

| 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

반도체/소부장

Analyst 차용호

yonghocha@ls-sec.co.kr



LS투자증권 반도체/소부장 담당 차용호입니다.

**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.

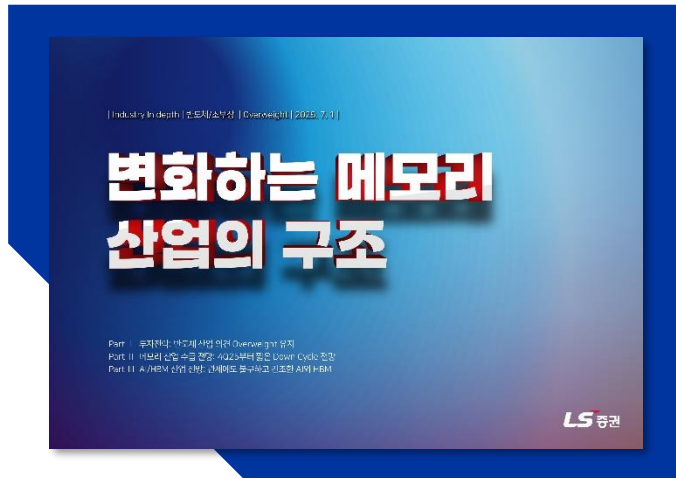
**Part III AI/HBM 산업 전망**에서는 AI Chip과 HBM 산업에 대한 수급 전망을 분석했습니다. 2026년 HBM 공급 초과분은 +1%로 안정적인 수급 상황이 이어질 것이며 Non-Nvidia향 HBM 수요 비중은 2025년 34% → 2026년 43%으로 확대되며 고객사 다변화 수혜가 이루어질 전망입니다.

**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 해안으로 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

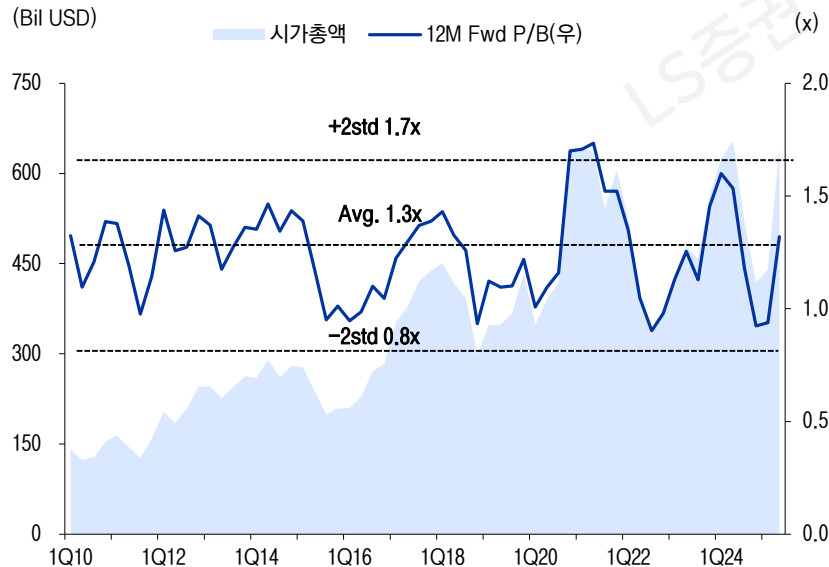
- 반도체 업종 내 대형주(Overweight)가 소부장(Neutral) 업체들 대비 유리할 것이라 판단 유지.
- 메모리 산업의 12M Fwd P/B는 1.3x로 1Q25 미국의 상호 관세 우려로 인해 조정을 받았으나 관세 유예 및 견조한 HBM 수요에 기인하여 밴드 중단까지 반등.
- 중국 업체들의 공급 증가 Risk로 인해 메모리 공급 업체들의 신규 Capa 증설은 제한적일 것이며 이는 심각한 과잉 공급을 방지하는 계기로 작용.
- 단기적인 Risk로는 7월 8일 미국의 상호 관세 만료가 예상되며 시장에서는 관세에 대한 유예를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

## ● 최선호주 삼성전자, SK하이닉스

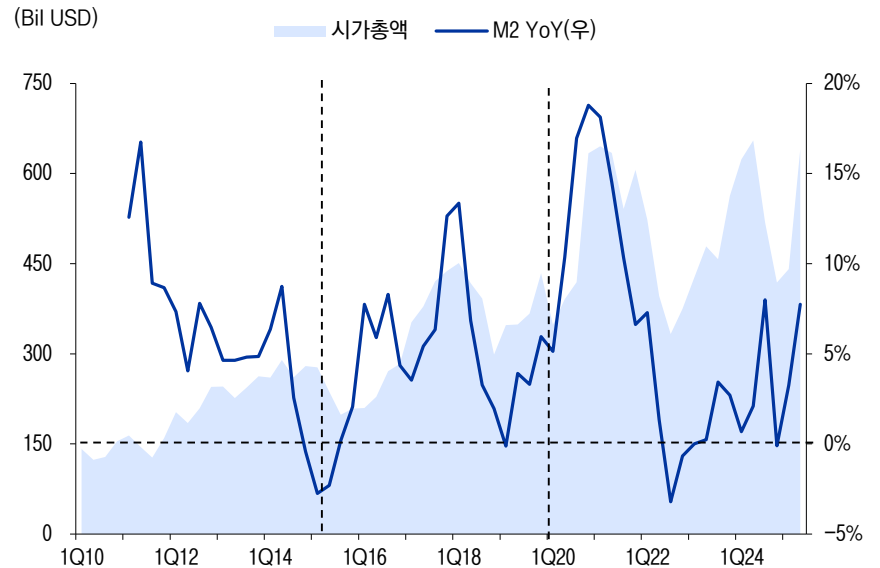
- 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 최선호주 및 투자의견 Buy를 유지. 단기간 내에는 SK하이닉스의 모멘텀이 강세를 이루겠지만 중장기적인 관점에서는 삼성전자가 Risk 대비 Return이 더 큰 구간으로 판단.

- 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



# HBM을 중심으로 한 Valuation Gap 확대

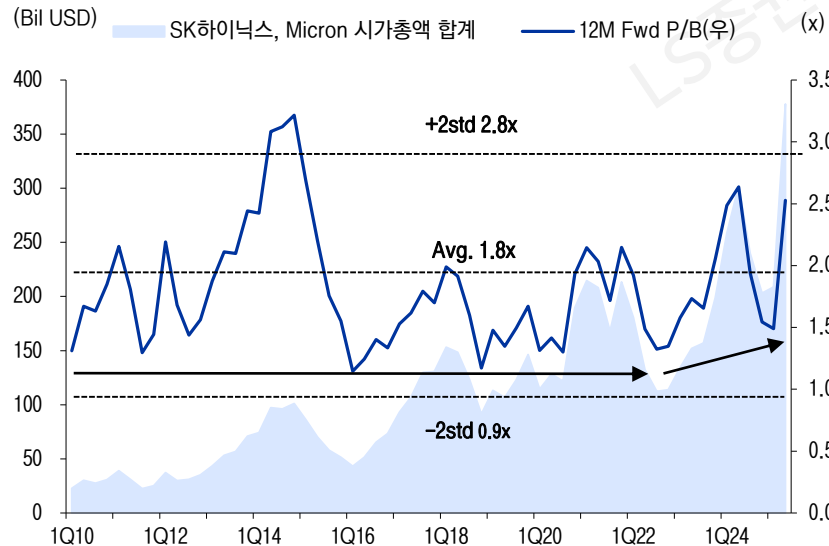
## ● HBM은 메모리 산업의 P/B밴드 하단을 상향 조정하는 요인

- 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 과거 12M 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 시가 가장 강하게 부각되었던 1H24 당시 Valuation까지 상승.

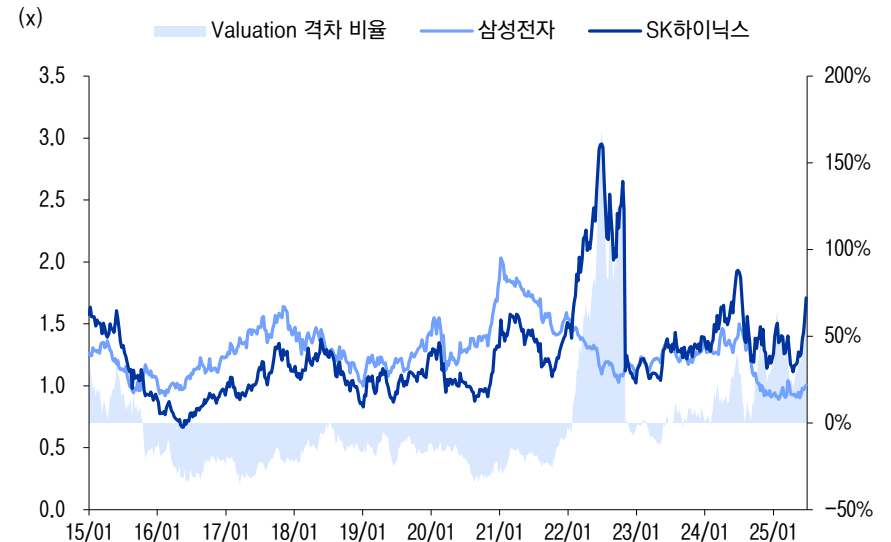
## ● HBM을 중심으로 한 Valuation Gap 확대

- 2025년 HBM 수요의 66%를 차지하는 Nvidia향 납품 여부에 따라 메모리 공급업체들의 실적과 Valuation이 좌우되고 있음.
- Nvidia향 진입이 지연되는 삼성전자는 **메모리 Down Cycle**을 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



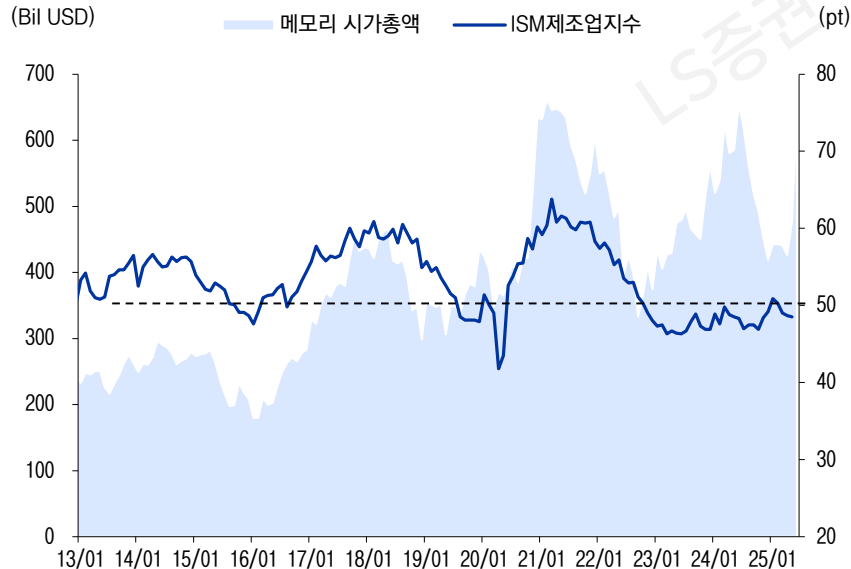
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

# ISM 제조업 지수는 지속 하락세

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

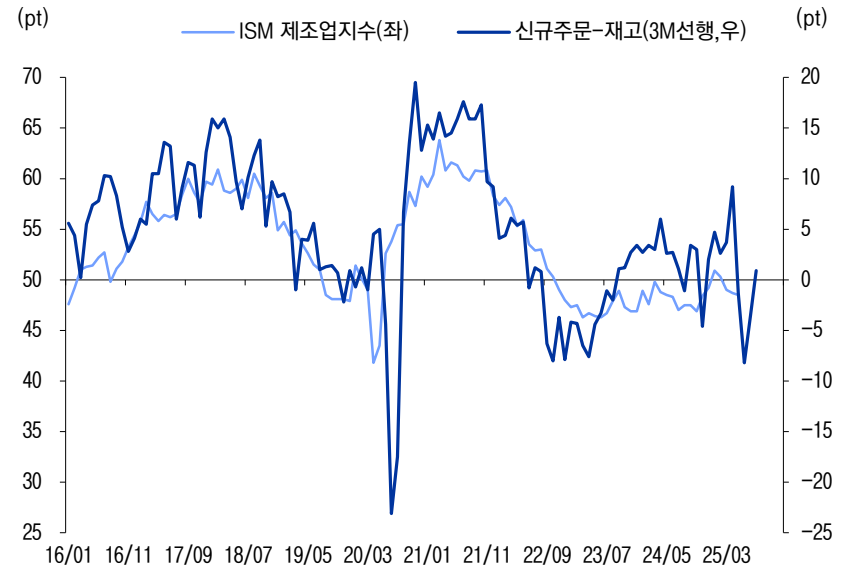
- 그동안 Conventional 메모리 중심의 Cycle은 ISM제조업 지수와 높은 상관관계를 보여왔음.
- **ISM제조업 지수는 2025년 1월 관세로 인한 Pull-In 수요 효과로 일시적으로 50을 상회하였으나 이후 4개월 연속 하락을 지속.**
- ISM제조업 지수를 선행하는 신규주문-재고도 가파르게 감소하였으며 5월 반등하였으나 신규 주문 증가(47.2→47.6)보다는 재고 소진 (50.8→46.7)에 기인.
- 다만, 1H24와 2Q25에는 AI로 인한 B2B 수요가 메모리 업체들의 실적과 Valuation을 좌우하며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

메모리 시가총액 및 ISM 제조업 지수 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

ISM 제조업지수 및 신규주문-재고



# 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 이유일 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.

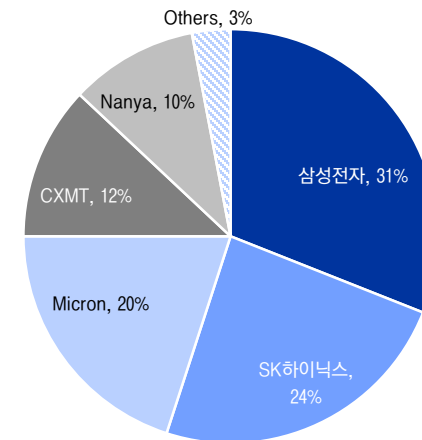
Case1: CXMT의 기술력이 미비하며, 정부의 지시로 인한 무리한 Tech Migration → 선두 업체들의 HBM 위주 생산으로 인한 Conv.DRAM 공급 부족 심화.

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

## 공급업체별 DDR4 EOL(End of Line) 일정

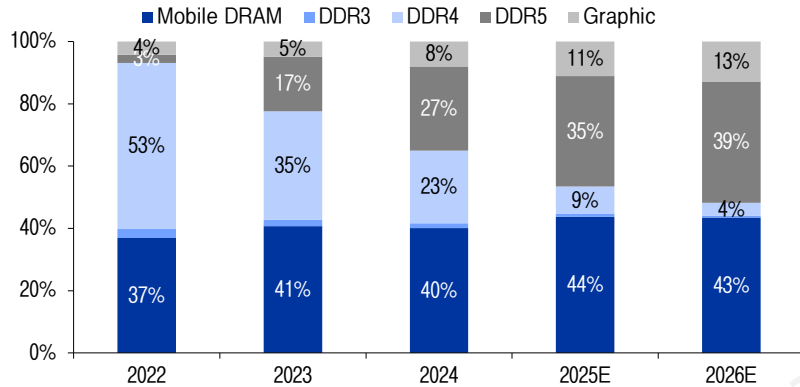
Product	Company	Technology	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	
PC and Server	Module	Samsung 1Z	EOL					
		SK hynix 1Z	EOL Reserve some production lines for specific customers					
		Micron 1alpha	EOL					
		CXMT G3	EOL					
		Nanya 20/1B						
	Component	Samsung 1Z	EOL					
		SK hynix 1Z	EOL					
		Micron 1alpha	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

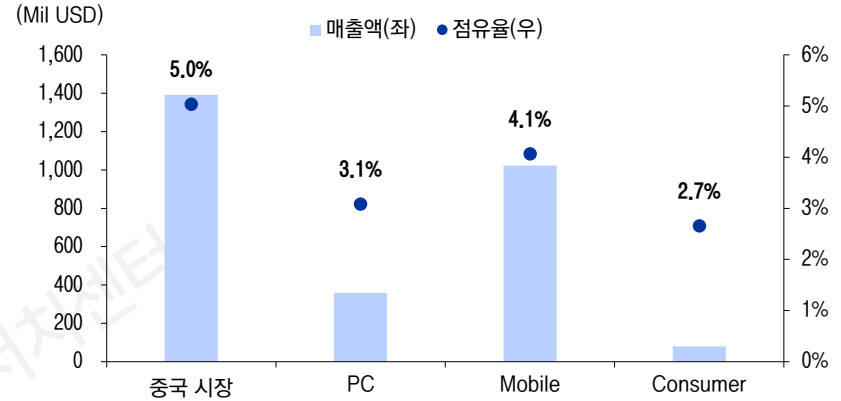


# DDR4 시장 및 HBM 로드맵

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: Trendforce, 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		

# 전통적인 메모리 산업에 대한 Valuation

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

- 메모리 산업은 주로 12M Fwd PBR로 가치 평가를 하고 고PER 매수 및 저PER 매도 전략이 유효한 산업이었으며 주요 요인은 다음과 같음.

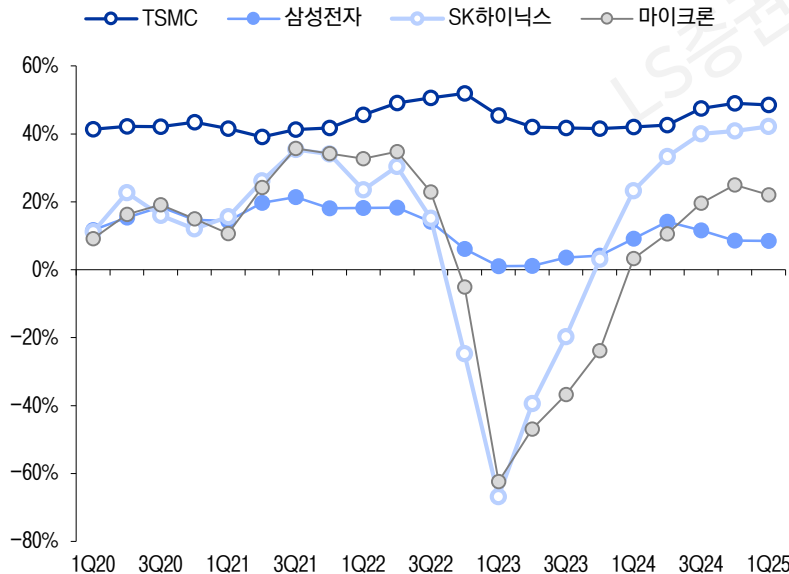
① **업황에 따른 실적 변동성이 큰 산업**: 메모리는 Cyclical 산업으로 수익성의 변동폭이 크기 때문에 **12M Fwd 이후의 실적 전망의 어려움이 존재**.

또한 기업의 실적이 좋은 저PER에서는 곧 실적 악화의 Down Cycle이 시작되고, 실적이 안 좋은 고PER에서는 곧 실적 회복의 Up Cycle이 시작될 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**.

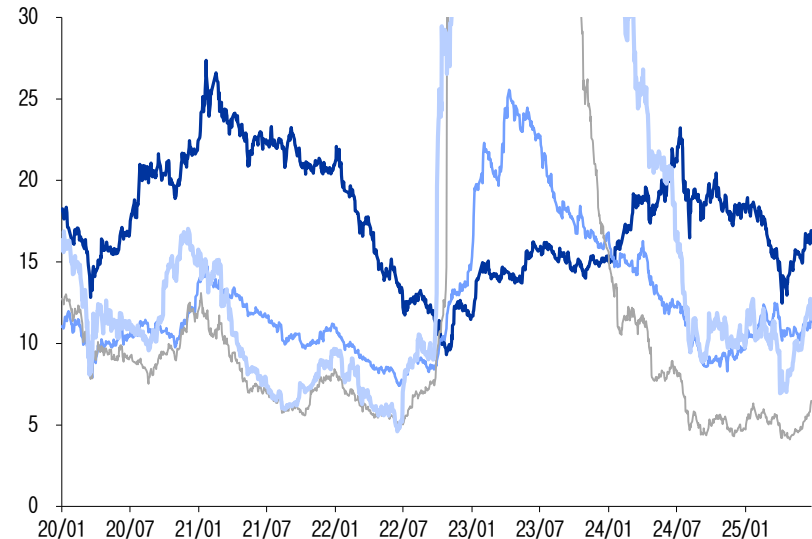
TSMC와 메모리 업체들의 OPM 비교



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

TSMC와 메모리 업체들의 PER 비교

(12M Fwd PER) — TSMC — 삼성전자 — SK하이닉스 — 마이크론

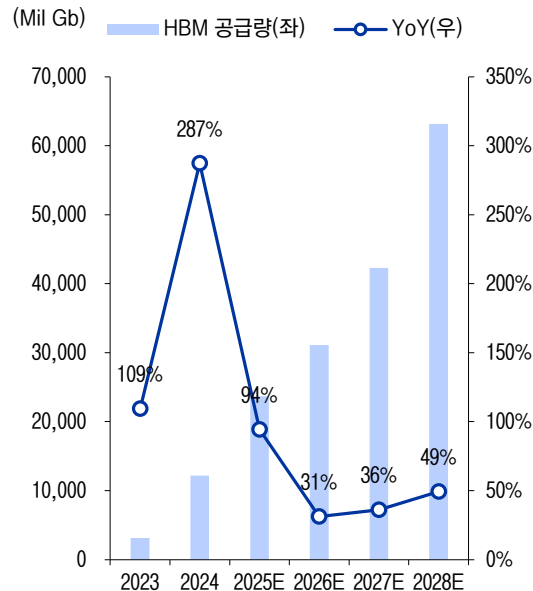


# 변화하는 메모리 산업의 구조

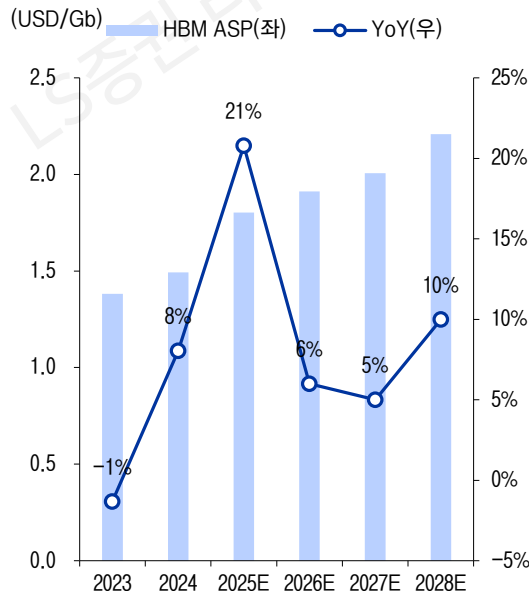
## ● 맞춤형 메모리의 증가 → 기술력이 경쟁력이 되는 시기

- 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 약화할 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 예상됨.**

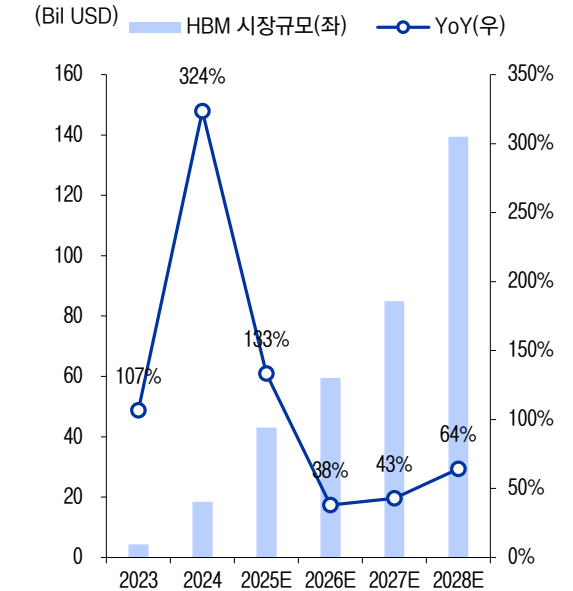
### HBM 공급량 추이 및 전망



### HBM ASP 추이 및 전망



### HBM 시장 규모 추이 및 전망



자료: Trendforce, 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 불과하지만 매출액 비중은 25년 45%, 26년 50%를 차지할 전망.
- 안정적인 수익성을 확보한다면 TSMC와 같이 PER 평가가 전혀 불가능하지는 않을 것이며, 전력기기, 조선 산업 등 PBR → PER Valuation 전환의 사례도 존재함.
- HBM의 실적 기여는 3년차이며 불과 2년전인 23년 SK하이닉스는 적자였기 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 가능할 것.
- 따라서, 4Q25부터 Conv. 메모리 Down Cycle을 앞둔 상황에서 HBM의 수혜를 얻고 있지 못한 삼성전자의 주가는 12M Fwd BPS x PBR 밴드 하단에 위치해있는 반면, SK하이닉스와 Micron의 주가는 2026년 BSP x PBR 중단에 위치해있는 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

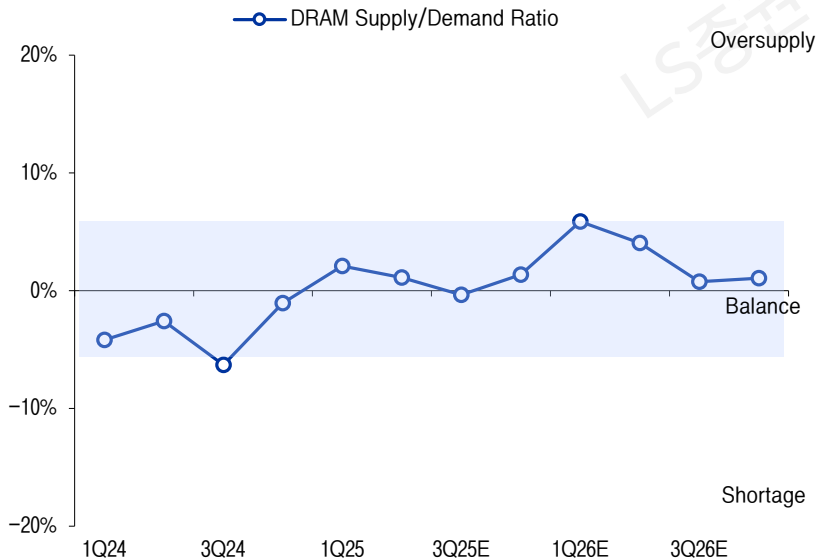
## ● DRAM: 4Q25~1H26의 짧은 Down Cycle 전망

- 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.

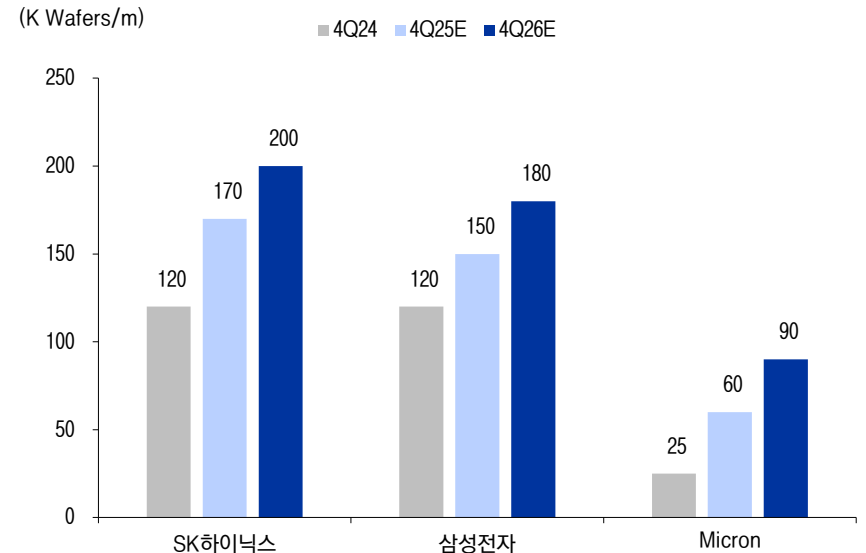
## ● 공급 측면에서는 CXMT의 DDR5 수율이 가장 큰 변수

- 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 Cycle의 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

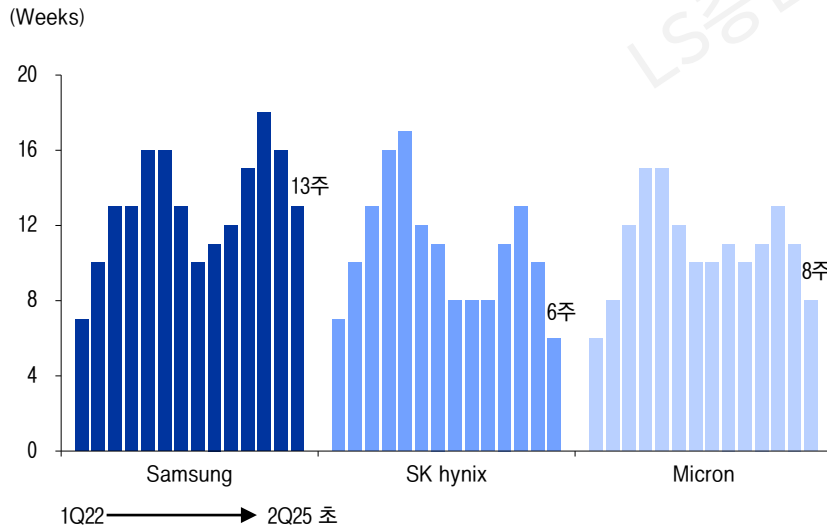


# DRAM 재고 업데이트

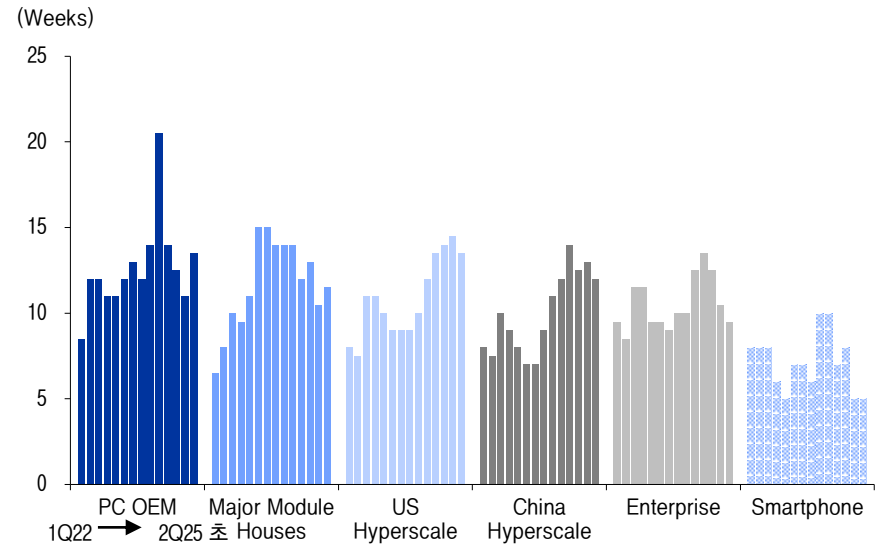
## ● Pull-In 수요 지속에 따른 공급업체 재고

- 2Q25초 기준 메모리 공급업체들의 재고 일수는 6~13주로 전분기 대비 지속해서 감소하고 있음.
- 2025년 5월 미중 관세가 90일간 유예되었으며, 스마트폰 및 PC 조립의 상당 부분이 중국에서 이루어지기 때문에 Pull-In 수요 효과가 지속되었음.
- Pull-In 수요 지속으로 인해 3Q25까지 가격 상승세가 이어질 것으로 예상되지만 4Q25부터는 Pull-In 효과 소멸에 따른 수요 공백이 예상됨.
- 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 Set수요와 4Q25~1H26까지의 Conventional DRAM 가격 Down Cycle을 전망.

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
	<b>TTL</b>			<b>535</b>	<b>600</b>	<b>650</b>	<b>670</b>	<b>645</b>	<b>645</b>	<b>655</b>
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
	<b>TTL</b>			<b>368</b>	<b>380</b>	<b>435</b>	<b>480</b>	<b>500</b>	<b>515</b>	<b>530</b>
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
	<b>TTL</b>			<b>320</b>	<b>310</b>	<b>310</b>	<b>315</b>	<b>320</b>	<b>330</b>	<b>340</b>
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
	<b>TTL</b>			<b>36</b>	<b>38</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>44</b>
Winbond	Fab6 - specialty	Taiwan	12	10	10	10	10	10	9	8
	FabC	Taiwan	12	14	15	14	13	14	15	15
	<b>TTL</b>			<b>24</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>24</b>
JHICC		China	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
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
	<b>TTL</b>			<b>140</b>	<b>155</b>	<b>185</b>	<b>210</b>	<b>230</b>	<b>260</b>	<b>280</b>
<b>Total</b>			<b>1,486</b>	<b>1,574</b>	<b>1,715</b>	<b>1,803</b>	<b>1,822</b>	<b>1,886</b>	<b>1,950</b>	<b>1,965</b>

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

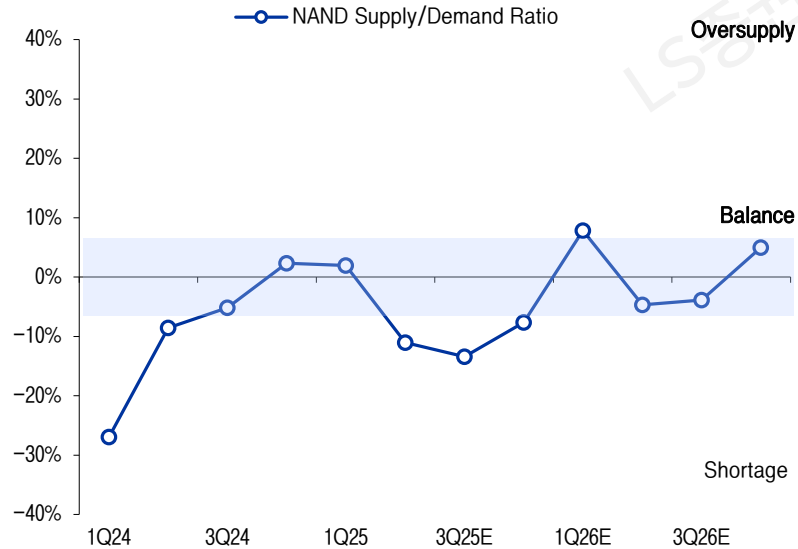
## ● NAND 공급 증가 제한적

- 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 전환 투자를 지속하며 Wafer Input 은 4Q24 560K/m → 4Q25 400K/m로 자연 감산 기조 유지.
- SK하이닉스는 2H25 321L 전환 투자를 추진하며, 솔리다임의 다렌 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: Trendforce, 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%

# 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
	<b>TTL</b>		<b>360</b>	<b>440</b>	<b>530</b>	<b>560</b>	<b>450</b>	<b>410</b>	<b>401</b>	<b>400</b>
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
	<b>Total SK Hynix TTL</b>		<b>195</b>	<b>200</b>	<b>230</b>	<b>235</b>	<b>230</b>	<b>230</b>	<b>230</b>	<b>230</b>
	>KIOXIA/WDC	Yokkaichi Fab2(New)	Japan	80	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
<b>TTL</b>			<b>390</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>	<b>460</b>
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
	<b>TTL</b>		<b>130</b>	<b>130</b>	<b>155</b>	<b>155</b>	<b>152</b>	<b>155</b>	<b>157</b>	<b>157</b>
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	<b>TTL</b>		<b>120</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>130</b>	<b>140</b>	<b>140</b>	<b>150</b>	<b>160</b>
<b>Total</b>			<b>1,222</b>	<b>1,387</b>	<b>1,534</b>	<b>1,570</b>	<b>1,460</b>	<b>1,423</b>	<b>1,428</b>	<b>1,437</b>

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.
- 전반적으로 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%

## Part III

# AI/HBM 산업 전망

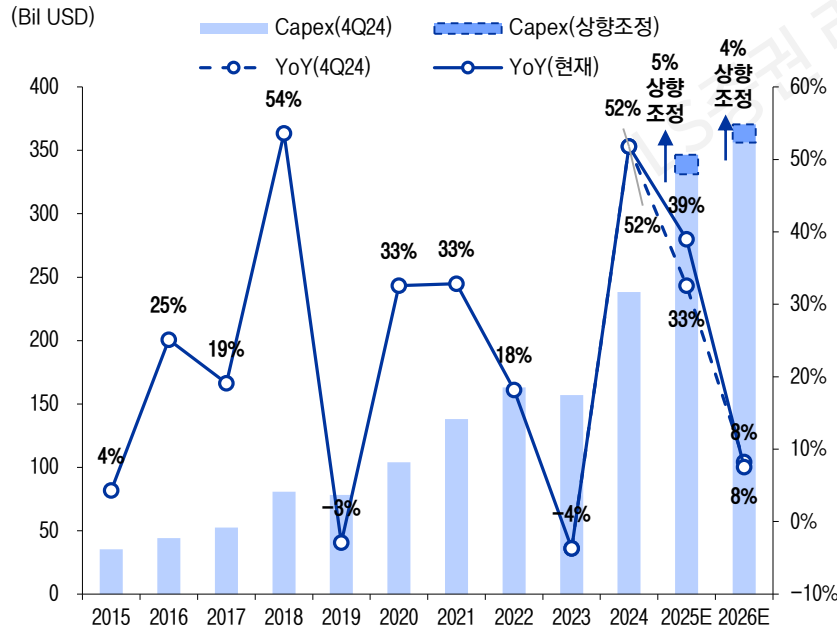
### 견조한 AI와 HBM

- 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 가이드언스를 제공하기 전에 애널리스트들은 기계적으로 +8%YoY라 추정했지만 4Q25 실적 발표에 가이드언스 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

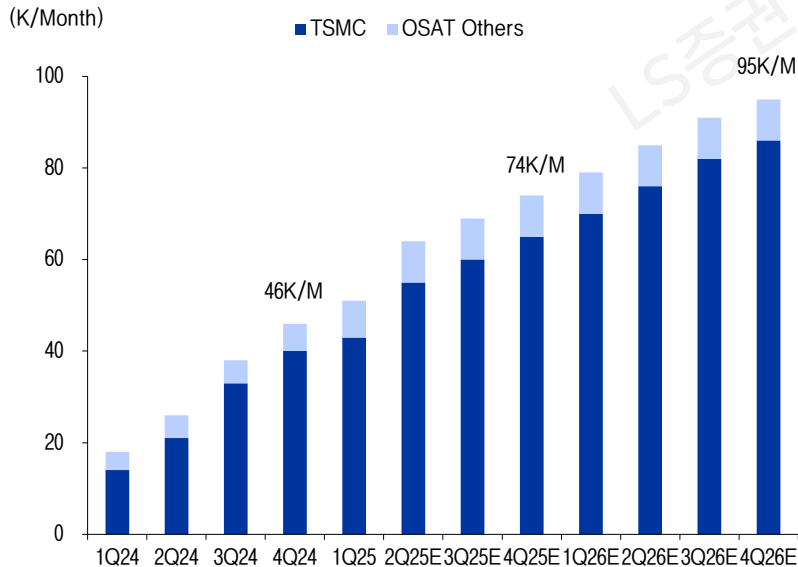
(단위: Mil USD)	기존(25.02)		변경(25.05)		변경내역		%	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
업체명								
Apple	12,110	13,410	12,499	13,094	389	-316	3%	-2%
Microsoft	67,711	74,478	70,565	78,762	2,854	4,284	4%	6%
Google	73,316	81,271	77,443	82,523	4,127	1,251	6%	2%
Amazon	100,870	105,708	105,859	109,834	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

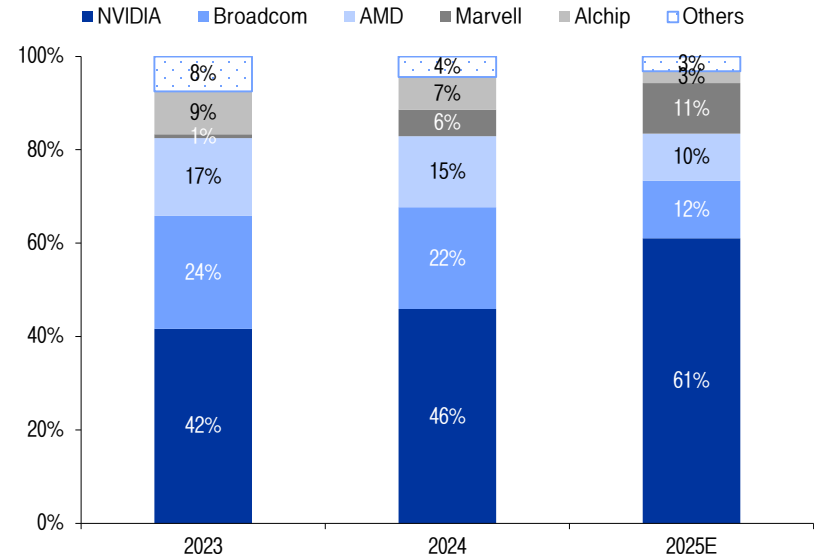
## ● 견조한 CoWoS 수요 지속에 따른 Capa 증설 지속

- 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 지속되겠지만 점차 Nvidia의 비중을 감소할 것.

CoWoS Capa 추이 및 전망



CoWoS Capa 수요 비중

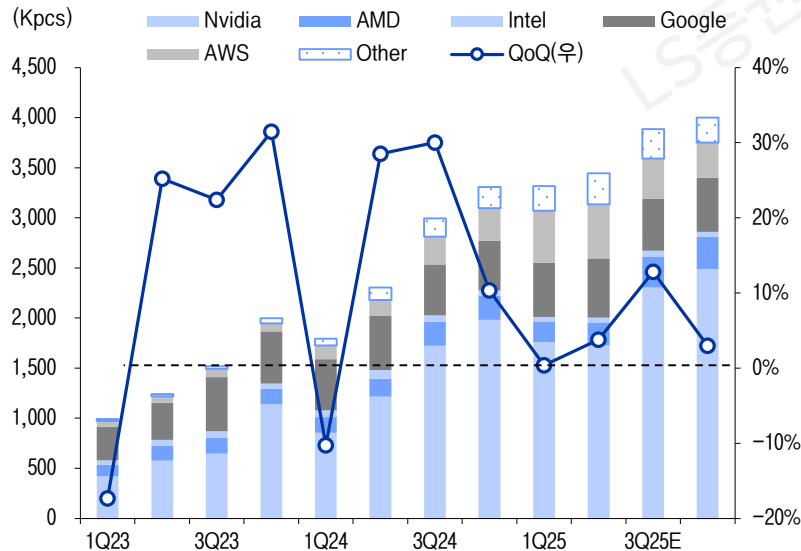


# AI Chip 전망

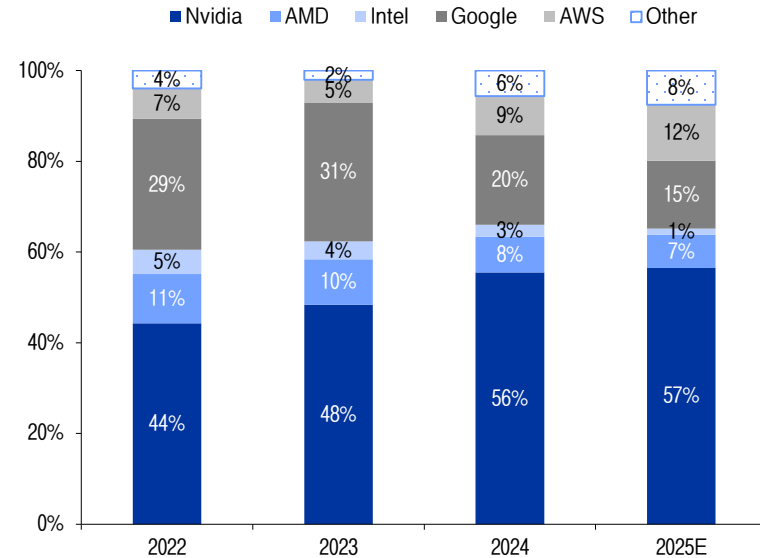
## ● 2025년에도 Nvidia의 압도적인 점유율 유지

- 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.**
- **AMD**는 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 **Google**은 높은 기저 효과로 인해 2025년 출하량이 +7%YoY 증가에 그치며 점유율이 **2024년 20% → 2025년 15%로 축소.**
- 2025년 **AWS**의 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

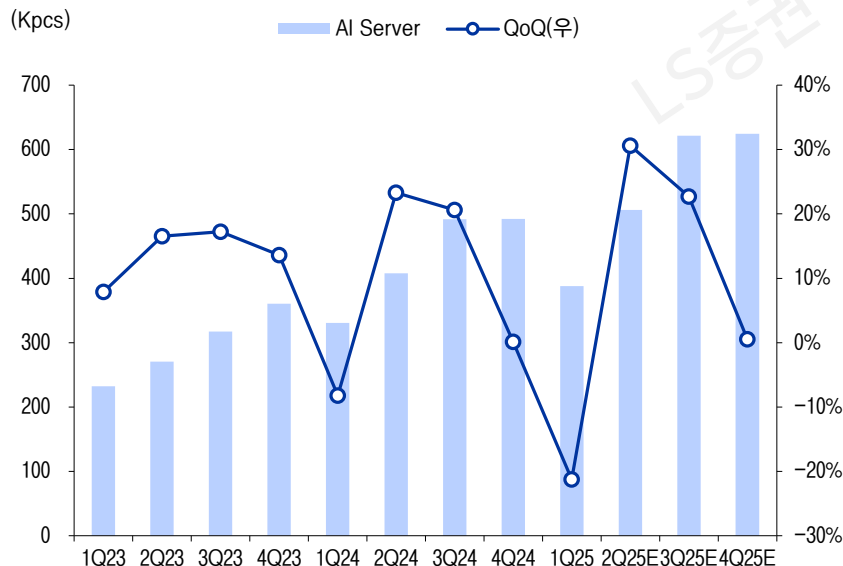


# AI Server 전망

## ● 관세 이후에도 AI Server 출하 계획은 견조함을 유지

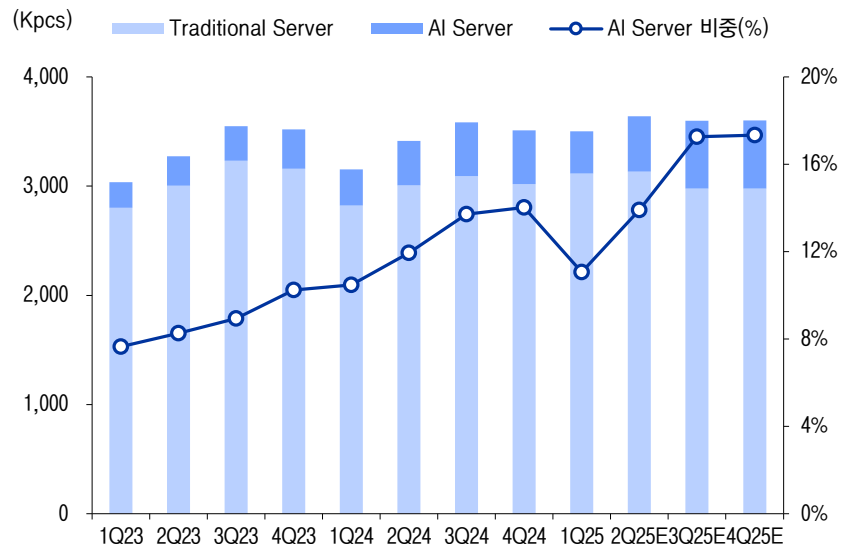
- 관세로 인한 대내외 불확실성 확대되고 있지만 **전체 Server 출하량은 +5%YoY 증가한 14,346K대로 견조한 수요가 지속될 전망**
- **2025년 Traditional Server 출하량은 +2%YoY 증가한 12,206K대인 반면, AI Server 출하량은 +24%YoY 증가한 2,140K대로 전망.**
- **전체 Server 내 AI Server 출하량 비중은 4Q24 14.0% → 4Q25 17.3%까지 확대될 것으로 예상.**
- AI Server 내 GPU 점유율은 2024년 74.5% → 2025년 76.2%로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

### AI Server 출하 추이 및 전망



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

### 전체 Server 내 AI Server 비중 추이 및 전망

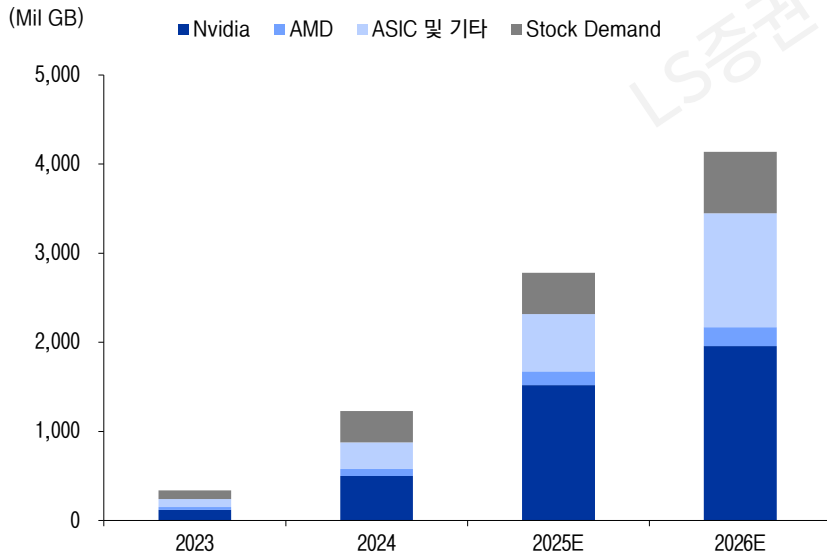


# HBM 산업 전망

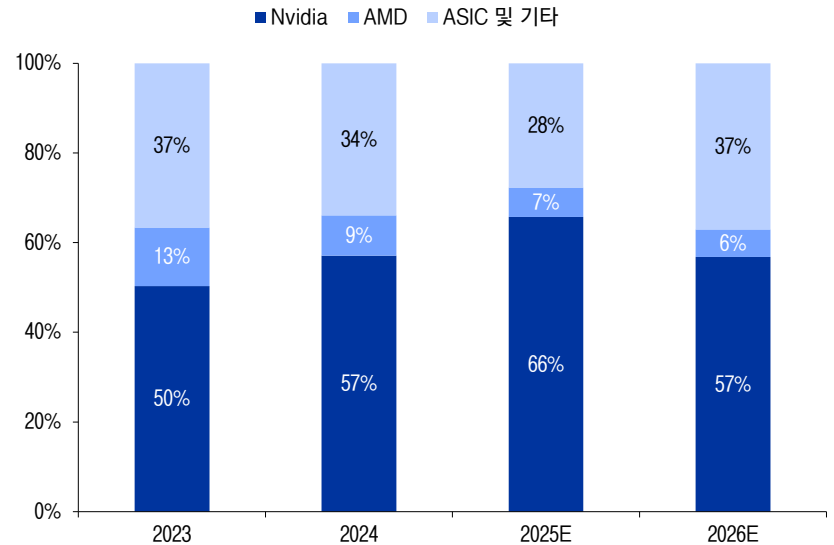
## ● HBM 수요 전망

- 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.

HBM 수요 전망



Stock Demand 제외 실수요 비중 전망



# 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

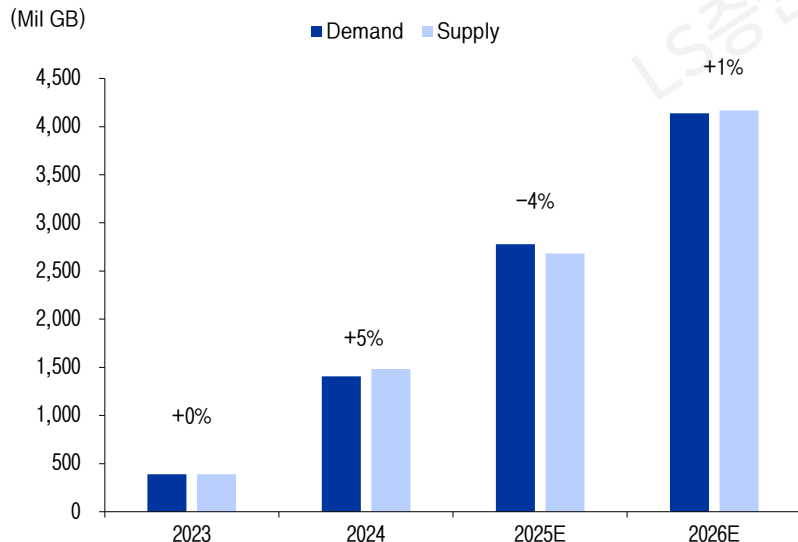
(SK하이닉스) HBM 시장 내 점유율 25년 57% → 26년 47% 전망. HBM 선두 기업으로 25년 소폭 점유율이 상승할 것이지만, 2026년 삼성전자의 신규 진입으로 인한 과잉 공급을 우려하며 보수적인 투자 기조(TSV Capa 4Q25 170K/M → 4Q26 200K/M)을 유지할 것으로 예상.

(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).

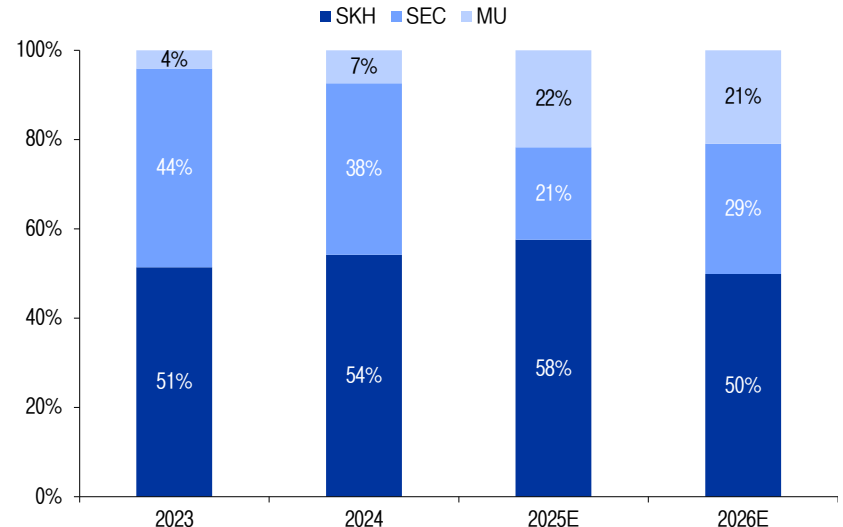
4Q25 HBM3e 12Hi, 1H26 HBM4 납품 성공을 가정하여 산출. HBM4 통과를 위해서는 DRAM 1cm 수율과 Base Die(삼성파운드리 4nm)의 성능이 중요할 것.

(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



# 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
	<b>Total</b>	<b>51</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>79</b>	<b>85</b>	<b>91</b>	<b>95</b>	<b>774</b>	<b>1050</b>
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
<b>Total</b>	<b>49</b>	<b>55</b>	<b>73</b>	<b>81</b>	<b>86</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>88</b>	<b>775</b>	<b>1,048</b>	
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
<b>Total</b>	<b>3,708</b>	<b>4,120</b>	<b>3,960</b>	<b>3,594</b>	<b>5,731</b>	<b>6,097</b>	<b>4,637</b>	<b>3,539</b>	<b>15,382</b>	<b>20,003</b>	
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
<b>Total</b>	<b>136</b>	<b>150</b>	<b>200</b>	<b>241</b>	<b>185</b>	<b>182</b>	<b>189</b>	<b>212</b>	<b>181</b>	<b>190</b>	
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
	<b>CoWoS Demand</b>	<b>419</b>	<b>516</b>	<b>660</b>	<b>722</b>	<b>964</b>	<b>1,007</b>	<b>795</b>	<b>682</b>	<b>2,316</b>	<b>3,448</b>
	Stock Demand	84	103	132	144	193	201	159	136	463	690
<b>Total Demand</b>	<b>503</b>	<b>619</b>	<b>792</b>	<b>866</b>	<b>1,061</b>	<b>1,108</b>	<b>875</b>	<b>750</b>	<b>2,780</b>	<b>4,138</b>	
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%
	<b>CoWoS Demand</b>	<b>83%</b>	<b>83%</b>	<b>83%</b>	<b>83%</b>	<b>91%</b>	<b>91%</b>	<b>91%</b>	<b>91%</b>	<b>83%</b>	<b>83%</b>
	Stock Demand	17%	17%	17%	17%	18%	18%	18%	18%	17%	17%
<b>Total Demand</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	

# HBM 공급 가정

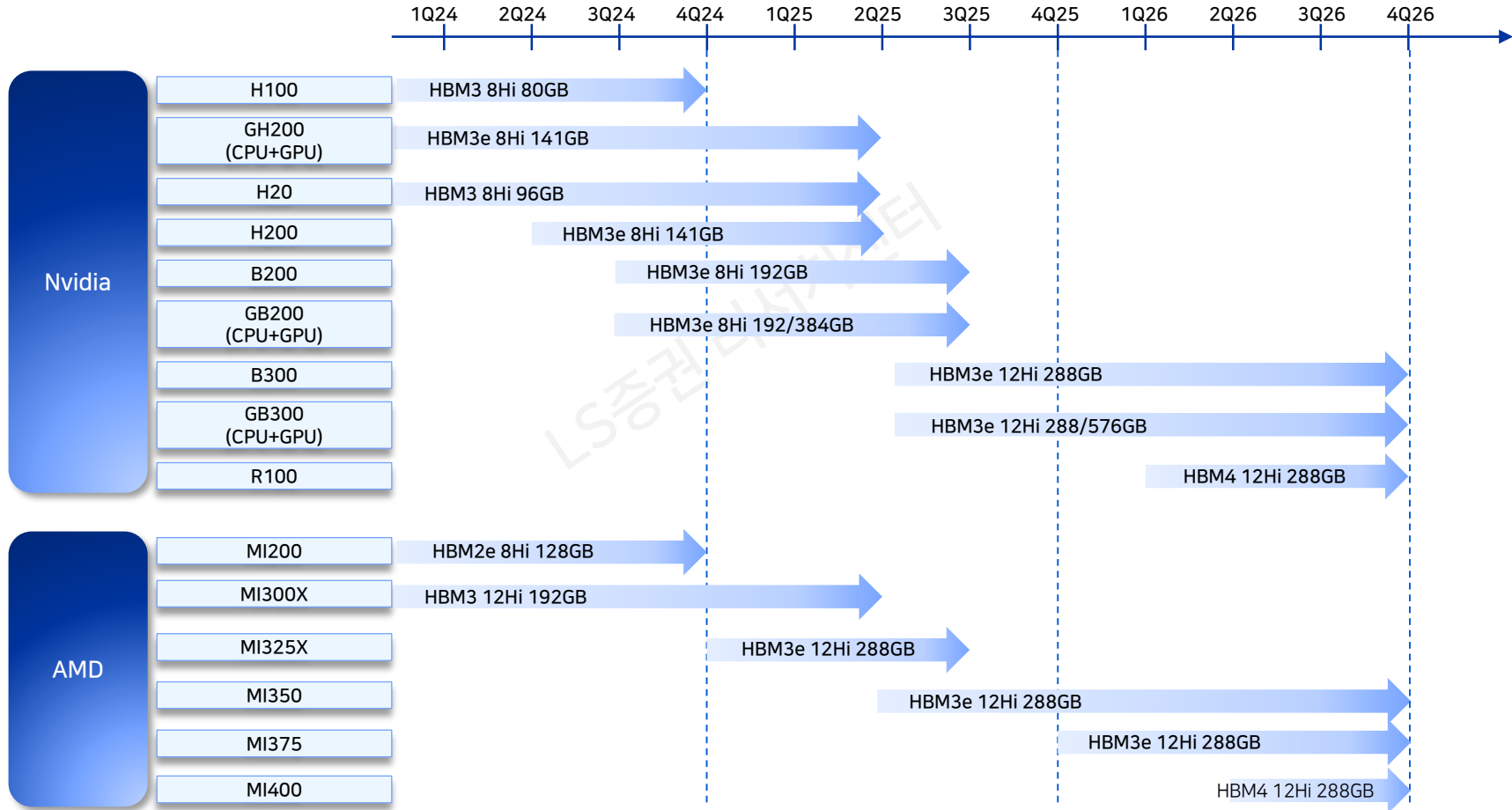
## ● HBM 공급 주요 가정

		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
	<b>Total</b>	<b>295</b>	<b>330</b>	<b>355</b>	<b>380</b>	<b>400</b>	<b>425</b>	<b>450</b>	<b>470</b>	<b>4,080</b>	<b>5,235</b>
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%
	<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
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
	<b>Total</b>	<b>490</b>	<b>585</b>	<b>700</b>	<b>907</b>	<b>923</b>	<b>969</b>	<b>1,051</b>	<b>1,058</b>	<b>2,681</b>	<b>4,167</b>
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%
	<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
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
	<b>Total</b>	<b>1.66</b>	<b>1.72</b>	<b>1.73</b>	<b>1.77</b>	<b>1.73</b>	<b>1.82</b>	<b>1.90</b>	<b>1.99</b>	<b>1.73</b>	<b>1.87</b>
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
	<b>Total</b>	<b>6,507</b>	<b>8,023</b>	<b>9,706</b>	<b>12,833</b>	<b>12,895</b>	<b>14,404</b>	<b>16,772</b>	<b>18,127</b>	<b>37,068</b>	<b>62,198</b>
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%
	<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

자료: LS증권 리서치센터

# Appendix. AI Chip Roadmap

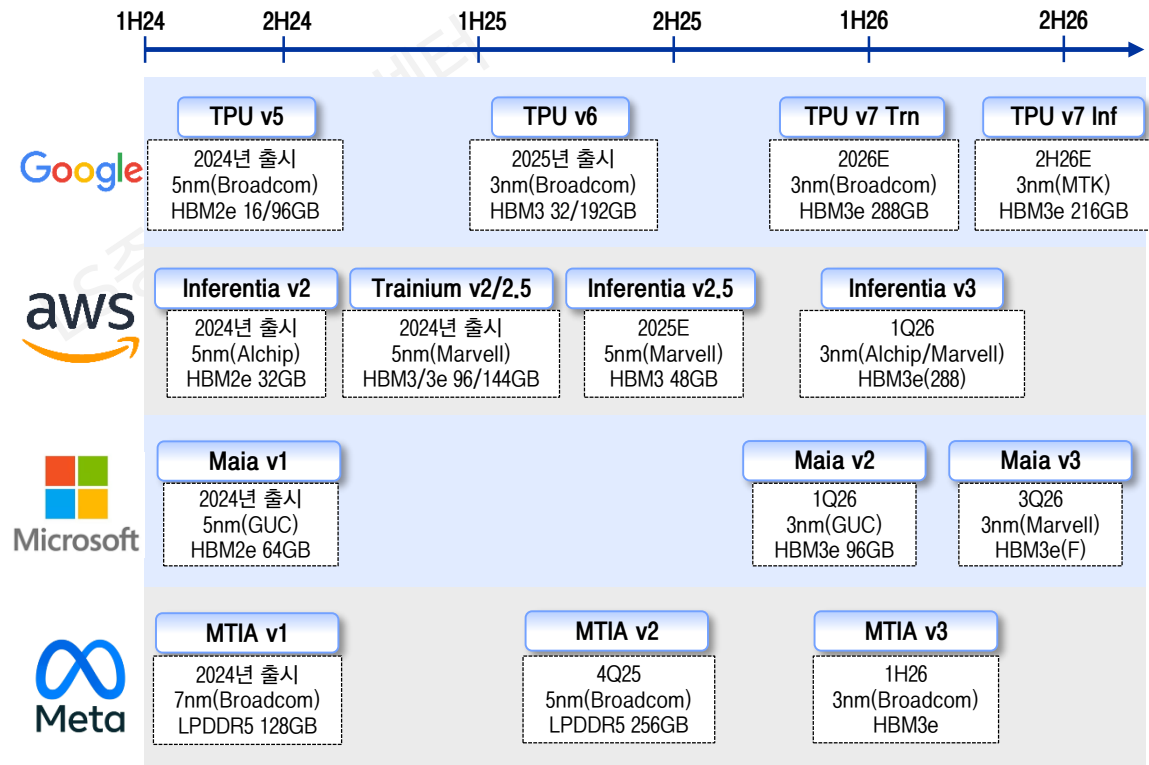
## ● 주요 AI Chip 공급 업체 로드맵



# 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.



## 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 (유지)

목표주가 (상향)	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%



자료: 삼성전자, LS증권 리서치센터 / 주: 지배주주 순이익 기준

### ● 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.**

### ● 투자 의견 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 1nm 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 쉘 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.

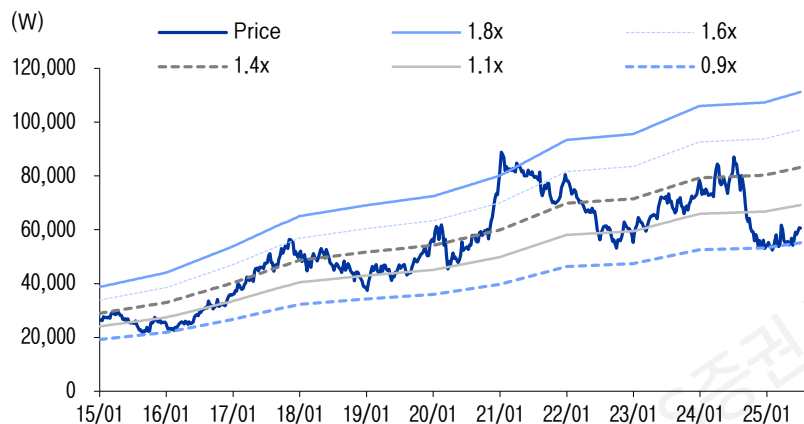
### Financial Data

(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

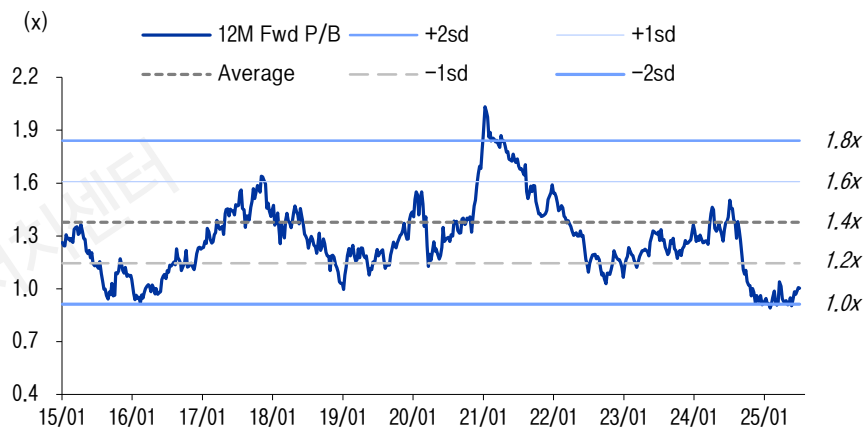
# 삼성전자 (005930)

## ● 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	<b>83,000원</b>	<b>1,000원 미만 반올림</b>
현재주가	59,800원	2025년 6월 30일 종가 기준
상승여력	38.8%	

# 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%	

# 삼성전자 (005930)

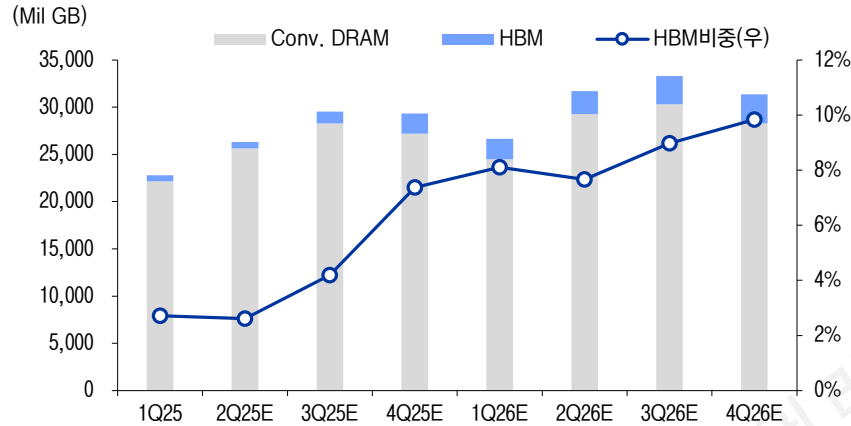
## ● HBM 실적 추이 및 전망

		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%

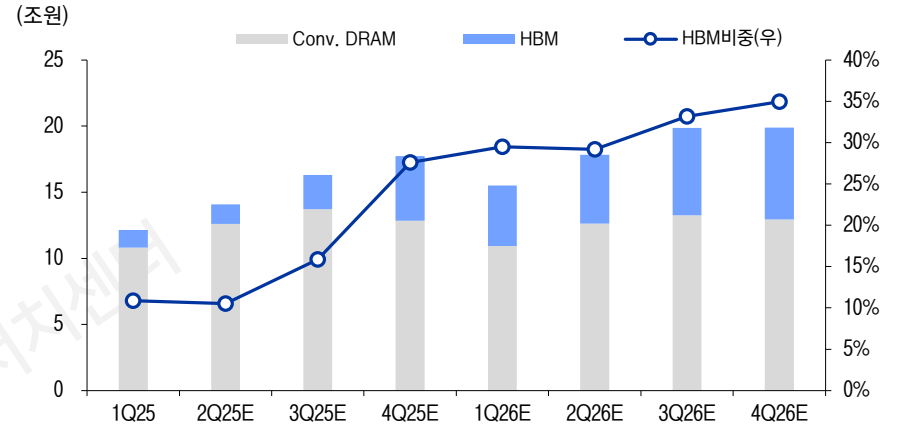
자료: LS증권 리서치센터

# 삼성전자 (005930)

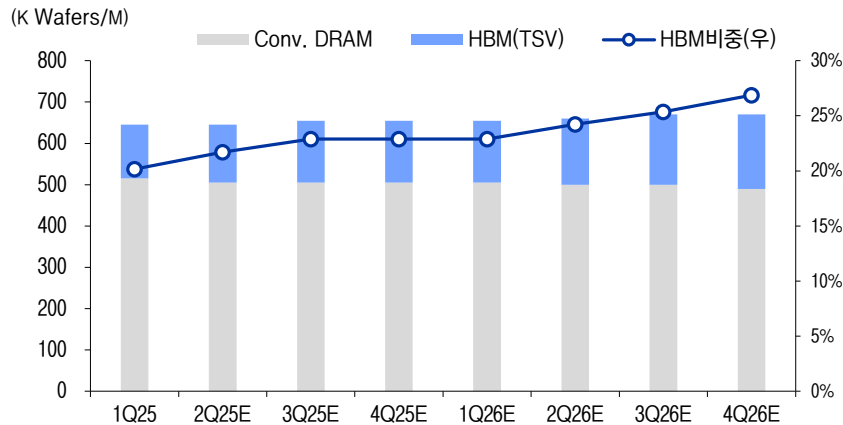
삼성전자 출하량 기준 HBM 비중



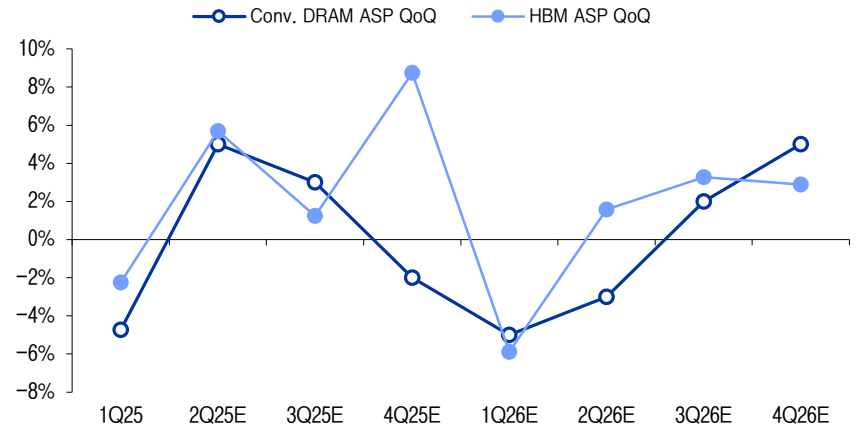
삼성전자 매출액 기준 HBM 비중



삼성전자 HBM(TSV) Capa 비중



삼성전자 Conv. DRAM 및 HBM 가격 추이



# 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

## 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
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	-8,307	0	0
자본의 증가(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

## 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

## 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

# SK하이닉스 (000660): HBM4에서도 수익성 유지 전망

## Buy (유지)

목표주가 (상향)	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%



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

### ● 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.

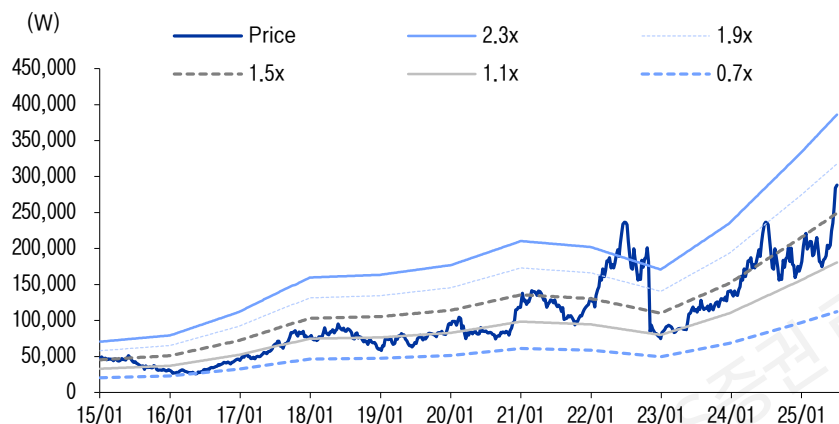
### Financial Data

(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		54,003	6.4	4.0	2.0	35.6
2026E	99,362	45,637	45,067	34,977	50,762		64,875	5.8	3.1	1.5	29.0
2027E	107,311	49,665	49,365	38,313	55,603		72,021	5.3	2.5	1.2	24.6

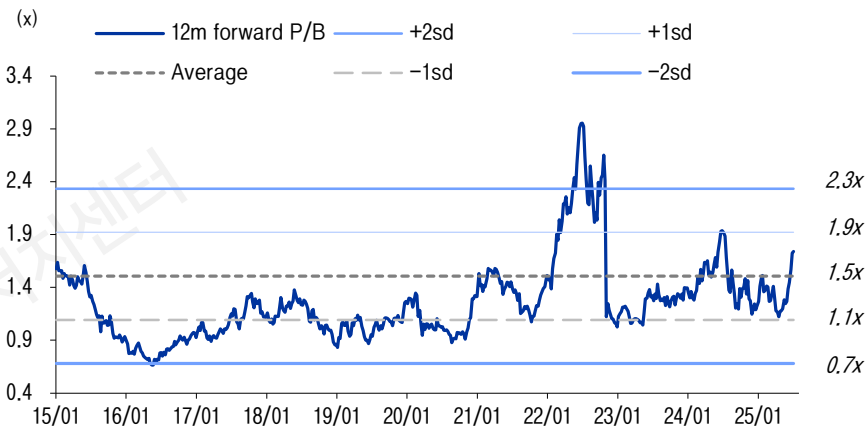
# SK하이닉스 (000660)

## ● 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%	

# 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%

# SK하이닉스 (000660)

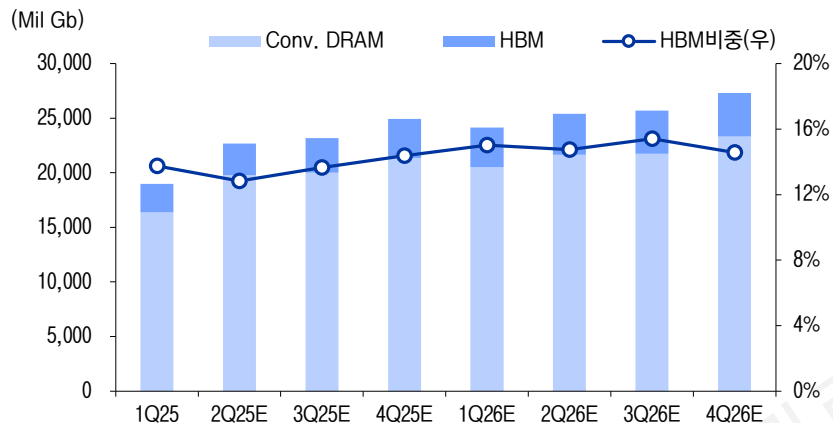
## ● HBM 실적 추이 및 전망

		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%

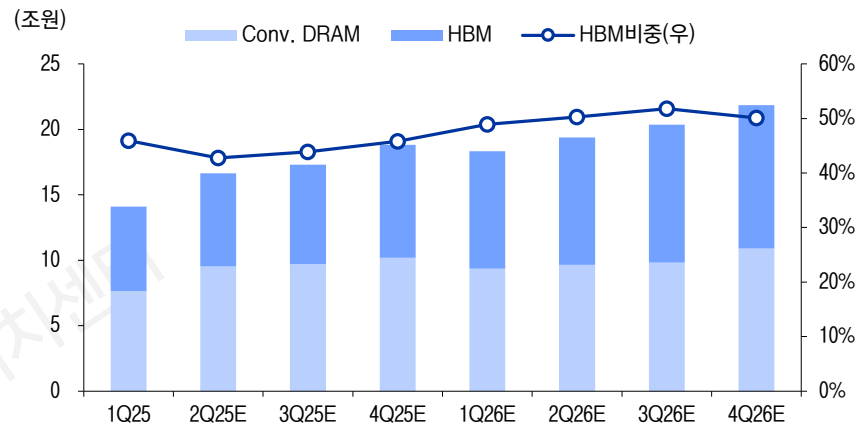
자료: LS증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660)

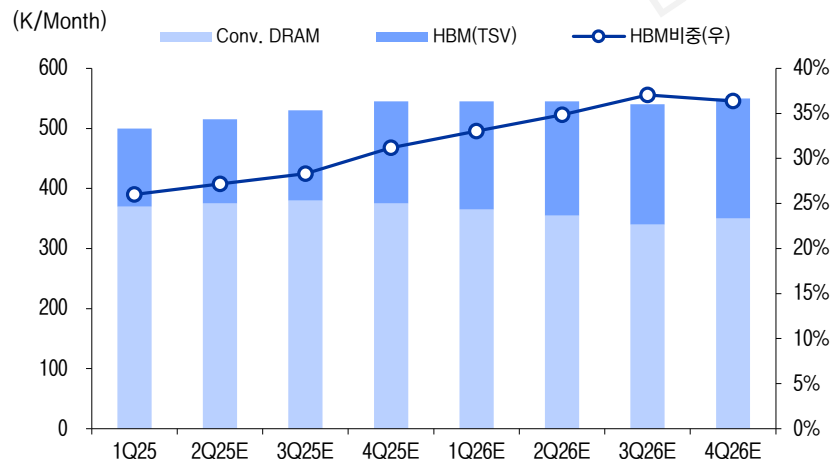
## SK하이닉스 출하량 기준 HBM 비중



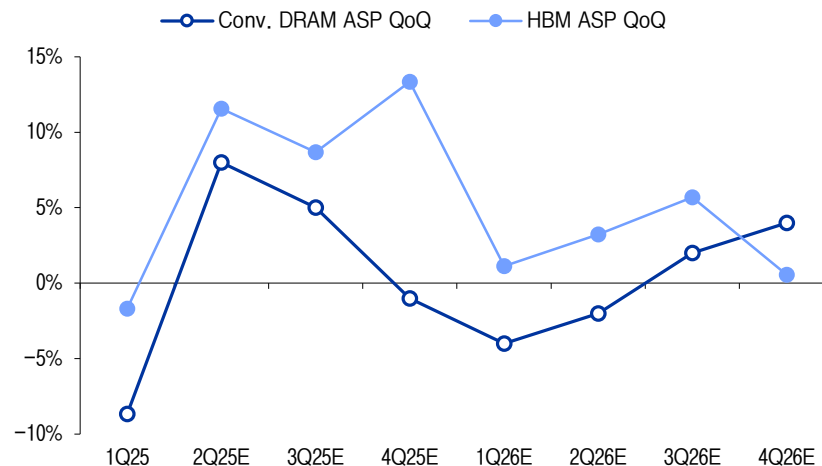
## SK하이닉스 매출액 기준 HBM 비중



## SK하이닉스 HBM(TSV) Capa 비중



## SK하이닉스 Conv. DRAM 및 HBM 가격 추이



# 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

## 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
차입금의 증가(감소)	6,507	-7,977	-2,507	-7,000	-5,000
자본의 증가(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

## 손익계산서

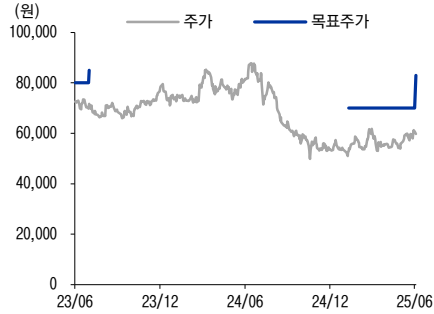
(단위: 십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	85,180	99,362	107,311
매출총이익	-533	31,828	49,332	58,219	62,876
판매비 및 관리비	7,197	8,361	10,978	12,582	13,211
영업이익	-7,730	23,467	38,354	45,637	49,665
EBITDA	5,943	36,049	54,003	64,875	72,021
세전계속사업이익	-11,658	23,885	39,645	45,067	49,365
법인세비용	-2,520	4,088	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

## 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

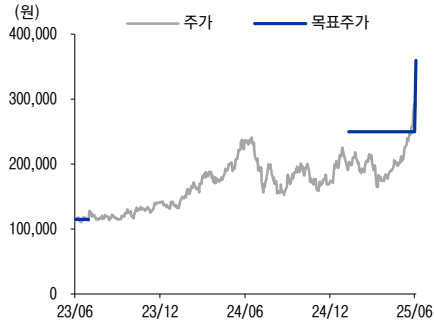
### 삼성전자 목표주가 추이



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			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



### 투자이건 변동내역

일시	투자이건	목표가격	과리율(%)			일시	투자이건	목표가격	과리율(%)		
			최고대비	최저대비	평균대비				최고대비	최저대비	평균대비
2023.03.21	Buy	115,000원	3.9		-14.6						
2023.07.05	Hold	115,000원			-4.1						
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 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	10.8%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	