에서 역사적으로 2.0배 이상의 P/B 배수를 부여 받아온 동사가 경쟁력 하락 및 미국 주도의 AI 개발에 소외됨에 따라 이번 싸이클에서는 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. 6개월 내 업황 및 경기 회복 여부도 불확실하므로 당분간은 저점 매수에만 집중하는 전략이 적절한 것으로 판단됨

<그림31> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

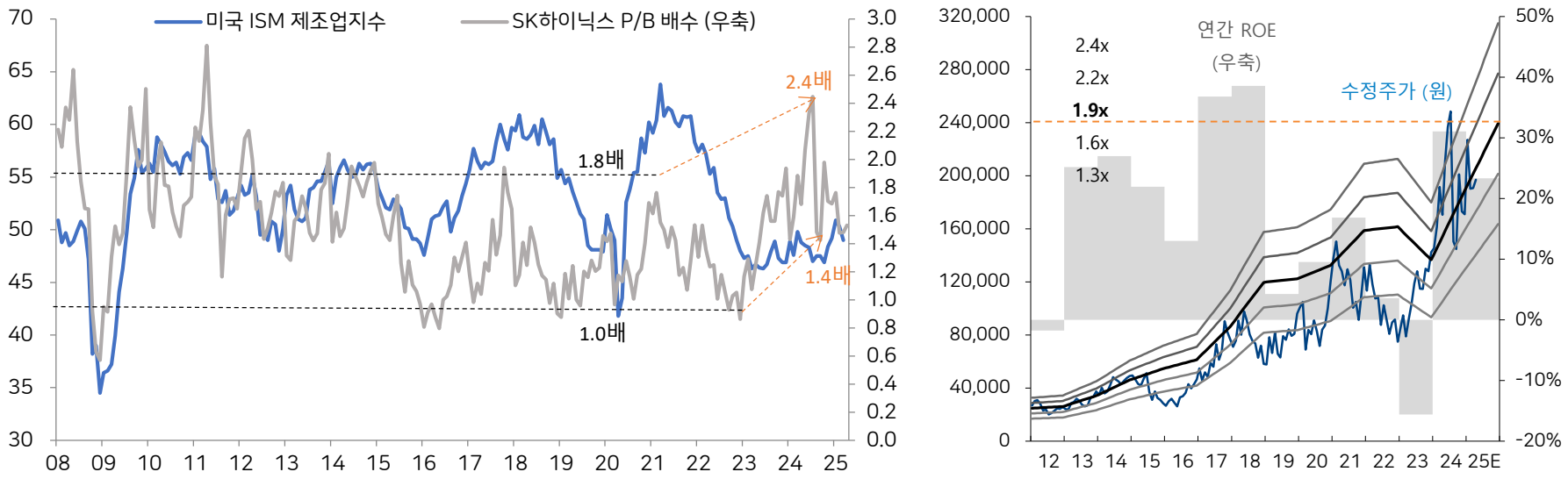


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 당분간 18~24만원의 구간대에서 움직일 듯

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.55배에 해당
- 경쟁력 강화와 AI 수혜를 반영해 직전 싸이클에서 동사 고점 배수는 기존의 1.8배에서 2.4배까지 상승. HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 최저점 배수 역시 과거의 1.0배보다 매우 높은 1.4배 (18만원) 수준에서 형성될 듯. HBM 호황 지속 여부가 동사 주가에 중요
- 이번 하락기의 동사 주가 반등은 CY24에 상향된 P/B 밴드 (1.4~2.4배)의 중간값인 1.9배 (24만원) 수준까지 가능할 수 있음. 중간 이상의 배수를 부여 받기 위해서는 경기, 업황 싸이클의 상승 전환이 확인될 필요가 있음
- 경쟁사들의 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

<그림32> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

여전히 구간 매매 전략이 유효

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	70,000원(상향)
종가(2025.04.02)	58,800원
상승여력	19.0 %

Stock Indicator	
자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	386,997십억원
외국인지분율	50.7%
52주 주가	49,900~87,800원
60일평균거래량	20,160,262주
60일평균거래대금	1,128.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	10.1	-4.1	-30.8
상대수익률	8.3	5.0	-2.5	-22.4

[투자포인트]

■ 동사 1Q25 영업이익을 4.7조원으로 전망함. 당사의 주요 부문별 영업이익 예상치는 반도체 0.0조원 (메모리 2.6조원), SDC 0.3조원, MX/NT 3.5조원, CE (하만 포함) 0.7조원. 메모리 반도체 부문에서는 관세 부과 전 재고 축적 수요에 따라 기존 가이던스 대비 출하량이 양호했으나 HBM 판매량의 급감에 따라 DRAM 부문 ASP는 크게 하락했을 것으로 추정됨

■ 2Q25 영업이익을 1Q25와 유사한 4.7조원으로 전망함. 주요 부문별 영업이익 예상치는 반도체 0.7조원 (메모리 2.2조원), SDC 0.9조원, MX/NT 2.4조원, CE (하만 포함) 0.7조원. 2Q25 HBM 판매량은 대형 고객 부재로 크게 증가하지 못할 것으로 보임. DDR5 고정거래가격은 안정되나 시장 내 재고가 많고 수요가 여전히 부진한 DDR4와 NAND 고정거래가격의 상승은 쉽지않을 것으로 판단됨

■ 동사의 CY25 DRAM 생산량은 당초 예상 대비 HBM은 감소하고 Legacy DRAM은 증가할 가능성이 높고 이는 2H25 이후 업황에 변수로 작용할 전망임

■ Val. Merit에 따라 동사 주식에 대한 매수 관점이 유효하나 1C 나노 DRAM 및 HBM에서의 성과가 확인되어야 Val. Band가 회복될 수 있을 듯. 6개월 내 업황 및 경기 회복 여부도 아직 불확실하므로 당분간은 저점 매수에 집중하는 전략이 적절함. 동사 주가는 당분간 P/B 0.9배 (5만원대 중반)와 1.1배 (7만원)의 구간대에서 움직일 전망이며 당사는 동사에 대한 신규 목표주가를 동 구간대의 상단인 7만원으로 소폭 상향 조정함

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	313,473	329,147	362,061
영업이익(십억원)	32,726	21,072	16,468	24,962
순이익(십억원)	33,621	19,675	15,966	22,848
EPS(원)	4,950	2,896	2,351	3,364
BPS(원)	57,663	61,601	64,994	69,399
PER(배)	10.7	20.3	25.0	17.5
PBR(배)	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	9.0	4.9	3.7	5.0
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	3.5	4.0	3.6	2.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표7> 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	78,132	74,014	83,250	78,077	258,935	300,871	313,473
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,500	25,372	25,332	29,057	27,674	78,543	114,284	107,434
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.6%	32.5%	34.2%	34.9%	35.4%	30.3%	38.0%	34.3%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	6,493	4,667	4,711	6,851	4,843	6,567	32,726	21,072
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	8.6%	6.0%	6.4%	8.2%	6.2%	2.5%	10.9%	6.7%
DS	매출	23,141	28,560	29,271	30,101	26,193	27,395	29,934	29,627	66,595	111,073	113,147
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	7,760	4,588	5,412	6,574	5,871	984	32,774	22,444
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	25.8%	17.5%	19.8%	22.0%	19.8%	1.5%	29.5%	19.8%
	영업이익	1,913	6,450	3,860	2,895	-11	746	1,714	861	-14,873	15,118	3,309
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	9.6%	0.0%	2.7%	5.7%	2.9%	-22.3%	13.6%	2.9%
SDC	매출	5,390	7,650	8,000	8,100	6,733	6,786	8,755	8,782	30,969	29,140	31,056
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	5,999	5,190	5,848	6,496	6,425	24,321	23,218	23,960
	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	326	905	1,475	1,169	5,569	3,760	3,875
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	11.1%	4.8%	13.3%	16.8%	13.3%	18.0%	12.9%	12.5%
MX/네트워크	매출	33,530	27,380	30,520	25,800	35,546	29,798	33,425	28,140	112,409	117,229	126,909
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	11,855	10,028	11,526	9,729	37,462	39,831	43,138
	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	3,543	2,386	2,885	2,231	13,011	10,661	11,045
	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	16,486	17,598	17,499	18,045	70,830	70,695	69,628
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,011	11,855	10,028	11,526	9,729	37,462	39,831	43,138
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	49.2%	71.9%	57.0%	65.9%	53.9%	52.9%	56.3%	62.0%
	영업이익	770	811	890	600	737	730	674	586	2,432	3,071	2,727
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.3%	4.5%	4.2%	3.9%	3.2%	3.4%	4.3%	3.9%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표8> 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)		1,280	1,286	1,315	1,322	1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,434	1,414	1,394	1,278	1,305	1,368	1,422
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	21,532	20,238	21,438	24,829	27,064	73,875	81,698	93,131	93,569
	%QoQ / % YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-11%	-6%	6%	16%	9%	-3%	11%	14%	0%
	1Gb 기준 ASP ($)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
	%QoQ / % YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	20%	-15%	-4%	-2%	-7%	-14%	-44%	62%	-2%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	9,138	7,290	7,430	8,402	8,531	28,143	17,279	32,008	31,653
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	6%	-20%	2%	13%	2%	-17%	-39%	85%	-1%
	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,794	10,599	10,654	11,880	11,892	35,957	22,541	43,771	45,025
	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	10%	-17%	1%	12%	0%	-7%	-37%	94%	3%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	4,049	2,406	2,276	2,886	2,525	16,063	-985	12,744	10,092
	영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	23%	21%	24%	21%	45%	-4%	29%	22%
NAND	16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,891	37,900	40,891	48,585	52,152	138,772	158,613	178,991	179,528
	%QoQ / % YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	8%	19%	7%	3%	14%	13%	0%
	16Gb 기준 ASP ($)	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%	-5%	-8%	-12%	-17%	-47%	63%	-17%
	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,930	5,643	5,784	6,322	5,972	25,208	15,410	28,387	23,720
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-7%	-19%	2%	9%	-6%	-14%	-39%	84%	-16%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,702	8,204	8,293	8,939	8,324	32,232	20,073	38,752	33,761
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-4%	-15%	1%	8%	-7%	-4%	-38%	93%	-13%
	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,052	-10	-209	-329	-1,191	4,807	-11,296	7,189	-1,739
	영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	11%	0%	-3%	-4%	-14%	15%	-56%	19%	-5%
System LSI	매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,075	6,892	7,972	8,647	8,951	29,924	22,460	26,546	32,462
	%QoQ / % YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	1%	-3%	16%	8%	4%	39%	-25%	18%	22%
	영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-2,390	-2,574	-1,474	-960	-561	2,948	-2,571	-5,410	-5,569
	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 ($)	33	32	34	33	28	29	29	28	28	27	30	29	32	33	29	29
	%QoQ / % YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-3%	0%	-3%	9%	-3%	20%	5%	-14%	1%
	매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,786	4,631	4,732	6,192	6,300	26,555	23,766	21,312	21,855
	%QoQ / % YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	-2%	-20%	2%	31%	2%	-4%	-11%	-10%	3%
	매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,100	6,733	6,786	8,755	8,782	34,380	30,969	29,140	31,056
	%QoQ / % YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	1%	-17%	1%	29%	0%	8%	-10%	-6%	7%
	중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-56	-24	-20	-20	1	-1,153	-116	-215	-62
	영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-15%	-4%
	소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	956	349	925	1,495	1,167	7,105	5,686	3,975	3,937
	영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	13%	14%	6%	15%	18%	22%	19%	14%	13%
	전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	900	326	905	1,475	1,169	5,952	5,569	3,760	3,875
	영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	11%	5%	13%	17%	13%	17%	18%	13%	12%
휴대폰 /Tablet	출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.0	67.6	61.5	67.2	61.1	300.1	260.9	260.3	257.4
	%QoQ / % YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-9%	11%	-9%	9%	-9%	-5%	-13%	0%	-1%
	ASP ($)	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	23,836	20,223	23,055	19,546	86,065	80,891	83,063	86,660
	%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	34,656	28,999	32,598	27,247	110,754	105,126	113,105	123,500
	%QoQ / % YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-17%	41%	-16%	12%	-16%	11%	-5%	8%	9%
	영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	1,973	3,538	2,382	2,880	2,226	10,577	12,899	10,518	11,027
	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	558	564	519	524	524	530	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	6,562	6,605	6,651	7,344	29,702	26,842	27,740	27,162
	%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	304	198	216	312	1,428	1,895	1,431	1,031
	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	4,486	4,704	5,779	5,538	29,284	30,922	21,817	20,507
	영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	548	677	632	684	362	1,601	1,056	2,494	2,355
Total	매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	75,788	78,132	74,014	83,250	78,077	302,231	258,935	300,871	313,473
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-4%	3%	-5%	12%	-6%	8%	-14%	16%	4%
	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	6,493	4,667	4,711	6,851	4,843	43,377	6,567	32,726	21,072
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	9%	6%	6%	8%	6%	14%	3%	11%	7%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	227,062	258,486	299,034	341,804
현금 및 현금성자산	53,706	79,873	114,014	138,380
단기금융자산	58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권	53,246	55,476	58,250	64,075
재고자산	51,755	53,923	56,619	62,281
비유동자산	287,470	291,858	284,769	284,756
유형자산	205,945	212,637	207,296	208,578
무형자산	23,739	20,705	18,227	16,203
자산총계	514,532	550,344	583,803	626,560
유동부채	93,326	101,902	111,924	124,193
매입채무	12,370	12,888	13,533	14,886
단기차입금	13,173	13,173	13,173	13,173
유동성장기부채	2,207	2,207	2,207	2,207
비유동부채	19,014	19,014	19,014	19,014
사채	15	15	15	15
장기차입금	3,936	3,936	3,936	3,936
부채총계	112,340	120,915	130,938	143,207
지배주주지분	391,688	418,438	441,480	471,404
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	380,419	386,616	399,695
기타자본항목	15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분	10,504	10,990	11,384	11,948
자본총계	402,192	429,428	452,865	483,353

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	300,871	313,473	329,147	362,061
증가율(%)	16.2	4.2	5.0	10.0
매출원가	186,562	206,039	222,174	237,975
매출총이익	114,309	107,434	106,973	124,087
판매비와관리비	81,583	86,363	90,505	99,125
연구개발비	34,998	36,464	38,287	42,116
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	32,726	21,072	16,468	24,962
증가율(%)	398.3	-35.6	-21.9	51.6
영업이익률(%)	10.9	6.7	5.0	6.9
이자수익	16,703	16,049	17,073	17,981
이자비용	12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)	751	751	751	751
기타영업외손익	335	377	377	377
세전계속사업이익	37,530	25,201	21,814	31,216
법인세비용	3,078	5,040	5,454	7,804
세전계속이익률(%)	12.5	8.0	6.6	8.6
당기순이익	34,451	20,161	16,361	23,412
순이익률(%)	11.5	6.4	5.0	6.5
지배주주귀속 순이익	33,621	19,675	15,966	22,848
기타포괄이익	16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익	51,296	37,006	33,206	40,257
지배주주귀속총포괄이익	50,061	36,114	32,406	39,287

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	72,983	67,328	65,301	66,421
당기순이익	34,451	20,161	16,361	23,412
유형자산감가상각비	39,650	43,308	45,341	43,718
무형자산상각비	2,981	3,033	2,478	2,024
지분법관련손실(이익)	751	751	751	751
투자활동 현금흐름	-85,382	-43,253	-33,253	-44,148
유형자산의 처분(취득)	-51,250	-50,000	-40,000	-45,000
무형자산의 처분(취득)	-2,319	-	-	-
금융상품의 증감	-35,620	-	-	-5,895
재무활동 현금흐름	-7,797	-9,819	-9,778	-9,778
단기금융부채의증감	5,871	-	-	-
장기금융부채의증감	-960	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-10,889	-9,811	-9,769	-9,769
현금및현금성자산의증감	-15,375	26,167	34,141	24,366
기초현금및현금성자산	69,081	53,706	79,873	114,014
기말현금및현금성자산	53,706	79,873	114,014	138,380

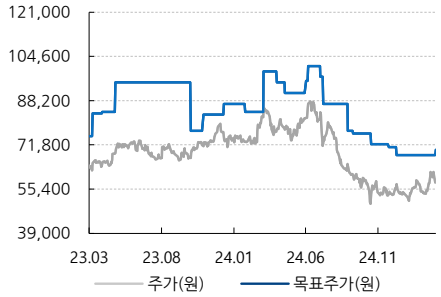
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	4,950	2,896	2,351	3,364
BPS	57,663	61,601	64,994	69,399
CFPS	11,226	9,719	9,390	10,098
DPS	1,446	1,446	1,446	1,446
Valuation(배)				
PER	10.7	20.3	25.0	17.5
PBR	0.9	1.0	0.9	0.8
PCR	4.7	6.1	6.3	5.8
EV/EBITDA	3.5	4.0	3.6	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.0	4.9	3.7	5.0
EBITDA이익률	25.0	21.5	19.5	19.5
부채비율	27.9	28.2	28.9	29.6
순부채비율	-23.2	-27.8	-33.9	-38.0
매출채권회전율(x)	6.2	5.8	5.8	5.9
재고자산회전율(x)	5.8	5.9	6.0	6.1

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

삼성전자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			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	-17.8%	-9.1%
2025-04-02	Buy	70,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

SK하이닉스(000660)

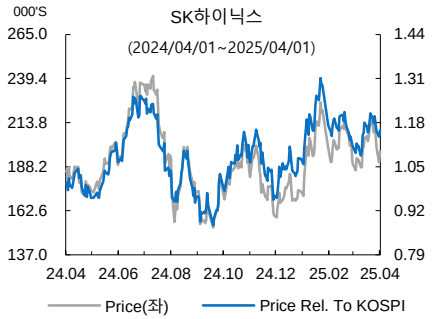
경기 및 AI 투자 둔화 우려

Hold(Maintain)

목표주가(12M)	210,000원(상향)
종가(2025.04.02)	197,900원
상승여력	6.1 %

Stock Indicator	
자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	143,416십억원
외국인지분율	55.4%
52주 주가	152,800~241,000원
60일평균거래량	3,896,994주
60일평균거래대금	785.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.6	15.1	16.5	5.7
상대수익률	4.0	10.0	18.1	14.2



[투자포인트]

- 동사 1Q25 매출과 영업이익은 18.0조원과 6.5조원을 기록해 시장 예상치에 부합할 것으로 예상됨. 관세 부과 전 재고 축적 수요와 DDR5 주문 증가에 따라 1Q25 출하량은 동사의 기존 가이던스를 크게 상회했을 듯
- 2Q25 동사 영업이익은 7.6조원으로 개선될 전망임. 2Q25에는 HBM 판매량이 QoQ 20%대 초반 증가하고 DDR5 고정거래가격은 안정세를 보일 것으로 예상됨. 단 여전히 시장 재고가 많고 수요가 부진한 DDR4 및 NAND 가격은 낙폭이 축소되는데 그칠 가능성이 높은 듯. 2Q25에도 DDR5 및 HBM의 판매 비중이 높은 동사의 ASP가 상대적으로 강세를 보일 전망임
- 1H25 업황은 경쟁사들의 공급 차질에 따라 당초 우려보다 양호할 것으로 판단됨. 반면 미국 주도의 경기 악화 및 AI 투자 둔화 가능성은 2H25 이후 업황에 대한 불확실성을 높이고 있음
- HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 동사 최저점 P/B 배수는 1.4배 (18만원) 수준에서 형성될 듯. 반면 중간 배수 1.9배 (24만원)이상을 부여 받기 위해서는 경기, 업황 싸이클의 상승 신호가 발생할 필요가 있음. 당분간 동사 주가는 18~24만원의 구간대에서 움직일 것으로 예상됨. 구간 매매 전략 유지를 권고함
- 동사에 대한 신규 목표주가를 당사가 설정한 예상 주가 구간대의 중간 값인 21만원 (P/B 1.6배)으로 소폭 상향 조정함

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	74,987	71,237	78,361
영업이익(십억원)	23,467	27,399	21,886	27,299
순이익(십억원)	19,789	18,895	15,090	19,443
EPS(원)	27,182	25,954	20,728	26,708
BPS(원)	101,515	127,763	148,785	175,787
PER(배)	6.4	7.6	9.5	7.4
PBR(배)	1.7	1.5	1.3	1.1
ROE(%)	31.1	22.6	15.0	16.5
배당수익률(%)	0.7	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	3.3	3.2	2.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표9> 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	20,115	21,151	21,568	23,057	58,858	66,563	75,982	85,890
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	5.2%	-2.0%	5.1%	2.0%	6.9%	1.0%	13.1%	14.1%	13.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.50	0.46	0.48	0.46	0.45	0.39	0.25	0.43	0.46
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	10.2%	-8.0%	3.8%	-4.5%	-2.6%	-16.6%	-36.8%	75.7%	7.0%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	10,357	9,337	10,188	9,923	10,333	22,923	16,390	32,878	39,781
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	28,708	26,026	28,998	32,623	36,247	106,710	131,867	130,645	123,893
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	-4.8%	-9.3%	11.4%	12.5%	11.1%	45.7%	23.6%	-0.9%	-5.2%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.12	0.11	0.11	0.10	0.09	0.11	0.06	0.12	0.10
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-5.0%	-10.0%	-5.0%	-8.0%	-12.0%	-19.5%	-43.3%	90.8%	-14.4%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,555	2,901	3,071	3,178	3,107	11,400	7,982	15,093	12,257
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	12,414	13,422	13,263	13,585	34,857	24,935	48,464	52,685
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,401	1,454	1,434	1,414	1,394	1,280	1,314	1,366	1,423
연결기준 매출 (십억원)	**12,430**	**16,423**	**17,573**	**19,767**	**18,049**	**19,247**	**18,753**	**18,937**	**44,622**	**32,766**	**66,193**	**74,987**
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	9,401	9,307	9,392	9,615	9,972	28,994	33,299	34,364	38,286
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,366	8,742	9,855	9,138	8,965	15,628	-533	31,829	36,701
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,283	2,215	2,278	2,341	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**	**6,527**	**7,578**	**6,797**	**6,498**	**6,809**	**-7,730**	**23,467**	**27,399**
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	40.9%	36.2%	39.4%	36.2%	34.3%	15.3%	-23.6%	35.5%	36.5%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,833	6,661	7,671	7,067	7,205	8,908	1,021	21,140	28,604
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	54.0%	49.1%	52.5%	50.4%	50.0%	30.3%	4.7%	47.0%	50.5%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	282	-144	-103	-279	-715	-2,163	-8,763	2,345	-1,241
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	5.7%	-3.4%	-2.3%	-6.2%	-16.5%	-14.8%	-83.6%	11.4%	-7.1%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	42,279	58,698	72,930	92,133
현금 및 현금성자산	11,205	27,827	45,574	61,454
단기금융자산	3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권	13,299	11,248	7,124	7,836
재고자산	13,314	11,248	10,686	11,754
비유동자산	77,576	80,576	81,526	82,233
유형자산	60,157	64,549	65,782	66,691
무형자산	4,019	3,395	2,894	2,492
자산총계	119,855	139,274	154,455	174,366
유동부채	24,965	25,268	25,139	25,384
매입채무	2,277	2,580	2,451	2,696
단기차입금	1,283	1,283	1,283	1,283
유동성장기부채	3,969	3,969	3,969	3,969
비유동부채	20,974	20,974	20,974	20,974
사채	12,409	12,409	12,409	12,409
장기차입금	7,208	7,208	7,208	7,208
부채총계	45,940	46,242	46,113	46,358
지배주주지분	73,903	93,012	108,316	127,973
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	65,418	83,279	97,336	115,745
기타자본항목	341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분	12	20	26	35
자본총계	73,916	93,032	108,342	128,008

포괄손익계산서

(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	66,193	74,987	71,237	78,361
증가율(%)	102.0	13.3	-5.0	10.0
매출원가	34,365	38,286	39,181	39,964
매출총이익	31,828	36,701	32,057	38,397
판매비와관리비	8,361	9,302	10,171	11,098
연구개발비	4,436	5,099	5,343	5,877
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	23,467	27,399	21,886	27,299
증가율(%)	흑전	16.8	-20.1	24.7
영업이익률(%)	35.5	36.5	30.7	34.8
이자수익	4,855	3,021	3,459	3,853
이자비용	5,708	5,179	5,179	5,179
지분법이익(손실)	-38	-38	-38	-38
기타영업외손익	1,309	-	-	-
세전계속사업이익	23,885	25,203	20,128	25,935
법인세비용	4,088	6,301	5,032	6,484
세전계속이익률(%)	36.1	33.6	28.3	33.1
당기순이익	19,797	18,903	15,096	19,451
순이익률(%)	29.9	25.2	21.2	24.8
지배주주귀속 순이익	19,789	18,895	15,090	19,443
기타포괄이익	1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익	21,044	20,150	16,344	20,699
지배주주귀속총포괄이익	21,036	20,142	16,337	20,690

현금흐름표

(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	29,796	34,830	31,458	29,591
당기순이익	19,797	18,903	15,096	19,451
유형자산감가상각비	11,985	12,609	13,766	14,091
무형자산상각비	596	624	501	402
지분법관련손실(이익)	-38	-38	-38	-38
투자활동 현금흐름	-18,005	-19,394	-14,400	-14,416
유형자산의 처분(취득)	-15,898	-17,000	-15,000	-15,000
무형자산의 처분(취득)	-697	-	-	-
금융상품의 증감	-1,577	-3,310	-316	-332
재무활동 현금흐름	-8,704	-2,116	-1,629	-1,629
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-7,376	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-826	-1,520	-1,034	-1,034
현금및현금성자산의증감	3,618	16,622	17,747	15,880
기초현금및현금성자산	7,587	11,205	27,827	45,574
기말현금및현금성자산	11,205	27,827	45,574	61,454

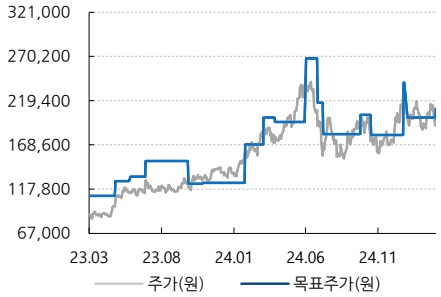
주요투자지표

	2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)				
EPS	27,182	25,954	20,728	26,708
BPS	101,515	127,763	148,785	175,787
CFPS	44,464	44,131	40,325	46,616
DPS	2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation(배)				
PER	6.4	7.6	9.5	7.4
PBR	1.7	1.5	1.3	1.1
PCR	3.9	4.5	4.9	4.2
EV/EBITDA	3.8	3.3	3.2	2.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	31.1	22.6	15.0	16.5
EBITDA이익률	54.5	54.2	50.7	53.3
부채비율	62.2	49.7	42.6	36.2
순부채비율	14.4	-10.0	-25.2	-34.0
매출채권회전율(x)	6.5	6.1	7.8	10.5
재고자산회전율(x)	4.9	6.1	6.5	7.0

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			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	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

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

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

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율등급 공시 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%