| Industry In depth | 반도체/소부장 | Overweight | 2025. 7. 1 |

# 변화하는 메모리 산업의 구조

Part Ⅰ 투자전략: 반도체 산업 의견 Overweight 유지
Part Ⅱ 메모리 산업 수급 전망: 4Q25부터 짧은 Down Cycle 전망
Part Ⅲ AI/HBM 산업 전망: 관세에도 불구하고 견조한 AI와 HBM

LS증권

반도체/소부장
Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

LS투자증권 반도체/소부장 담당 **차용호** 입니다.

**반도체 산업**에 대한 투자 의견 **Overweight**를 유지합니다.
중국 업체들의 공급 증가 Risk로 인해 메모리 공급 업체들의 신규 Capa 증설은 제한적일 것이며 이는 심각한 과잉 공급을 방지하는 계기로 작용할 것으로 전망합니다.

Part I **투자전략**에서는 그동안 우리가 메모리 산업에 대해서 12M Fwd PBR을 기준으로 봐왔던 이유와 AI 산업의 등장으로 인한 메모리 산업에 대한 특성 변화에 대해 작성했습니다. DRAM의 Customize화로 메모리 산업의 실적 변동성은 점차 완화될 것으로 전망합니다.

Part II **메모리 산업 수급 전망**에서는 Pull-In 수요 소멸로 인해 DRAM과 NAND 동일하게 4Q25부터 Down Cycle이 시작될 것으로 전망합니다. 다만, 공급업체들의 보수적인 투자 계획으로 인해 1H26 내 마무리되는 짧은 기간일 것으로 예상합니다.

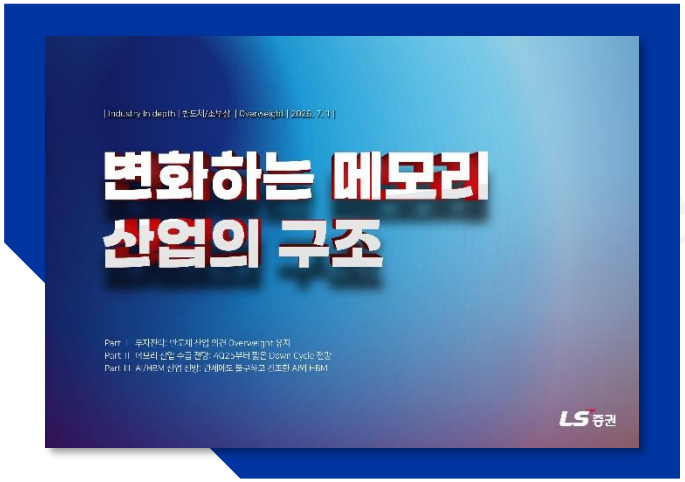
Part III **AI/HBM 산업 전망**에서는 AI Chip과 HBM 산업에 대한 수급 전망을 분석했습니다. 2026년 HBM 공급 초과분은 +1%로 안정적인 수급 상황이 이어질 것이며 Non-Nvidia향 HBM 수요 비중은 2025년 34% → 2026년 43%으로 확대되며 고객사 다변화 수혜가 이루어질 전망입니다.

Part IV **기업분석**에서는 최선호주로 삼성전자와 SK하이닉스를 제시합니다. 단기적으로는 SK하이닉스의 HBM 모멘텀이 강세를 이루겠지만 삼성전자에 대한 Valuation Gap의 가장 큰 이유였던 기술력이 저점으로부터 회복하고 있으며 Risk 대비 Return이 더 큰 구간이라 판단합니다.

금번 자료가 반도체 산업 투자에 대한 혜안으로 이어지는데 기여하기를 바랍니다.

감사합니다.

# Contents




변화하는 메모리 산업의 구조

Part I 04 투자전략
반도체 산업 의견 Overweight 유지

Part II 14 메모리 산업 수급 전망
4Q25부터 짧은 Down Cycle 전망

Part III 25 AI/HBM 산업 전망
관세에도 불구하고 견조한 AI와 HBM

Part IV 36 기업분석
삼성전자- Buy(유지), TP 83,000원(상향)
SK하이닉스 - Buy(유지), TP 360,000원(상향)

Part I

# 투자전략

## 반도체 산업 의견 Overweight 유지

- HBM을 중심으로 한 Valuation Gap 확대
- CXMT DDR4 EOL의 목적은
- 달라지는 메모리 산업의 구조

# 반도체 산업 투자의견 Overweight 유지

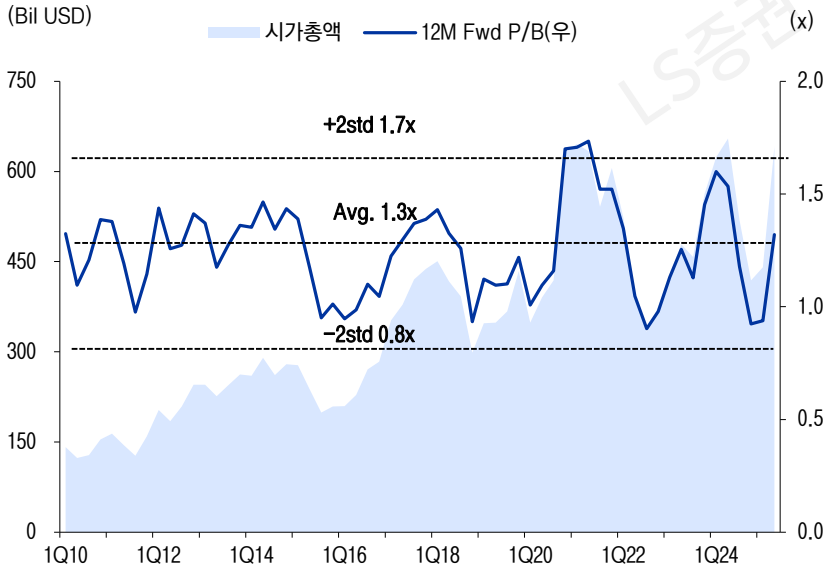
## ● 반도체 산업 투자의견 Overweight 유지

- **반도체 업종 내 대형주(Overweight)가 소부장(Neutral) 업체들 대비 유리할 것이란 판단 유지.**
- 메모리 산업의 12M Fwd P/B는 1.3x로 1Q25 미국의 상호 관세 우려로 인해 조정을 받았으나 관세 유예 및 견조한 HBM 수요에 기인하여 밴드 중단까지 반등.
- 중국 업체들의 공급 증가 Risk로 인해 메모리 공급 업체들의 신규 Capa 증설은 제한적일 것이며 이는 심각한 과잉 공급을 방지하는 계기로 작용.
- 단기적인 Risk로는 7월 8일 미국의 상호 관세 만료가 예상되며 시장에서는 관세에 대한 유예를 기정 사실화 하고 있는 분위기이며 조정 시 매수 기회로 활용해야 할 것.

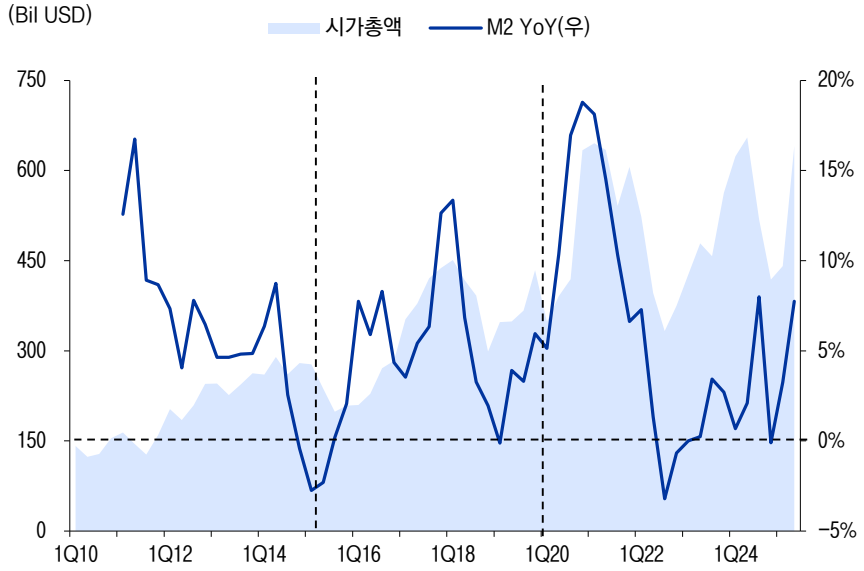
## ● 최선호주 삼성전자, SK하이닉스

- **삼성전자와 SK하이닉스에 대한 최선호주 및 투자의견 Buy를 유지**. 단기간 내에는 SK하이닉스의 모멘텀이 강세를 이루겠으나 중장기적인 관점에서는 **삼성전자가 Risk 대비 Return이 더 큰 구간으로 판단.**
- 삼성전자에 대한 Valuation Gap의 주요 요인이었던 기술력은 1Cnm 수율이 향상되며 저점을 지났다고 판단하며 2026년 HBM 실적의 유의미한 기여를 전망.

**메모리 시가총액 및 12M Fwd P/B 밴드**




**M2 YoY 증가율과 메모리 시가총액**




자료: Trendfroce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# HBM을 중심으로 한 Valuation Gap 확대

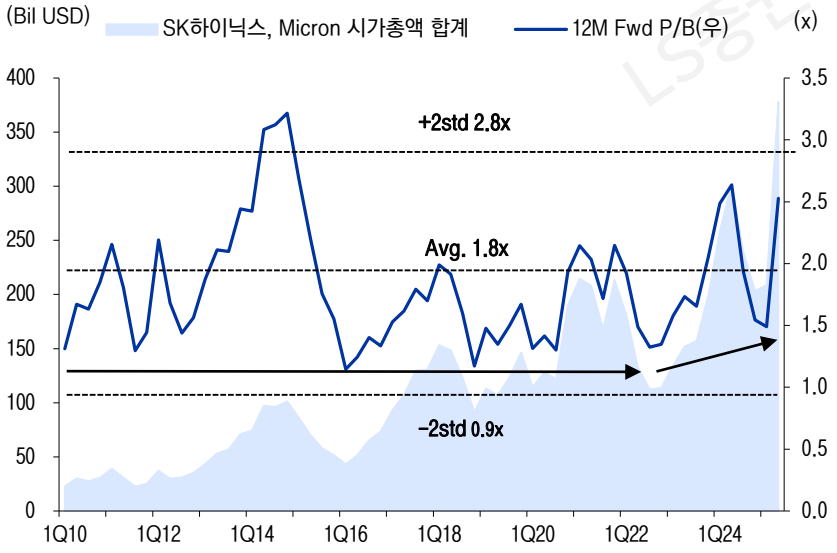
## ● HBM은 메모리 산업의 P/B밴드 하단을 상향 조정하는 요인

- HBM은 높은 수익성과 연간 단위로 가격 및 물량을 계약하는 안정적인 사업 구조로 **메모리 산업의 P/B밴드 하단을 상향 조정하는 역할**을 하고 있음.
- HBM 수혜업체들(SK하이닉스, Micron)의 과거12M Fwd P/B 밴드 하단은 1.3x이었으나 **HBM 이후 P/B밴드 하단은 최근 1.5x까지 상승**.
- 최근 가파른 상승세로 인해 SK하이닉스와 Micron의 12M Fwd P/B는 2.5x인 상단으로 AI가 가장 강하게 부각되었던 1H24 당시 Valuation까지 상승.

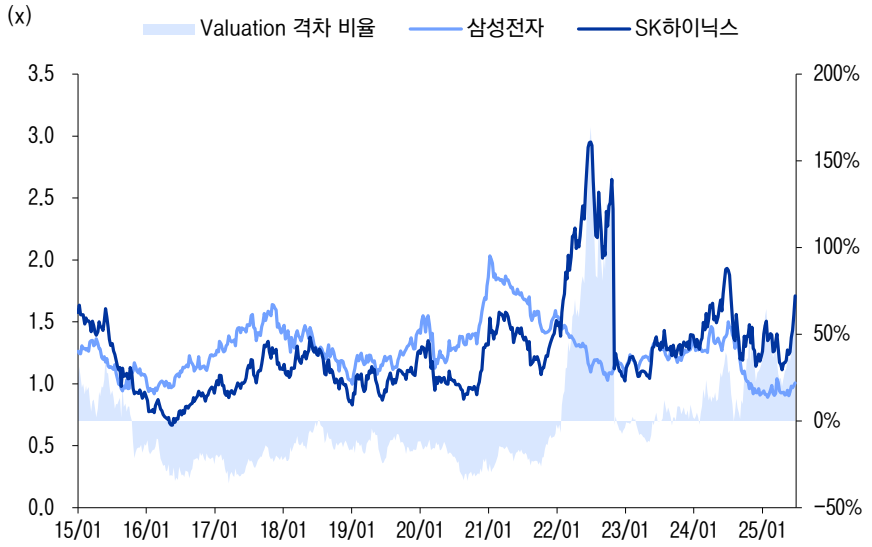
## ● HBM을 중심으로 한 Valuation Gap 확대

- **2025년 HBM 수요의 66%를 차지하는 Nvidia향 납품 여부에 따라 메모리 공급업체들의 실적과 Valuation이 좌우**되고 있음.
- Nvidia향 진입이 지연되는 **삼성전자는 메모리 Down Cycle을 산정한 P/B Valuation 하단에 위치**.
- 삼성전자 대비 SK하이닉스 P/B Premium은 70% 까지 확대되었으며 이는 AI초기 Cycle인 1H22 이후 최대치.

### HBM 수혜를 받는 SK하이닉스와 마이크론 P/B 밴드




### 삼성전자 대비 SK하이닉스 P/B Premium




자료: Trendfroce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

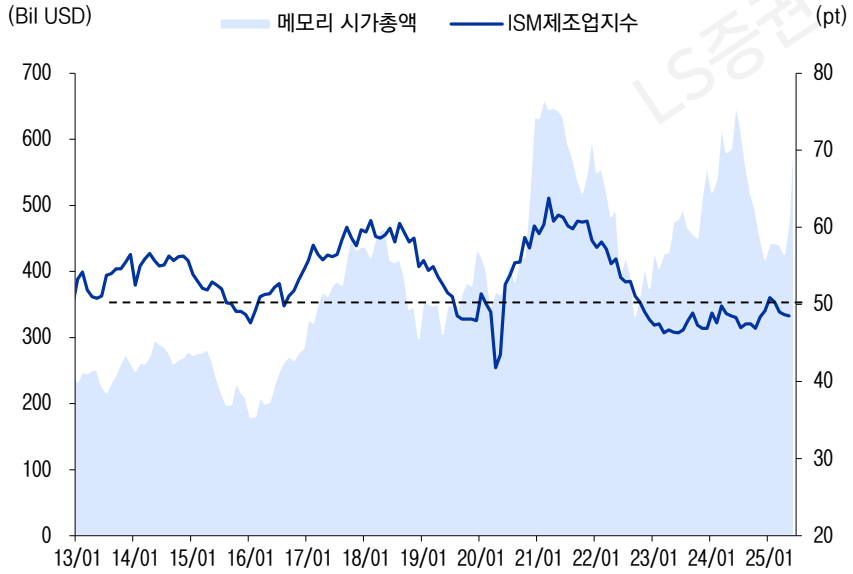
# ISM 제조업 지수는 지속 하락세

## Conventional 메모리와 높은 상관관계를 보여왔던 ISM 제조업 지수는 하락세 지속

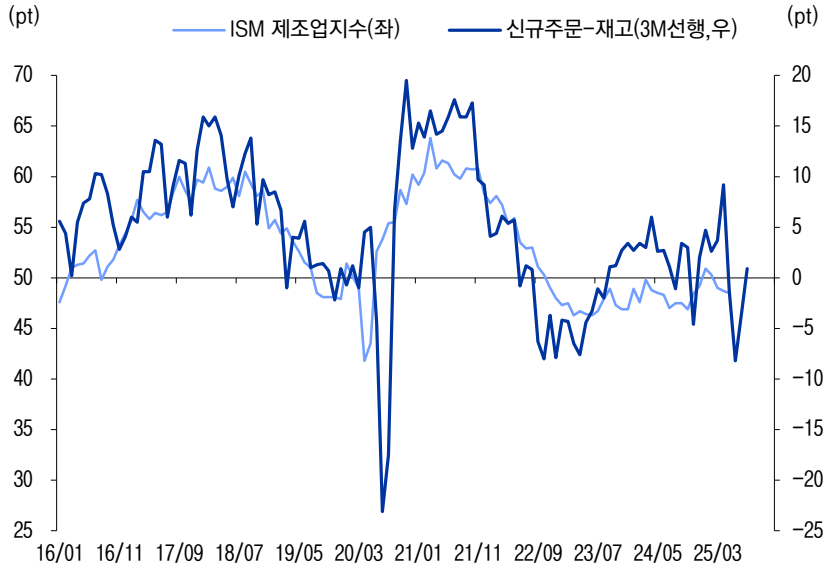
- 그동안 Conventional 메모리 중심의 Cycle은 ISM제조업 지수와 높은 상관관계를 보여왔음.
- ISM제조업 지수는 2025년 1월 관세로 인한 Pull-In 수요 효과로 일시적으로 50을 상회하였으나 이후 4개월 연속 하락을 지속.
- ISM제조업 지수를 선행하는 신규주문-재고도 가파르게 감소하였으며 5월 반등하였으나 신규 주문 증가(47.2→47.6)보다는 재고 소진 (50.8→46.7) 에 기인.
- 다만, 1H24와 2Q25에는 AI로 인한 B2B 수요가 메모리 업체들의 실적과 Valuation을 좌우하며 ISM제조업 지수와는 차별성이 나타나고 있음.
- 메모리 산업 내 B2B 중심의 HBM이 차지하는 비중이 높아질수록 메모리 업체들의 Valuation과 ISM제조업 지수는 상관관계가 점차 낮아질 것.

LS증권 리서치센터

### 메모리 시가총액 및 ISM 제조업 지수 추이




### ISM 제조업지수 및 신규주문-재고




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

# CXMT DDR4 EOL의 목적은?

## ● CXMT의 선두업체들 대비 빠른 DDR4 EOL

- DDR5 전환에 따라 메모리 공급업체들은 DDR4에 대한 EOL(End Of Line)을 발표했으며, **CXMT의 경쟁업체들 대비 빠른 EOL 목적에 대한 의구심이 부각**.
- **중국 반도체 업체들의 목표는 수익성 창출이 아닐 것.** SMIC는 무리한 멀티패터닝으로 인해 Chip을 제조할수록 적자이지만 선단 공정 전환을 지속 추진하고 있기 때문.
- CXMT의 DDR4 EOL의 목적은 HBM 수입이 제한된 **상황에서 2026년 출시하는 Ascend 920의 HBM3e 내재화를 위한 DDR5 전환이 더욱 큰 이유**일 것.

## ● CXMT의 기술력 및 수율 확보 여부는 여전히 미지수

- 다만, CXMT의 전공정 기술력 및 수율 확보 여부는 여전히 미지수인 상황이며, DDR5 전환에 따른 Case는 2가지로 나누어 볼 수 있음.

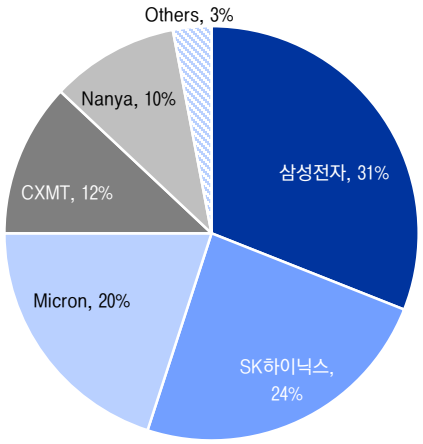
**Case1:** CXMT의 **기술력이 미비**하며, 정부의 지시로 인한 무리한 Tech Migration → **선두 업체들의 HBM 위주 생산으로 인한 Conv.DRAM 공급 부족 심화**.

**Case2:** CXMT의 **기술력 및 수율 확보**로 인해 DDR5 공급 증대 및 HBM 내재화 → **중국발 Conv.DRAM 과잉 공급 우려 지속 및 확대.**

### 공급업체별 DDR4 EOL(End of Line) 일정

| Product | | Company | Technology | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| PC and Server | Module | Samsung | 1Z | | | EOL | | |
| | | SK hynix | 1Z | | | EOL Reserve some production lines for specific customers | | |
| | | Micron | 1alpha | | EOL | | | |
| | | CXMT | G3 | | EOL | | | |
| | | Nanya | 20/1B | | | | | |
| | Component | Samsung | 1Z | | | EOL | | |
| | | SK hynix | 1Z | | | EOL | | |
| | | Micron | 1alpha | | EOL | | | |
| | | CXMT | G3 | | EOL No DDR4 8Gb in PC/Server | | | |
| | | Nanya | 20/1B | | | | | |
| Consumer | Component | Samsung | 1X | EOL | | | | |
| | | Samsung | 1Z | | | | | |
| | | SK hynix | 1Z | | | | | |
| | | Micron | 1alpha | | | | | |
| | | CXMT(GigaDevice) | G1/G3 | | | | | |
| | | Nanya | 20/1B | | | | | |

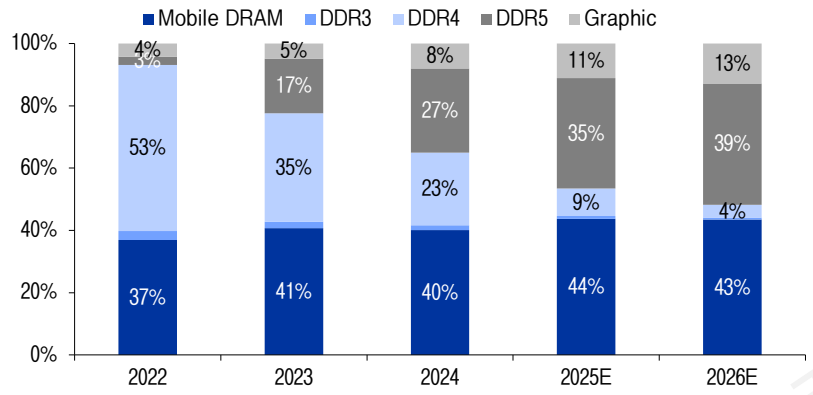
### 2025년 DDR4 점유율



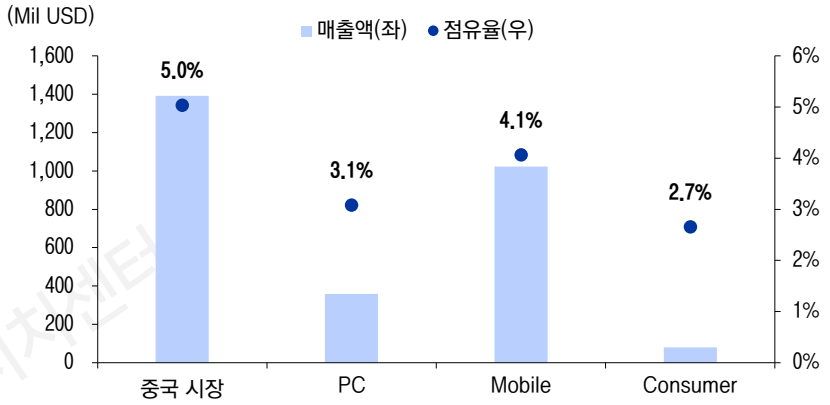

자료: Trendfroce, LS증권 리서치센터

# DDR4 시장 및 HBM 로드맵

## 글로벌 DRAM 세대별 출하량 기준 점유율




## 2024년 CXMT 적용처별 매출액 및 점유율




## HBM 로드맵 및 세대별 성능

| 회사명 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| SK하이닉스 | HBM2E | | HBM3 | | HBM3E | HBM4 | | |
| 삼성전자 | HBM2E | | HBM3 | | HBM3E | HBM4 | | |
| Micron | HBM2E | HBM3 | | HBM3 | HBM3E | HBM4 | | |
| CXMT | | | | | HBM2 | | HBM3 | HBM3E |

| | HBM2 | HBM2E | HBM3 | HBM3E | HBM4 | HBM4E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 유닛당 대역폭 | 256GB/s | 460GB/s | 819GB/s | 1.2TB/s | 2TB/s | n/a |
| 유닛당 용량 | 4~8GB | 8~16GB | 16~24GB | 24~64GB | 36~64GB | n/a |
| Stack Height | 4, 8 | 4, 8 | 8, 12 | 8, 12, 16 | 12, 16 | 12, 16 |
| DRAM Nodes | 20nm, 1x(18~19nm) | 1y/1z(13~17nm) | 1z(13nm~16nm) | 1a/1b(13nm~14nm) | 1b/1c | 1c |

자료: Trendfroce, LS증권 리서치센터

# 중국 AI Chip 현황

● 중국 업체와 Nvidia의 AI Chip Spec 비교

| | 중국 | | | | | 미국 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 회사명 | Huawei | | | Cambricon | | 엔비디아 | | |
| AI Chip | Ascend 910B | Ascend 910C | Ascend 920 | MLU370 | MLU950 | H20 | H100 | B100 |
| 출시일 | 2023 | 2025 | 2026E | 2023 | 2024~2025 | 2024 | 2024 | 2025 |
| Node | 7nm | 7nm | 5~7nm | 7nm | 7nm | 4nm | 4nm | 4nm |
| FP16 (TFLOPS) | 320 | 800 | 1,000 | 72/96 | 314 | 148 | 990 | 2,250 |
| INT8 (TOPS) | 640 | 1,600 | 2,000 | 192/256 | 512 | 296 | 1,979 | 4,500 |
| HBM | HBM2e | HBM2e | HBM3 | LPDDR5 | HBM3e | HBM3 | HBM3 | HBM3e |
| HBM(GB) | 64 | 128 | 96/192 | 24/48 | 80 | 96 | 96 | 192 |
| NW | PCIe 5;HCCS | PCIe 5;HCCS | PCIe 5;HCCS2 | PCIe 4 | PCIe 5 | PCIe 5; NVLink 4.0 | PCIe 5; NVLink 4.0 | PCIe 5; NVLink 5.0 |
| TDP(W) | 400W | N/A | N/A | 70W/150W | 350W | 400W | 700W | 1,000W |
| S/W | CANN(MindSpore) | | | NeuWare | | CUDA | | |

자료: LS증권 리서치센터

# 전통적인 메모리 산업에 대한 Valuation

● 12M Fwd PBR로 평가하며 저PER 매수, 고PER 매도 → Cycle과 이를 좌우할 수 있는 Capa와 현금 여력이 중요

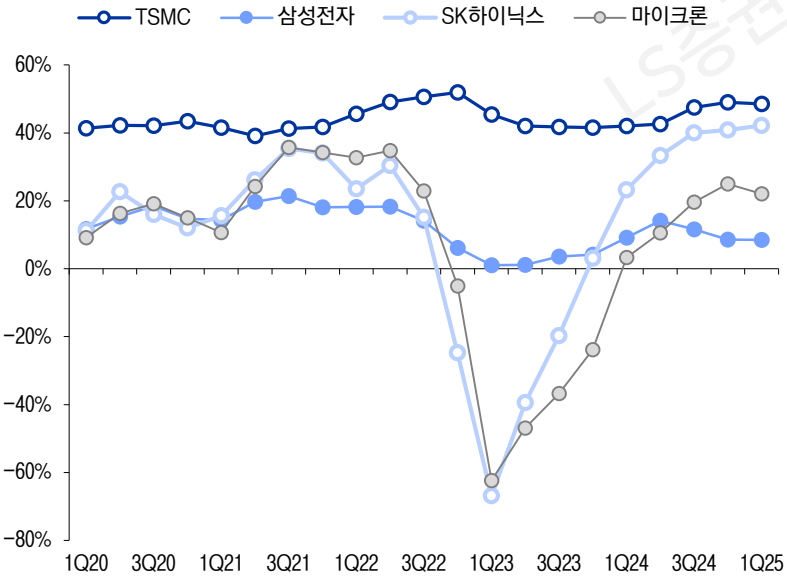
- 메모리 산업은 주로12M Fwd PBR로 가치 평가를 하고 고PER 매수 및 저PER 매도 전략이 유효한 산업이었으며 주요 요인은 다음과 같음.

① **업황에 따른 실적 변동성이 큰 산업:** 메모리는 Cyclical 산업으로 수익성의 변동폭이 크기 때문에 **12M Fwd 이후의 실적 전망의 어려움이 존재.** 또한 **기업의 실적이 좋은 저PER에서는 곧 실적 악화의 Down Cycle이 시작**되고, **실적이 안 좋은 고PER에서는 곧 실적 회복의 Up Cycle이 시작**될 것을 의미.

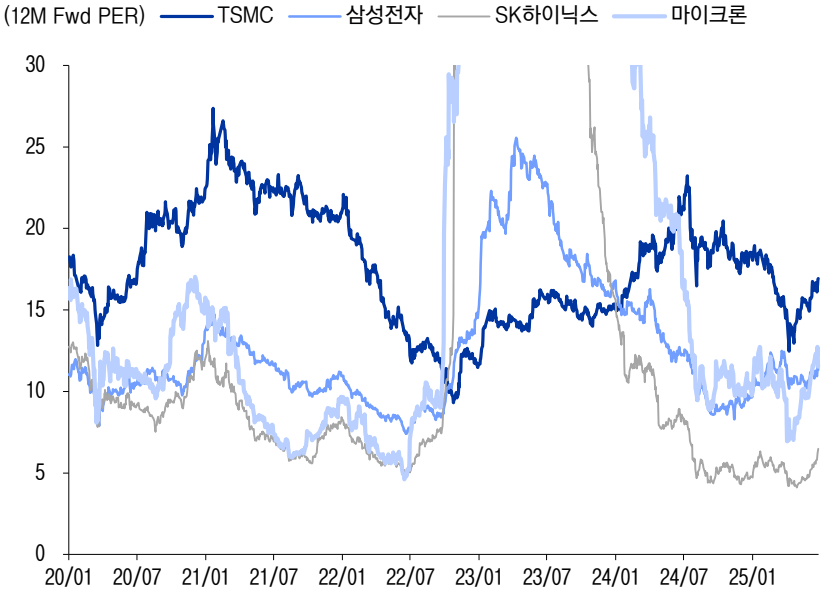
② **Capa에 따른 업황 결정력:** 메모리 산업은 감산을 통해 공급을 조절했으며 **기업의 Capa가 클수록 산업의 공급에 발휘할 수 있는 영향력이 컸음.**

③ **현금은 버틸 수 있는 체력을 의미:** Book Value를 구성하는 하나인 현금성 자산 또한 경쟁력으로 작용. **현금을 보유한 기업들은 Down Cycle에서도 버틸 수 있는 체력의 역할을 하며 유연한 전략을 취할 수 있었음.**

TSMC와 메모리 업체들의 OPM 비교




TSMC와 메모리 업체들의 PER 비교




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

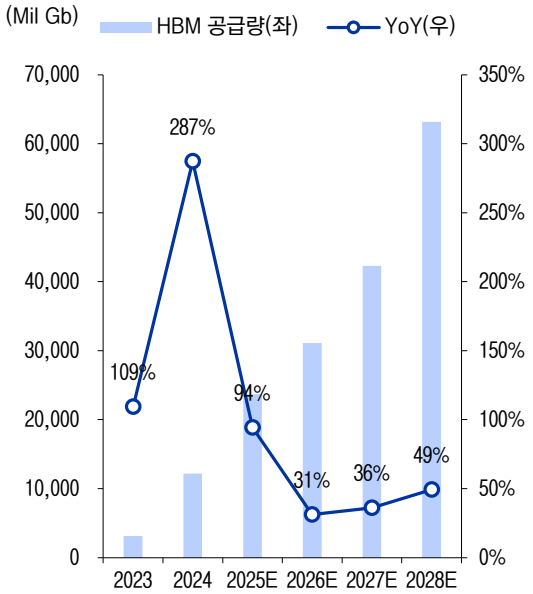
LS증권 리서치센터

# 변화하는 메모리 산업의 구조

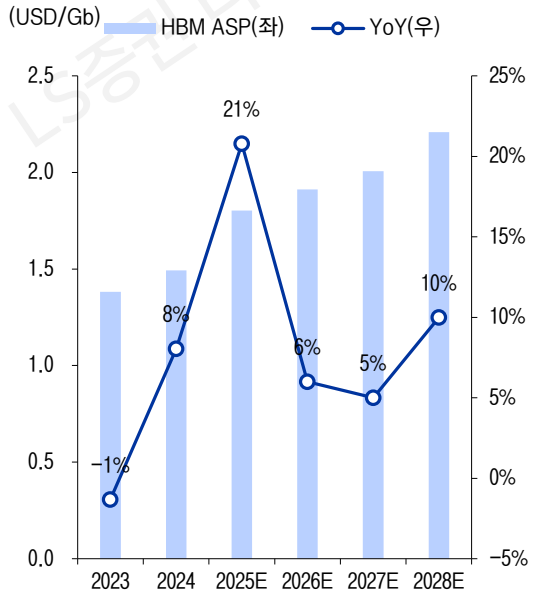
## ● 맞춤형 메모리의 증가 → 기술력이 경쟁력이 되는 시기

- AI의 등장으로 DRAM은 점차 특수한 폼팩터와 스펙을 요구하는 **맞춤형(Customize) 제품으로 변화 중.**
- DRAM 제품의 변화는 AI Server용 HBM뿐만 아니라 SOCAMM, LLW 등 Consumer 제품군까지 확장되고 있음.
- 제품의 Customize화는 Commodity의 성격을 약화시키며 **파운드리와 유사하게 개별 고객사의 수요에 맞춰 대응하여 수급 변동성을 약화**할 수 있음.
- Trendforce에 따르면 AI Chip의 Contents/Box 증가 및 추론 시장 개화에 따른 **AI Chip 출하량 증가로 인해 HBM 공급량 YoY 증가율은 +30% 이상을 유지할 전망**.
- 또한 HBM의 세대 전환으로 인해 **HBM ASP는 향후 3년간 5~10%의 완만한 상승세를 유지할 것으로 예상**됨.

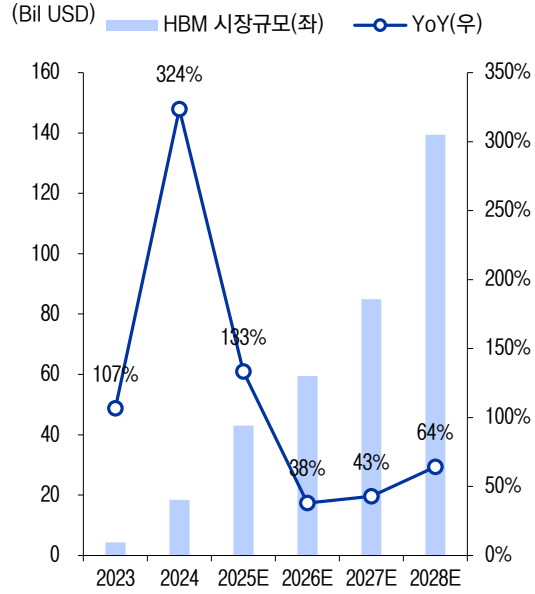
### HBM 공급량 추이 및 전망




### HBM ASP 추이 및 전망




### HBM 시장 규모 추이 및 전망




자료: Trendfroce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# 산업의 변화로 인해 바뀌는 Valuation 방식

## ● 높아지는 실적의 가시성으로 인한 변화

- AI의 등장으로 인해 DRAM 산업의 변동성이 축소되고 있으며, 그동안 **높은 변동성으로 인해 어려움이 컸던 중장기 실적에 대한 전망을 가능하게 하고 있음**.
- HBM 선두업체인 SK하이닉스는 DRAM 사업 내 **HBM의 출하량 비중은 25년 14% 26년 15%에 불과**하지만 **매출액 비중은 25년 45%, 26년 50%를 차지**할 전망.
- **안정적인 수익성을 확보한다면 TSMC와 같이 PER 평가가 전혀 불가능하지는 않을 것**이며, 전력기기, 조선 산업 등 PBR → PER Valuation 전환의 사례도 존재함.
- **HBM의 실적 기여는 3년차이며 불과 2년전인 23년 SK하이닉스는 적자**였기 때문에 **메모리 산업에 대한 Valuation을 PBR → PER 전환하기엔 시간이 더 필요할 것**.
- 그렇지만 **HBM의 비중 증가로 인해 실적의 가시성이 높아지고 있기 때문에 기존 12M Fwd BPS 대신 2026년 BSP로 평가하는 것은 가능**할 것.
- 따라서, 4Q25부터 Conv. 메모리 Down Cycle을 앞둔 상황에서 **HBM의 수혜를 얻고 있지 못한 삼성전자의 주가는 12M Fwd BPS x PBR 밴드 하단에 위치**해있는 반면, **SK하이닉스와 Micron의 주가는 2026년 BPS x PBR 중단에 위치**해있는 것으로 보임.

### 주요 메모리 공급업체들의 Valuation Table

| 시가총액 (단위: Mil USD) | Fiscal Year | 매출액 | 영업이익 | OPM | P/E | P/B | ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 삼성전자 ($261,757) | 2024 | 220,655 | 24,001 | 10.9% | 10.75 | 0.81 | 9.0% |
| | 2025E | 236,207 | 24,327 | 10.3% | 12.66 | 0.99 | 7.9% |
| | 2026E | 250,159 | 31,818 | 12.7% | 10.31 | 0.92 | 9.1% |
| SK하이닉스 ($157,191) | 2024 | 48,545 | 17,211 | 35.5% | 6.05 | 1.62 | 31.1% |
| | 2025E | 62,311 | 27,529 | 43.4% | 6.80 | 2.04 | 34.6% |
| | 2026E | 73,586 | 31,659 | 42.7% | 6.13 | 1.54 | 28.2% |
| Micron ($139,622) | 2024 | 25,111 | 1,935 | 7.7% | 134.29 | 2.35 | 1.7% |
| | 2025E | 36,562 | 9,845 | 27.6% | 16.11 | 2.65 | 16.2% |
| | 2026E | 47,418 | 16,048 | 34.3% | 10.54 | 2.16 | 20.3% |

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 / 주: FY기준, Micron은 FY25 = 2024.09~2025.08

Part II

# 메모리 산업 수급 전망

## 4Q25부터 짧은 Down Cycle 전망

- DRAM 산업 점검
- NAND 산업 점검
- 미국의 중국 장비 반입 규제 가능성

# DRAM

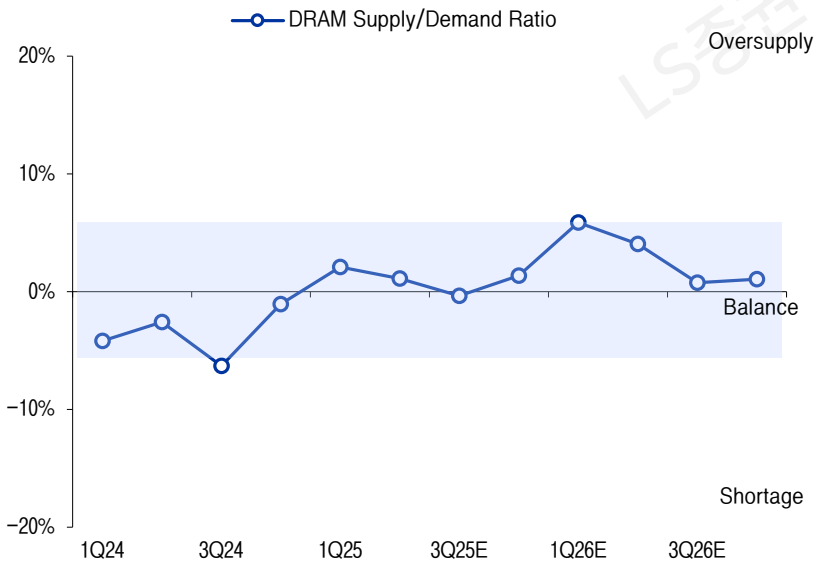
## DRAM: 4Q25~1H26의 짧은 Down Cycle 전망

- 관세 유예로 인한 Pull-In 수요는 3Q25 내 마무리되며 4Q25부터는 일부 수요 공백이 발생할 것으로 예상.
- 따라서 4Q25부터 Conventional DRAM의 가격 하락 Down Cycle이 시작될 전망이지만 HBM Capa 증가 및 제한적인 신규 라인 증설로 인해 짧은 기간 유지될 것.
- 상호 관세 유예가 연장되면 단기간 동안 메모리 산업의 모멘텀으로 작용할 것이지만 Pull-In 수요가 이미 발생한만큼 연간 수요는 큰 변동이 없을 것.

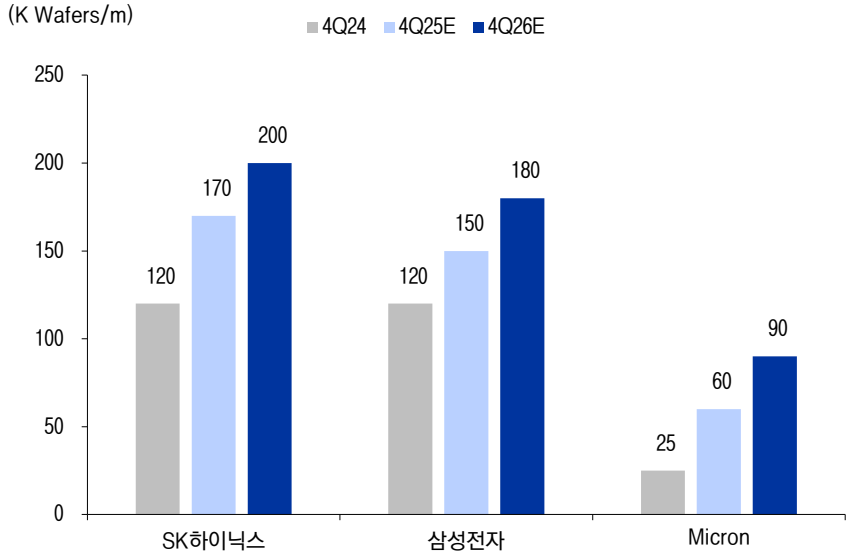
## 공급 측면에서는 CXMT의 DDR5 수율이 가장 큰 변수

- CXMT의 DDR5 수율이 예상 대비 높다면 이는 Conventional DRAM 과잉 공급에 대한 우려로 크게 작용할 것.
- 만약 CXMT의 DDR5 수율이 저조하다면 DRAM 수급은 균형 및 소폭 공급 부족이 유지되며 DRAM Up Cyle의 장기화가 예상됨
- CXMT의 수율이 저조하다면 메모리 공급업체들은 AI 및 Conventional DRAM 모두 호황을 누릴 수 있는 기회로 작용할 것으로 전망.

### DRAM 수급 전망




### TSV Capa 추이 및 전망




자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

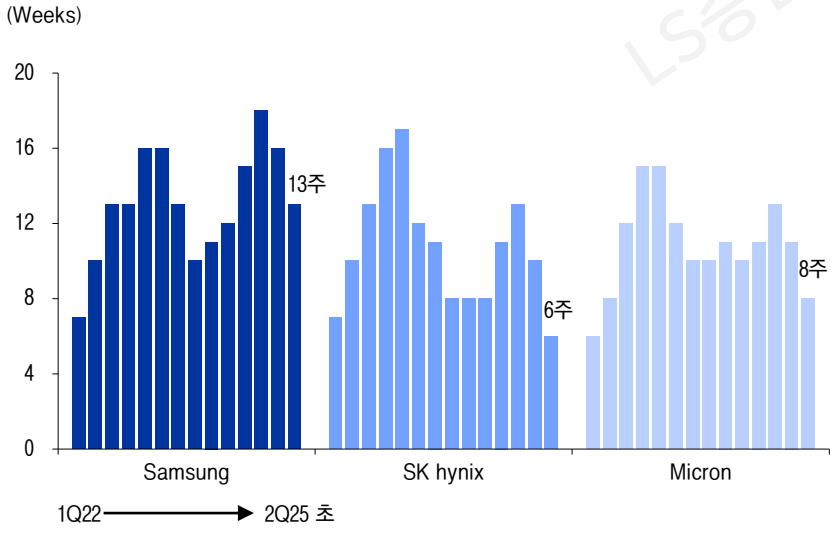
# DRAM 재고 업데이트

## ● Pull-In 수요 지속에 따른 공급업체 재고

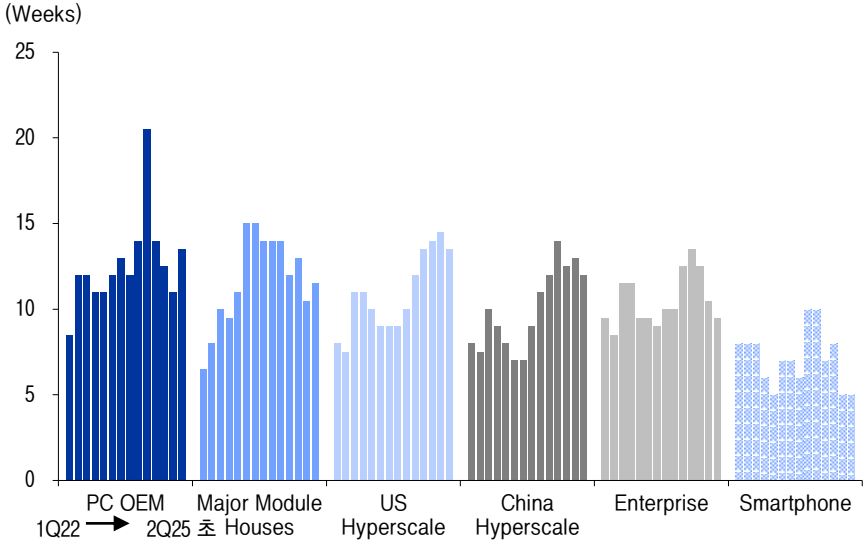
- 2Q25초 <u>기준 메모리 공급업체들의 재고 일수는 6~13주로 전분기 대비 지속해서 감소</u>하고 있음.
- 2025년 5월 미중 관세가 90일간 유예되었으며, 스마트폰 및 PC 조립의 상당 부분이 중국에서 이루어지기 때문에 Pull-In 수요 효과가 지속되었음.
- <u>Pull-In 수요 지속으로 인해 3Q25까지 가격 상승세가 이어질 것으로 예상되지만 4Q25부터는 Pull-In 효과 소멸에 따른 수요 공백이 예상</u>됨.
- 2Q24 가격 상승 당시 공급업체들의 재고가 8~12주까지 낮았음에도 2H24 On-Device AI수요가 예상 대비 부진하며 메모리 가격이 하락했던만큼 4Q25 메모리 가격 하락에 대한 가능성을 배제할 수 없을 것.
- 동사는 관세 관련 불확실성 확대로 인한 부진한 <u>Set수요와 4Q25~1H26까지의 Conventional DRAM 가격 Down Cycle을 전망</u>.

LS증권 리서치센터

DRAM 공급업체별 재고 추이




DRAM 고객사별 재고 추이




자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# DRAM 공급 주요 가정

| (K Sheets/M) | Fab Name | Country | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Samsung | Fab13 | Korea | 30 | 30 | 20 | 10 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Fab15 | Korea | 160 | 170 | 180 | 180 | 175 | 175 | 170 | 170 |
| | Line 17(S3) | Korea | 100 | 130 | 150 | 150 | 140 | 130 | 120 | 100 |
| | P1L | Korea | 100 | 100 | 105 | 110 | 110 | 110 | 120 | 125 |
| | P2L | Korea | 80 | 90 | 100 | 110 | 110 | 120 | 130 | 140 |
| | P3L | Korea | 65 | 80 | 95 | 110 | 110 | 110 | 110 | 110 |
| | P4L | Korea | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 10 |
| | **TTL** | | **535** | **600** | **650** | **670** | **645** | **645** | **655** | **655** |
| SK Hynix | M10 | Korea | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | M14 | Korea | 138 | 145 | 160 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| | M16 | Korea | 80 | 85 | 110 | 130 | 145 | 160 | 170 | 185 |
| | M15X | Korea | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 10 | 20 |
| | Wuxi(C2) | China | 150 | 150 | 165 | 180 | 185 | 185 | 190 | 190 |
| | **TTL** | | **368** | **380** | **435** | **480** | **500** | **515** | **530** | **545** |
| Micron | Dominion Fab6 | U.S | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | Fab15 (MMJ) | Japan | 105 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | OMT | Taiwan | 195 | 190 | 190 | 195 | 200 | 210 | 220 | 220 |
| | **TTL** | | **320** | **310** | **310** | **315** | **320** | **330** | **340** | **340** |
| Nanya | Fab 3A_phase 1 | Taiwan | 53 | 57 | 58 | 54 | 53 | 56 | 57 | 57 |
| PSMC | P2+P3-DRAM | Taiwan | 12 | 13 | 12 | 10 | 9 | 9 | 10 | 11 |
| | P2+P3 - Specialty | Taiwan | 24 | 25 | 30 | 30 | 30 | 31 | 34 | 34 |
| | **TTL** | | **36** | **38** | **42** | **40** | **39** | **40** | **44** | **45** |
| Winbond | Fab6 - specialty | Taiwan | 12 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 | 8 |
| | FabC | Taiwan | 12 | 14 | 15 | 14 | 13 | 14 | 15 | 15 |
| | **TTL** | | **24** | **24** | **25** | **24** | **23** | **24** | **24** | **23** |
| JHICC | | China | **10** | **10** | **10** | **10** | **12** | **16** | **20** | **20** |
| CXMT | Phase1 | China | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | Phase2 | China | 5 | 15 | 35 | 50 | 60 | 80 | 100 | 100 |
| | Beijing Fab 1 | China | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| | Beijing Fab 2 | China | 5 | 10 | 20 | 30 | 40 | 50 | 50 | 50 |
| | **TTL** | | **140** | **155** | **185** | **210** | **230** | **260** | **280** | **280** |
| **Total** | | | **1,486** | **1,574** | **1,715** | **1,803** | **1,822** | **1,886** | **1,950** | **1,965** |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# DRAM 수요 주요 가정

## DRAM Application 출하량 가정치

| | | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 출하량 (백만대) | Desktop | 342 | 343 | 381 | 391 | 329 | 333 | 374 | 389 | 1,395 | 1,456 | 1,425 |
| | Notebook | 34 | 36 | 38 | 40 | 36 | 39 | 39 | 39 | 135 | 148 | 153 |
| | Tablet PCs | 89 | 84 | 79 | 79 | 75 | 78 | 80 | 77 | 354 | 330 | 310 |
| | Server | 32 | 31 | 25 | 27 | 32 | 31 | 25 | 22 | 140 | 115 | 110 |
| | Mobile | 88 | 82 | 89 | 86 | 77 | 91 | 88 | 79 | 339 | 346 | 336 |
| | Graphic | 78 | 72 | 77 | 75 | 67 | 79 | 77 | 71 | 303 | 303 | 294 |
| 증가율 (%) | Desktop | -12% | 0% | 11% | 2% | -16% | 1% | 12% | 4% | 36 | 43 | 42 |
| | Notebook | -8% | 5% | 7% | 5% | -10% | 8% | 1% | -1% | 45 | 34 | 33 |
| | Tablet PCs | -2% | -5% | -7% | 0% | -4% | 3% | 2% | -3% | 151 | 158 | 168 |
| | Server | -17% | -3% | -19% | 8% | 19% | -3% | -19% | -12% | -5% | 4% | -2% |
| | Mobile | -1% | -6% | 9% | -4% | -11% | 19% | -3% | -10% | 9% | 9% | 4% |
| | Graphic | -2% | -8% | 7% | -3% | -11% | 18% | -2% | -8% | -4% | -7% | -6% |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# DRAM 수요 주요 가정

## DRAM Contents/Box

| | | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 용량 (MB) | Desktop | 11,050 | 11,483 | 11,900 | 12,300 | 12,354 | 12,838 | 13,304 | 13,751 | 10,239 | 11,426 | 12,758 |
| | Notebook | 11,317 | 11,900 | 12,500 | 13,050 | 13,383 | 13,700 | 14,050 | 14,343 | 10,597 | 11,937 | 13,546 |
| | Tablet | 4,551 | 6,575 | 5,888 | 5,996 | 6,108 | 6,234 | 6,381 | 6,557 | 3,894 | 5,641 | 6,176 |
| | Server | 611,208 | 608,392 | 608,752 | 616,536 | 698,117 | 715,480 | 732,931 | 750,042 | 514,524 | 596,907 | 707,509 |
| | Mobile | 7,600 | 8,047 | 8,316 | 8,630 | 8,996 | 9,192 | 9,555 | 9,452 | 6,923 | 7,977 | 9,095 |
| | Graphic | 6,339 | 8,155 | 9,205 | 9,976 | 13,897 | 15,309 | 14,110 | 13,479 | 4,910 | 8,295 | 13,829 |
| 증가율 (%) | Desktop | 3% | 4% | 4% | 3% | 0% | 4% | 4% | 3% | 6% | 12% | 12% |
| | Notebook | 3% | 5% | 5% | 4% | 3% | 2% | 3% | 2% | 7% | 13% | 13% |
| | Tablet PCs | 13% | 44% | -10% | 2% | 2% | 2% | 2% | 3% | 10% | 45% | 9% |
| | Server | 8% | 0% | 0% | 1% | 13% | 2% | 2% | 2% | 12% | 16% | 19% |
| | Mobile | 7% | 6% | 3% | 4% | 4% | 2% | 4% | -1% | 9% | 15% | 14% |
| | Graphic | 34% | 29% | 13% | 8% | 39% | 10% | -8% | -4% | 8% | 69% | 67% |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# NAND

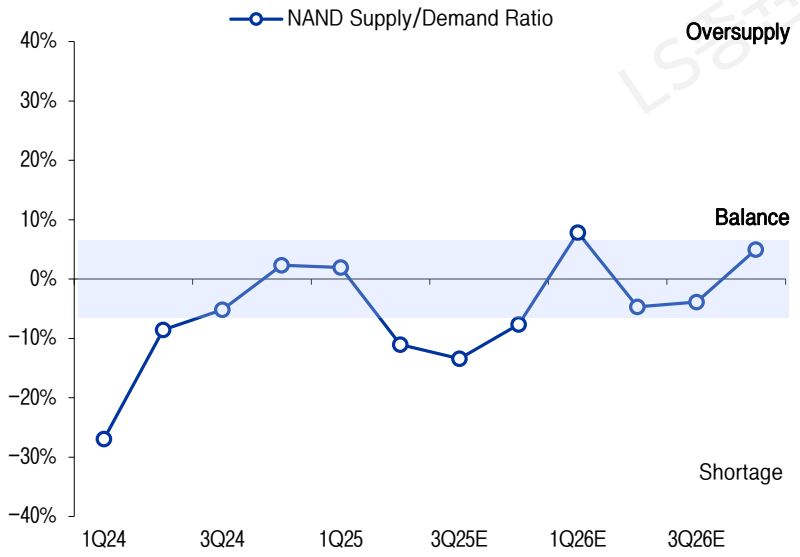
## NAND 공급 증가 제한적

- NAND 공급 업체들은 신규 라인 투자보다는 전환 투자에 집중하며 산업 Wafer Input은 4Q24 1,570K/m → 4Q25 1,437K/m로 감소할 전망.
- 삼성전자는 Xian Fab 위주의 전환투자를 지속하며 Wafer Input 은 4Q24 560K/m → 4Q25 400K/m로 자연 감산 기조 유지.
- SK하이닉스는 2H25 321L 전환 투자를 추진하며, 솔리다임의 다롄 Fab은 192L 전환을 진행할 예정.
- Kioxia는 연초 공격적인 투자 계획을 세웠으나 시장 불확실성으로 인해 연간 생산량 계획을 하향 조정.

## Pull-In 수요 소멸되는 4Q25부터 가격 하락 전망

- 3Q25까지는 제한된 공급과 Pull-In수요로 인해 가격 상승세를 유지하겠으나 4Q25부터는 가격 하락이 재개될 전망.
- 다만, 대부분의 공급업체들은 낮은 실수요 증가로 인해 제한된 공급을 유지할 것이며, Down Cycle은 짧은 기간만 유지될 것.

### NAND 수급 추이 및 전망




자료: Trendfroce, LS증권 리서치센터

### NAND 가격 전망

| 기업명 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|---|---|---|---|
| eMMC/UFS | up 5~10% | up 0~5% | Mostly Flat |
| Enterprise SSD | Mostly Flat | up 5~10% | Mostly Flat |
| Client SSD | up 5~10% | up 3~8% | Mostly Flat |
| 3D NAND Wafers (TLC & QLC) | up 15~20% | up 8~13% | down 3~8% |
| Total NAND Flash | up 3~8% | up 5~10% | down 0~5% |

LS증권 리서치센터

# NAND 공급 주요 가정

| Company | Fab Name | Country | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Samsung | Fab12 | Korea | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 95 |
| | Xian | China | 50 | 75 | 90 | 100 | 80 | 60 | 60 | 60 |
| | Xian2 | China | 50 | 75 | 90 | 100 | 80 | 60 | 60 | 60 |
| | P1L - Pyeongtaek | Korea | 90 | 120 | 170 | 170 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | P2L - Pyeongtaek | Korea | 60 | 60 | 70 | 70 | 70 | 70 | 60 | 60 |
| | P3L - Pyeongtaek | Korea | 10 | 10 | 10 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| | P4L - Pyeongtaek | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 |
| | **TTL** | | **360** | **440** | **530** | **560** | **450** | **410** | **401** | **400** |
| **SK Hynix** | M11 | Korea | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| | M12 | Korea | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| | M14 | Korea | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| | M15 | Korea | 55 | 60 | 70 | 70 | 65 | 65 | 65 | 65 |
| Solidigm | DaLian | China | 60 | 60 | 80 | 85 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| **Total SK Hynix** | **TTL** | | **195** | **200** | **230** | **235** | **230** | **230** | **230** | **230** |
| **>KIOXIA/WDC** | Yokkaichi Fab2(New) | Japan | 80 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 | 95 |
| | Yokkaichi Fab3(Partners) | Japan | 60 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| | Yokkaichi Fab4(Alliance) | Japan | 70 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| | Yokkaichi Fab5 | Japan | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| | Yokkaichi Fab6 | Japan | 60 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| | Iwate Fab1 (K1) | Japan | 50 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| | **TTL** | | **390** | **460** | **460** | **460** | **460** | **460** | **460** | **460** |
| **Micron** | Manassas | USA | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 | 32 |
| | Fab 10 | Singapore | 52 | 52 | 63 | 63 | 60 | 63 | 65 | 65 |
| | Fab7 (JV-Tech) | Singapore | 23 | 23 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| | Fab 10(Alpha) | Singapore | 23 | 23 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| | **TTL** | | **130** | **130** | **155** | **155** | **152** | **155** | **157** | **157** |
| **PSC** | P1/P2/P3 | Taiwan | **4** | **4** | **4** | **4** | **5** | **5** | **5** | **5** |
| **Winbond** | Fab 6 | Taiwan | **8** | **13** | **15** | **15** | **11** | **11** | **13** | **13** |
| **MXIC** | Fab 5 | Taiwan | **12** | **12** | **12** | **8** | **8** | **8** | **8** | **8** |
| **SMIC** | | China | **3** | **3** | **3** | **3** | **4** | **4** | **4** | **4** |
| **YMTC** | **TTL** | | **120** | **125** | **125** | **130** | **140** | **140** | **150** | **160** |
| **Total** | | | **1,222** | **1,387** | **1,534** | **1,570** | **1,460** | **1,423** | **1,428** | **1,437** |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# NAND 산업 주요 가정

## NAND Application 출하량 가정치

| | | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 출하량 (백만대) | Mobile | 342 | 343 | 381 | 391 | 329 | 333 | 374 | 389 | 1,395 | 1,456 | 1,425 |
| | Tablet PCs | 34 | 36 | 38 | 40 | 36 | 39 | 39 | 39 | 135 | 148 | 153 |
| | Memory Card | 89 | 84 | 79 | 79 | 75 | 78 | 80 | 77 | 354 | 330 | 310 |
| | USB Flash Drives | 32 | 31 | 25 | 27 | 32 | 31 | 25 | 22 | 140 | 115 | 110 |
| | Solid State Drives | 88 | 82 | 89 | 86 | 77 | 91 | 88 | 79 | 339 | 346 | 336 |
| | PC SSD | 78 | 72 | 77 | 75 | 67 | 79 | 77 | 71 | 303 | 303 | 294 |
| | Enterprise SSD | 10 | 10 | 12 | 11 | 10 | 12 | 12 | 9 | 36 | 43 | 42 |
| | Game Console | 8 | 5 | 6 | 15 | 6 | 7 | 7 | 13 | 45 | 34 | 33 |
| | Others(DVs、Game Console..) | 35 | 37 | 41 | 45 | 38 | 41 | 43 | 46 | 151 | 158 | 168 |
| 증가율 (%) | Mobile | -12% | 0% | 11% | 2% | -16% | 1% | 12% | 4% | -5% | 4% | -2% |
| | Tablet PCs | -8% | 5% | 7% | 5% | -10% | 8% | 1% | -1% | 9% | 9% | 4% |
| | Memory Card | -2% | -5% | -7% | 0% | -4% | 3% | 2% | -3% | -4% | -7% | -6% |
| | USB Flash Drives | -17% | -3% | -19% | 8% | 19% | -3% | -19% | -12% | 3% | -18% | -4% |
| | Solid State Drives | -1% | -6% | 9% | -4% | -11% | 19% | -3% | -10% | -4% | 2% | -3% |
| | PC SSD | -2% | -8% | 7% | -3% | -11% | 18% | -2% | -8% | 0% | 0% | -3% |
| | Enterprise SSD | 5% | 2% | 12% | -5% | -5% | 12% | -3% | -13% | -25% | 19% | -1% |
| | Game Console | -55% | -43% | 32% | 156% | -63% | 27% | 0% | 77% | -25% | -24% | -2% |
| | Others(DVs、Game Console..) | -21% | 8% | 9% | 10% | -16% | 10% | 4% | 6% | -5% | 4% | 7% |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# NAND 산업 주요 가정

## NAND Contents/Box

| | | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 용량 (GB) | Mobile | 187 | 186 | 199 | 212 | 209 | 214 | 229 | 255 | 176 | 197 | 228 |
| | Tablet PCs | 196 | 205 | 217 | 226 | 230 | 237 | 246 | 255 | 191 | 212 | 242 |
| | Memory Card | 151 | 151 | 151 | 153 | 152 | 154 | 164 | 168 | 139 | 152 | 160 |
| | USB Flash Drives | 247 | 250 | 180 | 134 | 119 | 135 | 191 | 227 | 227 | 207 | 162 |
| | Solid State Drives | 1,094 | 1,164 | 1,251 | 1,247 | 1,246 | 1,387 | 1,415 | 1,272 | 954 | 1,189 | 1,335 |
| | PC SSD | 700 | 652 | 657 | 666 | 663 | 686 | 696 | 698 | 613 | 669 | 686 |
| | Enterprise SSD | 4,323 | 4,912 | 5,013 | 5,219 | 5,221 | 5,912 | 6,223 | 6,060 | 3,851 | 4,888 | 5,866 |
| | Game Console | 650 | 615 | 781 | 826 | 884 | 646 | 692 | 711 | 534 | 748 | 722 |
| 증가율 (%) | Mobile | -2% | -1% | 7% | 6% | -1% | 2% | 7% | 11% | 21% | 12% | 16% |
| | Tablet PCs | -12% | 4% | 6% | 4% | 2% | 3% | 4% | 4% | 12% | 11% | 14% |
| | Memory Card | 1% | 0% | 0% | 1% | -1% | 2% | 6% | 2% | 37% | 9% | 5% |
| | USB Flash Drives | -8% | 1% | -28% | -25% | -11% | 14% | 41% | 19% | 75% | -9% | -22% |
| | Solid State Drives | 18% | 6% | 7% | 0% | 0% | 11% | 2% | -10% | 2% | 25% | 12% |
| | PC SSD | 18% | -7% | 1% | 1% | -1% | 4% | 1% | 0% | 10% | 9% | 3% |
| | Enterprise SSD | 7% | 14% | 2% | 4% | 0% | 13% | 5% | -3% | 15% | 27% | 20% |
| | Game Console | 49% | -5% | 27% | 6% | 7% | -27% | 7% | 3% | 6% | 40% | -4% |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# 미국의 중국 장비 반입 규제 가능성

## DRAM

- SK하이닉스의 Wuxi Fab은 21nm~1anm로 구성되어 있으며 2H25 1anm 비중을 60%이상으로 높일 예정.
- **다만, HBM3e 제조에 사용되는 1bnm와는 차이가 있으며 주로 HBM이 아닌 소비자용 DRAM을 제조하여 장비 반입 허가가 유지될 가능성이 높음.**

## NAND

- 삼성전자의 Xian Fab은 128L/236L로 구성되어 있으며 한국 Fab에서 주로 사용중인 286L 대비 차이가 있음.
- 다만, 삼성전자는 2H25 Xian 2공장을 286L(V9) 전환 투자를 계획 중에 있음.
- 솔리다임의 Dalian Fab은 144L/196L로 구성되어 있으며 2026년 286L로 전환할 예정.
- **NAND Fab들은 전환 투자를 계획 중에 있기 때문에 장비 반입 허가가 취소된다면 영향이 있겠으나 허가가 유지될 가능성이 높음.**
- 전반전으로 **금번 미국의 장비 반입 허가 취소 검토에 대한 주요 요인은 중국의 희토류 수출을 놓고 협상을 하기 위한 방안 중 하나로 허가 유지 가능성이 높아보임.**

### 중국 내 메모리 Fab Capa 및 생산량 전망

| 제품 구분 | | DRAM | NAND Flash | |
|---|---|---|---|---|
| 회사명 | | SK하이닉스 | 삼성전자 | SK하이닉스+솔리다임 |
| Fab | | Wuxi Fab | Xi'an Fab | Dalian Fab |
| 2Q25E Wafer Input | Capacity(Kwpm) | 185 | 120 | 85 |
| | 기업별 Capa 점유율 | 36% | 29% | 37% |
| | 글로벌 Capa 점유율 | 10% | 9% | 6% |
| 2025E Bit Output | 기업별 생산량 점유율 | 40% | 35% | 46% |
| | 글로벌 생산량 점유율 | 12% | 9% | 10% |

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

Part III

# AI/HBM 산업 전망

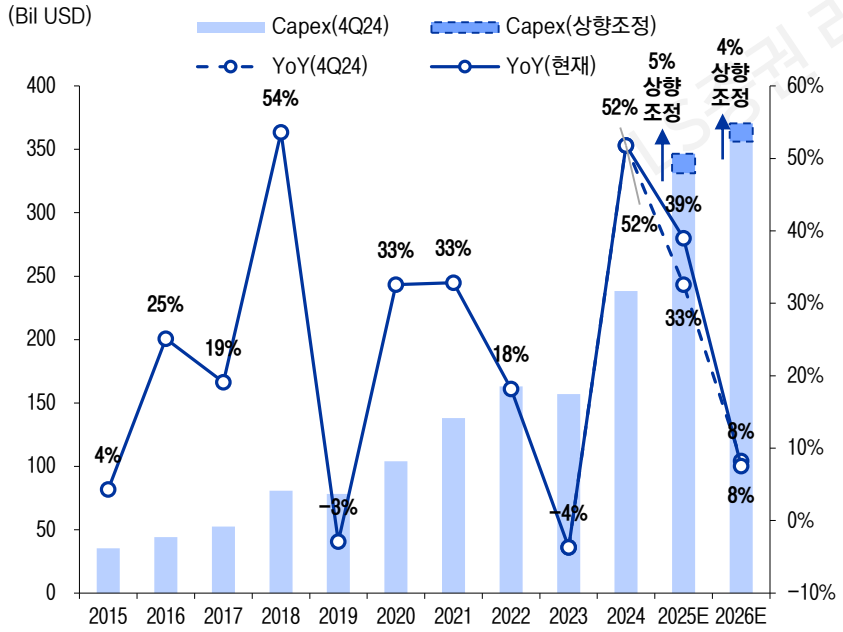
## 견조한 AI와 HBM

- 빅테크 Capex 점검
- AI/HBM 산업 및 수급 점검
- AI Chip 및 ASIC Roadmap

# 빅테크 Capex

## ● 관세 불확실성에도 견조한 빅테크 Capex

- 빅테크 Capex는 25.02(4Q24) 대비 2025E $316.0Bil(+33%YoY)→ $331.3Bil(+39%YoY), 2026E $342.0Bil(+8%YoY) → $356.3Bil(+8%YoY)로 증가.
- 1Q25 관세로 인한 대외 불확실성이 확대되었음에도 불구하고 빅테크 업체들은 견조한 Capex를 유지하였음.
- 데이터센터 임대 계획 지연 및 철회에 대한 논란이 있었던 마이크로소프트와 아마존도 공급 대비 수요가 더 높았다고 언급.
- 일부 Traditional Server에 대한 투자 계획은 조정이 있었던 것으로 파악하나 강력한 AI Server 투자 증가분이 더 크게 나타났음.
- 2026년 Capex 예상 증가율은 +8%YoY로 비교적 저조해보이지만 이는 큰 의미가 없는 수치로 파악.
- 각 기업들이 Capex에 대한 가이던스를 제공하기 전에 애널리스트들은 기계적으로 +8%YoY라 추정했지만 4Q25 실적 발표에 가이던스 제공과 함께 상향 조정될 것.
- 4Q24 실적 발표 당시 2025년 Capex 컨센서스는 +14%상향 조정되며 +19%YoY → +33%YoY로 급격한 변동이 있었음.




자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

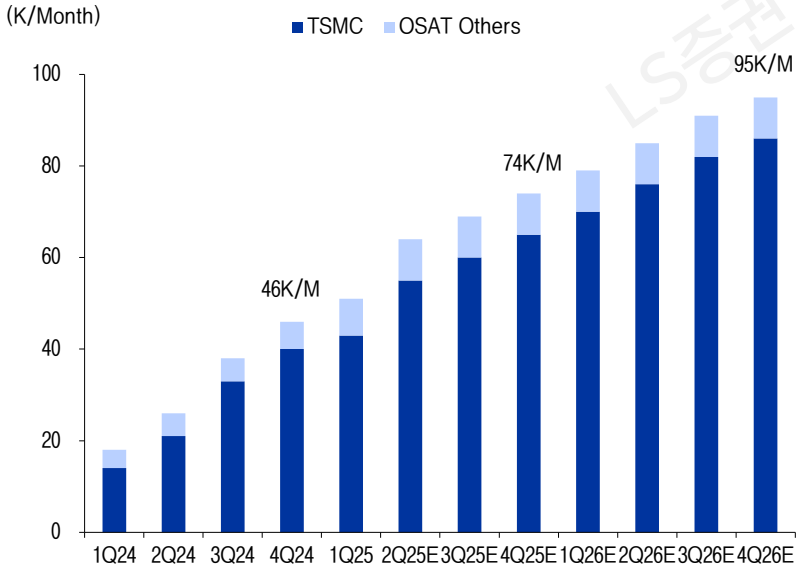
| (단위: Mil USD) | 기존(25.02) | | 변경(25.05) | | 변경내역 | | % | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 업체명 | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E | 2025E | 2026E |
| Apple | 12,110 | 13,410 | 12,499 | 13,094 | 389 | -316 | 3% | -2% |
| Microsoft | 67,711 | 74,478 | 70,565 | 78,762 | 2,854 | 4,284 | 4% | 6% |
| Google | 73,316 | 81,271 | 77,443 | 82,523 | 4,127 | 1,251 | 6% | 2% |
| Amazon | 100,870 | 105,708 | 105,859 | 109,834 | 4,989 | 4,126 | 5% | 4% |
| Meta | 61,948 | 67,113 | 64,886 | 72,041 | 2,938 | 4,929 | 5% | 7% |
| 합계 | 315,955 | 341,981 | 331,252 | 356,254 | 15,297 | 14,274 | 5% | 4% |
| YoY | 33% | 8% | 39% | 8% | 6% | -1% | | |

# TSMC CoWoS 업데이트

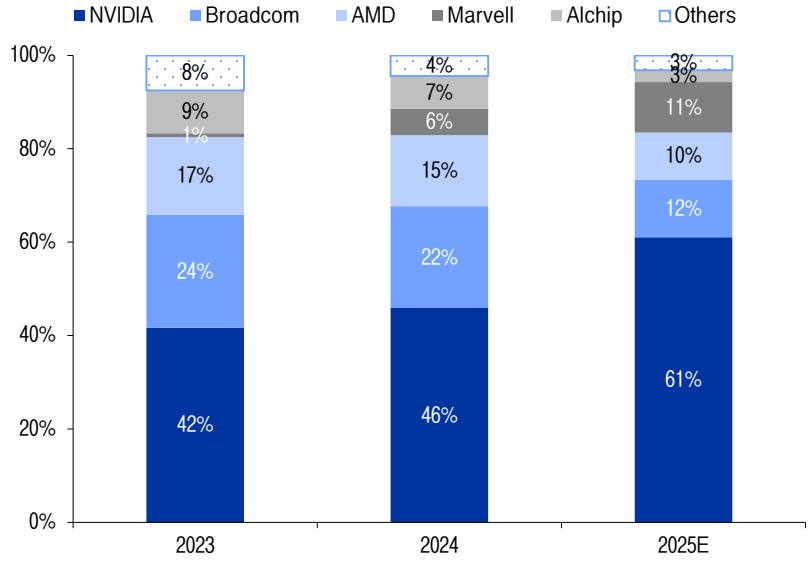
## ● 견조한 CoWoS 수요 지속에 따른 Capa 증설 지속

- CoWoS Capa는 24년 384K → 25년 774K(+102%YoY ) → 26년 1,050K(+36%YoY)로 높은 성장률을 지속할 전망.
- AI Chip의 대면적화로 인해 Net Die가 지속해서 감소(Hopper 28개 → Blackwell 16개 → Rubin 9~10개)하고 있음.
- 2025년 CoWoS 주문이 기업별로 3~18%까지 감소하기도 했으나, 이는 Capa 부족을 염려한 초과 수요분이 실수요 수준으로 조정된 것이며 견조한 수요 지속.
- 2025년까지는 Training Server 중심으로 Blackwell 시리즈가 적극 채택되며 전체 CoWos Capa 중 Nvidia의 비중은 61%까지 증가.
- Nvidia의 CoWoS 수요 비중의 기존(1Q25) 전망치는 64%였으나 중국용 AI Chip인 RTX Pro 6000은 HBM 대신 GDDR을 채택하며 CoWoS 기술을 미적용.
- 2026년에는 Inference Server 중심으로 ASIC 채택이 적극 확대되며 CoWoS 수요는 지속되겠으나 점차 Nvidia의 비중을 감소할 것.

### CoWoS Capa 추이 및 전망




### CoWoS Capa 수요 비중




자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

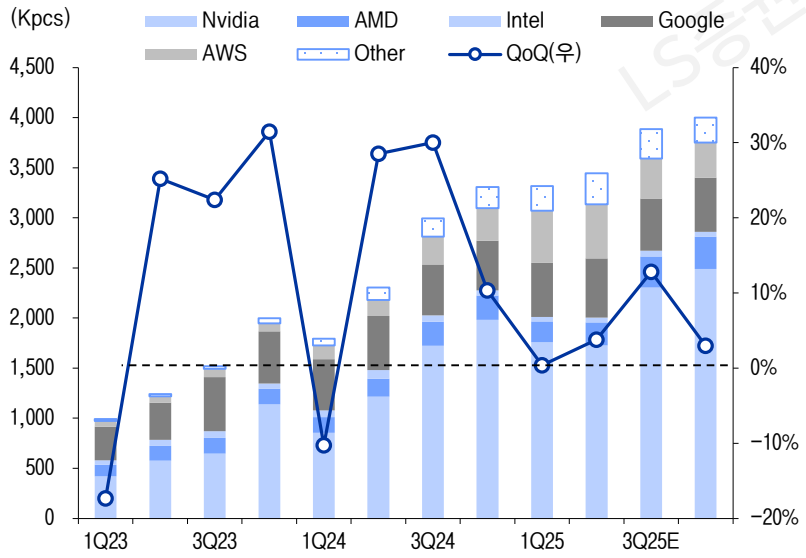
LS증권 리서치센터

# AI Chip 전망

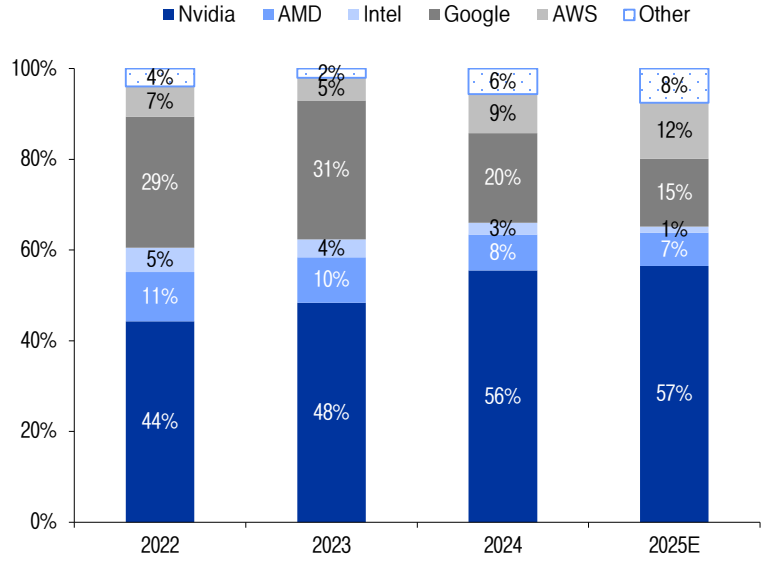
## 2025년에도 Nvidia의 압도적인 점유율 유지

- 2025년 AI Chip 출하량은 +41.3%YoY 증가한 15,100K개로 기업들의 AI Server에 대한 견조한 투자가 지속될 것으로 예상.
- Nvidia 점유율은 AI 모델 개발을 위한 CUDA의 장악력이 지속되며 2024년 56% → 2025년 57%로 과반을 유지할 것으로 전망.
- AMD는 자체 AI SW Platform인 ROCm의 미흡한 생태계로 CUDA 대체에 실패하며 점유율이 2024년 8% → 2025년 7%로 축소.
- Intel 또한 AI Chip 내 부진하고 미미한 존재감이 지속되며 점유율이 2024년 3% → 2025년 1%로 축소.
- ASIC에 가장 적극적이었던 Google은 높은 기저 효과로 인해 2025년 출하량이 +7%YoY 증가에 그치며 점유율이 2024년 20% → 2025년 15%로 축소.
- 2025년 AWS의 ASIC 출하량은 +104%YoY 증가한 1,840K로 가장 높은 성장률을 기록하며 점유율이 2024년 9% → 2025년 12%로 상승.
- 2026년에는 Meta가 가장 적극적으로 ASIC 채택할 것으로 예상되며 MTIA v3부터 HBM을 채택하며 가장 높은 성장률을 보일 것으로 전망.

### AI Chip 출하량 추이 및 전망




### AI Chip 출하량 점유율 추이 및 전망




자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

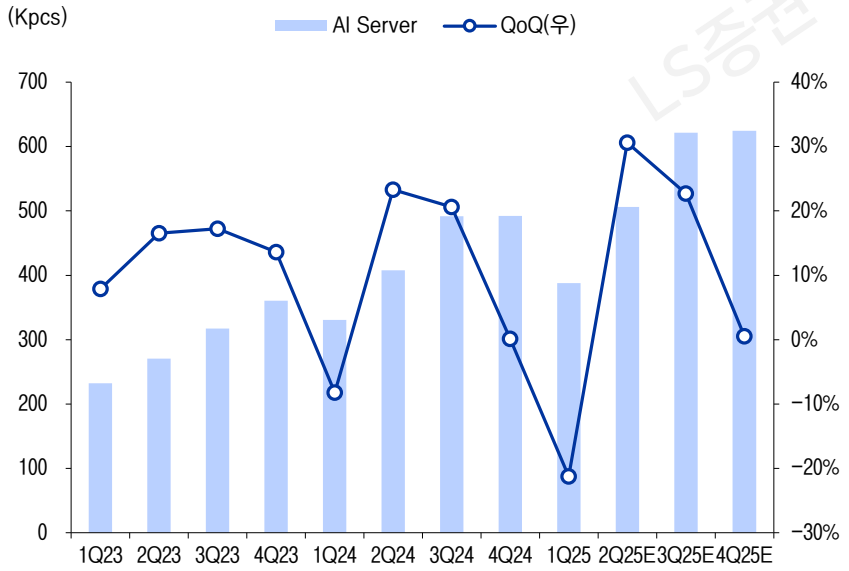
# AI Server 전망

## ● 관세 이후에도 AI Server 출하 계획은 견조함을 유지

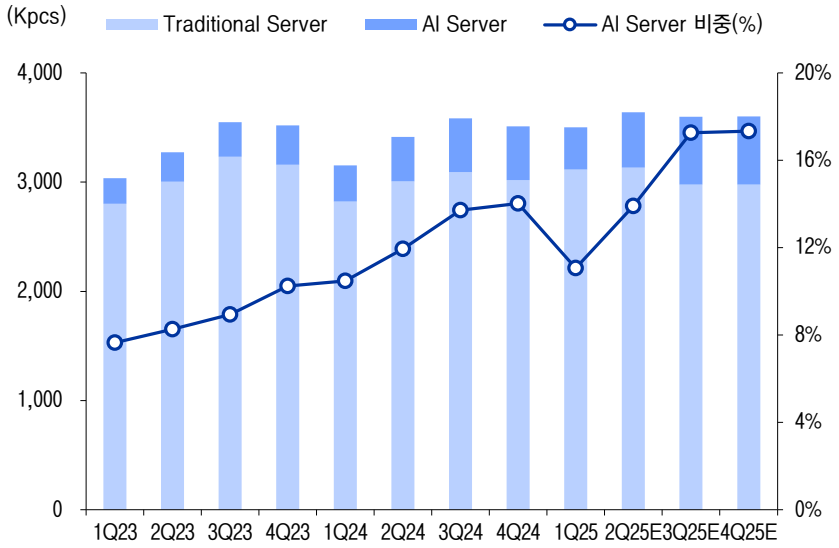
- 관세로 인한 대내외 불확실성 확대되고 있지만 **전체 Server 출하량은 +5%YoY증가한 14,346K대로 견조한 수요가 지속**될 전망
- **2025년 Traditional Server 출하량은 +2%YoY 증가한 12,206K대**인 반면, **AI Server 출하량은 +24%YoY 증가한 2,140K대**로 전망.
- **전체 Server 내 AI Server 출하량 비중은 4Q24 14.0% → 4Q25 17.3%까지 확대**될 것으로 예상.
- AI Server 내 GPU 점유율은 2024년 74.5% → 2025년 76.2%로 Nvidia의 점유율 상승과 함께 지속 확대.
- AI Sever는 Traditional 대비 14~15배 비싼 단가로 인해 **2025년 AI Server의 Market Size는 +45%YoY 증가한 $298.3Bil로 72%의 비중을 차지.**

LS증권 리서치센터

### AI Server 출하 추이 및 전망




### 전체 Server 내 AI Server 비중 추이 및 전망




자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

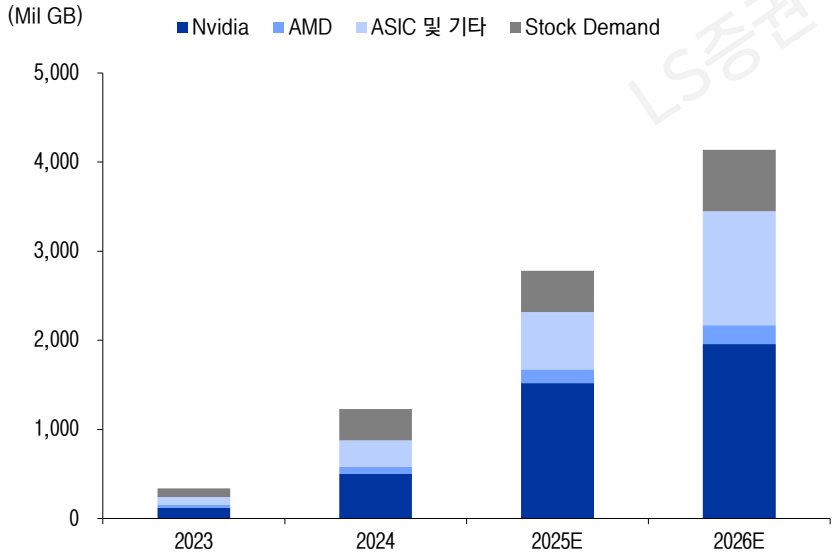
# HBM 산업 전망

## HBM 수요 전망

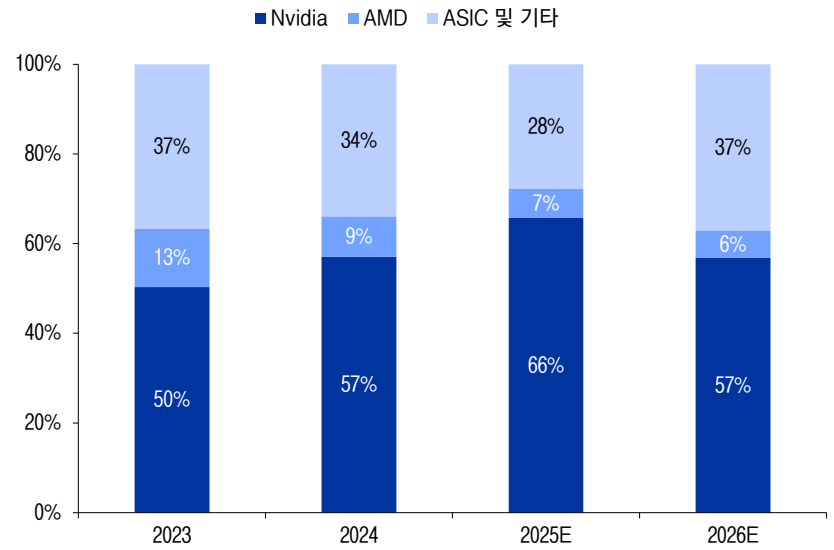
- HBM 수요는 2025년 2,780Mil GB(+98%YoY) → 4,138Mil GB(+49%YoY)으로 증가할 전망.
- HBM4로의 세대 전환으로 인해 구매 업체들은 2026년에도 2025년과 동일한 Stock Demand를 20% 유지할 것으로 예상.
- 지속해서 감소해왔던 Non-Nvidia향 HBM 수요 비중은 2025년 35% → 2026년 43%로 확대될 것.
- 2025년까지는 Training Server 중심의 투자로 인해 Nvidia의 CUDA SW 장악력이 강하게 작용해왔음. 하지만 2026년부터는 Inference Server 투자 비중이 확대되며, CUDA의 장악력이 약화되며 AI chip 구매업체들의 생태계 다변화가 가속화될 것.
- 다만, Nvidia 제품군의 대체는 AMD보다는 ASIC 위주로 진행될 것으로 예상. 이는 ASIC의 비용 대비 성능이 상대적으로 더 높아 AMD 채택 요인이 크지 않기 때문.
- 따라서 ASIC향 HBM 수요 비중은 2025년 28% → 2026년 37%로 크게 증가할 것으로 전망.

LS증권 리서치센터

HBM 수요 전망




Stock Demand 제외 실수요 비중 전망




자료: LS증권 리서치센터

# HBM 산업 전망

## ● HBM 공급 및 수급 전망

- 2026년 HBM 수요(Buffer Demand 20% 가정) 대비 공급은 +1% 소폭 공급 초과를 전망하며 공급업체들의 보수적인 Capa 계획으로 HBM 과잉 공급 우려는 낮음.
- Die Size 증가로 인해 HBM4는 HBM3e 대비 약 15%의 Net Die감소가 이루어질 것이며 TSV 2배 증가 등의 스펙 변화로 수율 향상을 위해 시간이 소요될 것.

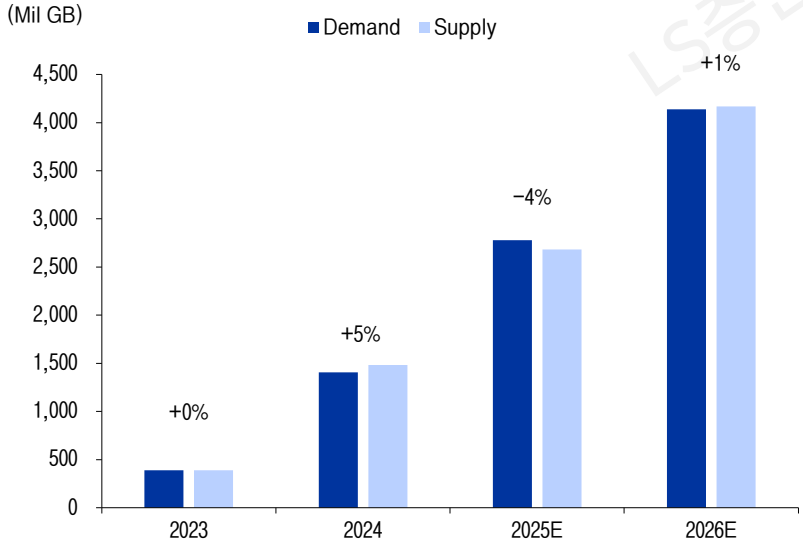
**기업별 점유율 전망 및 전략**

**(SK하이닉스) HBM 시장 내 점유율 25년 57% → 26년 47% 전망.** HBM 선두 기업으로 25년 소폭 점유율이 상승할 것이지만, 2026년 삼성전자의 신규 진입으로 인한 과잉 공급을 우려하며 보수적인 투자 기조(TSV Capa 4Q25 170K/M → 4Q26 200K/M)을 유지할 것으로 예상.

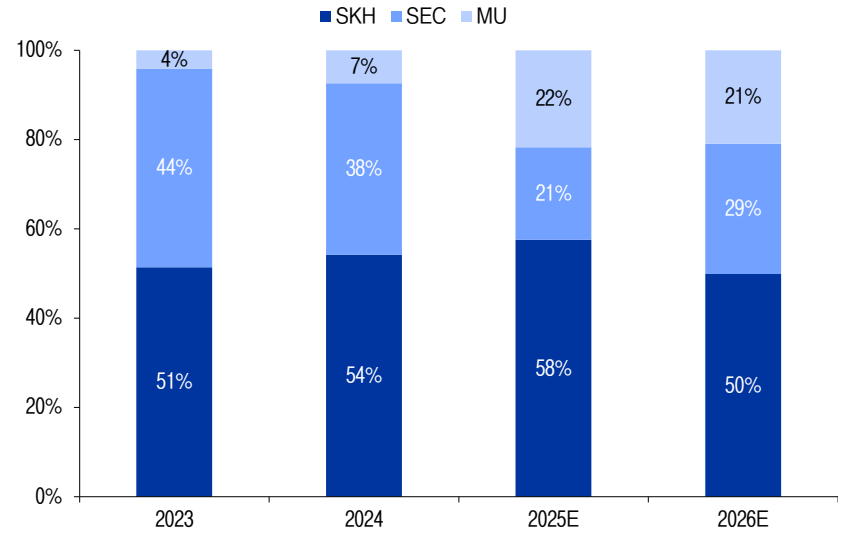
**(삼성전자) HBM 시장 내 점유율 25년 21% → 26년 29% 전망.** Nvidia향 납품 지연으로 인해 25년 HBM 출하량을 대폭 하향 조정(6.9Bil Gb → 4.7Bil Gb). 4Q25 HBM3e 12Hi, 1H26 HBM4 납품 성공을 가정하여 산출. HBM4 통과를 위해서는 DRAM 1cnm 수율과 Base Die(삼성파운드리 4nm)의 성능이 중요할 것.

**(Micron) HBM 시장 내 점유율 25년 22% → 26년 21% 전망.** 삼성전자의 부진으로 인해 26년 목표였던 DRAM과 유사한 20%초반 점유율을 2H25 조기 달성할 것.

### HBM 수급 추이 및 전망




### HBM 매출액 기준 점유율 추이 및 전망




자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# HBM 수요 가정

## HBM 수요 주요 가정

| | | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| CoWoS Capa (K/m) | TSMC | 43 | 55 | 60 | 65 | 70 | 76 | 82 | 86 | 669 | 942 |
| | OSAT Others | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 | 105 | 108 |
| | **Total** | **51** | **64** | **69** | **74** | **79** | **85** | **91** | **95** | **774** | **1050** |
| CoWoS Demand (K/m) | Nvidia | 27 | 31 | 46 | 50 | 55 | 53 | 43 | 45 | 466 | 590 |
| | AMD | 5 | 5 | 7 | 8 | 4 | 8 | 9 | 8 | 74 | 89 |
| | ASIC 및 기타 | 17 | 19 | 19 | 23 | 27 | 29 | 32 | 35 | 235 | 369 |
| | **Total** | **49** | **55** | **73** | **81** | **86** | **90** | **85** | **88** | **775** | **1,048** |
| AI Chip Shipment (K pcs) | Nvidia | 1,489 | 1,396 | 1,987 | 2,116 | 2,244 | 2,017 | 1,494 | 1,457 | 6,988 | 7,212 |
| | AMD | 177 | 185 | 267 | 290 | 180 | 273 | 320 | 273 | 920 | 1,045 |
| | ASIC 및 기타 | 2,041 | 2,538 | 1,706 | 1,189 | 3,307 | 3,807 | 2,823 | 1,809 | 7,474 | 11,746 |
| | **Total** | **3,708** | **4,120** | **3,960** | **3,594** | **5,731** | **6,097** | **4,637** | **3,539** | **15,382** | **20,003** |
| Contents/Box (GB) | Nvidia | 156 | 197 | 232 | 261 | 267 | 268 | 274 | 281 | 218 | 271 |
| | AMD | 129 | 133 | 182 | 197 | 164 | 206 | 218 | 206 | 167 | 203 |
| | ASIC 및 기타 | 80 | 85 | 88 | 94 | 102 | 108 | 112 | 119 | 86 | 109 |
| | **Total** | **136** | **150** | **200** | **241** | **185** | **182** | **189** | **212** | **181** | **190** |
| HBM Demand (Mil GB) | Nvidia | 233 | 276 | 461 | 553 | 599 | 540 | 410 | 409 | 1,522 | 1,958 |
| | AMD | 23 | 25 | 49 | 57 | 29 | 56 | 70 | 56 | 153 | 212 |
| | ASIC 및 기타 | 163 | 216 | 150 | 112 | 336 | 411 | 316 | 216 | 641 | 1,278 |
| | **CoWoS Demand** | **419** | **516** | **660** | **722** | **964** | **1,007** | **795** | **682** | **2,316** | **3,448** |
| | Stock Demand | 84 | 103 | 132 | 144 | 193 | 201 | 159 | 136 | 463 | 690 |
| | **Total Demand** | **503** | **619** | **792** | **866** | **1,061** | **1,108** | **875** | **750** | **2,780** | **4,138** |
| HBM Demand (%) | Nvidia | 46% | 44% | 58% | 64% | 56% | 49% | 47% | 55% | 55% | 47% |
| | AMD | 5% | 4% | 6% | 7% | 3% | 5% | 8% | 8% | 6% | 5% |
| | ASIC 및 기타 | 32% | 35% | 19% | 13% | 32% | 37% | 36% | 29% | 23% | 31% |
| | ***CoWoS Demand*** | **83%** | **83%** | **83%** | **83%** | **91%** | **91%** | **91%** | **91%** | **83%** | 83% |
| | Stock Demand | 17% | 17% | 17% | 17% | 18% | 18% | 18% | 18% | 17% | 17% |
| | **Total Demand** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** |

자료: LS증권 리서치센터

# HBM 공급 가정

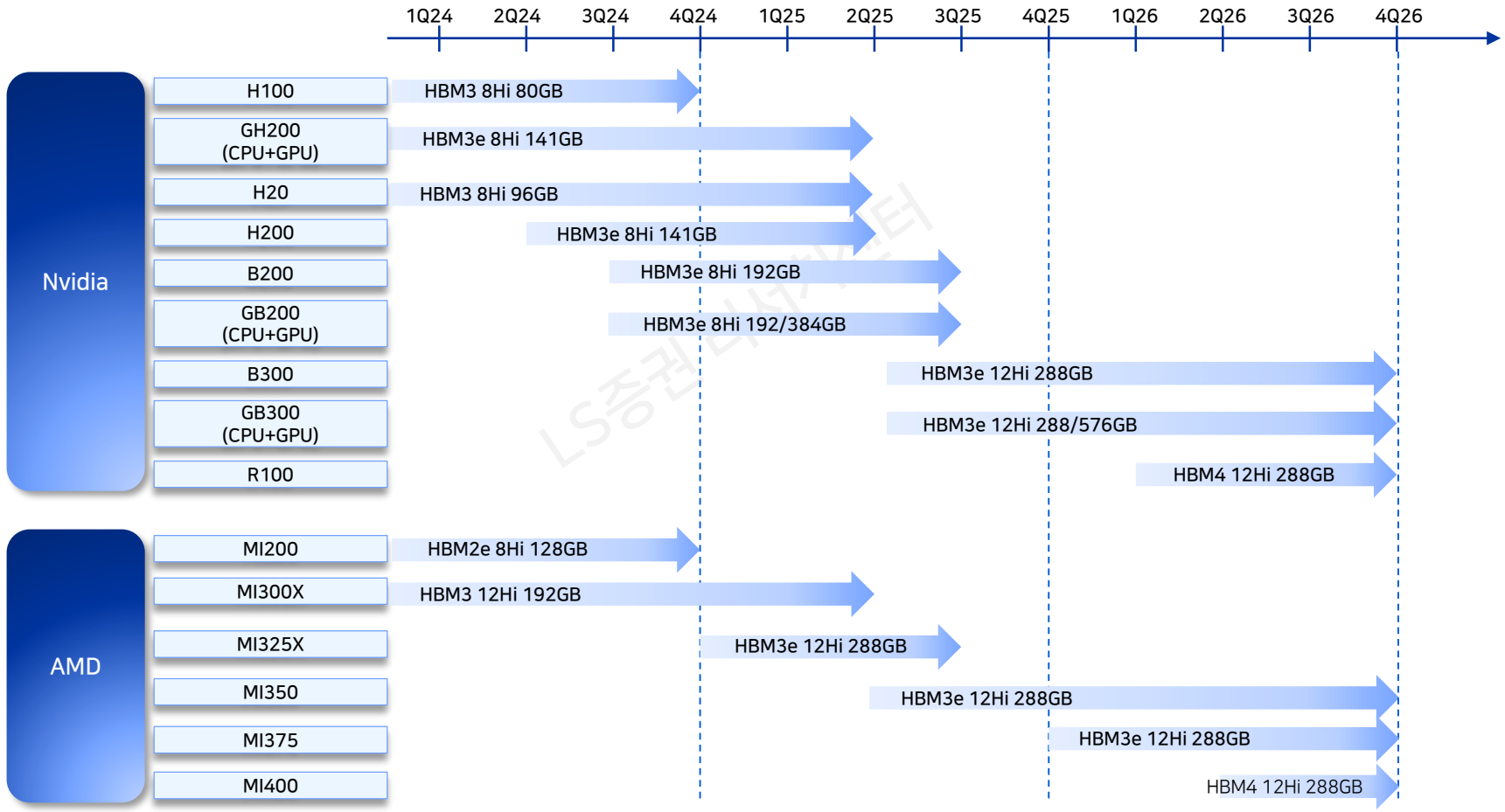
## HBM 공급 주요 가정

| | | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| TSV Capa (K/m) | SKH | 130 | 140 | 150 | 170 | 180 | 190 | 200 | 200 | 1,770 | 2,310 |
| | SEC | 130 | 140 | 150 | 150 | 150 | 160 | 170 | 180 | 1,710 | 1,980 |
| | MU | 35 | 50 | 55 | 60 | 70 | 75 | 80 | 90 | 600 | 945 |
| | Total | 295 | 330 | 355 | 380 | 400 | 425 | 450 | 470 | 4,080 | 5,235 |
| TSV Capa (%) | SKH | 44% | 42% | 42% | 45% | 45% | 45% | 44% | 43% | 43% | 44% |
| | SEC | 44% | 42% | 42% | 39% | 38% | 38% | 38% | 38% | 42% | 38% |
| | MU | 12% | 15% | 15% | 16% | 18% | 18% | 18% | 19% | 15% | 18% |
| | Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Supply Bit (Mil GB) | SKH | 326 | 364 | 396 | 449 | 454 | 468 | 495 | 498 | 1,535 | 1,915 |
| | SEC | 77 | 86 | 155 | 270 | 261 | 282 | 321 | 302 | 588 | 1,333 |
| | MU | 86 | 134 | 149 | 188 | 208 | 218 | 235 | 258 | 558 | 919 |
| | Total | 490 | 585 | 700 | 907 | 923 | 969 | 1,051 | 1,058 | 2,681 | 4,167 |
| Supply Bit (%) | SKH | 67% | 62% | 57% | 49% | 49% | 48% | 47% | 47% | 57% | 46% |
| | SEC | 16% | 15% | 22% | 30% | 28% | 29% | 31% | 29% | 22% | 32% |
| | MU | 18% | 23% | 21% | 21% | 23% | 23% | 22% | 24% | 21% | 22% |
| | Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Supply ASP ($/Gb) | SKH | 1.68 | 1.73 | 1.77 | 1.79 | 1.85 | 1.95 | 2.01 | 2.09 | 1.75 | 1.98 |
| | SEC | 1.44 | 1.53 | 1.55 | 1.68 | 1.58 | 1.63 | 1.75 | 1.84 | 1.59 | 1.71 |
| | MU | 1.76 | 1.79 | 1.82 | 1.85 | 1.67 | 1.79 | 1.91 | 2.01 | 1.82 | 1.85 |
| | Total | 1.66 | 1.72 | 1.73 | 1.77 | 1.73 | 1.82 | 1.90 | 1.99 | 1.73 | 1.87 |
| Supply Revenue (Mil USD) | SKH | 4,400 | 5,044 | 5,615 | 6,409 | 6,696 | 7,319 | 7,964 | 8,307 | 21,468 | 30,285 |
| | SEC | 895 | 1,050 | 1,911 | 3,638 | 3,418 | 3,964 | 5,221 | 5,678 | 7,495 | 18,282 |
| | MU | 1,212 | 1,928 | 2,179 | 2,786 | 2,780 | 3,121 | 3,587 | 4,142 | 8,106 | 13,630 |
| | Total | 6,507 | 8,023 | 9,706 | 12,833 | 12,895 | 14,404 | 16,772 | 18,127 | 37,068 | 62,198 |
| Supply Revenue (%) | SKH | 68% | 63% | 58% | 50% | 52% | 51% | 47% | 46% | 58% | 49% |
| | SEC | 14% | 13% | 20% | 28% | 27% | 28% | 31% | 31% | 20% | 29% |
| | MU | 19% | 24% | 22% | 22% | 22% | 22% | 21% | 23% | 22% | 22% |
| | Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

자료: LS증권 리서치센터

# Appendix. AI Chip Roadmap

● 주요 AI Chip 공급 업체 로드맵

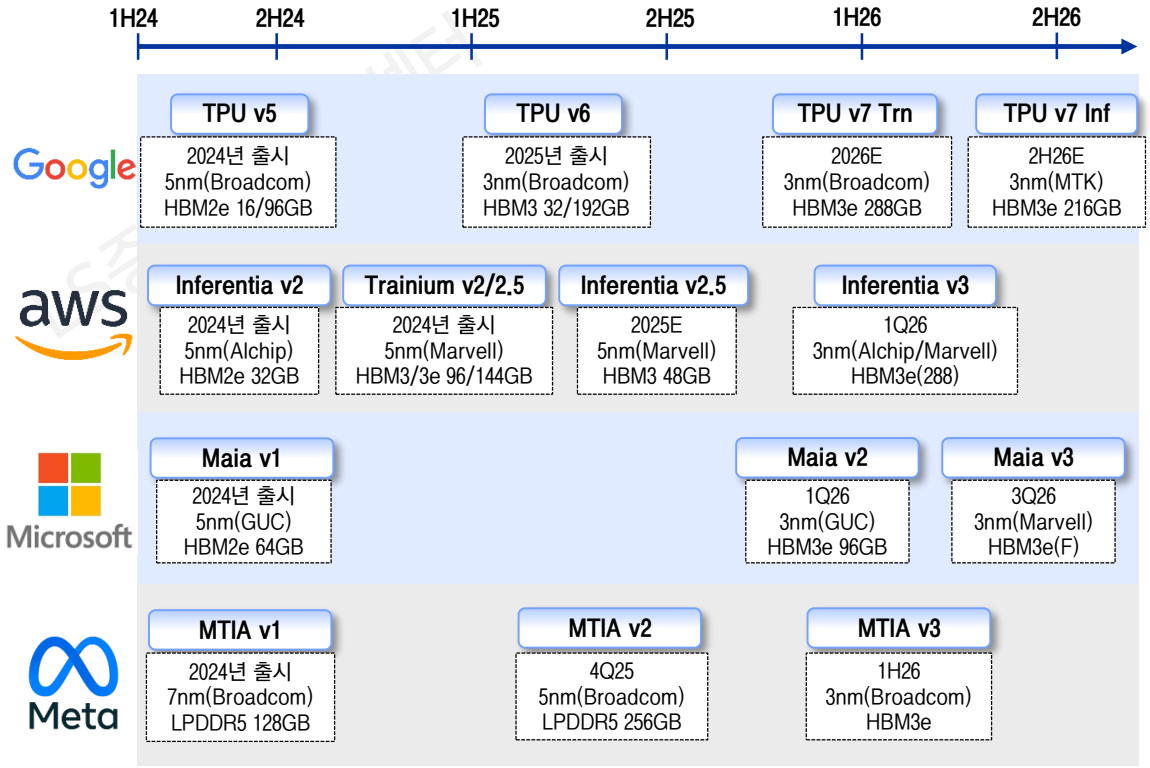



자료: 각 기업, LS증권 리서치센터

# Appendix. ASIC Roadmap

## ASIC 설계 업체 다변화

- 2025년 ASIC 채택율은 Google 76% → AWS 23% → Meta 13% → Microsoft 4%순으로 예상.
- ASIC 트렌드는 설계 업체 다변화로 Google은 Broadcom과 MediaTek, AWS는 Alchip과 Marvell, Microsoft는 GUC와 Marvell, Meta는 Broadcom만을 활용.
- 빅테크 업체들은 설계 업체 다변화를 통해 유연한 벤더 구성과 경쟁을 유도하고 있음.
- Meta는 MTIA v2까지는 LPDDR을 채택하였지만 1H26 출시 예정인 MTIA v3부터는 HBM을 채택할 전망.




자료: 각 기업, LS증권 리서치센터

Part Ⅳ

# 기업분석

## 반도체(Overweight)

- 삼성전자 – Buy(유지), TP 83,000원(상향)
- SK하이닉스 – Buy(유지), TP 360,000원(상향)

# 삼성전자 (005930): Risk 대비 Return이 큰 구간

**Buy (신규)**

| | |
|---|---|
| 목표주가 (신규) | 83,000 원 |
| 현재주가 | 59,800 원 |
| 상승여력 | 38.8 % |
| KOSPI(06/30) | 3,071.7 pt |
| 시가총액 | 3,539,943 억원 |
| 발행주식수 | 5,919,638 천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 87,800 / 49,900 원 |
| 90일 일평균 거래대금 | 9,076.11 억원 |
| 외국인 지분율 | 49.7% |
| 배당수익률(25.12E) | 2.4% |
| BPS(25.12E) | 58,393 원 |
| KOSPI대비 상대수익률 1개월 | -7.5% |
| 6개월 | -15.6% |
| 12개월 | -36.4% |
| 주주구성 삼성생명보험 (외 16인) | 20.2% |
| 국민연금공단 (외 1인) | 7.8% |

## 2Q25 실적 컨센서스 하회 전망

- 2Q25 연결 실적은 매출액 77.5조원(-2%QoQ, +5%YoY), 영업이익 6.1조원(-7%QoQ, -44%YoY, OPM 7.8%)으로 컨센서스 매출액 매출액 76.6조원, 영업이익 6.8조원을 하회할 것으로 전망.
- 원화 강세로 인해 1Q25 실적 서프라이즈의 주요 요인이었던 MX 사업부의 높은 수익성을 기대하기 어려울 것.
- 주요 고객사향 HBM3e 납품이 지연됨에 따라 2Q25 HBM 실적은 +7%QoQ 증가한 1.5조원에 불과할 것이며 2025년 HBM 출하량 전망치를 6.9Bil Gb → 4.7Bil Gb으로 하향 조정.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 83,000원으로 +19% 상향 조정

- 목표주가는 12M Fwd 예상 BPS 60,293원에 과거 8개년 P/B밴드 중단 1.38x를 적용하여 산출.
- 동사에 대한 Valuation 회복이 이루어질 수 있는 요인은 크게 3가지가 존재

① **기술력의 회복**: 동사의 1Cnm 수율은 4Q24 30% 이하 → 2Q25 60% 내외로 개선. 여전히 경쟁사 대비 낮은 수율이지만 시장에서 의구심을 품어왔던 기술력이 저점을 통과하여 회복되는 구간으로 판단.

② **Non-Nvidia 확대**: Nvidia향 납품은 지연되고 있지만 Non-Nvidia향 퀄 테스트는 개선되고 있음. AI Chip 다변화로 인해 Non-Nvidia업체들의 HBM 수요 비중은 25년 34% → 26년 43%으로 증가할 전망.

③ **Risk 대비 Return이 큰 구간**: 반도체 업종의 급격한 주가 상승으로 인해 경쟁 업체들은 2026년 실적을 기준으로 삼아야 Upside를 고려할 수 있지만 동사는 12M Fwd P/B 1.0x로 최하단에 위치해 있어 Risk 대비 Return이 큰 구간.

**Financial Data**

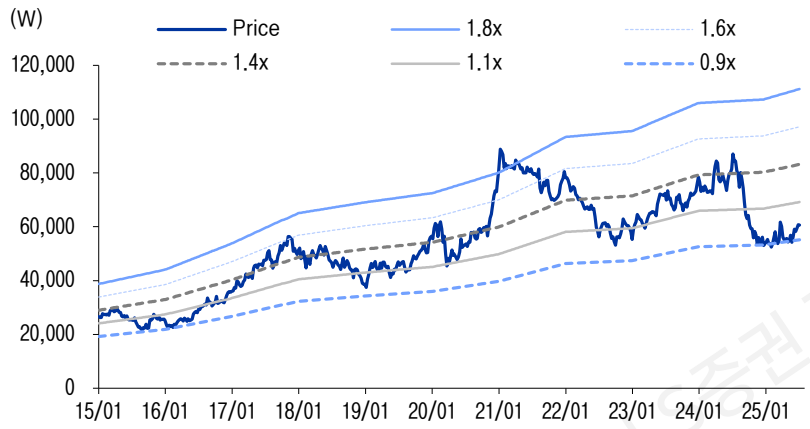
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 | 258,935 | 6,567 | 11,006 | 14,473 | 2,225 | -75.2 | 45,234 | 35.3 | 9.7 | 1.5 | 4.1 |
| 2024 | 300,871 | 32,726 | 37,530 | 33,621 | 5,432 | 144.1 | 75,357 | 9.8 | 3.5 | 0.9 | 9.0 |
| 2025E | 322,719 | 29,799 | 36,549 | 29,175 | 4,727 | -13.0 | 77,617 | 12.7 | 3.9 | 1.0 | 7.4 |
| 2026E | 351,610 | 41,733 | 47,399 | 36,584 | 5,979 | 26.5 | 92,286 | 10.0 | 3.2 | 1.0 | 9.0 |
| 2027E | 370,246 | 47,730 | 53,403 | 41,219 | 6,762 | 13.1 | 100,892 | 8.8 | 2.8 | 0.9 | 9.5 |

자료: 삼성전자, LS증권 리서치센터 / 주: 지배주주 순이익 기준

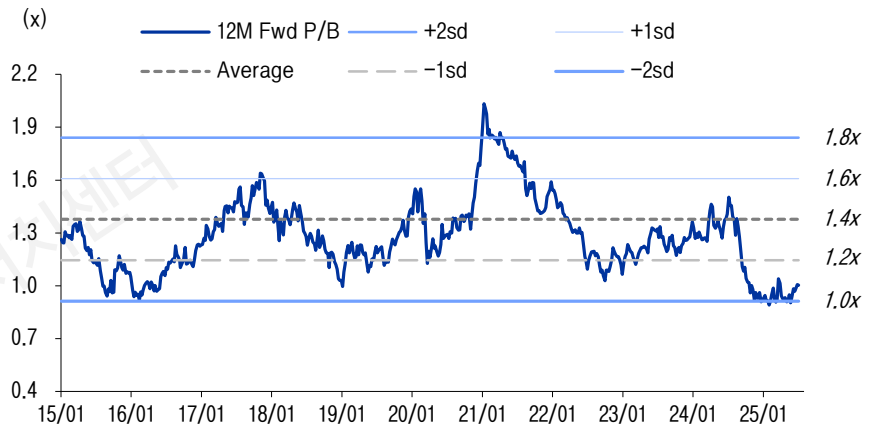
# 삼성전자 (005930)

## 삼성전자 Valuation

### 삼성전자 12M Fwd P/B 밴드




### 삼성전자 12M Fwd P/B 표준편차




### 삼성전자 목표주가 산출 방식

| 분류 | | 비고 |
|---|---|---|
| BPS | 60,342원 | 2025년 예상 BPS 기준 |
| Target P/B | 1.38x | 과거 8개년 P/B 밴드 중단 |
| **목표주가** | **83,000원** | **1,000원 미만 반올림** |
| 현재주가 | 59,800원 | 2025년 6월 30일 종가 기준 |
| 상승여력 | 38.8% | |

자료: LS증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

## 분기별 실적 추이 및 전망

| | | | | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | Semi | | | 25.1 | 28.3 | 33.9 | 35.2 | 30.4 | 35.4 | 39.1 | 40.2 | 111.1 | 122.5 | 145.1 |
| | | 메모리 | | 19.1 | 22.4 | 27.9 | 28.5 | 23.9 | 28.4 | 32.0 | 32.9 | 84.5 | 97.9 | 117.3 |
| | | | DRAM | 12.1 | 14.1 | 16.3 | 17.7 | 15.5 | 17.8 | 19.9 | 19.9 | 50.7 | 60.2 | 73.1 |
| | | | NAND | 7.0 | 8.3 | 11.6 | 10.8 | 8.4 | 10.6 | 12.1 | 13.0 | 33.8 | 37.7 | 44.2 |
| | | 비메모리 | | 6.0 | 5.9 | 5.9 | 6.7 | 6.5 | 6.9 | 7.1 | 7.3 | 26.6 | 24.5 | 27.8 |
| | SDC | | | 5.9 | 6.8 | 7.4 | 7.7 | 6.1 | 7.0 | 7.6 | 8.0 | 29.1 | 27.9 | 28.7 |
| | MX/NW | | | 37.0 | 29.9 | 30.8 | 25.7 | 35.4 | 29.8 | 32.2 | 27.2 | 117.2 | 123.4 | 124.6 |
| | VD/가전 | | | 14.5 | 14.5 | 13.7 | 13.8 | 13.7 | 14.2 | 14.2 | 14.5 | 56.4 | 56.5 | 56.6 |
| | Harman | | | 3.4 | 3.7 | 3.6 | 4.0 | 3.4 | 3.7 | 3.7 | 4.1 | 14.3 | 14.6 | 14.9 |
| | **합계** | | | **79.1** | **77.5** | **84.8** | **81.3** | **84.0** | **85.5** | **92.3** | **89.8** | **300.9** | **322.7** | **351.6** |
| 영업이익 | Semi | | | 1.1 | 1.7 | 4.4 | 4.8 | 3.5 | 4.7 | 7.8 | 7.6 | 15.1 | 12.1 | 23.6 |
| | | 메모리 | | 3.2 | 3.3 | 5.6 | 5.4 | 4.2 | 4.8 | 7.5 | 6.9 | 19.8 | 17.6 | 23.5 |
| | | | DRAM | 3.3 | 3.4 | 4.4 | 5.0 | 4.2 | 4.9 | 6.2 | 5.5 | 15.5 | 16.1 | 20.8 |
| | | | NAND | -0.1 | -0.0 | 1.2 | 0.4 | 0.0 | -0.1 | 1.3 | 1.4 | 4.3 | 1.5 | 2.7 |
| | | 비메모리 | | -2.7 | -2.2 | -1.8 | -1.1 | -1.3 | -0.7 | -0.3 | 0.1 | -6.7 | -7.8 | -2.2 |
| | SDC | | | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 0.7 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 3.8 | 2.9 | 3.6 |
| | MX/NW | | | 4.3 | 2.8 | 2.7 | 2.1 | 3.9 | 2.5 | 3.1 | 2.3 | 10.7 | 11.9 | 11.8 |
| | VD/가전 | | | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 1.8 | 1.5 | 1.4 |
| | Harman | | | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| | **합계** | | | **6.7** | **6.1** | **8.8** | **8.2** | **8.6** | **8.8** | **12.8** | **11.6** | **32.7** | **29.8** | **41.7** |
| 영업이익률 | Semi | | | 4.4% | 6.0% | 13.1% | 13.8% | 11.5% | 13.2% | 20.1% | 18.9% | 13.6% | 9.9% | 16.3% |
| | | 메모리 | | 16.8% | 14.9% | 20.1% | 19.0% | 17.6% | 17.0% | 23.5% | 21.0% | 23.4% | 17.9% | 20.0% |
| | | | DRAM | 27.6% | 23.9% | 27.0% | 28.0% | 26.9% | 27.7% | 31.4% | 27.5% | 30.5% | 26.7% | 28.5% |
| | | | NAND | -2.0% | -0.3% | 10.5% | 4.1% | 0.5% | -0.9% | 10.5% | 11.0% | 12.7% | 4.0% | 6.0% |
| | | 비메모리 | | -44.7% | -37.5% | -29.8% | -17.1% | -19.7% | -10.8% | -3.5% | 1.4% | -25.3% | -31.8% | -7.8% |
| | SDC | | | 8.8% | 11.0% | 12.0% | 9.0% | 8.8% | 12.0% | 14.0% | 14.0% | 12.9% | 10.3% | 12.4% |
| | MX/NW | | | 11.7% | 9.3% | 8.6% | 8.3% | 11.0% | 8.5% | 9.5% | 8.4% | 9.1% | 9.6% | 9.4% |
| | VD/가전 | | | 2.4% | 3.6% | 3.4% | 1.3% | 2.3% | 2.9% | 3.3% | 1.4% | 3.1% | 2.7% | 2.5% |
| | Harman | | | 9.0% | 8.0% | 9.0% | 9.0% | 8.0% | 8.0% | 9.0% | 9.0% | 9.3% | 8.8% | 8.5% |
| | **합계** | | | **8.4%** | **7.8%** | **10.4%** | **10.1%** | **10.2%** | **10.3%** | **13.9%** | **12.9%** | **10.9%** | **9.2%** | **11.9%** |

LS증권 리서치센터

자료: LS증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

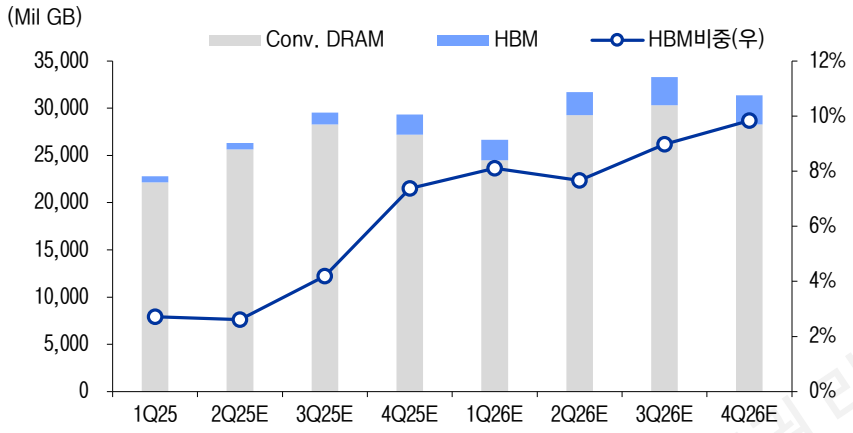
## HBM 실적 추이 및 전망

| | | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Capa (K/m) | Conv. DRAM | 515 | 505 | 505 | 505 | 505 | 500 | 500 | 490 | 6,255 | 6,090 | 5,985 |
| | HBM(TSV) | 130 | 140 | 150 | 150 | 150 | 160 | 170 | 180 | 1,110 | 1,710 | 1,980 |
| | **합계** | **645** | **645** | **655** | **655** | **655** | **660** | **670** | **670** | **7,365** | **7,800** | **7,965** |
| Bit Shipment (Mil Gb) | Conv. DRAM | 22,161 | 25,646 | 28,295 | 27,185 | 24,490 | 29,266 | 30,316 | 28,283 | 95,566 | 103,287 | 112,354 |
| | HBM | 620 | 688 | 1,236 | 2,163 | 2,160 | 2,430 | 2,992 | 3,085 | 4,822 | 4,707 | 10,667 |
| | **합계** | **22,780** | **26,334** | **29,531** | **29,349** | **26,650** | **31,696** | **33,307** | **31,368** | **100,388** | **107,994** | **123,021** |
| Bit Growth (QoQ/YoY%) | Conv. DRAM | 9% | 16% | 10% | -4% | -10% | 20% | 4% | -7% | 11% | 8% | 9% |
| | HBM | -72% | 11% | 80% | 75% | 0% | 13% | 23% | 3% | 232% | -2% | 127% |
| | **합계** | **1%** | **16%** | **12%** | **-1%** | **-9%** | **19%** | **5%** | **-6%** | **15%** | **8%** | **14%** |
| Bit Shipment 비중(%) | Conv. DRAM | 97% | 97% | 96% | 93% | 92% | 92% | 91% | 90% | 95% | 96% | 91% |
| | HBM | 3% | 3% | 4% | 7% | 8% | 8% | 9% | 10% | 5% | 4% | 9% |
| | **합계** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** |
| ASP ($/Gb) | Conv. DRAM | 0.33 | 0.35 | 0.36 | 0.35 | 0.33 | 0.32 | 0.33 | 0.35 | 0.32 | 0.35 | 0.33 |
| | HBM | 1.44 | 1.53 | 1.55 | 1.68 | 1.58 | 1.61 | 1.66 | 1.71 | 1.41 | 1.59 | 1.65 |
| | **합계** | **0.36** | **0.38** | **0.41** | **0.45** | **0.43** | **0.42** | **0.45** | **0.48** | **0.37** | **0.40** | **0.45** |
| ASP (QoQ%/YoY%) | Conv. DRAM | -5% | 5% | 3% | -2% | -5% | -3% | 2% | 5% | 52% | 9% | -4% |
| | HBM | -2% | 6% | 1% | 9% | -6% | 2% | 3% | 3% | 8% | 13% | 3% |
| | **합계** | **-21%** | **5%** | **8%** | **10%** | **-3%** | **-3%** | **7%** | **7%** | **62%** | **8%** | **11%** |
| 매출액 (Mil USD) | Conv. DRAM | 7,343 | 8,923 | 10,140 | 9,547 | 8,170 | 9,471 | 10,007 | 9,803 | 30,553 | 35,952 | 37,451 |
| | HBM | 895 | 1,050 | 1,911 | 3,638 | 3,418 | 3,907 | 4,967 | 5,270 | 6,775 | 7,495 | 17,562 |
| | **합계** | **8,238** | **9,973** | **12,051** | **13,185** | **11,589** | **13,378** | **14,974** | **15,073** | **37,329** | **43,447** | **55,013** |
| 매출액 (십억원) | Conv. DRAM | 10,814 | 12,593 | 13,715 | 12,845 | 10,936 | 12,617 | 13,267 | 12,931 | 41,426 | 49,967 | 49,751 |
| | HBM | 1,318 | 1,482 | 2,586 | 4,894 | 4,576 | 5,205 | 6,585 | 6,951 | 9,285 | 10,280 | 23,317 |
| | **합계** | **12,133** | **14,075** | **16,301** | **17,739** | **15,512** | **17,821** | **19,852** | **19,883** | **50,711** | **60,248** | **73,068** |
| 매출액 Growth (QoQ/YoY%) | Conv. DRAM | 9% | 16% | 9% | -6% | -15% | 15% | 5% | -3% | 74% | 21% | 0% |
| | HBM | -71% | 12% | 74% | 89% | -7% | 14% | 27% | 6% | 273% | 11% | 127% |
| | **합계** | **-16%** | **16%** | **16%** | **9%** | **-13%** | **15%** | **11%** | **0%** | **93%** | **19%** | **21%** |
| 매출액 비중 (%) | Conv. DRAM | 89% | 89% | 84% | 72% | 71% | 71% | 67% | 65% | 82% | 83% | 68% |
| | HBM | 11% | 11% | 16% | 28% | 29% | 29% | 33% | 35% | 18% | 17% | 32% |
| | **합계** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** |

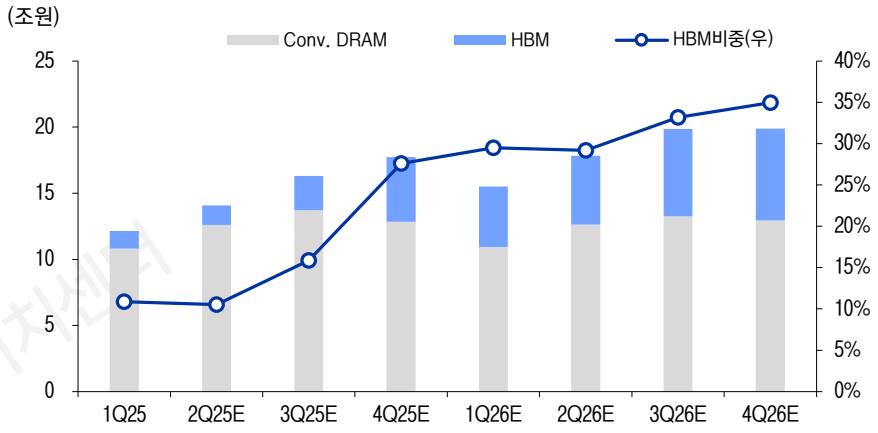
자료: LS증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

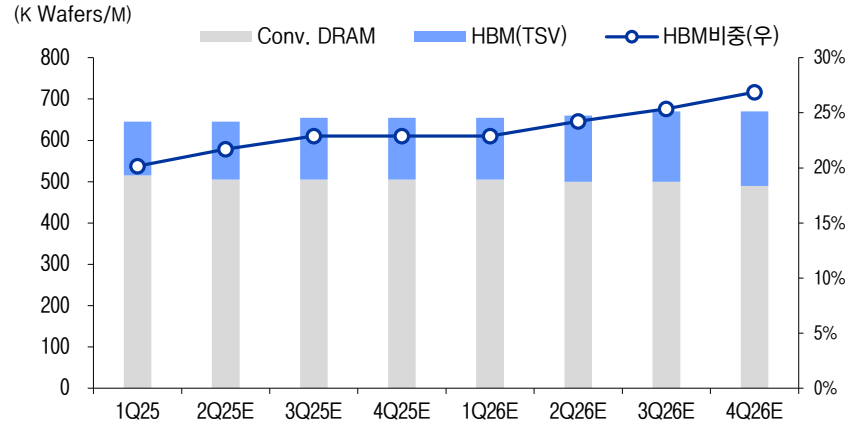
## 삼성전자 출하량 기준 HBM 비중



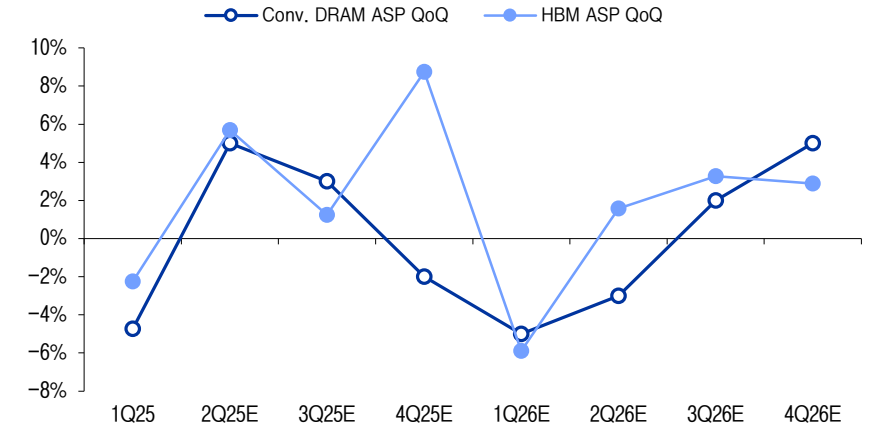

## 삼성전자 매출액 기준 HBM 비중




## 삼성전자 HBM(TSV) Capa 비중




## 삼성전자 Conv. DRAM 및 HBM 가격 추이




자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

## 재무상태표

| (단위: 십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 195,937 | 227,062 | 214,573 | 233,520 | 253,382 |
| 현금 및 현금성 자산 | 69,081 | 53,706 | 49,710 | 65,725 | 81,305 |
| 매출채권 및 기타채권 | 43,281 | 53,246 | 49,886 | 54,140 | 57,010 |
| 비유동자산 | 259,969 | 287,470 | 302,424 | 318,437 | 335,113 |
| 관계기업투자 등 | 20,680 | 24,349 | 24,850 | 25,859 | 26,909 |
| 유형자산 및 투자부동산 | 187,256 | 205,945 | 213,091 | 224,210 | 234,901 |
| **자산총계** | **455,906** | **514,532** | **516,998** | **551,957** | **588,495** |
| 유동부채 | 75,719 | 93,326 | 93,140 | 100,927 | 105,641 |
| 비유동부채 | 16,509 | 19,014 | 19,789 | 20,211 | 20,651 |
| **부채총계** | **92,228** | **112,340** | **112,929** | **121,138** | **126,291** |
| 자본금 | 898 | 898 | 898 | 898 | 898 |
| 자본잉여금 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 | 4,404 |
| 이익잉여금 | 346,652 | 370,513 | 386,833 | 413,583 | 444,968 |
| **자본총계** | **363,678** | **402,192** | **404,069** | **430,819** | **462,204** |

## 손익계산서

| (단위: 십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **258,935** | **300,871** | **322,719** | **351,610** | **370,246** |
| **매출총이익** | **78,547** | **114,309** | **120,259** | **141,082** | **155,101** |
| 판매비 및 관리비 | 71,980 | 81,583 | 90,460 | 99,349 | 107,371 |
| **영업이익** | **6,567** | **32,726** | **29,799** | **41,733** | **47,730** |
| EBITDA | 45,234 | 75,357 | 77,617 | 92,286 | 100,892 |
| **세전계속사업이익** | **11,006** | **37,530** | **36,549** | **47,399** | **53,403** |
| 법인세비용 | -4,481 | 3,078 | 6,682 | 9,954 | 11,215 |
| **지배주주 당기순이익** | **14,473** | **33,621** | **29,175** | **36,584** | **41,219** |
| 매출총이익률 (%) | 30.3 | 38.0 | 37.3 | 40.1 | 41.9 |
| 영업이익률 (%) | 2.5 | 10.9 | 9.2 | 11.9 | 12.9 |
| EBITDA마진률 (%) | 17.5 | 25.0 | 24.1 | 26.2 | 27.3 |
| 당기순이익률 (%) | 6.0 | 11.5 | 9.3 | 10.6 | 11.4 |
| ROA (%) | 3.2 | 6.9 | 5.7 | 6.8 | 7.2 |
| ROE (%) | 4.1 | 9.0 | 7.4 | 9.0 | 9.5 |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **44,137** | **72,983** | **63,081** | **89,954** | **92,869** |
| 당기순이익(손실) | 15,487 | 34,451 | 29,867 | 37,445 | 42,189 |
| 비현금수익비용가감 | 36,520 | 42,947 | 27,236 | 49,639 | 52,156 |
| 영업활동 자산부채변동 | -5,459 | -1,568 | 5,979 | 2,869 | -1,476 |
| 매출채권의 감소(증가) | 236 | -3,139 | 5,588 | -4,255 | -2,869 |
| 매입채무의 증가(감소) | 1,104 | -1,539 | 1,867 | 7,017 | 3,913 |
| **투자활동현금흐름** | **-16,923** | **-85,382** | **-50,748** | **-64,104** | **-67,456** |
| 유형자산처분(취득) | -57,513 | -51,250 | -51,160 | -57,484 | -59,236 |
| 무형자산감소(증가) | -2,911 | -2,319 | -5,410 | -6,588 | -8,008 |
| 기타투자활동 | -6,578 | -4,011 | -3,129 | -1,485 | -1,545 |
| **재무활동현금흐름** | **-8,593** | **-7,797** | **-16,330** | **-9,834** | **-9,834** |
| 차입금의증가(감소) | 1,281 | 4,912 | -8,307 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -9,864 | -18,980 | -8,022 | -9,834 | -9,834 |
| 배당금의 지급 | -9,864 | -17,168 | -9,840 | -9,834 | -9,834 |
| **현금의 증가** | **19,400** | **-15,375** | **-3,996** | **16,016** | **15,580** |
| 기초현금 | 49,681 | 69,081 | 53,706 | 49,710 | 65,725 |
| 기말현금 | 69,081 | 53,706 | 49,710 | 65,725 | 81,305 |

## 주요투자지표

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | 35.3 | 9.8 | 12.7 | 10.0 | 8.8 |
| P/B | 1.5 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 9.7 | 3.5 | 3.9 | 3.2 | 2.8 |
| P/CF | 10.3 | 4.7 | 7.1 | 4.6 | 4.3 |
| 배당수익률 (%) | 1.8 | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -14.3 | 16.2 | 7.3 | 9.0 | 5.3 |
| 영업이익 | -84.9 | 398.3 | -8.9 | 40.0 | 14.4 |
| EPS | -75.2 | 144.1 | -13.0 | 26.5 | 13.1 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 25.4 | 27.9 | 27.9 | 28.1 | 27.4 |
| 유동비율 | 258.8 | 243.3 | 230.4 | 231.4 | 240.0 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | 2,225 | 5,432 | 4,727 | 5,979 | 6,762 |
| BPS | 52,002 | 57,663 | 58,393 | 62,365 | 67,024 |
| DPS | 1,444 | 1,450 | 1,460 | 1,460 | 1,460 |

자료: 삼성전자, LS증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660): HBM4에서도 수익성 유지 전망

**Buy (유지)**

| | | |
|---|---|---|
| 목표주가 (유지) | | 360,000 원 |
| 현재주가 | | 292,000 원 |
| 상승여력 | | 23.3 % |
| KOSPI(06/30) | | 3,071.7 pt |
| 시가총액 | | 2,125,767 억원 |
| 발행주식수 | | 728,002 천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | | 293,000 / 152,800 원 |
| 90일 일평균 거래대금 | | 7,751.21 억원 |
| 외국인 지분율 | | 55.5% |
| 배당수익률(25.12E) | | 0.9% |
| BPS(25.12E) | | 143,118 원 |
| KOSPI대비 상대수익률 | 1개월 | 28.9% |
| | 6개월 | 39.9% |
| | 12개월 | 13.7% |
| 주주구성 | 에스케이스퀘어 (외 8인) | 20.1% |
| | 국민연금공단 (외 1인) | 7.4% |

## 2Q25 실적 컨센서스 상회 전망

- 2Q25 연결 실적은 매출액 21.2조원(+20%QoQ, +29%YoY), 영업이익 9.1조원(+23%QoQ, +67%YoY, OPM 43.2%)으로 컨센서스 매출액 20.3조원, 영업이익 8.8조원을 상회할 전망.
- 원화 강세로 인한 환율 부담에도 불구하고 Conventional DRAM 에 대한 Pull-In 수요가 강하게 나타나며 기존 B/G 추정치 상회(가이던스 10%초반 QoQ Vs. 당사 추정치 19%QoQ)가 환율 영향을 상쇄.
- 동사의 DRAM 사업부 내 매출액 기준 HBM 비중은 24년 29% → 25년 45% → 26년 50%로 지속 증가할 전망.
- HBM4부터 Base Die의 TSMC 외주로 인해 수익성 하락에 대한 우려가 존재하였으나 HBM3E 대비 HBM4의 ASP 가격 프리미엄은 +35%로 동사의 HBM 수익성을 유지할 수 있을 것으로 예상.
- 중국 업체들의 공격적인 Capa 확대로 인해 주요 메모리 공급업체들은 신규 라인투자에 보수적이며, HBM 중심의 투자 지속으로 인해 DRAM Cycle의 변동성은 크게 축소될 것.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 360,000원으로 +44% 상향 조정

- 목표주가는 2026년 예상 BPS 188,775원에 P/B Band 상단 1.92x를 적용하여 산출.
- 12M Fwd P/B 기준 현 주가는 1.74x로 상단에 위치해 있어 Upside는 제한되어 보일 수 있음.
- 하지만 HBM 비중 증가로 인해 DRAM Down Cycle에서도 동사는 OPM 45% 내외의 안정적인 수익성을 유지할 것으로 예상하며 2026년 P/B 기준으로는 1.55x로 밴드 중단에 위치.

**Financial Data**

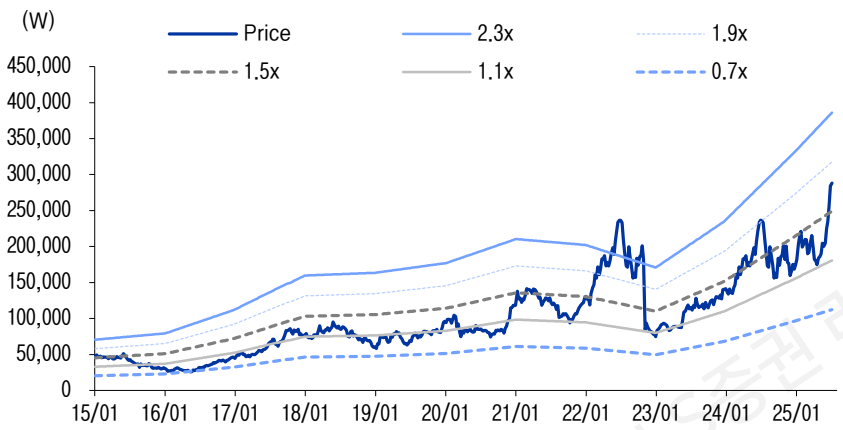
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 세전이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2023 | 32,766 | -7,730 | -11,658 | -9,112 | -13,242 | 적전 | 5,943 | -10.7 | 21.7 | 1.9 | -15.6 |
| 2024 | 66,193 | 23,467 | 23,885 | 19,789 | 28,719 | 흑전 | 36,049 | 6.1 | 3.9 | 1.7 | 31.1 |
| 2025E | 85,180 | 38,354 | 39,645 | 31,658 | 45,946 | 60.0 | 54,003 | 6.4 | 4.0 | 2.0 | 35.6 |
| 2026E | 99,362 | 45,637 | 45,067 | 34,977 | 50,762 | 10.5 | 64,875 | 5.8 | 3.1 | 1.5 | 29.0 |
| 2027E | 107,311 | 49,665 | 49,365 | 38,313 | 55,603 | 9.5 | 72,021 | 5.3 | 2.5 | 1.2 | 24.6 |

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터 / 주: 지배주주 순이익 기준

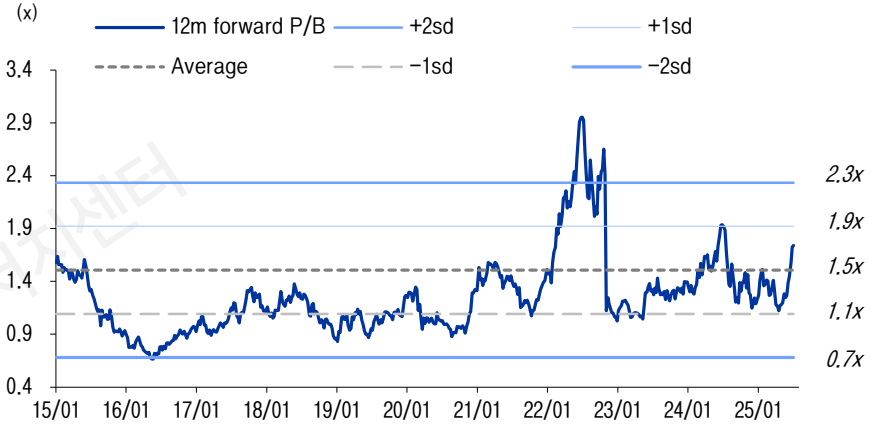
# SK하이닉스 (000660)

## SK하이닉스 Valuation

### SK하이닉스 12M Fwd P/B 밴드




### SK하이닉스 12M Fwd P/B 표준편차




### SK하이닉스 목표주가 산출 방식

| 분류 | | 비고 |
|---|---|---|
| BPS | 188,775원 | 2026년 예상 BPS 기준 |
| Target P/B | 1.92x | 과거 5개년 P/B 밴드 상단 |
| **목표주가** | **360,000원** | **10,000원 미만 반올림** |
| 현재주가 | 292,000원 | 2025년 6월 30일 종가 기준 |
| 상승여력 | 23.3% | |

자료: LS증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

## 실적 추이 및 전망

| | | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 원/달러 평균 | | 1,473 | 1,411 | 1,353 | 1,345 | 1,339 | 1,332 | 1,326 | 1,319 | 1,356 | 1,396 | 1,329 |
| Bit Growth (%) | DRAM | -8% | 19% | 2% | 8% | -3% | 5% | 1% | 6% | 17% | 18% | 14% |
| | NAND | -20% | 23% | 17% | 6% | -26% | 21% | 22% | 9% | -2% | -9% | 15% |
| ASP Growth (%) | DRAM | -1% | 3% | 6% | 2% | 1% | 1% | 4% | 1% | 78% | 23% | 9% |
| | NAND | -21% | 7% | 3% | -3% | -5% | -2% | 4% | 5% | 98% | -7% | -3% |
| 매출액 (십억원) | DRAM | 14,112 | 16,652 | 17,304 | 18,821 | 18,325 | 19,390 | 20,374 | 21,858 | 45,174 | 66,888 | 79,947 |
| | NAND | 3,175 | 4,001 | 4,605 | 4,708 | 3,294 | 3,877 | 4,901 | 5,585 | 19,106 | 16,489 | 17,657 |
| | Others | 353 | 521 | 541 | 388 | 327 | 502 | 541 | 388 | 1,912 | 1,803 | 1,758 |
| | 합계 | 17,640 | 21,174 | 22,450 | 23,917 | 21,946 | 23,769 | 25,816 | 27,831 | 66,193 | 85,181 | 99,362 |
| 매출비중 (%) | DRAM | 80% | 79% | 77% | 79% | 84% | 82% | 79% | 79% | 68% | 79% | 80% |
| | NAND | 18% | 19% | 21% | 20% | 15% | 16% | 19% | 20% | 29% | 19% | 18% |
| | Others | 2% | 2% | 2% | 2% | 1% | 2% | 2% | 1% | 3% | 2% | 2% |
| | 합계 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 매출액 Growth (%) | DRAM | -4% | 18% | 4% | 9% | -3% | 6% | 5% | 7% | 116% | 48% | 20% |
| | NAND | -33% | 26% | 15% | 2% | -30% | 18% | 26% | 14% | 100% | -14% | 7% |
| | Others | -11% | 48% | 4% | -28% | -16% | 53% | 8% | -28% | -17% | -6% | -3% |
| | 합계 | -11% | 20% | 6% | 7% | -8% | 8% | 9% | 8% | 102% | 29% | 17% |
| 영업이익 (십억원) | DRAM | 7,559 | 9,397 | 10,032 | 11,112 | 10,186 | 10,928 | 11,696 | 12,631 | 21,099 | 38,099 | 45,440 |
| | NAND | 94 | -77 | 667 | 488 | -139 | -1 | 760 | 884 | 2,647 | 1,171 | 1,504 |
| | Others | -211 | -217 | -218 | -269 | -369 | -304 | -293 | -342 | -278 | -915 | -1,308 |
| | 합계 | 7,442 | 9,102 | 10,481 | 11,330 | 9,678 | 10,623 | 12,163 | 13,172 | 23,468 | 38,355 | 45,637 |
| 영업이익률 (%) | DRAM | 53.6% | 56.4% | 58.0% | 59.0% | 55.6% | 56.4% | 57.4% | 57.8% | 46.7% | 57.0% | 56.8% |
| | NAND | 3.0% | -1.9% | 14.5% | 10.4% | -4.2% | 0.0% | 15.5% | 15.8% | 13.9% | 7.1% | 8.5% |
| | Others | -59.8% | -41.7% | -40.3% | -69.3% | -112.8% | -60.5% | -54.1% | -88.2% | -14.6% | -50.8% | -74.4% |
| | 합계 | 42.2% | 43.0% | 46.7% | 47.4% | 44.1% | 44.7% | 47.1% | 47.3% | 35.5% | 45.0% | 45.9% |

자료: LS증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

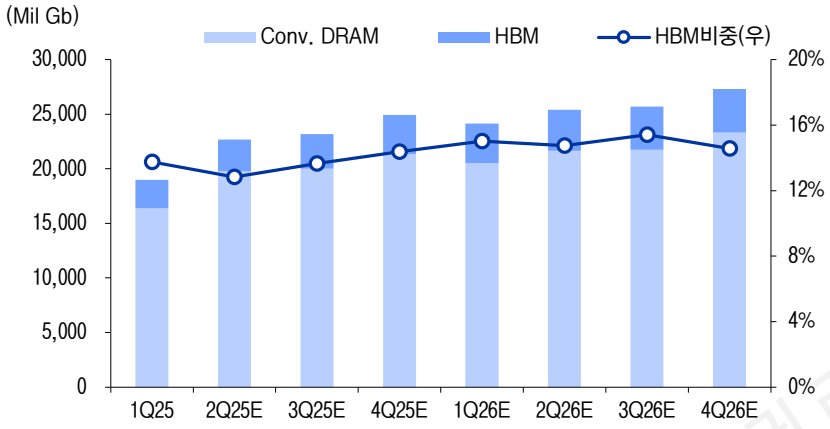
## HBM 실적 추이 및 전망

| | | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Capa (K/m) | Conv. DRAM | 370 | 375 | 380 | 375 | 365 | 355 | 340 | 350 | 3,969 | 4,500 | 4,230 |
| | HBM(TSV) | 130 | 140 | 150 | 170 | 180 | 190 | 200 | 200 | 1,020 | 1,770 | 2,310 |
| | **합계** | **500** | **515** | **530** | **545** | **545** | **545** | **540** | **550** | **4,989** | **6,270** | **6,540** |
| Bit Shipment (Mil Gb) | Conv. DRAM | 16,388 | 19,778 | 20,016 | 21,352 | 20,523 | 21,668 | 21,734 | 23,323 | 69,581 | 77,533 | 87,247 |
| | HBM | 2,612 | 2,913 | 3,166 | 3,588 | 3,629 | 3,747 | 3,960 | 3,981 | 6,247 | 12,279 | 15,317 |
| | **합계** | **18,999** | **22,691** | **23,182** | **24,940** | **24,152** | **25,414** | **25,693** | **27,304** | **75,828** | **89,812** | **102,564** |
| Bit Growth (QoQ/YoY%) | Conv. DRAM | -9% | 21% | 1% | 7% | -4% | 6% | 0% | 7% | 10% | 11% | 13% |
| | HBM | -2% | 12% | 9% | 13% | 1% | 3% | 6% | 1% | 314% | 97% | 25% |
| | **합계** | **-8%** | **19%** | **2%** | **8%** | **-3%** | **5%** | **1%** | **6%** | **17%** | **18%** | **14%** |
| Bit Shipment 비중(%) | Conv. DRAM | 86% | 87% | 86% | 86% | 85% | 85% | 85% | 85% | 92% | 86% | 85% |
| | HBM | 14% | 13% | 14% | 14% | 15% | 15% | 15% | 15% | 8% | 14% | 15% |
| | **합계** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** |
| ASP ($/Gb) | Conv. DRAM | 0.32 | 0.34 | 0.36 | 0.36 | 0.34 | 0.33 | 0.34 | 0.35 | 0.34 | 0.34 | 0.34 |
| | HBM | 1.68 | 1.73 | 1.77 | 1.79 | 1.85 | 1.95 | 2.01 | 2.09 | 1.53 | 1.75 | 1.98 |
| | **합계** | **0.50** | **0.52** | **0.55** | **0.56** | **0.57** | **0.57** | **0.60** | **0.61** | **0.44** | **0.54** | **0.59** |
| ASP (QoQ%/ YoY%) | Conv. DRAM | -9% | 8% | 5% | -1% | -4% | -2% | 2% | 4% | 57% | 1% | 0% |
| | HBM | 6% | 3% | 2% | 1% | 3% | 6% | 3% | 4% | 5% | 14% | 13% |
| | **합계** | **-1%** | **3%** | **6%** | **2%** | **1%** | **1%** | **4%** | **1%** | **78%** | **23%** | **9%** |
| 매출액 (Mil USD) | Conv. DRAM | 5,182 | 6,754 | 7,178 | 7,580 | 6,994 | 7,237 | 7,404 | 8,263 | 23,637 | 26,694 | 29,898 |
| | HBM | 4,400 | 5,044 | 5,615 | 6,409 | 6,696 | 7,319 | 7,964 | 8,307 | 9,555 | 21,468 | 30,285 |
| | **합계** | **9,582** | **11,799** | **12,793** | **13,989** | **13,691** | **14,556** | **15,368** | **16,570** | **33,192** | **48,162** | **60,183** |
| 매출액 (십억원) | Conv. DRAM | 7,632 | 9,533 | 9,709 | 10,198 | 9,362 | 9,640 | 9,816 | 10,900 | 32,100 | 37,072 | 39,719 |
| | HBM | 6,480 | 7,119 | 7,595 | 8,623 | 8,963 | 9,750 | 10,558 | 10,957 | 13,074 | 29,817 | 40,228 |
| | **합계** | **14,112** | **16,652** | **17,304** | **18,821** | **18,325** | **19,390** | **20,374** | **21,858** | **45,174** | **66,888** | **79,947** |
| 매출액 Growth (QoQ/YoY%) | Conv. DRAM | -12% | 25% | 2% | 5% | -8% | 3% | 2% | 11% | 78% | 15% | 7% |
| | HBM | 9% | 10% | 7% | 14% | 4% | 9% | 8% | 4% | 354% | 128% | 35% |
| | **합계** | **-4%** | **18%** | **4%** | **9%** | **-3%** | **6%** | **5%** | **7%** | **116%** | **48%** | **20%** |
| 매출액 비중 (%) | Conv. DRAM | 54% | 57% | 56% | 54% | 51% | 50% | 48% | 50% | 71% | 55% | 50% |
| | HBM | 46% | 43% | 44% | 46% | 49% | 50% | 52% | 50% | 29% | 45% | 50% |
| | **합계** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** | **100%** |

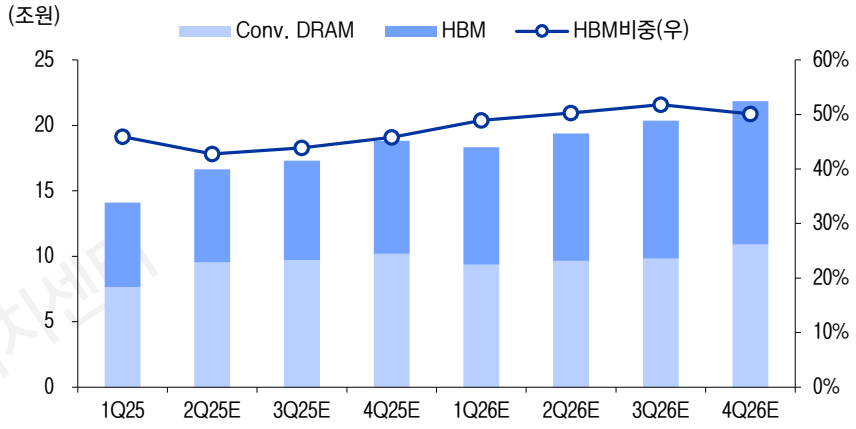
자료: LS증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

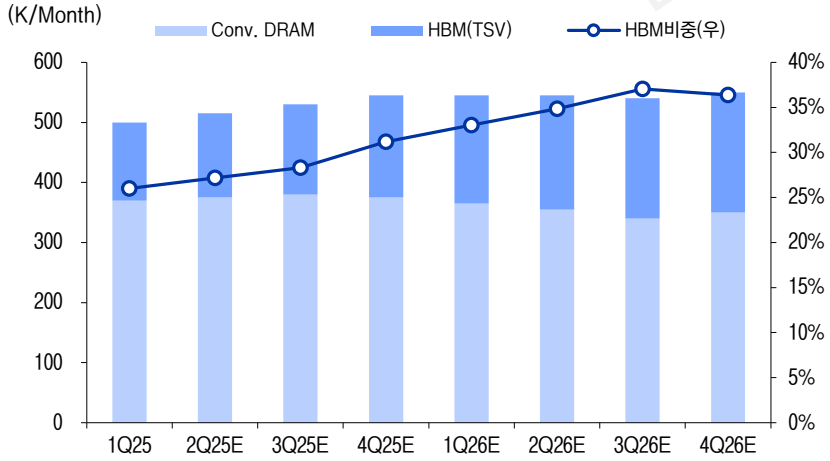
## SK하이닉스 출하량 기준 HBM 비중



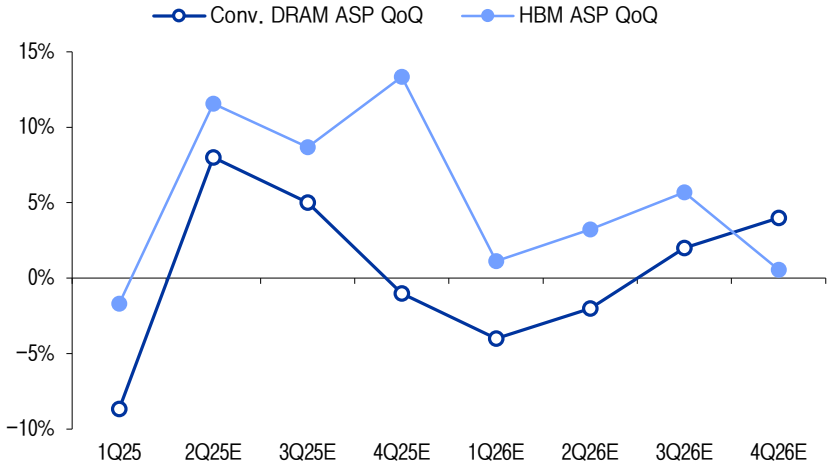

## SK하이닉스 매출액 기준 HBM 비중




## SK하이닉스 HBM(TSV) Capa 비중




## SK하이닉스 Conv. DRAM 및 HBM 가격 추이




자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

## 재무상태표

| (단위: 십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 30,468 | 42,279 | 56,010 | 70,085 | 88,613 |
| 현금 및 현금성 자산 | 7,587 | 11,205 | 17,361 | 25,532 | 40,636 |
| 매출채권 및 기타채권 | 6,942 | 13,299 | 16,337 | 19,011 | 20,532 |
| 비유동자산 | 69,862 | 77,576 | 93,998 | 108,885 | 123,303 |
| 관계기업투자 등 | 5,473 | 5,982 | 8,225 | 8,559 | 8,906 |
| 유형자산 및 투자부동산 | 52,705 | 60,157 | 73,889 | 88,064 | 101,753 |
| **자산총계** | **100,330** | **119,855** | **150,008** | **178,969** | **211,916** |
| 유동부채 | 21,008 | 24,965 | 31,066 | 33,753 | 35,364 |
| 비유동부채 | 25,819 | 20,974 | 14,737 | 7,773 | 2,811 |
| **부채총계** | **46,826** | **45,940** | **45,803** | **41,526** | **38,176** |
| 자본금 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 |
| 자본잉여금 | 4,373 | 4,487 | 4,715 | 4,715 | 4,715 |
| 이익잉여금 | 46,729 | 65,418 | 95,398 | 128,637 | 164,934 |
| **자본총계** | **53,504** | **73,916** | **104,205** | **137,443** | **173,741** |

## 손익계산서

| (단위: 십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **32,766** | **66,193** | **85,180** | **99,362** | **107,311** |
| **매출총이익** | **-533** | **31,828** | **49,332** | **58,219** | **62,876** |
| 판매비 및 관리비 | 7,197 | 8,361 | 10,978 | 12,582 | 13,211 |
| **영업이익** | **-7,730** | **23,467** | **38,354** | **45,637** | **49,665** |
| EBITDA | 5,943 | 36,049 | 54,003 | 64,875 | 72,021 |
| **세전계속사업이익** | **-11,658** | **23,885** | **39,645** | **45,067** | **49,365** |
| 법인세비용 | -2,520 | 4,088 | 7,867 | 9,915 | 10,860 |
| **지배주주 당기순이익** | **-9,112** | **19,789** | **31,658** | **34,977** | **38,313** |
| 매출총이익률 (%) | -1.6 | 48.1 | 57.9 | 58.6 | 58.6 |
| 영업이익률 (%) | -23.6 | 35.5 | 45.0 | 45.9 | 46.3 |
| EBITDA마진률 (%) | 18.1 | 54.5 | 63.4 | 65.3 | 67.1 |
| 당기순이익률 (%) | -27.9 | 29.9 | 37.3 | 35.4 | 35.9 |
| ROA (%) | -8.9 | 18.0 | 23.5 | 21.3 | 19.6 |
| ROE (%) | -15.6 | 31.1 | 35.6 | 29.0 | 24.6 |

## 현금흐름표

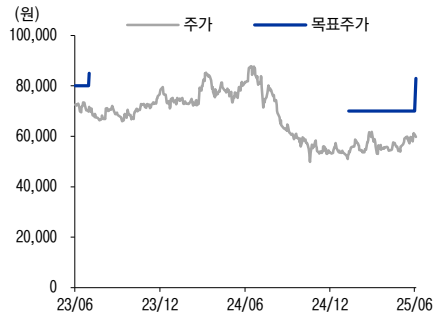
| (단위: 십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **4,278** | **29,796** | **41,465** | **51,252** | **59,114** |
| 당기순이익(손실) | -9,138 | 19,797 | 31,778 | 35,153 | 38,505 |
| 비현금수익비용가감 | 15,033 | 17,054 | 15,217 | 19,263 | 22,366 |
| 영업활동 자산부채변동 | 794 | -5,600 | -3,900 | -3,164 | -1,756 |
| 매출채권의 감소(증가) | -1,406 | -5,098 | -3,112 | -2,674 | -1,521 |
| 매입채무의 증가(감소) | 83 | -1,103 | 5,664 | 2,509 | 1,428 |
| **투자활동현금흐름** | **-7,335** | **-18,005** | **-32,082** | **-34,343** | **-36,995** |
| 유형자산처분(취득) | -6,785 | -15,898 | -28,954 | -32,789 | -35,412 |
| 무형자산감소(증가) | -454 | -697 | -682 | -682 | -682 |
| 기타투자활동 | -221 | 9 | -3,295 | -320 | -333 |
| **재무활동현금흐름** | **5,697** | **-8,704** | **-3,266** | **-8,738** | **-7,015** |
| 차입금의증가(감소) | 6,507 | -7,977 | -2,507 | -7,000 | -5,000 |
| 자본의증가(감소) | -801 | -732 | -2,280 | -1,738 | -2,015 |
| 배당금의 지급 | -826 | -826 | -2,295 | -1,738 | -2,015 |
| **현금의 증가** | **2,610** | **3,618** | **6,156** | **8,171** | **15,104** |
| 기초현금 | 4,977 | 7,587 | 11,205 | 17,361 | 25,532 |
| 기말현금 | 7,587 | 11,205 | 17,361 | 25,532 | 40,636 |

## 주요투자지표

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| **투자지표 (x)** | | | | | |
| P/E | -10.7 | 6.1 | 6.4 | 5.8 | 5.3 |
| P/B | 1.9 | 1.7 | 2.0 | 1.5 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 21.7 | 3.9 | 4.0 | 3.1 | 2.5 |
| P/CF | 17.5 | 3.4 | 4.5 | 3.9 | 3.5 |
| 배당수익률 (%) | 0.8 | 1.3 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -26.6 | 102.0 | 28.7 | 16.6 | 8.0 |
| 영업이익 | 적전 | 흑전 | 63.4 | 19.0 | 8.8 |
| EPS | 적전 | 흑전 | 60.0 | 10.5 | 9.5 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 부채비율 | 87.5 | 62.2 | 44.0 | 30.2 | 22.0 |
| 유동비율 | 145.0 | 169.3 | 180.3 | 207.6 | 250.6 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS | -13,242 | 28,719 | 45,946 | 50,762 | 55,603 |
| BPS | 73,495 | 101,515 | 143,118 | 188,775 | 238,634 |
| DPS | 1,200 | 2,204 | 2,520 | 2,930 | 3,130 |

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터

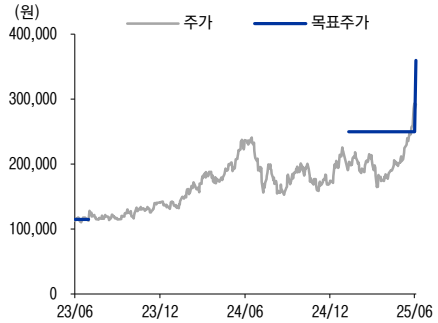
## 삼성전자 목표주가 추이




## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) | | | 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 최고대비 | 최저대비 | 평균대비 | | | | 최고대비 | 최저대비 | 평균대비 |
| 2023.02.15 | Buy | 80,000원 | -8.3 | | -16.8 | | | | | | |
| 2023.07.27 | Buy | 85,000원 | -15.3 | | -18.8 | | | | | | |
| 2023.09.22 | | 커버리지 제외 | | | | | | | | | |
| 2025.02.05 | 변경 | 차용호 | | | | | | | | | |
| 2025.02.05 | Buy | 70,000원 | -11.7 | | -18.9 | | | | | | |
| 2025.07.01 | Buy | 83,000원 | | | | | | | | | |

## SK하이닉스 목표주가 추이




## 투자의견 변동내역

| 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) | | | 일시 | 투자의견 | 목표가격 | 괴리율(%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 최고대비 | 최저대비 | 평균대비 | | | | 최고대비 | 최저대비 | 평균대비 |
| 2023.03.21 | Buy | 115,000원 | 3.9 | | -14.6 | | | | | | |
| 2023.07.05 | Hold | 115,000원 | | -4.1 | 2.4 | | | | | | |
| 2023.09.22 | | 커버리지 제외 | | | | | | | | | |
| 2025.02.05 | 변경 | 차용호 | | | | | | | | | |
| 2025.02.05 | Buy | 250,000원 | 17.2 | | -17.6 | | | | | | |
| 2025.07.01 | Buy | 360,000원 | | | | | | | | | |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

### 투자등급 및 적용 기준

| 구분 | 투자등급 guide line (투자기간 6~12개월) | 투자등급 | 적용기준 (향후12개월) | 투자의견 비율 | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|
| Sector (업종) | 시가총액 대비 | Overweight (비중확대) | | | |
| | 업종 비중 기준 | Neutral (중립) | | | |
| | 투자등급 3단계 | Underweight (비중축소) | | | |
| Company (기업) | 절대수익률 기준 | Buy (매수) | +15% 이상 기대 | 89.2% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경 |
| | 투자등급 3단계 | Hold (보유) | -15% ~ +15% 기대 | 10.8% | |
| | | Sell (매도) | -15% 이하 기대 | | |
| | | **합계** | | **100.0%** | 투자의견 비율은 2024.7. 1 ~ 2025. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신) |