

반도체 및 장비

다 아는 쇼크는 쇼크가 아니니까 (feat. 환율)

3Q26 OP 삼성전자 104조원, SK하이닉스 70조원 전망

3분기 메모리 업체 실적은 삼성전자 104조원(+16% QoQ, OPM 51%), SK하이닉스 70조원(+16% QoQ, OPM 78%)로 전망한다. 현재 시장 컨센서스 111조원, 78조원을 하회하는 실적인데 가장 주요한 원인은 2분기 말 대비 약 11% 하락한 원/달러 환율 영향이다. 이외 삼성전자는 MX의 원가 증가, VD/CE의 일시적 비용이 반영됐고 SK하이닉스는 차세대 HBM으로의 제품 전환 과정에서 출하 믹스 및 매출 인식 시점 변화가 일부 영향을 미친 것으로 추정한다.

3분기보다 2027년 가격과 이익 추정치에 주목

환율 하락으로 3분기 실적에 대한 시장 기대치가 이미 낮아진 가운데 4분기 HBM4 매출 기여 확대가 실적 개선을 견인할 전망이다. 무엇보다도 2027년 HBM ASP의 추가 상승 가능성이 높다. 8단 전환에 따른 베이스 다이/후공정 원가 증가와 범용 DRAM 가격 상승이 HBM 가격 협상력을 높이고 있다.

HBM8단 변화의 핵심은 출하량 증가

최근 HBM 시장은 NVIDIA의 Rubin Ultra 12/8단 병행 적용 방안을 필두로 동일 세대 내 워크로드/가격대별 HBM Tiering이 나타나고 있다. 제한된 HBM 공급으로 GPU 출하량을 극대화 하려는 움직임으로 보인다. 이를 HBM 수요 둔화로 해석할 필요는 없다. 오히려 HBM 수급은 예상보다 타이트하다. HBM 사양 조정에도 시스템 출하량 증가가 스택당 메모리 탑재량 감소를 상쇄하면서 중장기 비트 수요 전망에는 변화가 없다.

소부장 역시 후공정 밸류체인으로 시선 집중

8단 전환 시 이론적으로 동일한 DRAM 다이로 만들 수 있는 HBM 스택 수가 50% 증가하기 때문에 GPU 출하량이 확대된다. 이때 DRAM 다이에 집중됐던 병목은 베이스 다이와 후공정으로 이동한다. 최근 TSMC의 CoWoS 증설 가속화 및 외주 확대, 삼성전자의 HBM 베이스 다이 선단공정 배정 확대와 후공정 투자 가속도 이러한 병목 이동에 대응하기 위한 것으로 보인다. 장비 투자 관점에서는 1) Cube 수 증가에 따른 MR/MUF 처리량 증가, 2) CoWoS 처리량 증가에 직접 노출되는 리플로우와 HBM Cube/베이스 다이 검사장비의 수혜가 가장 클 것으로 전망한다. 삼성전자는 HBM 경쟁력 회복과 베이스 다이 내재화의 가치가 부각되면서 리레이팅이 전망된다. 베이스 다이 수요 확대 시 자체 생산 기반은 공급 대응과 원가 관리 측면에서 강점으로 작용할 수 있다. SK하이닉스는 3분기 실적 발표에서 공개될 추가 주주환원에 대한 기대와 4분기 실적 회복이 주가 촉매로 남아 있다. 소부장 Top-pick은 피에스케이홀딩스를 유지한다.

이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

2026.09.29

비중확대

Top Picks

삼성전자 005930

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	530,000원
상승여력	96.3%

SK하이닉스 000660

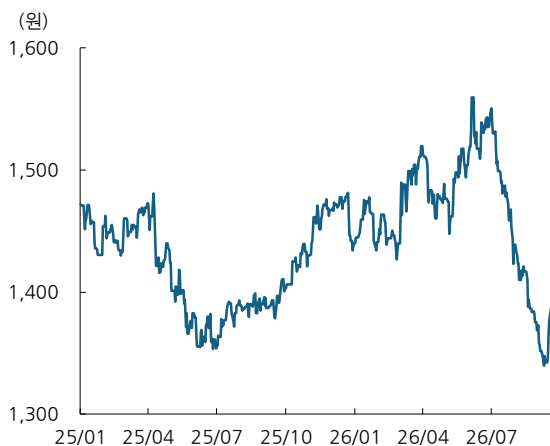
투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	2,640,000원
상승여력	49.3%

3분기보다 2027년 가격과 이익 추정치에 주목

2027년 HBM ASP의 추가 상승 가능성 존재

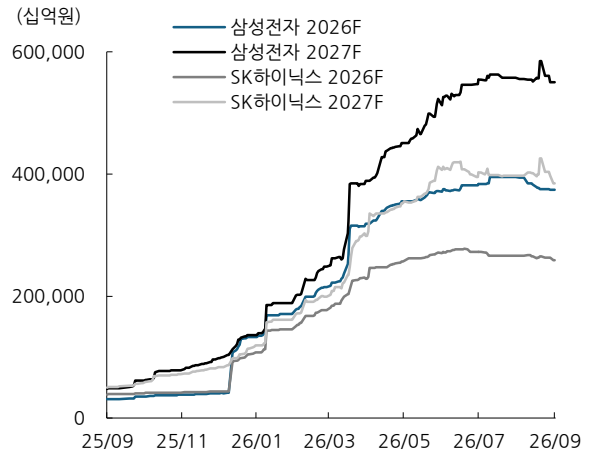
주가의 핵심 변수는 이제 3분기 실적보다 4분기 고부가 제품 믹스 개선과 2027년 이익 추정치의 상향 가능성이다. 환율 하락으로 3분기 실적에 대한 시장 기대치가 이미 낮아진 가운데 4분기에는 HBM4 매출 기여 확대와 메모리 가격 상승이 실적 개선을 견인할 전망이다. 무엇보다도 2027년 HBM ASP의 추가 상승 가능성이 높다. 8단 비중 확대에도 시스템 출하 증가로 공급 부족이 지속될 전망이다. 또한 8단 전환에 따른 베이스 다이·후공정 원가 증가와 범용 DRAM 가격 상승에 따른 기회 비용 확대가 HBM 가격 협상력을 높이고 있다.

그림1 원·달러 환율 추이



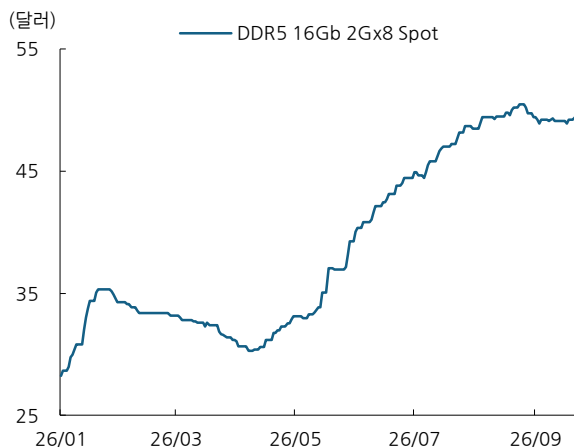
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 삼성전자/SK하이닉스 연간 영업이익 컨센서스 변화



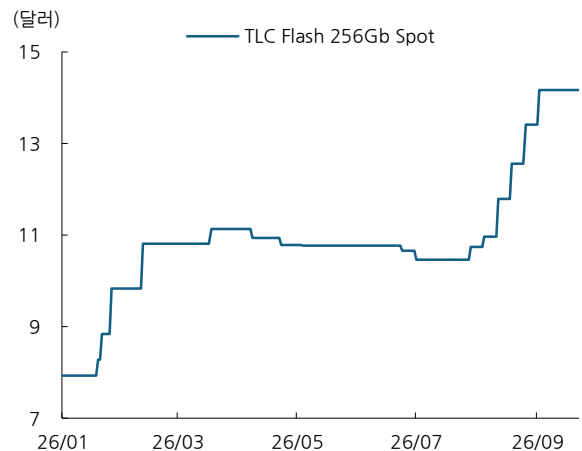
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림3 DRAM 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림4 NAND 가격 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

HBM 8단 변화의 핵심은 출하량 증가

HBM 사양 조정에도 시스템 출하량 증가가 스택당 메모리 탑재량 감소를 상쇄

최근 HBM 시장은 시스템별 성능과 경제성을 최적화하는 방향으로 변화하고 있다. NVIDIA는 당초 Rubin에 HBM4 12단, Rubin Ultra에 HBM4E 12단을 적용할 계획이었으나 고속고단 제품의 발열과 전력 효율 문제를 완화하기 위해 8단 적용을 병행하는 방안을 검토하고 있다. AMD와 Google 역시 동일 세대 내 워크로드/가격 대별 HBM Tiering 가능성이 관측되고 있다. 제한된 HBM 공급으로 GPU 출하량을 극대화 하려는 움직임으로 보인다. 이를 HBM 수요 둔화로 해석할 필요는 없다. 오히려 HBM 수급은 예상보다 타이트하다. HBM 사양 조정에도 시스템 출하량 증가가 스택당 메모리 탑재량 감소를 상쇄하기 때문이다.

표1 주요 AI GPU 최근 HBM 단수 변화 현황

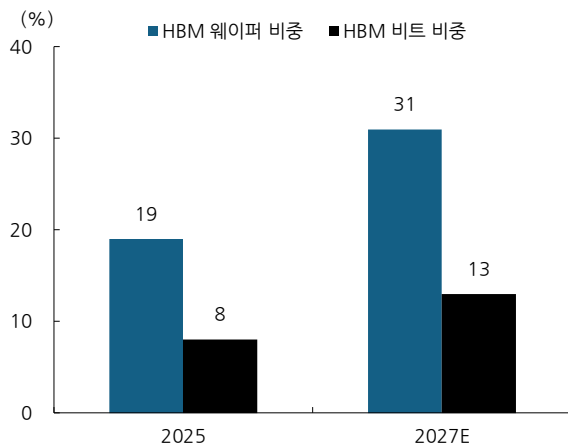
업체	제품/세대	기존	변경/전망
NVIDIA	Rubin Ultra	12Hi 중심	기존 12Hi HBM4E → 8Hi HBM4E / 12Hi HBM4 / 8Hi HBM4까지 검토
AMD	M450/455X	HBM4 432GB, 12 Hi	M455X는 12Hi 계열, 일부는 8Hi + 12Hi 멀티티어링
Google	TPU v8 Sunfish/Ultra	12Hi 중심	8Hi + 12Hi 멀티티어링

자료: DS투자증권 리서치센터

공격적인 증설에도 HBM 공급 부족이 지속될 전망

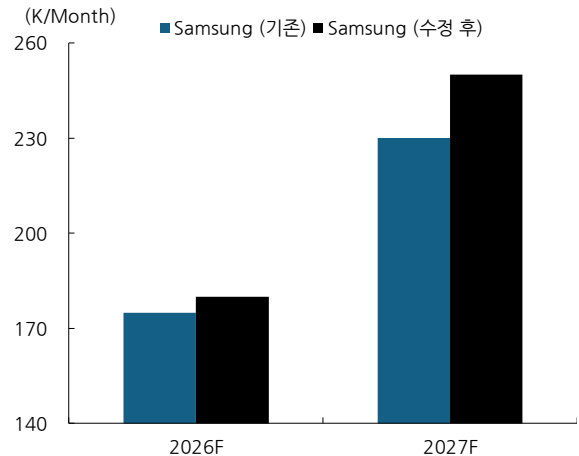
메모리 3사의 합산 HBM TSV 생산능력은 2026년 말 470K에서 2027년 말 610K로 약 30% 확대될 것으로 추정한다. 생산능력 증가에 가동률 및 수율 개선이 더해지며 HBM 비트 출하량은 2027년 전년 대비 50~60% 증가할 전망이다. HBM용 DRAM 웨이퍼가 전체 DRAM 웨이퍼 생산능력에서 차지하는 비중은 2025년 19%에서 2027년 31%까지 상승하는 반면 전체 DRAM 출하 비트에서 HBM이 차지하는 비중은 같은 기간 8%에서 13%로 상승하는 데 그칠 전망이다. HBM의 높은 웨이퍼 소모량으로 생산능력 확대가 비트 공급 증가로 직결되기 어렵다는 의미다. 이에 따라 공격적인 증설에도 HBM 공급 부족이 지속될 전망이다.

그림5 HBM 웨이퍼 인풋 증가 대비 비트 출하량 증가는 미미



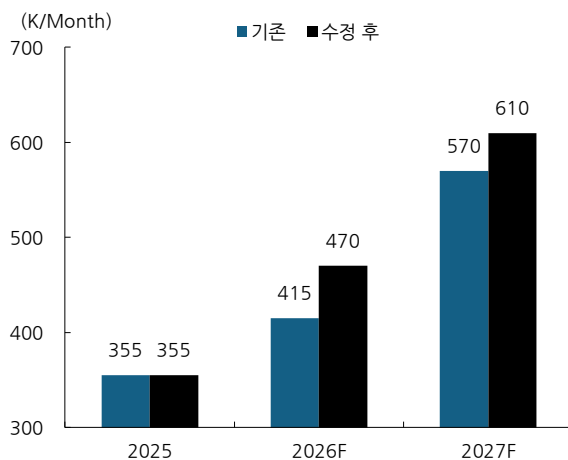
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림6 삼성전자 HBM Capa 추정치 상황



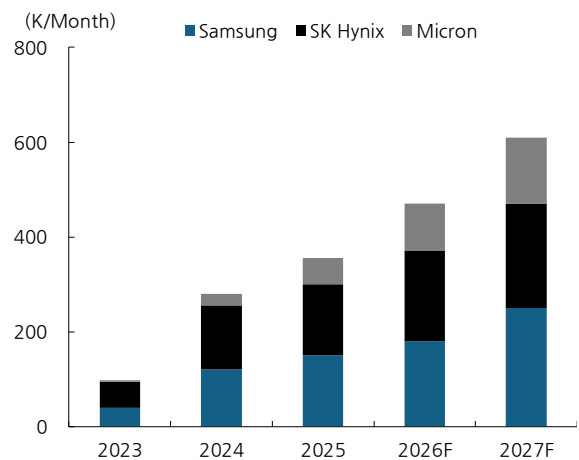
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 HBM 공급업체 TSV Capa 추정치 상황



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림8 HBM 공급업체 TSV Capa 추이 및 전망



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

소부장 역시 후공정 밸류체인으로 시선 집중

장비 투자 관점에서는 리플로우/후공정 패키지 검사 수혜가 클 것

8단 전환 시나리오가 현실화되면 두 군데에서 동시에 물량 효과가 발생한다. 1) Cube 수 증가에 따라 MR/MUF 처리량이 증가하고, 2) GPU 패키지 생산이 증가하면서 CoWoS 처리량이 증가한다. 장비 투자 관점에서는 이 두 가지 증가에 직접 노출되는 MR-MUF용 리플로우와 HBM Cube/베이스 다이 검사 장비의 수혜가 상대적으로 클 것으로 전망한다.

늘어난 Cube와 GPU 생산량을 소화하기 위한 베이스 다이, 조립·검사 및 CoWoS의 중요성이 더욱 높아질 전망

12단에서 8단으로 전환할 경우 HBM 생산 TAT(Turnaround Time)가 단축되는 동시에 동일 DRAM 다이에서 생산 가능한 Cube 수는 증가한다. 적층·접합 횟수가 줄고 공정 난이도도 낮아져 Cube당 후공정 소요시간 역시 단축되지만 전체 후공정 처리 수요는 오히려 증가한다. 무엇보다도 동일한 DRAM 다이로 생산할 수 있는 Cube 수가 50% 증가하기 때문에 필요한 베이스 다이와 조립·검사 물량도 함께 늘어난다. 결과적으로 늘어난 Cube와 GPU 생산량을 소화하기 위한 베이스 다이, 조립·검사 및 CoWoS의 중요성이 더욱 높아질 전망이다. 최근 TSMC의 CoWoS 증설 가속화 및 외주 확대, 삼성전자의 HBM 베이스 다이 선단공정 배정 확대와 후공정 투자 가속도 이러한 병목 이동에 대응하기 위한 것으로 보인다.

8단 전환 시 MR-MUF의 일괄 접합 방식이 상대적으로 유리

한편 공정 별로 8단 전환은 NCF의 Cube당 적층 부담을 완화하지만 전체 후공정 생산성 측면에서는 MR-MUF의 일괄 접합 방식이 상대적으로 유리할 수 있다. NCF는 적층 단수가 12단에서 8단으로 감소하면서 Cube당 순차 열압착 횟수가 줄어들지만 동일한 DRAM 다이에서 생산되는 Cube 수가 50% 증가해 전체 처리량 감소 효과는 제한적이다. 반면 MR-MUF는 적층 후 범프 접합을 일괄 처리하는 구조로 늘어난 Cube 생산량을 소화하는 데 상대적으로 유리하다.

표2 12Hi → 8Hi 전환 효과

동일 DRAM die 24개 기준	12Hi	8Hi	12Hi → 8Hi 효과
DRAM die 투입	24개	24개	-
HBM cube 생산	2개	3개	50%
Base die 필요량	2개	3개	50%
Cube당 DRAM die	12개	8개	-33%
Cube당 적층/본딩 부담	높음	낮음	감소
Cube당 TAT	길음	짧음	감소
동일 die 당 후공정 완제품 처리량	2 cube	3 cube	50%
이론적 GPU 공급 가능량*	2	3	최대 +50%

자료: DS투자증권 리서치센터

Company Analysis

·**삼성전자** 005930

HBM 경쟁력과 베이스다이 내재화 가치 부각

·**SK하이닉스** 000660

주주환원과 4분기 실적 기대감 상존



삼성전자

005930

HBM 경쟁력과 베이스다이 내재화 가치 부각

이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

2026.09.29

매수

목표주가(유지) 530,000원
현재주가(09/28) 270,000원
상승여력 96.3%

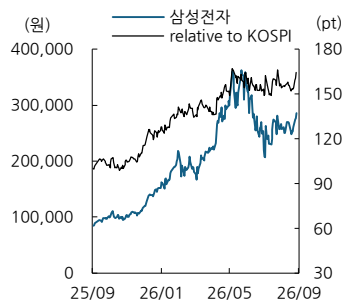
Stock Data

KOSPI 6,889.7pt
시가총액(보통주) 1,578,495십억원
발행주식수 5,846,279천주
액면가 100원
자본금 898십억원
60일 평균거래량 25,002천주
60일 평균거래대금 6,573,899백만원
외국인 지분율 46.6%
52주 최고가 374,500원
52주 최저가 83,200원
주요주주
삼성생명보험(외 16인) 19.7%
국민연금공단(외 1인) 7.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.1	3.6
3M	-20.5	-2.4
6M	50.3	23.6

주가차트



3Q26 Pre: 영업이익 104조원 전망

삼성전자 3Q26 실적 추정치를 매출액 202.5조원(+18% QoQ), 영업이익 103.8조원(+16% QoQ, OPM 51%)로 하향 조정한다. 3분기 환율 가정을 기존 1,430원에서 1,370원으로 하향 반영한 것이 가장 큰 원인이며 반도체 이외 부문의 원가 부담 증가와 비용 반영이 작용했다. 3분기 DS 부문 영업이익은 105조원(+18% QoQ)은 DRAM 80.5조원(OPM 82%), NAND 26.5조원(OPM 64%), LSI/파운드리 -1.7조원으로 세부 추정한다. 3분기 DRAM B/G는 4% 증가, ASP는 16% 상승한 것으로 추정한다. NAND B/G는 7% 증가, ASP는 13% 상승한 것으로 추정한다. 특히 HBM 출하량이 2분기 대비 큰 폭으로 증가하였다. DX 부문은 VD/CE의 구조조정 본격화에 따른 비용 반영과 MX의 메모리 원가 부담 증가로 인해 예상 대비 큰 폭의 적자인 -3.1조원을 기록할 것으로 추정한다.

3분기보다 2027년 가격과 이익 추정치에 주목

주가의 핵심 변수는 이제 3분기 실적보다 4분기 고부가 제품 믹스 개선과 2027년 이익 추정치의 상향 가능성이다. 환율 하락으로 3분기 실적에 대한 시장 기대치가 이미 낮아진 가운데 4분기에는 HBM4 매출 기여 확대와 메모리 가격 상승이 실적 개선을 견인할 전망이다. 무엇보다도 2027년 HBM ASP의 추가 상승 가능성이 높다. 8단 비중 확대에도 시스템 출하 증가로 공급 부족이 지속될 전망이다. 또한 8단 전환에 따른 베이스 다이·후공정 원가 증가와 범용 DRAM 가격 상승에 따른 기회비용 확대가 HBM 가격 협상력을 높이고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 53만원 유지

2026년 영업이익은 369조원(+74% YoY, OPM 51%), 2027년 영업이익은 608조원(+65% YoY, OPM 62%)으로 전망한다. 동사 HBM 경쟁력 회복과 베이스다이 내재화의 가치가 부각되면서 리레이팅이 전망된다. 스택 수 증가에 따라 베이스다이 수요가 확대될 경우 자체 생산 기반은 공급 대응과 원가 관리 측면에서 강점으로 작용할 수 있다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,606	718,392	977,887
영업이익	6,567	32,726	43,601	369,050	608,485
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	51.4	62.2
세전이익	11,006	37,530	50,063	375,225	614,878
지배주주지분순이익	14,473	33,621	43,557	326,273	534,661
EPS(원)	2,225	5,433	7,065	52,874	90,477
증감률(%)	-75.2	144.2	30.0	648.4	71.1
ROE(%)	4.1	9.0	10.9	57.5	56.4
PER(배)	35.3	9.8	26.9	5.1	3.0
PBR(배)	1.5	0.9	3.2	2.5	1.5
EV/EBITDA(배)	9.7	3.5	12.7	3.4	1.5

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표3 삼성전자 주요 가정

Key Assumptions	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
DRAM B/G (%)	5	10	4	2	7	9	5	8	9	28	27
DRAM ASP (%)	93	44	16	5	3	1	0	-4	22	281	21
NAND B/G (%)	8	2	7	6	5	6	8	9	5	23	27
NAND ASP (%)	88	67	13	6	4	2	1	-3	-9	260	27
스마트폰 출하량 (백만대)	64	58	61	48	52	50	53	45	236	236	239
스마트폰 ASP (\$)	361	333	376	357	375	340	377	349	308	357	334
OLED (백만장)	96	100	118	124	99	102	110	118	393	398	398
OLED ASP (\$)	49	51	57	55	50	54	60	59	51	53	56
환율(원/달러)	1,430	1,450	1,370	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,414	1,410	1,390

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 삼성전자 부문별 요약실적

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	133,873	171,499	202,488	210,531	226,053	238,750	255,383	257,701	333,606	718,392	977,887
DS	81,681	127,571	147,122	162,018	177,787	194,142	205,895	214,567	129,878	518,392	792,391
DX	52,389	47,694	50,512	43,433	46,192	42,162	46,156	40,091	187,967	194,028	174,601
SDC	6,725	7,517	9,219	9,625	6,930	7,780	9,243	9,692	29,388	33,087	33,646
Harman	3,826	4,568	4,153	4,141	4,309	4,374	4,449	4,495	15,783	16,689	17,627
영업이익 (십억원)	57,233	89,492	103,823	118,502	131,445	148,838	160,610	167,592	43,601	369,050	608,485
DS	53,663	89,196	105,401	117,779	129,947	147,664	158,985	165,244	24,858	366,039	601,840
DX	2,968	-819	-3,156	-1,328	422	-317	-967	-415	12,853	-2,335	-1,277
SDC	363	681	1,260	1,572	686	828	1,511	1,584	4,116	3,876	4,610
Harman	222	415	318	479	390	663	1,080	1,179	1,531	1,433	3,312
영업이익률 (%)	42.8	52.2	51.3	56.3	58.1	62.3	62.9	65.0	13.1	51.4	62.2
DS	65.7	69.9	71.6	72.7	73.1	76.1	77.2	77.0	19.1	70.6	76.0
DX	5.7	-1.7	-6.2	-3.1	0.9	-0.8	-2.1	-1.0	6.8	-1.2	-0.7
SDC	5.4	9.1	13.7	16.3	9.9	10.6	16.4	16.3	14.0	11.7	13.7
Harman	5.8	9.1	7.7	11.6	9.1	15.1	24.3	26.2	9.7	8.6	18.8

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 삼성전자 부문별 상세실적

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	133,873	171,499	202,488	210,531	226,053	238,750	255,383	257,701	333,606	718,392	977,887
DS	81,681	127,571	147,122	162,018	177,787	194,142	205,895	214,567	129,878	518,392	792,391
DRAM	53,614	84,924	98,154	106,657	117,547	129,407	135,878	140,878	70,868	343,349	523,710
NAND	21,126	35,986	41,685	47,521	51,893	56,107	61,201	64,708	33,289	146,318	233,909
LSI/Foundry	6,941	6,661	7,283	7,840	8,347	8,628	8,816	8,981	25,722	28,725	34,772
DX	52,389	47,694	50,512	43,433	46,192	42,162	46,156	40,091	187,967	194,028	174,601
VD/CE	14,268	14,498	13,878	13,869	13,479	13,408	13,061	13,312	61,933	56,513	53,260
MX/네트워크	38,121	33,196	36,634	29,564	32,712	28,754	33,095	26,779	126,035	137,515	121,340
SDC	6,725	7,517	9,219	9,625	6,930	7,780	9,243	9,692	29,388	33,087	33,646
Harman	3,826	4,568	4,153	4,141	4,309	4,374	4,449	4,495	15,783	16,689	17,627
영업이익 (십억원)	57,233	89,492	103,823	118,502	131,445	148,838	160,610	167,592	43,601	369,050	608,485
DS	53,663	89,196	105,401	117,779	129,947	147,664	158,985	165,244	24,858	366,039	601,840
DRAM	43,113	69,488	80,590	87,024	96,486	108,672	114,586	118,494	28,506	280,214	438,238
NAND	11,757	22,558	26,527	31,759	34,752	39,892	43,776	45,988	1,997	92,601	164,408
LSI/Foundry	-1,207	-2,849	-1,716	-1,004	-1,290	-900	623	762	-5,646	-6,777	-805
DX	2,968	-819	-3,156	-1,328	422	-317	-967	-415	12,853	-2,335	-1,277
VD/CE	177	-60	-2,129	-354	67	86	-188	-261	-105	-2,365	-296
MX/네트워크	2,790	-759	-1,027	-974	355	-403	-778	-154	12,957	30	-980
SDC	363	681	1,260	1,572	686	828	1,511	1,584	4,116	3,876	4,610
Harman	222	415	318	479	390	663	1,080	1,179	1,531	1,433	3,312
영업이익률 (%)	42.8	52.2	51.3	56.3	58.1	62.3	62.9	65.0	13.1	51.4	62.2
DS	65.7	69.9	71.6	72.7	73.1	76.1	77.2	77.0	19.1	70.6	76.0
DRAM	80.4	81.8	82.1	81.6	82.1	84.0	84.3	84.1	40.2	81.6	83.7
NAND	55.7	62.7	63.6	66.8	67.0	71.1	71.5	71.1	6.0	63.3	70.3
LSI/Foundry	-17.4	-42.8	-23.6	-12.8	-15.5	-10.4	7.1	8.5	-21.9	-23.6	-2.3
DX	5.7	-1.7	-6.2	-3.1	0.9	-0.8	-2.1	-1.0	6.8	-1.2	-0.7
VD/CE	1.2	-0.4	-15.3	-2.6	0.5	0.6	-1.4	-2.0	-0.2	-4.2	-0.6
MX/네트워크	7.3	-2.3	-2.8	-3.3	1.1	-1.4	-2.4	-0.6	10.3	0.0	-0.8
SDC	5.4	9.1	13.7	16.3	9.9	10.6	16.4	16.3	14.0	11.7	13.7
Harman	5.8	9.1	7.7	11.6	9.1	15.1	24.3	26.2	9.7	8.6	18.8
매출비중 (%)											
DS	61.0	74.4	72.7	77.0	78.6	81.3	80.6	83.3	38.9	72.2	81.0
DRAM	40.0	49.5	48.5	50.7	52.0	54.2	53.2	54.7	21.2	47.8	53.6
NAND	15.8	21.0	20.6	22.6	23.0	23.5	24.0	25.1	10.0	20.4	23.9
LSI/Foundry	5.2	3.9	3.6	3.7	3.7	3.6	3.5	3.5	7.7	4.0	3.6
DX	39.1	27.8	24.9	20.6	20.4	17.7	18.1	15.6	56.3	27.0	17.9
VD/CE	10.7	8.5	6.9	6.6	6.0	5.6	5.1	5.2	18.6	7.9	5.4
MX/네트워크	28.5	19.4	18.1	14.0	14.5	12.0	13.0	10.4	37.8	19.1	12.4
SDC	5.0	4.4	4.6	4.6	3.1	3.3	3.6	3.8	8.8	4.6	3.4
Harman	2.9	2.7	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	4.7	2.3	1.8

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

[삼성전자 005930]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	271,357	677,259	1,145,492	매출액	258,935	300,871	333,606	718,392	977,887
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	69,885	314,572	716,019	매출원가	180,389	186,562	202,236	226,118	240,579
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	65,411	143,046	175,096	매출총이익	78,547	114,309	131,370	492,274	737,307
재고자산	51,626	51,755	62,730	140,739	172,272	판매비 및 관리비	71,980	81,583	87,769	123,224	128,822
기타	31,949	68,356	73,331	78,902	82,105	영업이익	6,567	32,726	43,601	369,050	608,485
비유동자산	259,969	287,470	297,753	311,900	330,254	(EBITDA)	45,234	75,357	90,948	419,303	660,287
관계기업투자등	20,680	24,349	25,337	26,366	27,437	금융손익	3,592	4,050	5,799	5,512	5,729
유형자산	187,256	205,945	214,991	227,640	244,259	이자비용	930	904	1,426	2,118	2,314
무형자산	22,742	23,739	22,631	21,686	20,880	관계기업등 투자손익	888	751	617	617	617
자산총계	455,906	514,532	569,110	989,158	1,475,745	기타영업외손익	-40	3	45	46	46
유동부채	75,719	93,326	129,597	234,204	273,696	세전계속사업이익	11,006	37,530	50,063	375,225	614,878
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	77,127	173,039	211,809	계속사업법인세비용	-4,481	3,078	5,481	41,275	67,637
단기금융부채	8,423	15,380	35,380	43,380	43,380	계속사업이익	15,487	34,451	44,582	333,950	547,241
기타유동부채	13,746	16,424	17,091	17,785	18,507	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	16,509	19,014	19,292	19,846	20,266	당기순이익	15,487	34,451	44,582	333,950	547,241
장기금융부채	4,262	3,950	3,841	3,991	3,991	지배주주	14,473	33,621	43,557	326,273	534,661
기타비유동부채	12,246	15,063	15,451	15,855	16,275	총포괄이익	15,487	34,451	44,582	333,950	547,241
부채총계	92,228	112,340	148,890	254,050	293,962	매출총이익률 (%)	30.3	38.0	39.4	68.5	75.4
지배주주지분	353,234	391,688	409,716	724,604	1,171,279	영업이익률 (%)	2.5	10.9	13.1	51.4	62.2
자본금	898	898	898	898	898	EBITDA마진률 (%)	17.5	25.0	27.3	58.4	67.5
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404	당기순이익률 (%)	6.0	11.5	13.4	46.5	56.0
이익잉여금	346,652	370,513	404,288	719,176	1,165,851	ROA (%)	3.2	6.9	8.0	41.9	43.4
비지배주주지분(연결)	10,444	10,504	10,504	10,504	10,504	ROE (%)	4.1	9.0	10.9	57.5	56.4
자본총계	363,678	402,192	420,221	735,108	1,181,783	ROIC (%)	1.9	11.0	13.3	97.2	137.0

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	66,993	315,875	561,692	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	15,487	34,451	44,582	333,950	547,241	P/E	35.3	9.8	26.9	5.1	3.0
비현금수익비용가감	36,520	42,947	30,346	42,363	39,025	P/B	1.5	0.9	3.2	2.5	1.5
유형자산감가상각비	35,532	39,650	43,606	46,676	48,363	P/S	2.1	1.2	3.9	2.6	1.9
무형자산상각비	3,134	2,981	3,741	3,578	3,439	EV/EBITDA	9.7	3.5	12.7	3.4	1.5
기타현금수익비용	-4,131	-1,349	-18,235	-9,125	-14,012	P/CF	10.3	4.7	17.2	4.9	3.1
영업활동 자산부채변동	-5,459	-1,568	-7,935	-60,438	-24,574	배당수익률 (%)	1.8	2.7	0.9	4.9	0.5
매출채권 감소(증가)	236	-3,139	-12,165	-77,635	-32,050	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-3,207	2,541	-10,975	-78,009	-31,533	매출액	-14.3	16.2	10.9	115.3	36.1
매입채무 증가(감소)	1,104	-1,539	15,604	95,913	38,770	영업이익	-84.9	398.3	33.2	746.4	64.9
기타자산 부채변동	-3,592	568	-399	-708	238	세전이익	-76.3	241.0	33.4	649.5	63.9
투자활동 현금	-16,923	-85,382	-60,923	-67,951	-72,259	당기순이익	-72.2	122.5	29.4	649.1	63.9
유형자산처분(취득)	-57,513	-36,241	-52,651	-59,325	-64,982	EPS	-75.2	144.2	30.0	648.4	71.1
무형자산 감소(증가)	-2,911	-2,319	-2,633	-2,633	-2,633	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	50,079	-27,801	-4,281	-4,580	-3,173	부채비율	25.4	27.9	35.4	34.6	24.9
기타투자활동	-6,578	-19,020	-1,358	-1,413	-1,470	유동비율	258.8	243.3	209.4	289.2	418.5
재무활동 현금	-8,593	-7,797	10,109	-3,235	-87,986	순차입금/자기자본(x)	-21.7	-23.2	-22.2	-45.5	-62.5
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	19,891	8,150	0	영업이익/금융비용(x)	7.1	36.2	30.6	174.3	262.9
자본의 증가(감소)	-9,809	-11,621	-9,782	-11,385	-87,986	총차입금 (십억원)	12,686	19,330	39,221	47,371	47,371
배당금의 지급	9,809	9,809	9,782	11,385	87,986	순차입금 (십억원)	-79,086	-93,285	-93,482	-334,188	-738,355
기타재무활동	-64	-1,088	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	19,400	-15,375	16,179	244,688	401,447	EPS	2,225	5,433	7,065	52,874	90,477
기초현금	49,681	69,081	53,706	69,885	314,572	BPS	52,002	57,663	60,317	108,058	174,669
기말현금	69,081	53,706	69,885	314,572	716,019	SPS	38,120	44,293	49,113	105,760	145,829
NOPLAT	4,761	30,042	38,828	328,454	541,552	CFPS	7,656	11,394	11,031	55,400	87,428
FCF	29,625	-9,551	6,070	247,923	489,433	DPS	1,440	1,440	1,680	13,120	1,440

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

SK 하이닉스

0000660

주주환원과 4분기 실적 기대감 상존

이수림 반도체

02-709-2661

surim.lee@ds-sec.co.kr

2026.09.29

매수

목표주가(하향)	2,640,000원
현재주가(09/28)	1,768,000원
상승여력	49.3%

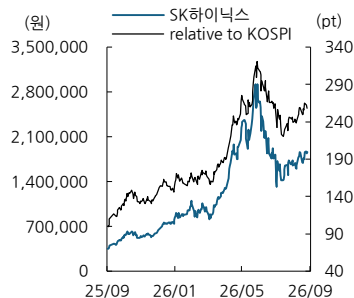
Stock Data

KOSPI	6,889.7pt
시가총액(보통주)	1,291,511십억원
발행주식수	730,492천주
액면가	5,000원
자본금	3,658십억원
60일 평균거래량	4,892천주
60일 평균거래대금	8,900,632백만원
외국인 지분율	50.2%
52주 최고가	2,987,000원
52주 최저가	339,000원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 10인)	20.0%
국민연금공단(외 1인)	7.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	7.0	5.5
3M	-33.9	-15.8
6M	91.8	65.1

주가차트



3Q26 Pre: 영업이익 70조원 전망

SK하이닉스 3Q26 실적 추정치를 매출액 89.5조원(+13% QoQ), 영업이익 70.1조원(+16% QoQ, OPM 78%)로 하향 조정한다. 3분기 환율 가정을 기존 1,430원에서 1,370원으로 하향 반영한 것이 가장 큰 원인이며 차세대 HBM으로의 제품 전환 과정에서 출하 믹스 및 매출 인식 시점 변화가 일부 영향을 미친 것으로 추정한다. DRAM ASP는 전분기 대비 15% 상승하고 NAND ASP는 12% 상승한 것으로 추정한다. B/G는 DRAM 5%로 기존 추정치 대비 하향 조정하였고 NAND 4%로 추정치 유지하였다. 서버용 LPDDR 제품의 판매 비중이 증가하며 영업이익률은 DRAM 83%, NAND 65%를 기록할 것으로 추정한다.

3분기보다 2027년 가격과 이익 추정치에 주목

주가의 핵심 변수는 이제 3분기 실적보다 4분기 고부가 제품 믹스 개선과 2027년 이익 추정치의 상향 가능성이다. 환율 하락으로 3분기 실적에 대한 시장 기대치가 이미 낮아진 가운데 4분기에는 HBM4 매출 기여 확대와 메모리 가격 상승이 실적 개선을 견인할 전망이다. 무엇보다도 2027년 HBM ASP의 추가 상승 가능성이 높다. 8단 비중 확대에도 시스템 출하 증가로 공급 부족이 지속될 전망이다. 또한 8단 전환에 따른 베이스 다이·후공정 원가 증가와 범용 DRAM 가격 상승에 따른 기회비용 확대가 HBM 가격 협상력을 높이고 있다.

투자 의견 매수, 목표주가 264만원 하향

3분기 실적 발표에서 공개될 추가 주주환원에 대한 기대와 4분기 실적 회복이 주가 촉매로 남아 있다. 기존 예상 대비 낮아진 3분기 DRAM 출하 B/G는 4분기에 모두 반영될 전망이다. 2026년 영업이익은 258조원(+446% YoY, OPM 77%)으로, 2027년 영업이익은 407조원(+58% YoY, OPM 80%)으로 전망한다. 목표주가는 Target P/B를 기존 3.4배에서 3.0배로 하향함에 따라 264만원으로 하향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	333,318	510,174
영업이익	-7,730	23,467	47,206	257,663	406,797
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	77.3	79.7
세전이익	-11,658	22,586	45,987	256,961	406,191
지배주주지분순이익	-9,112	19,789	37,427	209,266	330,797
EPS(원)	-12,517	27,182	51,410	287,452	454,390
증감률(%)	적전	흑전	89.1	459.1	58.1
ROE(%)	-15.6	31.1	41.0	98.5	69.2
PER(배)	-11.3	6.4	10.1	6.2	3.9
PBR(배)	1.9	1.7	3.5	4.1	2.0
EV/EBITDA(배)	21.7	3.9	6.1	4.1	2.0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표6 SK하이닉스 Valuation Table

구분	값	비고
BPS (원)	879,110	2027F 추정 BPS
Target Multiple (배)	3.0	역사적 멀티플 상단
주당기업가치 (원)	2,637,331	
목표주가 (원)	2,640,000	
현재주가 (원)	1,768,000	
상승여력	49%	

자료: DS투자증권 리서치센터

표7 SK하이닉스 주요 가정

Key Assumptions	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
DRAM B/G(%)	0	8	5	10	1	6	8	4	23	22	24
DRAM ASP(%)	65	30	15	14	3	1	0	-3	31	173	26
NAND B/G(%)	-13	18	4	5	1	5	4	3	10	17	18
NAND ASP(%)	74	57	12	12	4	2	1	-3	-8	250	29
환율(원/달러)	1,430	1,450	1,370	1,390	1,390	1,390	1,390	1,390	1,414	1,404	1,390

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

표8 SK하이닉스 사업부별 실적 테이블

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	52,576	79,319	89,495	111,928	116,578	124,899	133,908	134,789	97,147	333,318	510,174
QoQ/YoY %	60	51	13	25	4	7	7	1	47	243	53
DRAM	41,009	57,903	66,060	84,049	87,436	93,609	101,098	101,987	75,249	249,021	384,130
NAND	11,041	20,741	22,826	27,235	28,608	30,639	32,183	32,154	20,081	81,843	123,584
Others	526	675	609	644	534	651	627	648	1,817	2,454	2,460
영업이익 (십억원)	37,610	60,543	70,138	89,372	92,330	99,591	107,283	107,593	47,206	257,663	406,797
QoQ/YoY %	96	61	16	27	3	8	8	0	101	446	58
DRAM	32,172	47,069	54,976	71,057	73,894	79,344	85,988	86,754	45,812	205,274	325,980
NAND	5,050	13,106	14,755	18,552	18,289	20,002	21,548	21,515	1,857	51,464	81,354
Others	388	368	406	-237	147	245	-253	-676	-463	926	-538
영업이익률 (%)	72	76	78	80	79	80	80	80	49	77	80
DRAM	78	81	83	85	85	85	85	85	61	82	85
NAND	46	63	65	68	64	65	67	67	9	63	66
Others	74	54	67	-37	27	38	-40	-104	-25	38	-22
매출비중 (%)											
DRAM	78	73	74	75	75	75	75	76	77	75	75
NAND	21	26	26	24	25	25	24	24	21	25	24
Others	1	1	1	1	0	1	0	0	2	1	0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

[SK하이닉스 000660]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	64,460	279,269	576,941	매출액	32,766	66,193	97,147	333,318	510,174
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	27,060	188,756	471,727	매출원가	33,299	34,365	38,456	54,954	75,961
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	18,468	69,007	83,102	매출총이익	-533	31,828	58,691	278,364	434,213
재고자산	13,481	13,314	14,289	16,675	17,085	판매비 및 관리비	7,197	8,361	11,484	20,701	27,417
기타	2,458	4,461	4,642	4,831	5,027	영업이익	-7,730	23,467	47,206	257,663	406,797
비유동자산	69,862	77,230	92,178	126,244	164,827	(EBITDA)	5,943	36,049	61,148	273,297	423,951
관계기업투자등	5,473	5,982	6,225	6,478	6,741	금융손익	-1,238	-971	-1,021	-1,036	-943
유형자산	52,705	60,157	75,294	109,404	147,823	이자비용	1,468	1,345	1,228	1,251	1,167
무형자산	3,835	4,019	3,301	2,705	2,295	관계기업등 투자손익	15	-2	-65	-65	-65
자산총계	100,330	119,508	156,638	405,513	741,768	기타영업외손익	-2,704	93	-134	398	402
유동부채	21,008	24,965	26,747	68,384	80,682	세전계속사업이익	-11,658	22,586	45,987	256,961	406,191
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,884	59,352	71,474	계속사업법인세비용	-2,520	2,790	8,532	47,538	75,145
단기금융부채	11,968	7,582	6,703	4,703	4,703	계속사업이익	-9,138	19,797	37,455	209,423	331,045
기타유동부채	2,015	3,997	4,160	4,329	4,504	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	25,819	20,974	21,008	21,043	21,079	당기순이익	-9,138	19,797	37,455	209,423	331,045
장기금융부채	22,013	19,617	19,617	19,617	19,617	지배주주	-9,112	19,789	37,427	209,266	330,797
기타비유동부채	3,806	1,357	1,390	1,425	1,462	총포괄이익	-9,138	19,797	37,455	209,423	331,045
부채총계	46,826	45,940	47,754	89,426	101,761	매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.4	83.5	85.1
지배주주지분	53,504	73,903	108,871	316,074	639,994	영업이익률 (%)	-23.6	35.5	48.6	77.3	79.7
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658	EBITDA마진률 (%)	18.1	54.5	62.9	82.0	83.1
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487	당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	38.6	62.8	64.9
이익잉여금	46,729	65,418	102,020	309,222	633,143	ROA (%)	-8.9	18.0	27.1	74.5	57.7
비지배주주지분(연결)	-1	12	12	12	12	ROE (%)	-15.6	31.1	41.0	98.5	69.2
자본총계	53,504	73,916	108,884	316,086	640,007	ROIC (%)	-7.5	26.6	42.6	173.6	203.6

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	43,920	48,326	215,625	345,757	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	37,455	209,423	331,045	P/E	-11.3	6.4	10.1	6.2	3.9
비현금수익비용가감	15,033	24,123	14,438	15,576	17,007	P/B	1.9	1.7	3.5	4.1	2.0
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,099	14,951	16,581	P/S	3.1	1.9	3.9	3.9	2.5
무형자산감가상각비	553	596	843	683	574	EV/EBITDA	21.7	3.9	6.1	4.1	2.0
기타현금수익비용	-288	11,302	209	-345	-435	P/CF	17.5	2.9	7.3	5.7	3.7
영업활동 자산부채변동	794	0	-3,566	-9,373	-2,295	배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.6	0.6	1.8
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-5,169	-50,539	-14,095	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	2,288	167	-975	-2,385	-410	매출액	-26.6	102.0	46.8	243.1	53.1
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	2,498	43,468	12,123	영업이익	적전	흑전	101.2	445.8	57.9
기타자산 부채변동	-171	6,035	80	84	87	세전이익	적전	흑전	103.6	458.8	58.1
투자활동 현금	-7,335	-30,243	-30,767	-49,867	-55,909	당기순이익	적전	흑전	89.2	459.1	58.1
유형자산처분(취득)	-6,785	-16,127	-28,236	-49,060	-55,000	EPS	적전	흑전	89.1	459.1	58.1
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-124	-88	-164	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	126	-1,418	-406	-420	-435	부채비율	87.5	62.2	43.9	28.3	15.9
기타투자활동	-221	-12,000	-2,000	-299	-311	유동비율	145.0	169.3	241.0	408.4	715.1
재무활동 현금	5,697	-10,059	-1,704	-4,063	-6,877	순차입금/자기자본(x)	48.3	18.3	-3.0	-52.9	-70.3
차입금의 증가(감소)	6,507	-9,477	-879	-2,000	0	영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	38.4	205.9	348.5
자본의 증가(감소)	-801	-582	-825	-2,063	-6,877	총차입금 (십억원)	33,981	27,200	26,321	24,321	24,321
배당금의 지급	825	825	825	2,063	6,877	순차입금 (십억원)	25,821	13,554	-3,280	-167,078	-450,157
기타재무활동	-10	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	2,610	3,618	15,855	161,695	282,971	EPS	-12,517	27,182	51,410	287,452	454,390
기초현금	4,977	7,587	11,205	27,060	188,756	BPS	73,495	101,515	149,548	434,166	879,110
기말현금	7,587	11,205	27,060	188,756	471,727	SPS	45,008	90,924	133,443	457,853	700,786
NOPLAT	-5,604	20,569	38,448	209,996	331,539	CFPS	8,098	60,329	71,281	309,063	478,093
FCF	-646	13,677	17,560	165,758	289,848	DPS	1,200	1,200	3,000	10,000	32,000

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

삼성전자 (005930) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-10-08	매수	93,000	-39.7	-34.4	
2024-11-01	매수	93,000	-41.0	-36.9	
2025-01-06	매수	77,000	-29.2	-25.6	
2025-01-08	매수	77,000	-29.4	-25.6	
2025-01-31	매수	71,000	-20.8	-13.0	
2025-03-20	매수	71,000	-14.2	-13.0	
2025-03-28	매수	76,000	-26.4	-20.8	
2025-04-08	매수	76,000	-27.2	-25.5	
2025-05-02	매수	71,000	-15.1	2.3	
2025-07-02	매수	71,000	-8.0	2.3	
2025-07-08	매수	71,000	-7.1	2.3	
2025-08-01	매수	81,000	-9.8	6.3	
2025-08-19	매수	81,000	-8.5	6.3	
2025-09-26	매수	106,000	-11.2	-3.8	
2025-10-14	매수	106,000	-7.7	-3.8	
2025-10-30	매수	130,000	-18.4	6.2	
2025-11-04	매수	130,000	-18.5	6.2	
2026-01-06	매수	170,000	-13.9	-4.5	
2026-01-08	매수	170,000	-13.4	-4.5	
2026-01-29	매수	183,000	-1.1	19.1	
2026-03-16	매수	270,000	-30.4	-22.8	
2026-04-07	매수	300,000	-10.9	20.2	
2026-04-30	매수	300,000	-0.8	20.2	
2026-06-17	매수	530,000	-48.5	-31.6	
2026-07-30	매수	530,000	-51.6	-46.1	
2026-09-29	매수	530,000			

SK하이닉스 (000660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-10-25	매수	290,000	-28.9	3.5	
2025-01-10	매수	290,000	-25.2	3.5	
2025-01-23	매수	290,000	-25.0	3.5	
2025-02-11	매수	290,000	-24.6	3.5	
2025-03-20	매수	290,000	-22.8	3.5	
2025-04-15	매수	290,000	-20.0	3.5	
2025-04-25	매수	290,000	-17.5	3.5	
2025-06-09	매수	290,000	-7.1	3.5	
2025-07-28	매수	310,000	-8.2	16.5	
2025-08-19	매수	310,000	-4.8	16.5	
2025-09-26	매수	430,000	1.7	24.4	
2025-10-29	매수	650,000	-11.5	7.1	
2025-11-04	매수	650,000	-11.5	7.1	
2026-01-06	매수	800,000	-5.5	5.1	
2026-01-29	매수	970,000	-4.6	13.3	
2026-04-09	매수	1,300,000	-13.9	-5.9	
2026-04-23	매수	1,600,000	17.5	48.9	
2026-06-17	매수	3,100,000	-38.4	-5.8	
2026-07-29	매수	3,100,000	-46.6	-39.7	
2026-09-29	매수	2,640,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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 하시기를 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 현재 당사에서 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.