

반도체업

더 오를 수 있는 이유

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자 의견

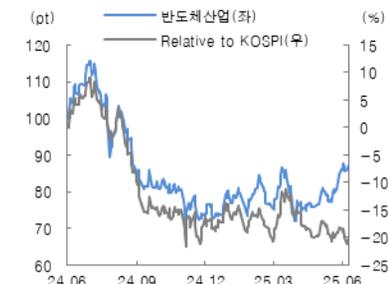
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
삼성전자	Buy	74,000원
SK하이닉스	Buy	300,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.3	7.0	14.8	-16.4
상대수익률	-3.6	-5.3	-4.4	-22.3



- 반도체 주가 반등 지속. SK하이닉스의 주가는 전고점을 돌파.
- 범용 시장에서 업계의 전략 변화가, AI에선 신제품이 성장을 이끌 것
- Risk 대비 Return이 높은 구간. 반도체 매수의견 유지.

새로운 Catalyst가 무엇일까?

반도체 주가 반등이 지속. SK하이닉스의 주가는 전고점을 돌파. 삼성전자의 주가도 6만원 구간 진입을 목전에 두고 있는 상황.

지난 3년간 반도체의 투자 포인트가 변하지 않았던 만큼, 같은 아이디어로는 새로운 역사를 쓰기 부족할 수 있다는 지적도 일부 존재. 이에, 새로운 Catalyst 찾기에 시장의 이목이 집중. 당사는 2가지 변화에 주목.

범용 시장, 공급업계의 전략 변화 구체화

지난 사이클과의 차이점이 있다면, 중국 반도체라는 공공의 적이 생겼다는 점. 중국 반도체 Risk를 줄이기 위한 노력이 기존 공급업계 단에서 선행.

제품 단에서는 선단제품으로의 전환을 가속화할 예정. 중국이 진입한 구제품 생산을 적극적으로 줄여 신제품과의 가격 격차를 축소하고, 이를 통해 고객 수요를 선단제품으로 빠르게 이전시킬 계획. 시로 반도체 스펙 업그레이드가 가속화되고 있는 만큼 고객 수요 이전에 유리한 환경이 조성.

중국도 AI 시대에 대비하여 선단 제품 중심으로 믹스를 변화. 하지만, 그 과정에서 생산 목표는 하향. 생산 난이도가 높은 고부가 제품 중심으로의 믹스 전환 속 생산 목표는 연초 310억 Gb에서 220억 Gb로 하향조정 될 것.

삼성전자가 AI 시대에 대비하여 공정 및 제품 개선에 나서고 있는 만큼 기존 공급업계의 생산 제약 효과도 지속. 이에 더하여, CXMT의 단기 생산 증가 폭도 축소. 그만큼 범용 시장의 단기 수급 안정성은 강화될 것.

AI, 열린 결말이 주는 기대

2025년 HBM 공급과잉 Risk는 추가 축소. AI GPU 수급 완화 속, 공급 단의 현실화가 지속. 2025년 HBM 출하 전망을 242억 Gb에서 226억 Gb로 하향.

시장의 시선은 2026년의 기회요소로 이동. AI 기술 진화에 기여할 수 있는 신제품에 대한 수요는 2026년에도 견조할 것. HBM4의 경우, 수급 환경은 생산 제약 속 타이트할 것. 초기 가격이 예상 대비 부진할 가능성이 있으나, ASP 상승 기회는 충분. 생산 제약 속, 고객 저변 확대, Custom 반도체 시도 등이 ASP 성장을 이끌 요소로 작용할 것. SO-CAMM의 적용 시점도 당초 예상 (Vera CPU 내 최초 채용) 대비 빨라질 가능성이 높아지고 있는 상황.

AI 생태계의 확산과 Commodity 시장을 대하는 공급업계의 전략 변화 속 메모리반도체의 기회 요소는 지속 확대되는 모습. 그렇다면, 주식은 여전히 Risk 대비 Return이 높은 구간에 위치해 있다고 생각.

I. Commodity 전략의 변화

반도체 주가의 반등이 지속되고 있다. SK하이닉스의 주가는 어느덧 전고점 (종가 기준 241,000원)을 돌파했고, 삼성전자의 주가도 6만원 재진입을 목전에 두고 있다.

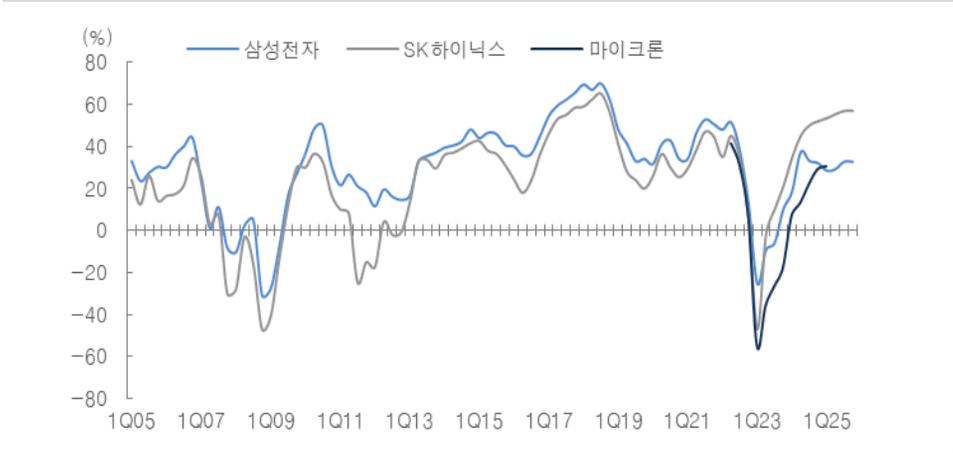
시장의 고민이 있다면, 다음 Catalyst이다. 지난 3년간 반도체의 투자 포인트 (AI 수혜, HBM으로 인한 물리적 Capa 잠식 효과 등)가 변하지 않았던 만큼, 같은 아이디어로는 새로운 역사를 쓰기 어려울 것이라는 시선이 존재한다. 그렇다면, 과거와 달라진 변화에 대해 고민해볼 필요가 있는 시점이라 생각한다.

Cycle 주식의 Catalyst는 안정적 증익

Cycle 주식이 Valuation Discount를 받는 배경이 있다면, 현금흐름이 불안정하다는 점이다. 돈을 버는 시기에는 그 누구보다 많이 벌지만, 그만큼 낙폭도 크다는 한계가 있고, 불안정한 Free Cash Flow (잉여현금흐름)는 재투자를 통한 추가 성장 가능성을 제한하는 요소 (기업가치 할인 요소)로 작용해왔다. 그렇다면, 산업의 Valuation을 변화시킬 근본적인 요소는 사이클의 변동성 축소 (이익 안정화)라 볼 수 있을 것이다.

문제는 공급업계의 사이클 변동성 축소 전략을 온전히 믿기 어렵다는 점이다. 기업의 전략은 가변적이고, 시장 점유율은 기업 경영의 관점에서 보면 무시하기 어려운 요소이다. 그간 우리는 점유율 확대를 위한 공급 전쟁을 메모리반도체 산업에서 여러 번 봐왔고, 이는 공급 전략 변화에 대한 시장의 신뢰를 낮추는 요소로 작용해왔다.

그림 1. DRAM: 영업이익률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

이번에는 다를까?

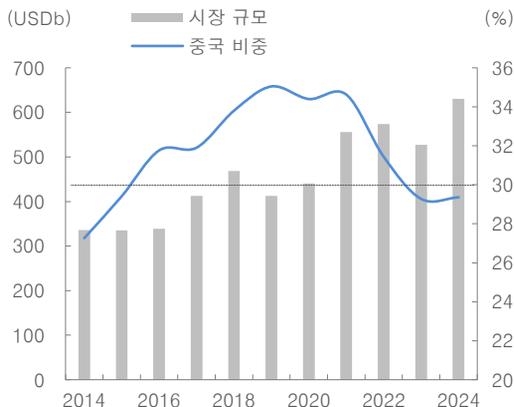
과거와 달라진 점이 있다면, 중국 반도체라는 공공의 적이 생겼다는 점이다. 중국 반도체는 막연하게 원가와 기술의 관점에서 평가할 상대가 아니다. 막대한 정부 보조금과 큰 시장 (글로벌 반도체 시장의 30-35%를 차지)이라는 경쟁 우위 요소를 확보하고 있고, 중국의 반도체 굴기는 날이 갈수록 심화되고 있다. 중국 반도체의 추격 노력이 필연적이라면, 그 속도를 늦추는 것이 현 공급업계의 가장 큰 과제일 것이라 생각한다.

제품 전략의 변화 (Feat. DDR4)

중국 반도체의 추격 속도를 늦추기 위한 전략의 일환으로 제품 믹스의 변화가 가속화되고 있다. 대표적인 사례가 공급업계의 구제품 단종 (혹은 생산 급감)이다.

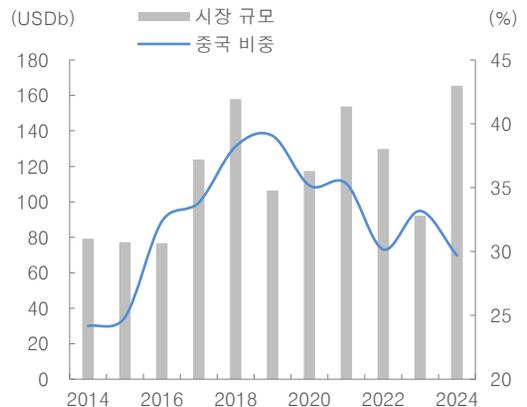
DDR4, LPDDR4와 같은 구제품 시장은 중국이 이미 진입한 시장이다. 그만큼 시장 논리에 기반한 경쟁이 어렵다. 공급업체별 ASP 격차가 크지 않은 범용 시장에서 중국 정부는 자국 반도체 자급률 확대 목적으로 중국산 반도체 구매에 보조금 혜택 (고객에 15-20%의 보조금을 지급)을 부여하고 있고, 이는 경제학적 논리에 기반한 시장 경쟁을 어렵게 만들고 있다. 이러한 환경에서, 한국과 미국 반도체가 할 수 있는 가장 합리적인 대응은 중국의 약점을 최대한 활용하는 것일 것이다.

그림 2. 반도체 시장 내 중국 비중



자료: WSTS, 대신증권 Research Center

그림 3. 메모리반도체 시장 내 중국 비중



자료: WSTS, 대신증권 Research Center

약점 공략하기

공급업체가 취할 수 있는 첫 번째 선택이 있다면, 제품 선단화일 것이다. 단기 판매에 있어 손해를 볼지라도, 구제품을 빠르게 단종하여 구제품과 신제품 간의 가격 격차를 줄이고, 이를 통해 중국 반도체가 약점을 가지고 있는 선단 제품으로 고객 수요를 빠르게 이전시키는 전략이 현재 시행되고 있는 것으로 추정된다.

대표적인 사례가 삼성전자의 DDR4 단종이다. 삼성전자는 지난 4월 DDR4 (DRAM 1z) 단종을 결정했다. 최대 Capa를 지닌 공급업체의 단종 선언은 여전히 DDR4를 필요로 하는 여러 응용처에 가격 급등의 위협을 불러일으켰고, DDR4 가격 급등의 신호탄으로 작용했다. 단기 판매 및 생산에 있어 약간의 손해를 보더라도, 단종을 빠르게 결정한 것이고, SK하이닉스와 마이크론도 이에 동참하고 있다. 중국 반도체의 위협에 대비한 대응 전략이 유사한 방향으로 흘러가고 있는 것이다.

이를 통해 얻을 수 있는 순기능이 있다면, 고객 수요를 고부가 제품 (DDR5, LPDDR5 등) 중심으로 보다 쉽게 이전시킬 수 있다는 점이다. 급격한 생산 축소를 통해 구제품과 선단제품과의 가격 격차를 축소시킬 수 있다면, “이왕이면 좋은 제품을 사용하자”는 고객의 심리를 자극할 수 있다.

때마침, AI로 시대도 빠르게 변화하고 있다. 서버, 스마트폰, PC 등 응용처 전반에서 더 빠르고, 전력을 덜 잡아먹는 선단 제품에 대한 수요가 증가하고 있으며, 구제품 (DDR4, LPDDR4)을 통해 구현할 수 있는 AI의 가치는 그만큼 줄어들고 있다. 이에, 고객들 또한 선단제품 중심으로 구매 수요를 표출하고 있고, 금번 제품 전략의 변화는 중국과의 점유율 격차를 지속 유지할 수 있게 할 원동력이 될 것이라는 판단이다.

CXMT도 고부가 제품 중심으로 믹스를 변화시키고 있으나...

놀라운 점이 있다면, CXMT도 DDR4 단종에 동참하고 있다는 점이다. 추가적인 DDR4 판가 인상을 통해 수익성을 개선하고, 개선된 수익성을 기반으로 하반기 IPO를 노리겠다는 전략적 판단이 내재되어 있을 수 있으나, 고부가 제품 중심으로 제품 믹스를 개선시켜 가는 근본적인 배경이 있다면, 중국의 AI 자립화 지원일 것이라 생각한다.

- 중국의 AI 자립화를 위해선 AI의 Buffer 역할을 하는 DRAM의 성능 강화가 필수적이다. 이에 필요한 반도체를 만드는 것이 CXMT의 역할이다.
- 이러한 환경적 여건 변화를 감안하여, CXMT도 제품 믹스를 고부가 제품 중심으로 변화시키고 있다는 판단이다.

하지만 그만큼 생산 난이도는 증가

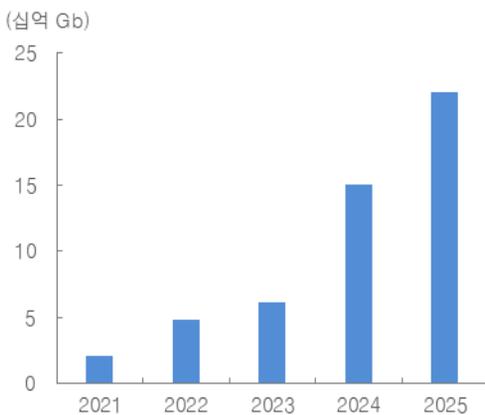
CXMT가 마주한 한계가 있다면, 생산 확대의 난이도가 높아지고 있다는 점이다. 제품 관점에서 보면, 품질이 보다 안정화 (높은 Power, 낮은 신뢰성 등)되어야 고객들의 제품 채용이 본격화될 수 있을 것이고, 공정 관점에서 보면 Upgrade 공정 (Gen 4b, High-K Metal Gate를 활용한 DRAM 1z 공정) 개발이 필요한 상황이다.

문제가 있다면, 단기적으로는 기술적 문제를 해결하기 어렵다는 점이다. 첨단 반도체 양산에 필요한 장비는 미국의 규제로 공급이 어렵고, 이를 극복하기 위해선 장비 국산화가 선행되어야 한다. 공정도, 제품도, 장비도 개발해야 하는 상황이다 보니 시간은 더 필요할 것이고, 이러한 한계 속, CXMT의 2025년 생산 목표는 연초 (310억 Gb) 대비 90억 Gb 낮은 220억 Gb으로 하향될 것으로 전망한다.

중국 내 자체 공급할 수 있는 DRAM의 총량이 줄어든다면, 그만큼 판매에 있어 한국 반도체는 기회를 맞이할 수 있을 것이라 생각한다. 가령, CXMT가 약점을 가지고 있는 LPDDR5/5x의 경우, 지정학적 Risk와 보유 재고 부족 문제 등으로 한국 반도체향 구매를 늘려야 할 것이라는 판단이다. LPDDR5/5x가 탑재되는 플래그십 신제품들이 하반기 출시를 앞둔 만큼 구매를 늘려야 할 것이고, 1Q25 말부터 이러한 변화는 현실화되고 있다. 고부가 제품 중심의 판매 확대라는 선순환이 이어질 기반이 마련되고 있으며, 제품 전략의 변화를 통해 중국의 추격 속도를 늦출 기회가 열렸다는 판단이다.

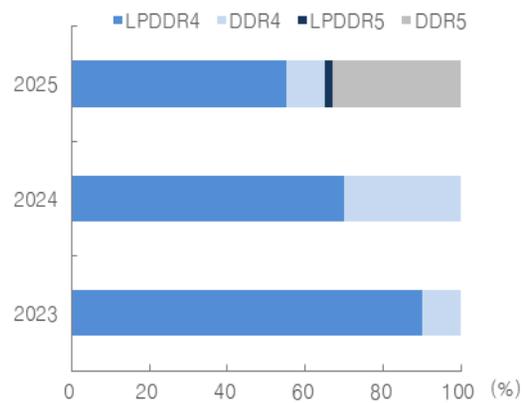
DRAM 단기 공급 관점에서 이는 긍정적인 변화이다. 삼성전자의 공급 증가가 제한된 상황에서 CXMT의 생산까지 줄어든다면, 전체 공급의 감소 폭은 확대되는 것이고, 이는 아직 남아있는 관세 Risk 속에서도 DRAM의 Pricing Power가 공급자 중심으로 유지될 수 있게 할 기반이 될 것이라 생각한다.

그림 4. CXMT: 생산량 추이 및 전망



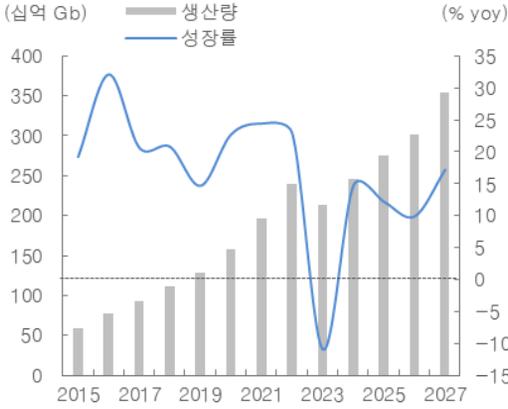
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. CXMT: 제품군별 믹스 추이 및 전망



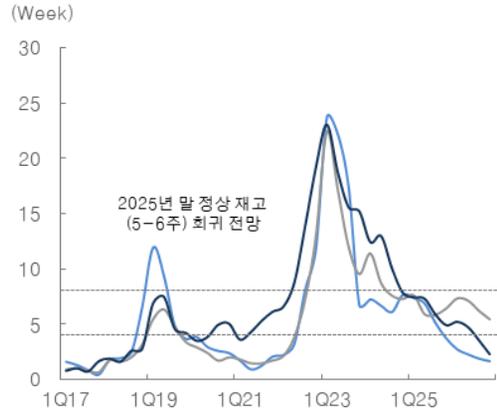
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 범용 DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



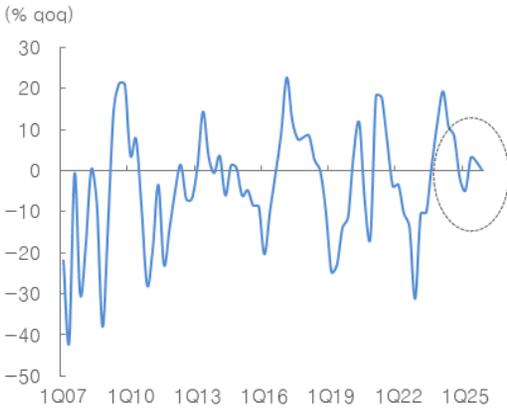
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 7. DRAM: 공급업체의 재고 추이 및 전망



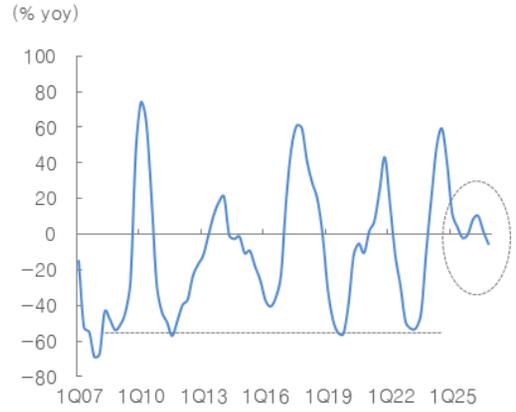
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 8. 범용 DRAM: ASP 변화율 (전분기 대비)



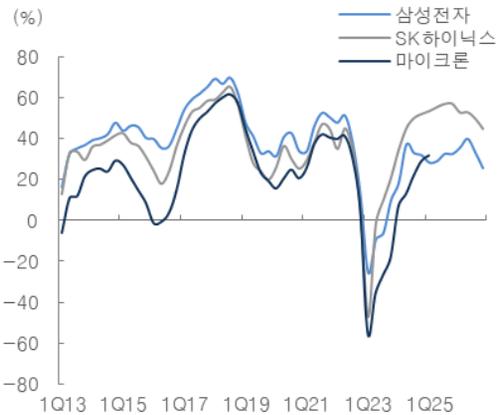
자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 9. 범용 DRAM: ASP 변화율 (전년동기 대비)



자료: 기업명, 대신증권 Research Center

그림 10. DRAM: 영업이익률 추이 및 전망 (분기)



자료: 대신증권 Research Center

그림 11. 범용 DRAM: 영업이익률 추이 및 전망 (분기)



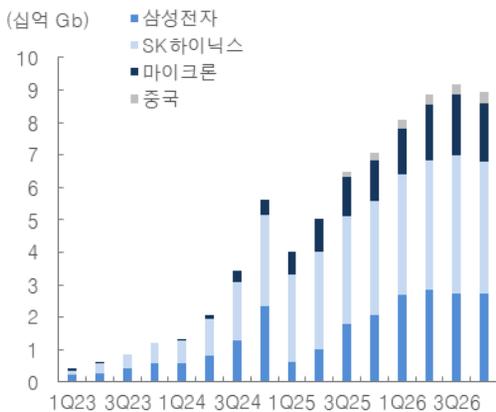
자료: 대신증권 Research Center

II. AI, 열린 결말이 주는 기대감

2025년 HBM 공급과잉 가능성은 추가 축소

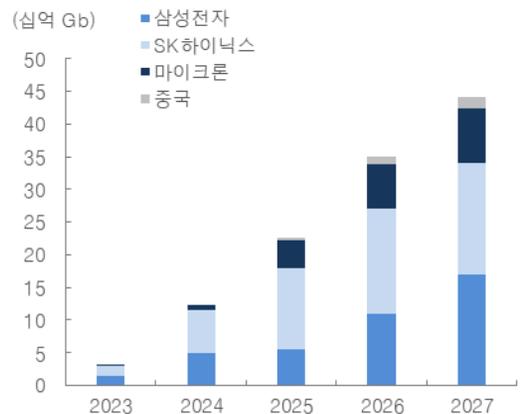
Nvidia의 AI GPU 수급 문제가 완화되며, ODM 단의 재고 Risk는 줄어들고 있고, HBM 출하 목표는 공급업체의 현실화 속 추가 축소되고 있는 상황인 것으로 추정된다 (2025년 HBM 출하 목표: 기존 242억 Gb에서 226억 Gb로 추가 하향). 그만큼 2025년 HBM 공급가능 Risk는 추가 축소되고 있는 것으로 판단된다.

그림 12.HBM: 공급업체별 출하량 추이 및 전망 (분기)



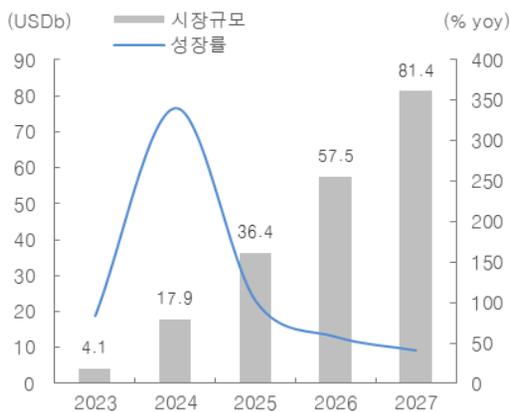
자료: 대신증권 Research Center

그림 13.HBM: 공급업체별 출하량 추이 및 전망 (연간)



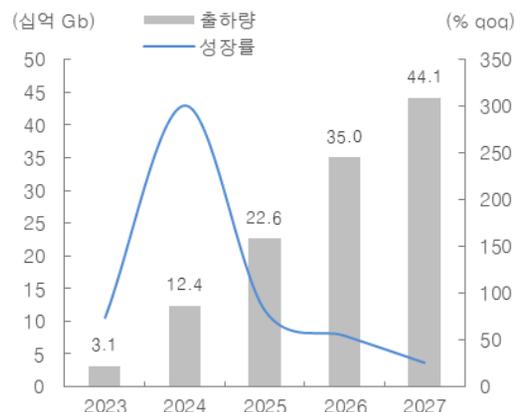
자료: 대신증권 Research Center

그림 14.HBM: 시장규모 추이 및 전망 (분기)



자료: 대신증권 Research Center

그림 15.HBM: 출하량 추이 및 전망 (연간)



자료: 대신증권 Research Center

열린 결말이 주는 기대

1년의 절반이 지나가고 있는 만큼 시장의 시선은 2026년 HBM 시장으로 이동할 것이라 생각한다. HBM3e의 경우, 구제품이 되는 만큼 가격도 정상화가 일부 이뤄질 것 (연평균 가격은 전년대비 1% 증반 하락 예상)으로 예상되나, 신제품인 HBM4는 생산 제약으로 타이트한 수급 환경이 연중 지속될 것이라는 판단이다.

1) 생산 확대의 난이도는 추가 상승

3가지 관점에서 HBM4 생산 제약의 배경을 살펴볼 필요가 있다.

- 기술 관점에서 보면, I/O (입출력 단자) 수가 늘어나는 만큼 전공정과 후공정 생산 난이도가 동시에 증가할 것으로 예상된다. 더 촘촘한 Via Hole을 연결해야 하는 만큼 수율 향상의 난이도 또한 그만큼 높아질 것이라는 판단이다.
- Net Die (웨이퍼당 생산성)도 줄어든다. HBM4의 경우, 반도체 사이즈의 확대 영향으로 HBM3e 대비 넷다이가 10% 중후반 축소될 것으로 예상된다.
- 양산 Capa 확보 문제도 고민해볼 필요가 있다. SK하이닉스와 마이크론은 기존과 동일한 DRAM 1b 공정으로 Core Die를 양산하나 (마이크론의 경우, Base Die도 DRAM 1b 공정을 활용), 삼성전자는 Core Die 양산에 DRAM 1c 공정이 필요하다. 2025년 6월 말에 DRAM 1c 개발이 완료된다고 하더라도, Mass Production (대량 양산)으로 이어지기 까진 시간이 필요하다. HBM4 대량 양산 준비 시간과 HBM의 긴 리드타임 (5-6개월)을 감안 시, 생산을 빠르게 늘리는 일은 제한될 것이라는 판단이다.

표 1. HBM: 세대별 공정기술의 변화

	HBM3	HBM3e	HBM4 8단	HBM4 12단	HBM4 16단	HBM4e 16단	HBM4e 20단
삼성전자							
전공정 (Base Die)	DRAM1z	DRAM 1a	SF4 (4nm)	SF4 (4nm)	SF4 (4nm)	SF2 (2nm)	SF2 (2nm)
전공정 (Core Die)	DRAM1z	DRAM 1a	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c
후공정	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF+HCB or HCB	TC-NCF+HCB or HCB
SK하이닉스							
전공정 (Base Die)	DRAM1z	DRAM 1b	TSMC 12nm	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*
전공정 (Core Die)	DRAM1z	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1c	DRAM 1c
후공정	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	HCB
마이크론							
전공정 (Base Die)	-	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*
전공정 (Core Die)	-	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1c	DRAM 1c
후공정	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF+HCB or HCB	TC-NCF+HCB or HCB

참고: * Custom HBM의 경우, 3nm로 Base Die를 일부 양산할 것으로 추정. Standard HBM의 경우, 12nm 활용할 것으로 예상.

자료: 대신증권 Research Center

2) 열린 결말이 주는 기대

우리는 그간 AI의 가능성을 확인해왔고, 2025-2026년은 AI의 진화를 이어가야 하는 해이다. 반도체 관점에서 보면, 업계는 전성비가 추가 개선된 신제품을 통해 고객들의 AI 기술 혁신에 기여할 것이라 생각한다. Vera Rubin으로 지연되었던 SO-CAMM의 채용 시점이 재차 GB300으로 앞당겨질 가능성이 대두되는 것도 고객들의 AI 기술 혁신 노력을 지원하기 위한 반도체 업계의 노력 중 하나라는 판단이다.

우리가 그간 AI에 흥분해왔던 것은 가보지 않은 세계였기 때문이라 생각한다. 가보지 않은 길이기 일말의 가능성에도 우리는 흥분해왔고, 발전 가능성이 있다는 것은 관련 투자가 앞으로 성행할 수 있다는 점을 시사한다. AI 주권 경쟁이 지속되고 있고, 투자를 위한 실탄이 충분한 만큼, 고객들의 AI 투자에 대한 입장은 비관론보다 낙관론에 가까울 가능성이 크며, 기술 혁신에 도움이 될 신제품은 2026년에도 각광받을 것이라 생각한다.

4Q25에 신규 출시될 HBM4의 경우, 기존 제품이 그랬던 것과 같이, 수요의 시작은 Nvidia일 것으로 전망한다. GPU와 ASIC의 경쟁이 치열해지고 있는 만큼, Nvidia를 시작으로, 비 Nvidia 진영으로 HBM4 고객의 저변은 넓어질 것이고, Nvidia 대비 구매력이 약한 비 Nvidia 진영으로의 고객 저변 확산은 타이트한 수급 여건을 감안 시 ASP의 인상 기회로 이어질 것이라 생각한다.

또다른 ASP의 성장 기회가 있다면, Custom 시도이다. HBM4부터 Custom 반도체 시도가 시작될 것이고, 맞춤형 정장이 고성능보다 비싼 것처럼, Custom화는 추가 ASP 상승을 이끌 수 있는 원천이 될 것이라는 판단이다.

그렇다면, 시장 예상 대비 부진할 가능성이 있는 초기 가격과 이에 따른 OPM 하락에 대한 우려를 벌써부터 주가에 Pricing할 필요는 없다고 생각한다. 생산 제약으로 인해 수급 환경이 타이트한 만큼 개선의 열쇠는 우리 앞에 펼쳐질 것이고, 시장의 2026년 이익 성장에 대한 신뢰도 지속 커갈 것이라 생각한다.

3) 수익성의 Peak out보다 중요한 것은 확장성

반도체 산업에서 수익성의 Peak 시점은 매번 찾아오기 마련이다. Nvidia도 겪었던 문제이고, Peak out이 지나간 현 시점, Nvidia의 주가는 재차 신고가에 가까워지고 있다. 물량 성장에서 오는 기회, 시장 내 압도적 지배력 등이 보다 Pricing된 결과라 생각한다.

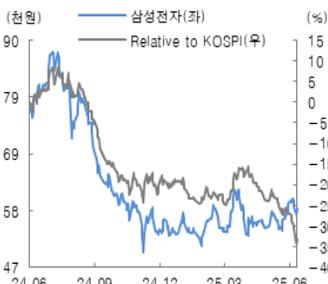
신수요 사이클에서 마진의 Peak보다 중요한 것은 물량의 성장 강도이며, 그 가능성은 여전히 열려 있다. 이익률 관점에서 봐도, HBM은 충분히 매력적인 제품이다. 가격의 정상화 속에서도 40% 대의 이익률을 창출할 수 있는 재화로 거듭날 가능성이 있으며, 이를 감안 시, 긍정적 Pricing이 아직 이뤄져야 하는 시점이라 생각한다.

삼성전자 (005930)

류형근 hyungkeun.ryu@dashin.com
 투자이견 **BUY**
 매수, 유지
 6개월 목표주가 **74,000** 유지
 현재주가 **58,100**
 (25.06.17) 반도체업종

KOSPI	2,950.30
시가총액	383,098십억원
시가총액비중	17.33%
자본금(보통주)	773십억원
52주 최고/최저	87,800원 / 49,900원
120일 평균거래대금	9,962억원
외국인지분율	49.69%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 20.15% 국민연금공단 7.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	0.9	7.2	-25.6
상대수익률	-8.9	-10.7	-10.7	-30.8



Earnings Preview

0.9배는 싸다

- 상반기는 부진. 단기 점유율보다 이익 체력 개선 중심으로 전략을 선회.
- 3Q25부터 기술과 판매가 점진적으로 정상화될 것으로 예상.
- 목표주가 74,000원과 매수이견 유지

투자전략

상반기는 실적 부진이 불가피. 단기 점유율보다는 미래 이익 체력 개선 중심으로 전략을 선회한 영향. DDR4 조기 단종이 대표 사례. 기술 경쟁력을 단기간에 회복시키는 것은 쉽지 않은 목표이나, 3Q25부터 시장은 개선의 시그널을 포착하기 시작할 것. 그렇다면, 현 주가 (12m Fwd P/B 기준 0.9 배에 거래) 수준에선 Risk 대비 Return이 우세. 목표주가와 매수이견 유지.

1) 범용 DRAM: 주요 거래선향 DRAM 1b 제품 인증은 상반기에 대부분 완료. 3Q25부터 판매 기여가 본격화될 것. 범용 DRAM 판매의 정상화 속, 줄어든 판매 격차를 재차 벌려갈 기반을 마련해갈 수 있을 것이라 생각.

2) NAND: AI 추론에 요구되는 제품 스펙을 맞추기 위한 노력이 선행. 해당 제품 양산에 필요한 공정 Upgrade가 4Q25 내 완료. Hybrid Bonding을 적용한 V10 (428단 추정) 개발도 계획대로 진행 중인 것으로 추정.

3) HBM: 주요 북미 GPU 업체향 진입 지연 영향을 반영하여 2025년 판매 전망치를 55억 Gb로 하향. 다만, 개선 기회는 존재. HBM3e의 경우, 1개 업체를 제외하고, 진입에 성공. HBM4도 비관적으로만 보긴 이른 시점. Base Die 수율은 정상 궤도에 올라섰고, Core Die 양산에 필요한 DRAM 1c 수율도 최근 개선세. 2025년 8월 주요 거래선향 Sample 공급, 연내 제품 인증 완료 목표. 그렇다면, Timeline 상 크게 늦었다고 보긴 어려울 것.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	313,443	337,564	366,691
영업이익	6,567	32,726	31,340	45,389	59,967
세전순이익	11,006	37,530	37,942	50,063	65,048
총당기순이익	15,487	34,451	29,815	37,047	47,485
지배지분순이익	14,473	33,621	28,866	36,116	46,581
EPS	2,131	4,950	4,281	5,362	6,916
PER	36.8	10.7	13.3	10.6	8.2
BPS	52,002	57,663	61,040	65,177	70,644
PBR	1.5	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	4.1	9.0	7.2	8.5	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 2. 삼성전자: 주요 가정 (수정 후)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,380	1,350	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,383	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	26.3	29.9	32.7	31.8	32.5	33.3	33.6	105.9	113.3	131.1
QoQ	0	7	14	9	-3	2	2	1			
YoY	-7	-4	8	34	30	24	11	3	13	7	16
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.39	0.43	0.42	0.47	0.49	0.47	0.45	0.38	0.41	0.47
QoQ	-20	6	8	-1	10	4	-4	-3			
YoY	22	9	10	-8	25	23	10	7	63	8	15
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	63.4	67.2	73.9	70.9	72.4	74.5	76.0	268.2	260.1	293.9
QoQ	-11	14	6	10	-4	2	3	2			
YoY	-24	-8	4	19	28	14	11	3	12	-3	13
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.076	0.078	0.078	0.081	0.082	0.077	0.074	0.087	0.077	0.078
QoQ	-16	0	2	1	3	2	-6	-5			
YoY	2	-15	-20	-14	6	8	-0	-6	64	-12	2
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	55	57	51	60	56	58	55	223	224	229
QoQ	19	-11	4	-11	17	-6	4	-5			
YoY	2	2	-1	-1	-3	2	2	8	-2	1	2
스마트폰 ASP (USD)	326	288	297	266	322	292	307	278	294	295	300
QoQ	25	-12	3	-10	21	-9	5	-9			
YoY	-3	3	0	2	-1	2	3	4	3	0	2

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 삼성전자: 주요 가정 (수정 전)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,420	1,400	1,370	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,411	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	26.3	29.2	32.3	31.1	31.8	32.8	33.4	105.9	112.3	129.1
QoQ	0	7	11	11	-4	2	3	2			
YoY	-7	-4	5	32	27	21	12	3	13	6	15
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.39	0.44	0.47	0.49	0.51	0.50	0.49	0.38	0.42	0.50
QoQ	-20	6	13	5	5	4	-2	-3			
YoY	22	9	15	1	32	29	12	4	63	12	17
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	63.4	66.6	74.5	71.6	72.3	73.7	73.7	268.2	260.1	291.3
QoQ	-11	14	5	12	-4	1	2	0			
YoY	-24	-8	4	20	29	14	11	-1	12	-3	12
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.076	0.078	0.078	0.081	0.082	0.077	0.074	0.087	0.077	0.078
QoQ	-16	0	2	1	3	2	-6	-5			
YoY	2	-15	-20	-14	6	8	-0	-6	64	-12	2
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	55	58	55	62	56	59	57	223	230	234
QoQ	19	-11	6	-6	13	-10	6	-5			
YoY	2	2	1	6	1	2	1	3	-2	3	2
스마트폰 ASP (USD)	326	288	297	266	322	292	307	278	294	295	300
QoQ	25	-12	3	-10	21	-9	5	-9			
YoY	-3	3	0	2	-1	2	3	4	3	0	2

자료: 대신증권 리서치센터

표 4. 삼성전자: 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,849	80,617	78,836	83,704	83,695	86,961	83,204	300,871	313,443	337,564
DS 사업부문	25,131	27,089	30,675	33,196	32,974	34,906	34,883	34,435	111,066	116,092	137,198
메모리반도체	19,069	20,980	24,212	26,473	26,694	28,308	27,746	27,010	84,463	90,734	109,758
DRAM	13,018	14,326	17,173	18,653	19,248	20,561	20,246	19,743	53,255	63,169	79,797
NAND	6,051	6,655	7,039	7,820	7,446	7,747	7,500	7,268	31,208	27,564	29,961
비메모리반도체	6,062	6,109	6,463	6,724	6,281	6,598	7,137	7,424	26,603	25,358	27,440
DX 사업부문	51,717	43,846	44,893	40,307	48,110	44,214	46,052	42,619	174,888	180,763	180,994
MX/Network	37,000	28,836	30,223	25,807	33,088	28,678	30,825	27,385	117,230	121,866	119,976
CE/VD	14,500	14,735	14,358	14,231	14,748	15,266	14,909	14,951	56,440	57,824	59,874
삼성디스플레이	5,867	7,340	8,159	8,370	6,160	7,707	8,812	8,956	29,158	29,736	31,635
Harman	3,419	3,574	3,889	3,963	3,460	3,867	4,215	4,195	14,275	14,846	15,737
영업이익	6,685	6,087	9,202	9,365	11,709	13,280	11,883	8,516	32,726	31,340	45,389
DS 사업부문	1,106	2,166	4,400	5,921	7,288	9,023	6,771	4,683	15,094	13,592	27,765
메모리반도체	3,400	4,173	6,038	6,953	8,063	9,640	7,295	5,006	20,467	20,564	30,005
DRAM	3,700	4,170	5,613	6,090	6,869	8,243	6,767	5,076	16,483	19,572	26,955
NAND	-300	3	425	863	1,194	1,398	528	-70	3,984	992	3,051
비메모리반도체	-2,294	-2,007	-1,638	-1,032	-776	-617	-525	-323	-5,373	-6,972	-2,240
DX 사업부문	4,722	2,669	2,944	2,056	3,599	2,980	3,083	2,335	12,440	12,391	11,997
MX/Network	4,300	2,189	2,623	1,886	3,223	2,487	2,692	2,107	10,660	10,998	10,509
CE/VD	300	480	321	170	376	493	391	227	1,750	1,271	1,487
삼성디스플레이	462	896	1,462	979	516	941	1,579	1,092	3,733	3,800	4,129
Harman	307	357	395	409	306	335	451	406	1,308	1,469	1,499
영업이익률	8	8	11	12	14	16	14	10	11	14	18
DS 사업부문	4	8	14	18	22	26	19	14	14	20	29
메모리반도체	18	20	25	26	30	34	26	19	18	25	34
DRAM	28	29	33	33	36	40	33	26	25	32	40
NAND	-5	0	6	11	16	18	7	-1	-6	3	17
비메모리반도체	-38	-33	-25	-15	-12	-9	-7	-4	-2	1	4
DX 사업부문	9	6	7	5	7	7	7	5	8	7	7
MX/Network	12	8	9	7	10	9	9	8	10	9	9
CE/VD	2	3	2	1	3	3	3	2	3	3	3
삼성디스플레이	8	12	18	12	8	12	18	12	9	12	17
Harman	9	10	10	10	9	9	11	10	8	9	10

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 5. 삼성전자: 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	76,266	83,470	82,773	87,606	86,167	88,239	85,034	300,871	321,650	347,047
DS 사업부문	25,131	27,874	32,061	35,479	34,831	36,677	35,806	35,567	111,066	120,545	142,880
메모리반도체	19,069	21,588	25,359	28,655	28,309	29,824	28,669	28,143	84,463	94,671	114,945
DRAM	13,018	14,740	18,128	20,651	20,510	21,790	21,252	21,096	53,255	66,538	84,648
NAND	6,051	6,848	7,230	8,004	7,799	8,034	7,418	7,047	31,208	28,133	30,297
비메모리반도체	6,062	6,286	6,703	6,823	6,522	6,852	7,137	7,424	26,603	25,874	27,935
DX 사업부문	51,717	44,478	46,360	41,962	50,156	45,063	46,570	43,232	174,888	184,517	185,021
MX/Network	37,000	29,468	31,690	27,462	35,134	29,527	31,343	27,998	117,230	125,620	124,002
CE/VD	14,500	14,735	14,358	14,231	14,748	15,266	14,909	14,951	56,440	57,824	59,874
삼성디스플레이	5,867	7,340	8,159	8,370	6,160	7,561	8,649	9,040	29,158	29,736	31,409
Harman	3,419	3,574	3,889	3,963	3,460	3,867	4,215	4,195	14,275	14,846	15,737
영업이익	6,685	6,316	9,625	10,636	12,551	14,389	12,775	9,355	32,726	33,262	49,070
DS 사업부문	1,106	2,354	4,812	7,136	7,925	10,036	7,662	5,487	15,094	15,407	31,110
메모리반도체	3,400	4,419	6,511	8,115	8,730	10,676	8,187	5,884	20,467	22,445	33,478
DRAM	3,700	4,416	6,074	7,311	7,557	9,146	7,738	6,234	16,483	21,502	30,676
NAND	-300	3	437	804	1,173	1,530	448	-349	3,984	944	2,802
비메모리반도체	-2,294	-2,065	-1,699	-979	-806	-641	-525	-397	-5,373	-7,038	-2,368
DX 사업부문	4,722	2,701	2,955	2,112	3,804	3,050	3,199	2,359	12,440	12,491	12,411
MX/Network	4,300	2,207	2,634	2,013	3,428	2,551	2,808	2,156	10,660	11,154	10,943
CE/VD	300	495	321	99	376	499	391	202	1,750	1,215	1,468
삼성디스플레이	462	904	1,462	979	516	969	1,463	1,102	3,733	3,807	4,051
Harman	307	357	395	409	306	335	451	406	1,308	1,469	1,499
영업이익률	8	8	12	13	14	17	14	11	11	13	18
DS 사업부문	4	8	15	20	23	27	21	15	14	19	28
메모리반도체	18	20	26	28	31	36	29	21	19	24	34
DRAM	28	30	34	35	37	42	36	30	27	31	41
NAND	-5	0	6	10	15	19	6	-5	-8	1	14
비메모리반도체	-38	-33	-25	-14	-12	-9	-7	-5	-3	-1	2
DX 사업부문	9	6	6	5	8	7	7	5	8	7	7
MX/Network	12	7	8	7	10	9	9	8	10	9	9
CE/VD	2	3	2	1	3	3	3	1	3	3	3
삼성디스플레이	8	12	18	12	8	13	17	12	9	13	16
Harman	9	10	10	10	9	9	11	10	8	9	10

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	313,443	337,564	366,691
매출원가	180,389	186,562	197,385	202,433	211,780
매출총이익	78,547	114,309	116,058	135,131	154,911
판매비와관리비	71,980	81,583	84,718	89,742	94,944
영업이익	6,567	32,726	31,340	45,389	59,967
영업이익률	2.5	10.9	10.0	13.4	16.4
EBITDA	45,234	75,357	70,009	85,875	103,286
영업외손익	4,439	4,804	6,602	4,674	5,080
관계기업손익	888	751	597	545	734
금융수익	16,100	16,703	15,999	17,752	18,056
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-12,646	-12,986	-10,771	-13,821	-13,567
외환관련손실	10,711	11,361	11,361	11,361	11,361
기타	97	335	777	198	-143
법인세비용차감전순손익	11,006	37,530	37,942	50,063	65,048
법인세비용	4,481	-3,078	-8,126	-13,016	-17,563
계속사업순손익	15,487	34,451	29,815	37,047	47,485
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	29,815	37,047	47,485
당기순이익률	6.0	11.5	9.5	11.0	12.9
비재분순이익	1,014	830	950	931	904
재분순이익	14,473	33,621	28,866	36,116	46,581
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	335	1,684	1,853	2,038	2,242
포괄순이익	18,837	51,296	48,345	57,429	69,906
비재분포괄이익	992	1,248	1,540	1,443	1,330
재분포괄이익	17,846	50,048	46,805	55,986	68,576

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	229,359	244,037	266,370
현금및현금성자산	69,081	53,706	49,295	48,835	55,504
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	56,475	61,437	68,035
재고자산	51,626	51,755	51,894	55,130	56,482
기타유동자산	31,949	68,356	71,694	78,634	86,349
비유동자산	259,969	287,470	303,656	321,455	343,576
유형자산	187,256	205,945	216,466	230,097	247,930
관계기업투자금	11,767	12,592	13,322	14,051	14,781
기타비유동자산	60,946	68,932	73,868	77,306	80,865
자산총계	455,906	514,532	533,014	565,492	609,946
유동부채	75,719	93,326	90,722	93,865	99,049
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	63,940	63,959	65,255
차입금	7,115	13,173	5,173	4,673	4,173
유동성채무	1,309	2,207	1,987	1,788	1,609
기타유동부채	13,746	16,424	19,623	23,445	28,012
비유동부채	16,509	19,014	19,636	20,844	22,302
차입금	538	21	15	15	15
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	15,971	18,993	19,622	20,830	22,288
부채총계	92,228	112,340	110,358	114,709	121,351
자본지분	353,234	391,688	411,617	439,009	475,834
자본금	898	898	892	892	892
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	389,568	416,036	451,891
기타자본변동	1,280	15,873	16,753	17,677	18,647
비재분	10,444	10,504	11,039	11,774	12,761
자본총계	363,678	402,192	422,656	450,782	488,595
순차입금	-79,721	-93,322	-100,084	-106,508	-120,660

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,131	4,950	4,281	5,362	6,916
PER	36.8	10.7	13.3	10.6	8.2
BPS	52,002	57,663	61,040	65,177	70,644
PBR	1.5	0.9	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	6,659	11,094	10,382	12,749	15,334
EV/EBITDA	10.0	3.6	4.2	3.4	2.7
SPS	38,120	44,293	46,481	50,116	54,441
PSR	2.1	1.2	1.2	1.2	1.1
CFPS	7,656	11,394	10,999	13,081	15,726
DPS	1,444	1,446	1,444	1,628	1,444

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-14.3	16.2	4.2	7.7	8.6
영업이익 증가율	-84.9	398.3	-4.2	44.8	32.1
순이익 증가율	-72.2	122.5	-13.5	24.3	28.2
수익성					
ROC	3.4	10.2	7.9	10.3	12.7
ROA	1.5	6.7	6.0	8.3	10.2
ROE	4.1	9.0	7.2	8.5	10.2
안정성					
부채비율	25.4	27.9	26.1	25.4	24.8
순차입금비율	-21.9	-23.2	-23.7	-23.6	-24.7
이자보상배율	7.1	36.2	0.0	0.0	0.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,933	67,094	69,317	84,407
당기순이익	15,487	34,451	29,815	37,047	47,485
비현금항목의 가감	36,520	42,947	44,354	51,060	58,440
감가상각비	38,667	42,631	38,670	40,486	43,319
외환손익	0	0	363	363	363
지분법평가손익	-888	-751	-751	-751	-751
기타	-1,259	1,067	6,073	10,963	15,509
자산부채의 증감	-5,459	-1,568	1,050	-5,774	-3,955
기타현금흐름	-2,410	-2,848	-8,126	-13,016	-17,563
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-57,022	-62,954	-70,408
투자자산	5,350	1,188	-730	-730	-730
유형자산	-57,513	-51,250	-45,628	-51,724	-57,513
기타	35,240	-35,320	-10,469	-11,709	-12,328
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-18,052	-10,355	-11,414
단기차입금	2,145	5,871	-8,000	-500	-500
사채	-1,220	-1,365	0	0	0
장기차입금	355	405	-7	0	0
유상증자	0	0	-6	0	0
현금배당	-9,864	-10,889	-9,811	-9,648	-10,727
기타	-9	-1,820	-229	-207	-187
현금의 증감	19,400	-15,375	-4,410	-460	6,669
기초 현금	49,681	69,081	53,706	49,295	48,835
기말 현금	69,081	53,706	49,295	48,835	55,504
NOPLAT	9,241	30,042	24,627	33,588	43,776
FCF	-12,615	18,947	9,817	17,902	24,088

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

SK

하이닉스

(005930)

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com
투자의견 BUY
매수, 유지

6개월
목표주가 320,000
상향

현재주가
(25.06.17) 249,000
반도체업종

Initiation

새로운 역사의 시작

- 2Q25 실적 전망 상향. DRAM 출하는 가이드언스를 상회할 것.
- HBM 시장 우위 지속. HBM4 내 최대 점유율 확보 예상.
- 목표주가를 280,000원에서 320,000원으로 상향. 매수의견 유지.

2Q25 실적 전망 상향

제품 출하 비중이 높은 6월의 환율 약세 속에서도 컨센서스 (영업이익 기준 8.8조원)를 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망. DRAM 판매 강세 효과 (전분기 대비 21% 성장 전망)가 환율 약세 영향을 상쇄. 당사 2Q25 영업이익 전망치를 8.8조원에서 9.0조원으로 상향.

투자전략

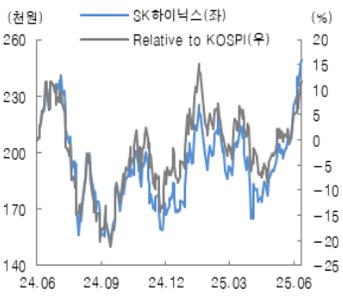
주가는 전고점을 돌파했고, 시장의 관심은 추가 상승 가능성에 집중될 것. 한번 잡은 AI 제품 리더십은 쉽게 꺾이기 어렵고, 기술 리더십을 기반으로 주요 거래선과의 협업도 강화. HBM4에서도 선도적 점유율 확보 가능할 것으로 전망. HBM4의 경우, 초기 가격은 기존 시장 예상 대비 낮게 형성될 수 있으나, 타이트한 공급 환경을 감안 시, 추가 상승 가능성 유효.

Commodity 사이클도 안정화 예상. 중국의 진입 Risk를 줄이기 위한 기존 공급업체의 전략적 노선 변화가 지속. 제품, 생산 단의 선단화를 통해 격차를 지속 유지해가겠다는 전략이며, 수요가 견조한 제품에 한정된 차별적 Capex 집행으로 수요의 변화에 보다 유연하게 대응해갈 것으로 전망.

아직 파티는 끝나지 않았다고 생각. 목표주가를 280,000원에서 320,000원으로 상향 (BPS: 2025년 예상 BPS에서 2025-2026년 평균 BPS로 변경)하고, 매수의견 유지.

KOSPI	2,950.30
시가총액	181,273십억원
시가총액비중	8.20%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	249,000원 / 152,800원
120일 평균거래대금	7,330억원
외국인지분율	55.42%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7인 20.07% 국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	21.8	20.9	35.3	11.7
상대수익률	8.4	7.0	12.7	3.9



영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	85,036	98,206	106,449
영업이익	-7,730	23,467	37,149	40,018	38,793
세전순이익	-11,658	23,885	39,338	41,373	40,569
총당기순이익	-9,138	19,797	30,638	30,616	29,616
지배지분순이익	-9,112	19,789	30,637	30,621	29,615
EPS	-12,517	27,182	42,084	42,062	40,679
PER	NA	6.4	4.7	4.7	4.9
BPS	73,495	101,515	141,859	182,434	221,713
PBR	1.9	1.7	1.8	1.4	1.1
ROE	-15.6	31.1	34.6	25.9	20.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
 자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

표 6. SK 하이닉스: 목표주가 산출

(원, 배)	2025E	비고
BPS	162,147	2025-2026년 평균 BPS 적용
Target P/B	2.0	2023-2025년 평균 12m Fwd P/B에서 2SD 할증
목표주가	320,000	
현재 주가	249,000	2025년 6월 16일 종가 기준
Upside (%)	28.5	

자료: 대신증권 Research Center

표 7. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 후)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,380	1,350	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,383	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	22.5	23.6	24.6	24.2	24.9	26.2	26.9	75.0	89.5	102.2
QoQ	-7	21	5	4	-2	3	5	3			
YoY	16	15	24	22	29	10	11	9	16	19	14
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.54	0.55	0.57	0.57	0.57	0.43	0.53	0.57
QoQ	0	1	4	2	1	4	1	-1			
YoY	51	29	15	6	7	10	7	5	81	22	7
NAND 출하량 (십억 GB)	35	41	51	66	56	53	54	55	190	193	218
QoQ	-17	19	24	28	-15	-5	2	0			
YoY	-34	-20	17	57	61	29	6	-17	-1	2	13
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.065	0.067	0.067	0.069	0.071	0.066	0.063	0.074	0.066	0.067
QoQ	-20	2	3	0	2	3	-7	-5			
YoY	4	-10	-20	-16	7	9	-2	-7	93	-10	1

자료: 대신증권 Research Center

표 8. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 전)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,420	1,400	1,370	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,411	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	20.8	23.6	25.3	24.8	25.3	25.1	25.8	75.0	88.4	101.0
QoQ	-7	11	13	7	-2	2	-1	3			
YoY	16	6	23	25	32	22	7	2	16	18	14
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.54	0.53	0.55	0.58	0.59	0.58	0.57	0.43	0.53	0.58
QoQ	0	5	-2	3	5	2	-2	-1			
YoY	51	35	14	7	12	9	9	4	81	23	8
NAND 출하량 (십억 GB)	35	43	56	71	62	56	56	56	190	205	230
QoQ	-17	24	30	27	-13	-10	-0	1			
YoY	-34	-17	27	71	78	30	-0	-21	-1	8	12
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.067	0.068	0.069	0.070	0.072	0.067	0.064	0.074	0.067	0.068
QoQ	-20	4	2	1	2	3	-7	-5			
YoY	4	-8	-19	-14	9	9	-2	-8	93	-9	1

자료: 대신증권 Research Center

표 9. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	20,379	22,344	24,674	23,547	24,830	24,822	25,008	66,193	85,036	98,206
DRAM	14,037	16,075	17,099	18,096	17,872	19,144	19,599	19,995	44,732	65,307	76,609
NAND	3,229	3,736	4,666	5,973	5,214	5,101	4,664	4,450	19,274	17,604	19,428
기타	373	567	580	605	461	586	559	563	2,187	2,125	2,169
영업이익	7,441	8,988	9,998	10,723	9,980	10,941	10,073	9,023	23,467	37,149	40,018
DRAM	7,500	8,898	9,728	10,305	9,423	10,115	9,745	8,955	20,959	36,431	38,238
NAND	15	147	328	478	581	856	357	96	2,800	968	1,889
기타	-75	-57	-58	-60	-23	-29	-28	-28	-292	-250	-108
세전이익	9,299	8,942	10,111	10,986	10,286	11,293	10,411	9,382	23,885	39,338	41,373
순이익	8,108	6,707	7,583	8,239	7,612	8,357	7,704	6,943	19,797	30,638	30,616
이익률 (%)											
영업이익	42	44	45	43	42	44	41	36	35	44	41
DRAM	53	55	57	57	53	53	50	45	47	56	50
NAND	0	4	7	8	11	17	8	2	15	5	10
기타	-20	-10	-10	-10	-5	-5	-5	-5	-13	-12	-5
세전이익	53	44	45	45	44	45	42	38	36	46	42
순이익	46	33	34	33	32	34	31	28	30	36	31

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

표 10. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	20,608	23,454	26,300	25,597	26,072	24,262	24,449	66,193	88,001	100,379
DRAM	14,037	15,965	17,537	18,968	19,253	20,033	18,844	19,175	44,732	66,506	77,305
NAND	3,229	4,076	5,338	6,727	5,882	5,453	4,858	4,662	19,274	19,370	20,855
기타	373	567	580	605	461	586	559	613	2,187	2,125	2,219
영업이익	7,441	8,838	10,050	11,363	11,046	11,480	9,457	8,287	23,467	37,692	40,271
DRAM	7,500	8,723	9,663	10,773	10,259	10,522	9,176	8,451	20,959	36,658	38,408
NAND	15	200	446	651	833	1,017	337	-103	2,800	1,312	2,084
기타	-75	-85	-58	-60	-46	-59	-56	-61	-292	-278	-222
세전이익	9,299	8,792	10,216	11,644	11,379	11,849	9,803	8,638	23,885	39,951	41,670
순이익	8,108	6,594	7,662	8,733	8,420	8,768	7,255	6,392	19,797	31,097	30,836
이익률 (%)											
영업이익	42	43	43	43	43	44	39	34	35	43	40
DRAM	53	55	55	57	53	53	49	44	47	55	50
NAND	0	5	8	10	14	19	7	-2	15	7	10
기타	-20	-15	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-13	-13	-10
세전이익	53	43	44	44	44	45	40	35	36	45	42
순이익	46	32	33	33	33	34	30	26	30	35	31

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	85,036	98,206	106,449
매출원가	33,299	34,365	37,660	47,042	56,571
매출총이익	-533	31,828	47,376	51,164	49,878
판매비와관리비	7,197	8,361	10,227	11,146	11,085
영업이익	-7,730	23,467	37,149	40,018	38,793
영업이익률	-23.6	35.5	43.7	40.7	36.4
EBITDA	5,943	36,049	52,493	57,551	58,481
영업외손익	-3,928	418	2,189	1,355	1,777
관계기업손익	15	-38	-38	-10	-13
금융수익	2,262	4,855	6,714	6,119	5,783
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-6,093	-5,708	-4,509	-4,795	-4,060
외환관련손실	2,222	3,952	3,952	3,952	3,952
기타	-111	1,309	23	41	66
법인세비용차감전순손익	-11,658	23,885	39,338	41,373	40,569
법인세비용	2,520	-4,088	-8,701	-10,757	-10,954
계속사업순손익	-9,138	19,797	30,638	30,616	29,616
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	30,638	30,616	29,616
당기순이익률	-27.9	29.9	36.0	31.2	27.8
비재배분순이익	-25	8	1	-5	1
재배분순이익	-9,112	19,789	30,637	30,621	29,615
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	100	1,248	1,372	1,509	1,660
포괄순이익	-9,037	21,044	32,010	32,126	31,276
비재배분포괄이익	-22	11	1	-6	1
재배분포괄이익	-9,015	21,033	32,009	32,131	31,275

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	42,084	42,062	40,679
PER	NA	6.4	4.7	4.7	4.9
BPS	73,495	101,515	141,859	182,434	221,713
PBR	1.9	1.7	1.8	1.4	1.1
EBITDAPS	8,164	49,517	72,106	79,053	80,330
EV/EBITDA	21.5	3.9	3.5	3.0	2.7
SPS	45,008	90,924	116,807	134,898	146,221
PSR	3.1	1.9	2.1	1.8	1.7
CFPS	8,098	50,619	75,318	81,119	82,975
DPS	1,200	2,204	2,204	2,204	2,204

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-26.6	102.0	28.5	15.5	8.4
영업이익 증가율	적전	흑전	58.3	7.7	-3.1
순이익 증가율	적전	흑전	54.8	-0.1	-3.3
수익성					
ROC	-7.8	24.4	31.3	28.0	23.9
ROA	-7.6	21.3	28.3	25.4	21.0
ROE	-15.6	31.1	34.6	25.9	20.1
안정성					
부채비율	87.5	62.2	38.4	29.2	22.5
순차입금비율	46.7	17.6	2.3	-7.4	-13.5
이자보상배율	-5.3	17.4	0.0	0.0	0.0

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	46,836	62,455	75,274
현금및현금성자산	7,587	11,205	13,681	24,257	33,472
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	15,242	18,029	19,853
재고자산	13,481	13,314	12,294	13,503	14,410
기타유동자산	2,458	4,461	5,619	6,667	7,540
비유동자산	69,862	77,576	96,091	109,209	122,433
유형자산	52,705	60,157	71,933	80,733	89,543
관계기업투자금	1,367	1,941	1,906	1,871	1,836
기타비유동자산	15,790	15,478	22,252	26,605	31,054
자산총계	100,330	119,855	142,927	171,664	197,707
유동부채	21,008	24,965	26,476	27,535	27,861
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	13,580	13,908	14,078
차입금	4,146	1,283	1,200	1,100	1,000
유동성채무	5,712	3,969	4,167	4,584	4,969
기타유동부채	4,125	6,327	7,529	7,942	7,814
비유동부채	25,819	20,974	13,160	11,294	8,411
차입금	19,611	17,431	9,431	7,931	5,431
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6,207	3,543	3,729	3,363	2,980
부채총계	46,826	45,940	39,637	38,829	36,273
자배지분	53,504	73,903	103,273	132,813	161,408
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	46,729	65,418	94,535	123,656	151,771
기타자본변동	-1,255	341	594	1,012	1,492
비재배지분	-1	12	17	22	27
자본총계	53,504	73,916	103,291	132,835	161,435
순차입금	24,960	12,984	2,382	-9,880	-21,853

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	45,823	45,059	47,325
당기순이익	-9,138	19,797	30,638	30,616	29,616
비현금항목의 가감	15,033	17,054	24,194	28,439	30,791
감가상각비	13,674	12,582	15,344	17,533	19,688
외환손익	332	352	-269	-269	-269
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1,027	4,120	9,119	11,175	11,372
자산부채의 증감	794	-5,600	-337	-3,268	-2,157
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-8,671	-10,728	-10,924
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-31,684	-28,856	-30,763
투자자산	-19	-113	-3,227	-1,670	-1,650
유형자산	-57,513	-51,250	-45,628	-51,724	-6,785
기타	-531	-1,993	-2,004	-1,598	-1,423
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-10,000	-3,279	-4,311
단기차입금	0	0	-83	-100	-100
사채	0	0	-6,000	-1,000	-2,000
장기차입금	6,969	-7,376	-2,000	-500	-500
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-826	-826	-1,520	-1,500	-1,500
기타	-446	-502	-397	-179	-211
현금의 증감	2,610	3,618	2,476	10,576	9,215
기초 현금	4,977	7,587	11,205	13,681	24,257
기말 현금	7,587	11,205	13,681	24,257	33,472
NOPLAT	-6,059	19,450	28,932	29,614	28,319
FCF	-1,165	15,369	16,226	20,260	19,020

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 증가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 증가 하락 예상

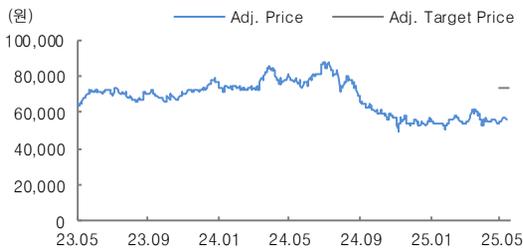
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.6%	6.4%	0.0%

(기준일자: 20250617)

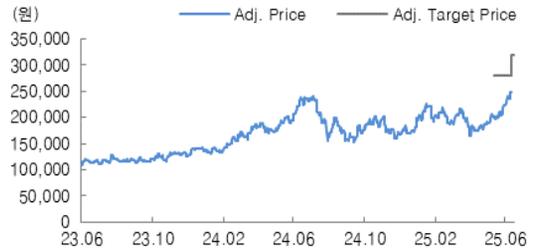
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.20
투자의견	Buy
목표주가	74,000
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.06.17	25.05.20
투자의견	Buy	Buy
목표주가	300,000	280,000
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		
제시일자		
투자의견		
목표주가		
과리율(평균%)		
과리율(최대/최소%)		