

반도체

잔 파도는 결국 지나가기 마련

- 류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com
- 서지원 RA jiwon0.seo@daishin.com



반도체

- Macro Risk와 재점화된 AI 버블론 속, 반도체 주가 조정이 심화. 다만, 지나친 비관론은 지양할 필요. 먹구름은 머지않아 걷힐 것. AI가 일으킨 수요의 폭증과 공급 병목 속, 반도체 사이클의 확장은 2026년에도 지속될 것.
- 2025년 말 공급업계의 재고는 DRAM 2-3주, NAND 6주 내외에 불과. 예상 Capex 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산은 전년대비 20%, 17% 성장으로 제한. 2026년에도 공급 부족이 지속될 가능성이 높다는 판단.
- Risk가 있다면, 낙관적 수요 전망에 기반한 공급업계의 과도한 Capex 상향 가능성. 2026년 Capex를 상향하더라도, 당해 연도에 생산이 급증할 가능성은 제한적이나, Capex는 누적 함수라는 점을 상기할 필요.
- 2027년 생산이 급증할 수 있고, 2027년에는 2개의 신공장이 가동되기 시작. 중국 반도체의 추격도 감안할 필요. 중국 반도체라는 잠재적 Risk를 감안 시, 사이클의 굴곡을 줄이려는 노력이 보다 강화될 필요.
- 당사는 삼성전자의 변화 가능성에 주목. 2026년은 기존 주주환원정책의 마지막 해. Value up 프로그램을 발표할 가능성도 유효. 재무 체력 강화 및 지속가능한 성장에 도움이 될 변화가 있다면, Capex의 Discipline 강화. SK하이닉스도 2024년 Value up 프로그램에서 유사 정책을 발표.
- 해당 변화 가능성에 주목. 절제된 Capex의 성장과 수익성 중심의 경영 기조 강화 속, 메모리반도체 산업의 굴곡은 축소될 것이고, 가치평가의 기준점은 높아질 것. 삼성전자와 SK하이닉스 매수의견 유지.
- Surprise는 NAND와 삼성파운드리에서 나올 것. NAND의 경우, 공급업계의 생산 Discipline 유지 노력이 강화. 서버 단에서는 eSSD 중심의 수요 성장이 가속화. 수익성의 Surprise가 나타날 수 있는 영역이라는 판단.
- 삼성파운드리의 경우, 엑시노스 2600의 부활과 낙수효과에 주목. TSMC의 Capa 부족 현상이 심화되고 있고, 북미 고객들과의 신규 수주 논의가 활성화. 2027년 연간 영업이익 흑자전환 가능성이 높아지고 있다는 판단.

잔 파도는 결국 지나가기 마련

반도체 비중 확대 의견 유지. Top Pick 으로는 삼성전자와 SK하이닉스를 제시

- Macro Risk (유동성)와 AI 버블론의 재점화 속, 주식시장의 Risk Off (위험회피) 기조가 강화. 이에, 반도체 주가 조정이 심화. 당사는 반도체 주식을 매도하기 이른 시점이라 생각. 반등 기회에 주목.
- 과거 사이클에서 나타났던 반도체 주가의 고점 시그널은 3가지. 1) 공급업계의 Capex 폭증 (공급 폭증 우려), 2) 수요의 오더컷 (Multi Booking의 취소), 3) 구조적 Macro Risk (경기 둔화) 가그 대상.
- 3가지 고점 시그널 중 1가지도 확산하기 이른 시점. 공급업계의 구조적 변화 노력 (Capex Discipline 의 강화, 사이클 변동성 축소 목적)이 전개되고 있고, AI 수요의 추가 확장 기회 (Sovereign AI의 강화, 기술 혁신을 통한 추가 수요 창출)가 열려 있는 만큼 반등의 기회 또한 충분.
- 대형주의 경우, 주가의 조정을 비중 확대의 기회로 삼을 필요. Supply Chain에서는 리노공업, 테스, 한솔케미칼, 솔브레인을 관심 종목으로 제시.

당사 Universe 반도체 업종의 실적 전망 및 투자 의견

(단위:십억원,%,배)

종목	삼성전자		SK하이닉스		솔브레인		HPSP		파크시스템스	
투자의견	BUY		BUY		BUY		BUY		BUY	
목표주가	140,000원		800,000원		360,000원		42,000원		310,000원	
현주가 (11/26)	102,800원		524,000원		248,000원		28,800원		230,000원	
Upside	36.2%		52.7%		45.2%		45.8%		34.8%	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	329,522	409,179	93,366	142,659	931	1,120	173	234	208	252
영업이익	40,022	92,172	43,251	80,665	135	229	89	127	47	69
OPM	12.1	22.5	46.3	56.5	14.5	20.4	51.4	54.3	22.6	27.4
%yoy	22.3	130.3	84.3	86.5	-19.6	69.6	-5.3	42.7	20.5	46.8
순이익	37,882	69,705	39,345	62,885	104	181	71	103	40	62
ROE	9.3	15.2	42.3	43.9	10.0	14.4	24.5	31.3	19.4	24.5
PBR	1.6	1.4	3.4	2.2	2.0	1.7	9.5	8.0	8.5	6.5
PER	12.5	6.8	9.4	5.9	21.5	12.4	40.2	27.7	47.6	30.2

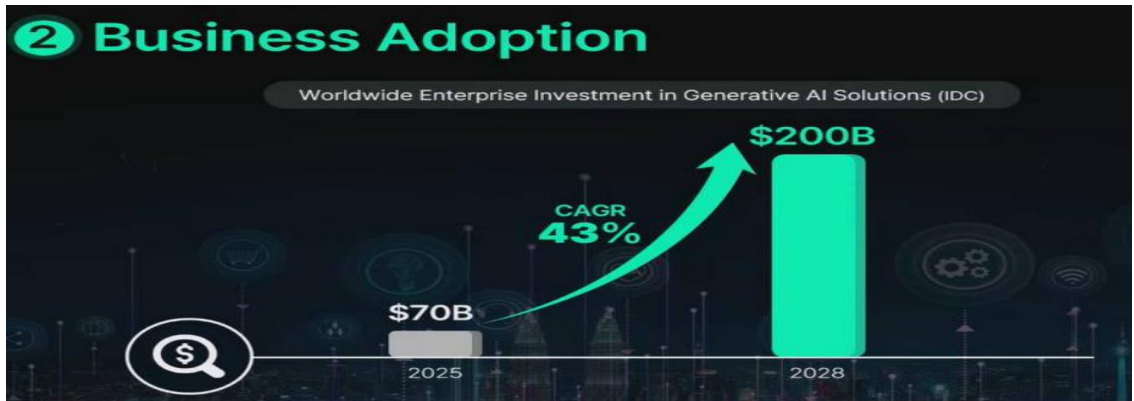
자료 : 대신증권 Research Center

Prologue: 재점화된 AI 버블론, AI는 허상인가?

AI 버블론이 재점화. GPU 상각의 과소계상 이슈, AI의 중장기 수익성 문제 등이 주요 근거. 당사는 아직 버블을 논하기 이른 시점이라 생각. 수요의 확장 기회에 주목.

- GPU 신제품이 매년 출시되고 있고, 이에 고객들의 OPEX 부담이 심화. 다만, 신형 GPU 구매가 가져올 주론 효율 향상, 구형 GPU의 내용연수 증가 기회 (소프트웨어), ASIC을 통한 비용 효율화 노력 등에 보다 주목할 필요. AI 투자 강화의 기회요인이 투자 축소가 가져올 사업 단의 Risk 대비 여전히 큰 시점.
- 전력 수급난 속 전력 비용의 증가는 기정사실화 되고 있고, 막대한 운영 비용을 기업 단에서 모두 감당 가능할지에 대한 현실적 고민도 제기. 이러한 환경 속에서도 강한 데이터센터 투자가 지속될 것으로 전망하는 배경이 있다면, Sovereign AI. 기업 단이 아닌 정부 단에서 지원하는 사이클이라면, 단기 비용 부담은 충분히 완화될 수 있고, 시장의 수요에 대한 신뢰는 단번에 약화되지 않을 것이라 생각.
- 지난 2년간 시장은 수많은 버블론을 목격. 과거의 재현일 뿐이라 생각. AI 투자가 급격히 위축될 구조적 변화는 관측되지 않고 있고, 수없이 마주한 기술문제에 시장의 적응력도 강화되었을 것이라는 판단.

글로벌 생성형 AI 투자



자료: SK 그룹, 대신증권 ResearchCenter

Sovereign AI로 강화되는 AI 사이클



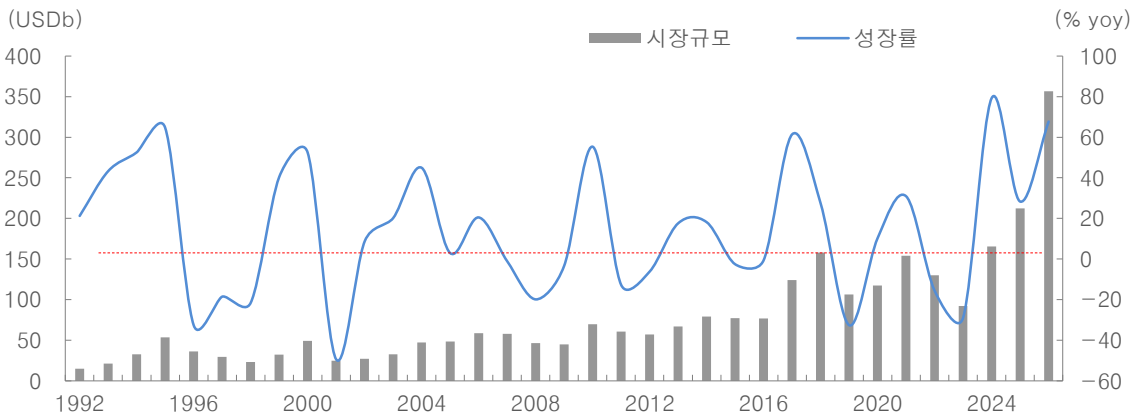
자료: SK 그룹, 대신증권 ResearchCenter

격화되는 구매 경쟁, 강화될 수요 성장에 대한 믿음

제한된 Capa와 AI가 촉발한 수요의 Big Wave 속, 메모리반도체 구매 경쟁이 심화. 유례를 찾기 어려운 공급 부족 사태에 장기공급계약 (LTA, 선행 구매 P/O 등)의 영역은 범용 반도체로 확대. 이에, 수요 성장에 대한 시장의 신뢰는 지속 강화될 것으로 전망.

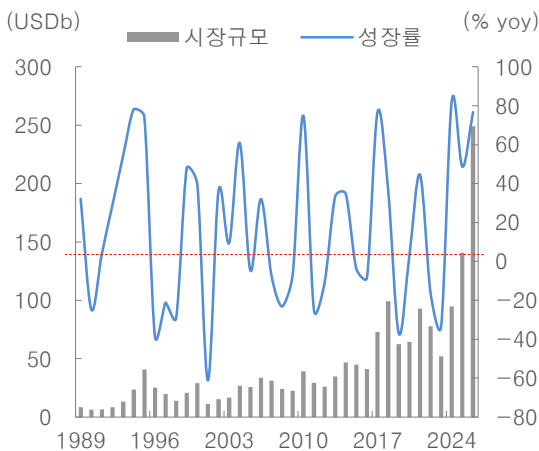
- 고객 구매 오더 기준 2026년 DRAM과 NAND 수요는 전년대비 30% 이상, 10% 후반 성장 예상.
- DRAM의 경우, 주요 고객들의 장기공급계약 체결 요청이 급증. 일부 고객들은 사전 증설을 유도하기 위해 선급금을 지불하겠다는 옵션까지 제시. NAND의 경우, 공급업체 전반의 Capex Discipline 강화 속 서버 내 eSSD 침투율 급증 효과가 중첩되며, 구매 경쟁이 심화되는 분위기.
- HBM에만 적용되던 물량의 Binding이 범용 제품으로 확산되고 있고, 수요와 가격 전망은 매주 상향조정. 큰 이변이 없다면, 2026년에도 호황이 지속될 것이라는 판단.

메모리반도체 시장규모 추이 및 전망



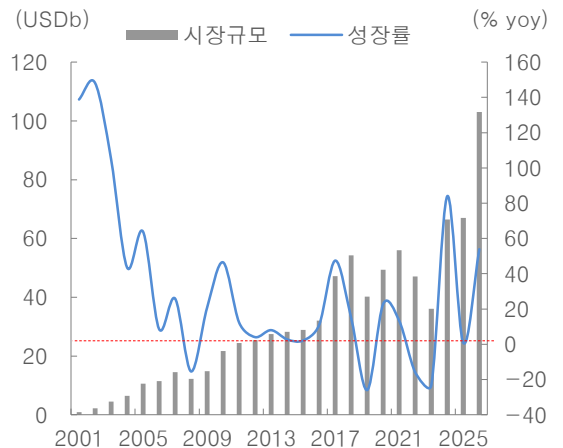
자료: 대신증권ResearchCenter

DRAM 시장규모 추이 및 전망



자료: 대신증권ResearchCenter

NAND 시장규모 추이 및 전망



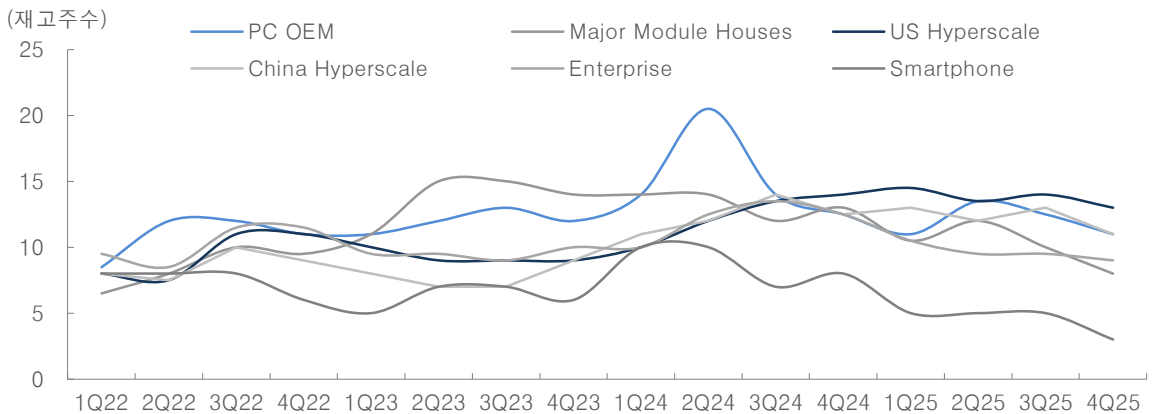
자료: 대신증권ResearchCenter

서버 수요의 급증, 높아지는 세트 업계의 공급망 우려

서버 수요의 급증 속, 세트 업계에서도 선제적 재고 확보 노력이 강화. LPDDR5/5x의 저변이 세트 (모바일, PC)에서 서버로 확대되며, 세트 업계의 공급망 우려가 심화.

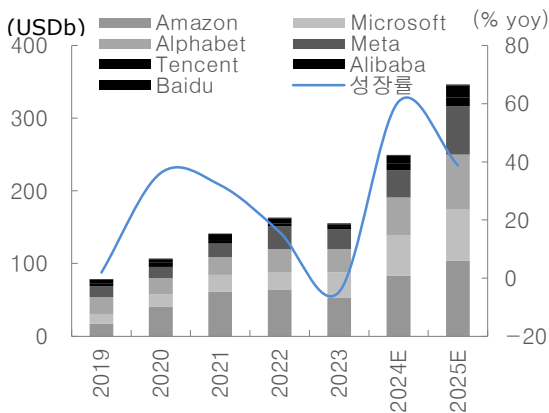
- **[AI 서버]** 2026년 AI Capex는 예년 대비 이른 시점부터 상향 조정. 필요 시, Debt Financing까지 활용하겠다는 입장. TSMC의 CoWoS Ramp up 시점이 앞당겨지며, 생산 단의 지원도 병행.
- **[일반서버]** 2026년 일반서버 DRAM 수요는 전년 대비 40% 성장 전망. 클라우드 사업자들은 AI 워크로드의 효율적 처리를 위해 일반 서버 투자를 병행. NAND에서는 eSSD 신규 채용 수요가 확대. 특히, 수요가 강한 QLC 제품의 경우, 저사양 제품까지도 Sold out.
- **[모바일]** 수요의 순증 효과 (Mid-End 급으로의 탑재량 증가 사이클 확산)와 LPDDR5/5x의 저변 확대 속, DRAM 구매 경쟁이 격화. 세트 업계의 보유 DRAM 재고는 적정 혹은 그 이하 수준.

DRAM: 응용처별 재고 추이



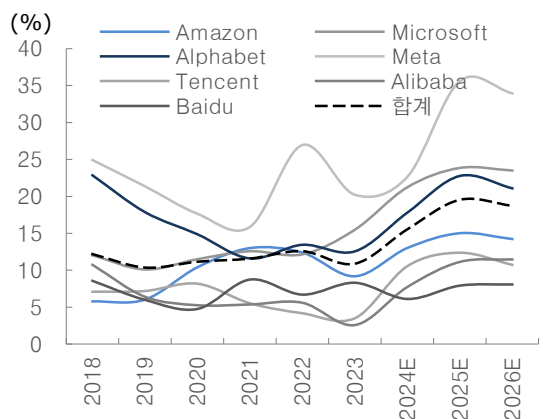
자료: Trendforce, 대신증권 ResearchCenter

주요 CSP 업계의 Capex 추이 및 전망



자료: 대신증권 ResearchCenter

주요 CSP의 Capital Intensity 추이 및 전망



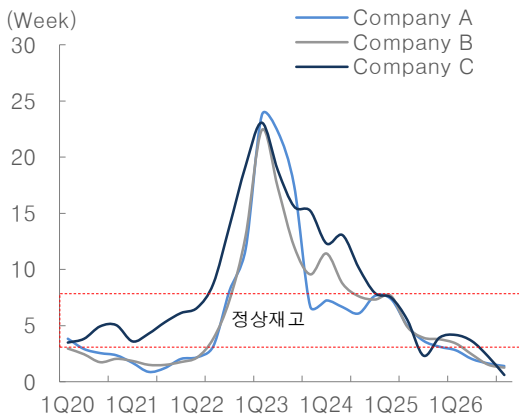
자료: 대신증권 ResearchCenter

현 시점에서 나타나는 Capex의 상향은 과열이라 보기 어렵다

예상 Capex 기준, Capex Discipline은 유지. 2026년에도 공급 부족은 지속될 것

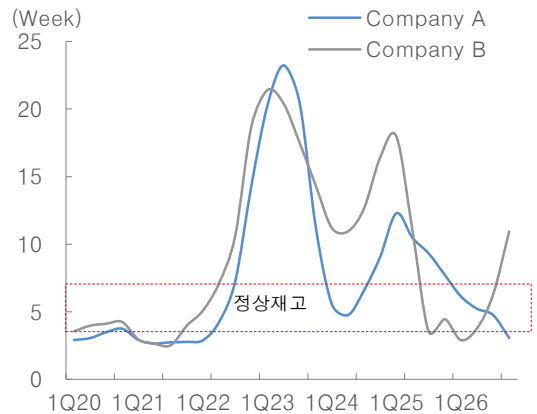
- Summary: 현 예상 Capex 수준이라면, 2026년에도 공급 부족은 지속될 것. 2025년 말 기준 메모리 반도체 공급업계의 재고는 DRAM 2-3주, NAND 6주 내외에 불과. 생산의 절대 상승 폭도 제한적. Base Case 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산 증가율은 전년 대비 20%, 17% 수준으로 제한.
- 삼성전자 메모리반도체: Capex는 2025년 34조원, 2026년 35조원 전망. 당사 예상 Capex 기준 2026년 생산 증가율은 DRAM +10% 후반, NAND +10% 초반 수준.
- SK하이닉스: Capex는 2025년 27조원, 2026년 34조원 전망. 당사 예상 Capex 기준 2026년 생산 증가율은 DRAM +10% 중반, NAND (본사 기준) +20% 중반 수준.
- Micron Technology: Capex는 FY2025 138억 달러, FY2026 180억 달러 전망. 당사 예상 Capex 기준 2026년 생산 증가율은 DRAM +20%, NAND +9% 수준.

DRAM: 공급업계의 재고주수 추이 및 전망



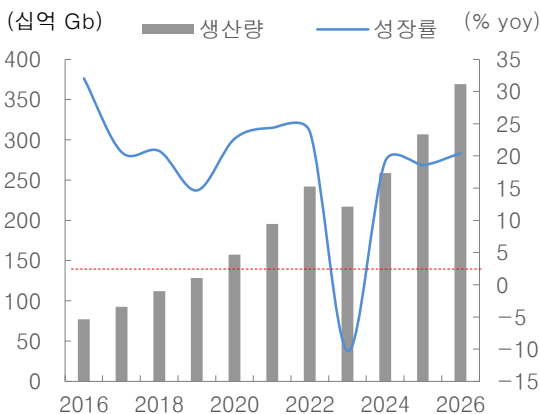
자료: 대신증권 ResearchCenter

NAND: 공급업계의 재고주수 추이 및 전망



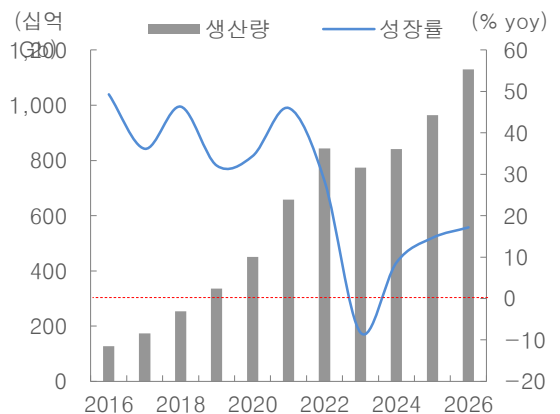
자료: 대신증권 ResearchCenter

DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 ResearchCenter

NAND: 연간 생산량 추이 및 전망



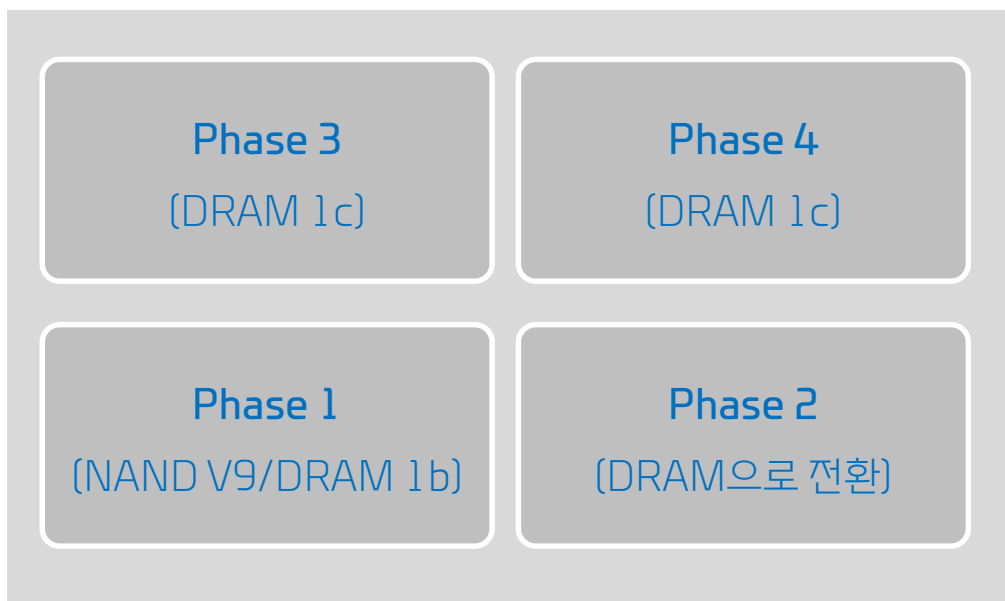
자료: 대신증권 ResearchCenter

하지만 늘릴 여력은 존재한다

시장은 구조적 공급 병목 (Fab Space의 부족)으로 메모리반도체 사이클이 장기화될 수 있음을 지적. 다만, 이러한 장밋빛 전망을 무조건적으로 신뢰하긴 어렵다고 생각. 생산을 늘린다면, 늘릴 수 있는 여력이 존재한다는 판단.

- 삼성전자: P4L (평택 4공장)에서 추가 Capa 투자가 가능할 것이라 생각. 시장의 Base Case는 2026년 Phase 1과 Phase 3 투자이나, Phase 2가 변수로 작용 가능. Phase 2의 경우, 당초 로직/파운드리 라인으로 활용될 것으로 예상되었으나, DRAM 라인으로 전환. 해당 구역의 인프라 투자 완료 시점이 2026으로 예상되는 만큼 2026년 생산에 유의미한 기여를 하긴 어려우나, 생산 증가 시그널이 보이기 시작하면, 고객들의 반응도 달라질 수 있음을 상기할 필요. 수율도 하나의 변수. 기저 부담이 낮은 만큼 Upside 여력도 그만큼 크다는 판단.
- SK하이닉스: M15x에 대한 추가 투자가 가능한 구조라 생각. 현 Capex 기조 하, 2026년 말 M15x Capa는 Wafer In 기준 월 30K 중반 수준인 것으로 판단되나, 늘린다면 늘릴 수 있을 것이라는 판단.
- Micron Technology: Fab Space의 제약이 심화. DRAM 1c의 경우, 양산 이관 과정에서 EUV Layer 수가 1개로 축소. 이에, 공정라인은 당초 예상 대비 길어졌을 것이고, Fab Space의 제약도 그만큼 심화.
- CXMT: 공격적인 증산 정책을 이어갈 것으로 전망. 2026년 생산 목표는 2025년 (240억 Gb) 대비 67% 성장한 400억 Gb 수준. 생산 타겟을 맞춘 사례가 지난 3년간 없었던 만큼 이상과 현실 상에는 괴리가 있을 가능성이 존재하나, 무분별한 낙관론으로 CXMT를 바라볼 때는 지났다고 생각.

삼성전자: P4L (평택 4공장) 지형도



지금 필요한 것은 공식화

수요의 혁신과 공급 병목이 중첩되는 시점에선 모두가 긍정적 전망을 제시. 메모리반도체 산업의 특성 상, Multi Booking (중복 오더)은 매년 관측되어 왔고, 이번에도 다르지 않을 것. 그렇다면, 지금 필요한 것은 Risk를 Hedge하려는 노력. Capex Discipline 강화를 공식화한다면, 시장도 해당 변화에 보다 긍정적으로 화답할 것.

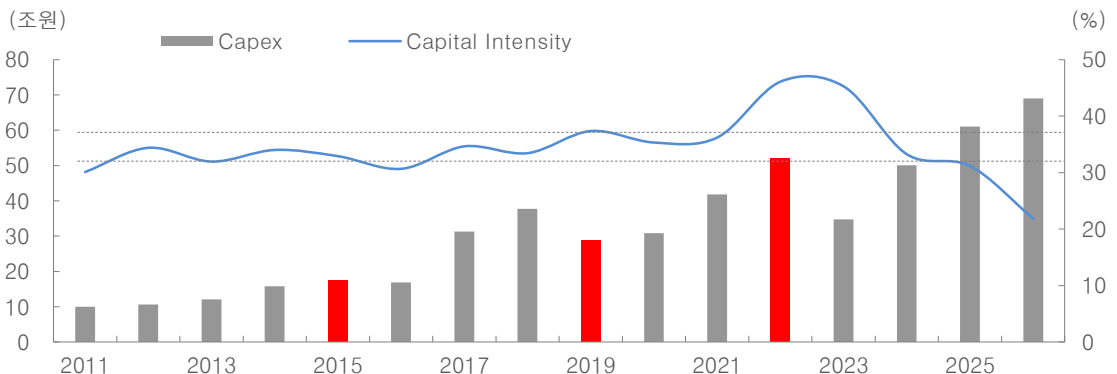
- Capex는 누적 함수. 2026년 Capex가 급격히 상향되더라도, 당해 생산이 급증할 가능성은 크지 않으나, 2027년에는 다른 양상이 전개될 수 있음을 상기할 필요. 2027년에는 2개의 신공장도 가동 시작.
- 과거 사이클에서 Capital Intensity(Capex/매출액)가 2년 연속 30% 초중반 이상을 기록 시, 높은 확률로 3년 차에는 공급 과잉이 발생. AI가 과거 대비 큰 수요의 성장을 이끌 요인임은 분명하나, 수요를 확실하기보다는 절제된 Capex의 상향을 통해 Risk를 Hedge 해가는 것이 유리하다는 판단. 중국 반도체라는 잠재 Risk도 의사결정에 보다 반영될 필요.
- 삼성전자의 변화 가능성에 주목. 2026년은 기존 주주환원정책 (2024-2026년)의 마지막 해. Value up 프로그램이 새롭게 발표될 가능성도 유효. Capex Discipline을 공식화하는 것이 주가와 사업의 지속가능한 성장 모두에 있어 중요. 해당 가능성이 유효하다는 판단.

SK하이닉스: 2024년 Value up 프로그램 발표



자료: SK하이닉스, 대신증권 ResearchCenter

한국 반도체: Capex 추이 및 전망



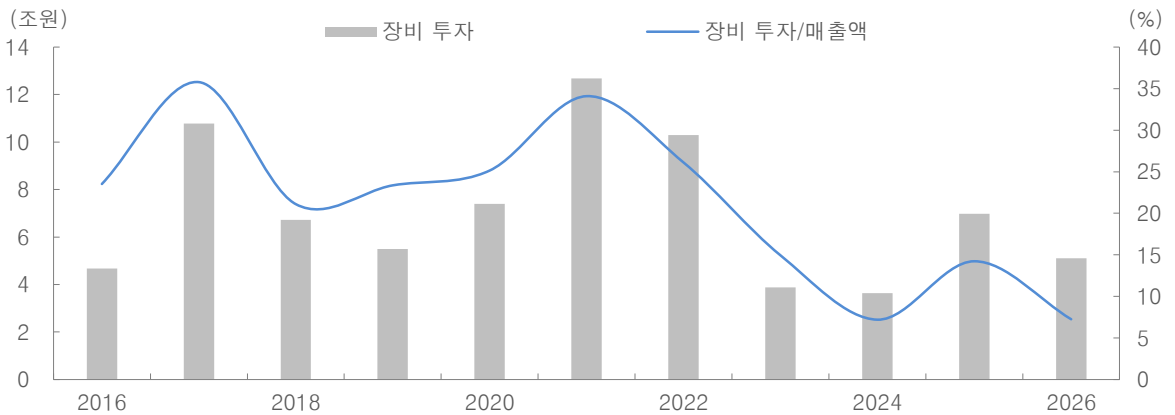
자료: 대신증권 ResearchCenter

Surprise는 NAND와 파운드리에서

수익성 관점에선 NAND와 삼성파운드리에서 Surprise가 나타날 가능성이 높다는 판단.

- NAND: 서버 수요의 강세 속, ASP 성장이 가속화. 원가 단에서는 절제된 Capex 기조 강화 (YMTC의 성장 감안)가 절감 요인으로 작용. 시장 예상 대비 높은 수익성을 기록할 수 있을 것이라 생각.
- 삼성파운드리: TSMC의 선단공정 Capa (2-5nm) 부족 현상 심화. 고객들이 TSMC의 지속된 가격 인상 요청을 수용 중인 배경. 이에, Tier 2 기업으로의 낙수효과가 펼쳐질 수 있다는 판단. 2-5nm 중심으로 외부 고객과의 수주 논의가 활성화. 북미 팹리스 기업들에게 추가 수주 확보의 기회가 열릴 것. 2027년 연간 흑자전환 목표에 한걸음 더 다가가고 있다는 판단.

NAND: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 ResearchCenter

삼성파운드리: 선단공정이 돌아가기 시작한다

구분	내용
2nm	엑시노스 2600 (SF2, 갤럭시 S26 일반/플러스 내 탑재 예상)와 테슬라의 Dojo3와 AI 5/6 반도체 (SF2P, SF2A), 일본 거래선의 데이터센터용 반도체, MicroBT의 ASIC 칩 등에 적용될 전망. 향후 주요 모바일 AP 고객사의 모바일 AP 로 제품 저변이 확대될 가능성 유효
3nm	엑시노스 2500 (3nm GAA 3세대) 양산 시작으로 가동률 회복 본격화
4/5nm	외부 수주 활성화 및 삼성전자 HBM4 Base Die 양산 효과로 수익성 개선에 기여 전망 + a (Network?)
8nm	닌텐도2 스위치, Nvidia의 콘솔용 GPU 등에 활용. 주요 SoC 수주 확대로 수익성 개선에 기여 전망.
Legacy	CIS에서의 고객 확대 기회요인이 보다 구체화될 것 (중화권 및 북미 모바일 고객사향 신규 진출 효과)

자료: 대신증권 ResearchCenter

삼성전자: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,420	1,400	1,350	1,350	1,350	1,365	1,415	1,363
DRAM출하량(십억Gb)	24.5	27.3	31.1	32.0	32.1	33.7	35.7	36.4	105.9	114.9	137.8
QoQ	0	11	14	3	0	5	6	2			
YoY	-7	-1	12	31	31	23	15	14	13	8	20
DRAMASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.58	0.68	0.69	0.70	0.68	0.38	0.45	0.69
QoQ	-20	2	14	36	16	2	1	-3			
YoY	22	4	12	27	83	84	63	16	63	19	54
범용DRAM출하량(십억Gb)	23.9	26.5	29.6	30.5	29.8	31.3	33.2	33.4	100.9	110.4	127.8
QoQ	8	11	12	3	-2	5	6	1			
YoY	-7	-1	12	38	25	18	12	10	9	9	16
범용DRAMASP/Gb (USD)	0.34	0.35	0.39	0.55	0.63	0.64	0.64	0.60	0.33	0.41	0.63
QoQ	-4	1	14	40	14	2	0	-7			
YoY	21	3	16	54	83	85	63	8	52	27	51
NAND출하량(십억GB)	55.6	71.1	78.1	70.3	70.3	75.9	83.5	86.6	268.2	275.1	316.3
QoQ	-11	28	10	-10	0	8	10	4			
YoY	-24	3	21	13	26	7	7	23	12	3	15
NANDASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.077	0.088	0.097	0.104	0.106	0.100	0.087	0.079	0.102
QoQ	-16	-5	6	15	10	7	2	-6			
YoY	2	-19	-20	-3	28	43	38	13	64	-10	30
스마트폰 출하량(백만대)	61	58	61	51	61	57	59	55	223	231	232
QoQ	19	-6	5	-16	20	-7	4	-7			
YoY	2	8	6	-1	-1	-2	-3	8	-2	4	0
스마트폰ASP (USD)	326	270	304	268	333	278	313	276	294	293	301
QoQ	25	-17	13	-12	24	-16	13	-12			
YoY	-3	-3	3	3	2	3	3	3	3	-0	3

자료 : 삼성전자, 대신증권 Research Center

삼성전자: 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,566	86,062	89,753	100,856	97,168	108,185	102,970	300,871	329,522	409,179
DS사업부문	25,131	27,875	33,117	42,347	46,848	49,300	53,472	53,158	111,066	128,470	202,778
메모리반도체	19,069	21,178	26,690	35,359	40,027	42,255	45,779	44,996	84,463	102,297	173,056
DRAM	13,018	14,110	18,436	26,541	30,463	31,598	33,822	33,341	53,255	72,104	129,224
NAND	6,051	7,069	8,255	8,818	9,563	10,657	11,957	11,655	31,208	30,193	43,832
비메모리반도체	6,062	6,697	6,426	6,988	6,821	7,045	7,694	8,162	26,603	26,173	29,722
DX사업부문	51,717	43,570	48,375	41,761	51,339	44,086	48,589	43,309	174,888	185,424	187,323
MX/Network	37,000	29,200	34,100	27,042	36,538	28,996	33,721	28,245	117,230	127,342	127,500
CE/VD	14,500	14,100	13,900	14,450	14,526	14,821	14,530	14,782	56,440	56,950	58,659
삼성디스플레이	5,867	6,380	8,102	8,289	6,102	6,699	8,750	9,035	29,158	28,637	30,585
Harman	3,419	3,830	3,954	4,357	3,568	4,083	4,374	4,468	14,275	15,560	16,493
영업이익	6,685	4,676	12,166	16,494	21,614	23,303	27,363	19,891	32,726	40,022	92,172
DS사업부문	1,106	350	6,991	12,897	16,970	19,768	22,516	16,154	15,094	21,344	75,408
메모리반도체	3,400	2,950	7,700	13,807	17,586	20,122	22,672	16,156	20,467	27,857	76,536
DRAM	3,700	3,250	6,800	12,484	15,960	17,138	18,726	13,825	16,483	26,234	65,648
NAND	-300	-300	900	1,323	1,626	2,984	3,946	2,331	3,984	1,623	10,888
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-709	-910	-616	-354	-156	-2	-5,373	-6,513	-1,128
DX사업부문	4,722	3,326	3,469	2,285	3,799	2,448	3,006	2,203	12,440	13,802	11,455
MX/Network	4,300	3,100	3,600	2,285	3,531	2,252	2,754	2,111	10,660	13,285	10,647
CE/VD	300	200	-100	0	269	196	252	92	1,750	400	808
삼성디스플레이	462	473	1,225	928	511	698	1,367	1,102	3,733	3,088	3,677
Harman	307	484	421	385	334	390	475	433	1,308	1,596	1,631
영업이익률	8	6	14	18	21	24	25	19	11	12	23
DS사업부문	4	1	21	30	36	40	42	30	14	17	37
메모리반도체	18	14	29	39	44	48	50	36	24	27	44
DRAM	28	23	37	47	52	54	55	41	31	36	51
NAND	-5	-4	11	15	17	28	33	20	13	5	25
비메모리반도체	-38	-39	-11	-13	-9	-5	-2	-0	-20	-25	-4
DX사업부문	9	8	7	5	7	6	6	5	7	7	6
MX/Network	12	11	11	8	10	8	8	7	9	10	8
CE/VD	2	1	-1	0	2	1	2	1	3	1	1
삼성디스플레이	8	7	15	11	8	10	16	12	13	11	12
Harman	9	13	11	9	9	10	11	10	9	10	10

자료 : 삼성전자, 대신증권 Research Center

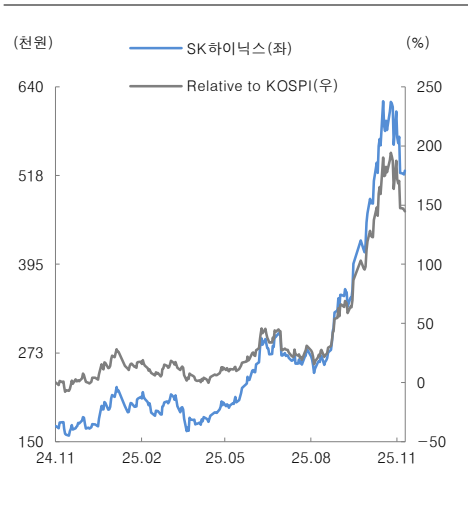
SK하이닉스(000660)

빈 틈이 없다 시즌 2

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	800,000원 (유지)
현재주가 (25.11.26)	524,000원

KOSPI	3960.87
시가총액	381,473십억원
시가총액비중	11.47%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	620,000원 / 158,800원
120일 평균거래대금	14,472억원
외국인지분율	53.43%
주요주주	에스케이스퀘어외 7인 20.07%
	국민연금공단 7.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	100.4	158.1	195.9
상대수익률	2.2	60.8	72.3	88.3



- 목표주가 800,000원과 매수의견 유지. 높은 Valuation을 정당화할 수 있는 체력을 확보. 반등 기회 유효.
- DRAM: DRAM 1c와 HBM4에서 선도력을 재차 입증. DRAM 1c 수율은 성숙 수율인 90%에 근접, HBM4 수율도 조기에 안정화 (완제품 수율 기준 60% 중반인 것으로 추정). 예상 대비 빠른 수율 개선 효과 기반 원가 측면에서도 선도적 지위를 이어갈 수 있을 것이라는 판단.
- NAND: QLC 시장에서의 기회요인에 주목. Solidigm이 시스템 통합화 및 제품 경쟁력 모두에서 QLC 시장을 리드 중. 본사 NAND도 V9 (321단) 기반 QLC 제품 (서버 eSSD)을 2H26 구간에 출시할 계획. 과거 NAND에서 겪어왔던 경쟁 열위 요소가 경쟁 우위요소로 변화하고 있다는 판단.
- 재무 체력: AI가 가져온 수요의 폭증과 제한적 공급 성장 속, 2026년에도 호황이 지속될 것이라는 판단. 예상 시나리오대로 업황이 전개되고 나면, 2026년 말 기준 SK하이닉스의 현금 및 현금성 자산 (금융자산 포함)은 60조원 수준에 이를 것. 강화된 재무 체력 기반 더 큰 회사로의 도약 준비를 완료할 수 있는 기회.

(십억원, 원, %)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	93,366	142,659	134,573
영업이익	-7,730	23,467	43,251	80,665	35,893
세전순이익	-11,658	23,885	48,133	82,744	38,491
총당기순이익	-9,138	19,797	39,346	62,886	28,483
지배지분순이익	-9,112	19,789	39,345	62,885	28,480
EPS	-12,517	27,182	54,045	86,380	39,121
PER	NA	6.4	9.4	5.9	13.0
BPS	73,495	101,515	154,267	239,161	276,881
PBR	1.9	1.7	3.4	2.2	1.9
ROE	-15.6	31.1	42.3	43.9	15.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
 자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

SK하이닉스: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,420	1,400	1,350	1,350	1,350	1,365	1,415	1,363
DRAM출하량(십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	26.4	27.5	28.9	29.3	28.8	75.0	93.8	114.4
QoQ	-7	25	8	4	4	5	1	-2			
YoY	16	19	32	31	47	23	16	9	16	25	22
DRAMASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.60	0.70	0.75	0.74	0.73	0.43	0.55	0.73
QoQ	0	1	5	11	16	7	-0	-1			
YoY	51	29	16	18	36	44	38	22	81	26	34
범용DRAM출하량(십억 Gb)	16.0	20.4	22.1	22.7	22.9	24.1	24.8	24.6	68.6	81.2	96.4
QoQ	-8	27	8	3	1	5	3	-1			
YoY	4	10	28	31	43	18	13	8	9	18	19
범용DRAMASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.47	0.56	0.61	0.61	0.58	0.34	0.38	0.59
QoQ	-7	4	10	25	20	8	0	-5			
YoY	9	0	4	34	73	79	62	23	58	13	54
NAND출하량(십억 GB)	33.7	58.9	55.2	57.0	57.0	58.8	60.1	59.5	190.0	204.8	235.5
QoQ	-19	75	-6	3	0	3	2	-1			
YoY	-36	14	26	37	69	-0	9	4	-1	8	15
NANDASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.074	0.081	0.085	0.086	0.080	0.074	0.065	0.083
QoQ	-20	-9	11	15	10	5	1	-6			
YoY	3	-20	-24	-8	26	46	33	9	93	-12	27

자료 : SK하이닉스, 대신증권 Research Center

SK하이닉스: 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	29,046	33,854	36,398	36,866	35,541	66,193	93,366	142,659
DRAM	14,037	17,124	19,084	22,576	26,937	29,143	29,423	28,555	44,732	72,821	114,058
NAND	3,229	4,728	4,989	5,965	6,455	6,732	6,951	6,457	19,274	18,911	26,596
기타	373	380	376	505	461	523	491	529	2,187	1,634	2,005
영업이익	7,441	9,213	11,383	15,214	19,291	21,431	21,774	18,170	23,467	43,251	80,665
DRAM	7,500	9,500	11,500	14,743	18,144	19,799	19,927	17,190	20,959	43,243	75,060
NAND	15	-202	-94	522	1,193	1,684	1,896	1,033	2,800	241	5,806
기타	-75	-85	-22	-50	-46	-52	-49	-53	-292	-233	-201
세전이익	9,299	8,723	14,790	15,321	19,775	21,961	22,341	18,668	23,885	48,133	82,744
순이익	8,108	6,996	12,598	11,644	15,029	16,690	16,979	14,188	19,797	39,346	62,886
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	52	57	59	59	51	35	46	57
DRAM	53	55	60	65	67	68	68	60	47	59	66
NAND	0	-4	-2	9	18	25	27	16	15	1	22
기타	-20	-22	-6	-10	-10	-10	-10	-10	-13	-14	-10
세전이익	53	39	60	53	58	60	61	53	36	52	58
순이익	46	31	52	40	44	46	46	40	30	42	44

자료 : SK하이닉스, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 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.

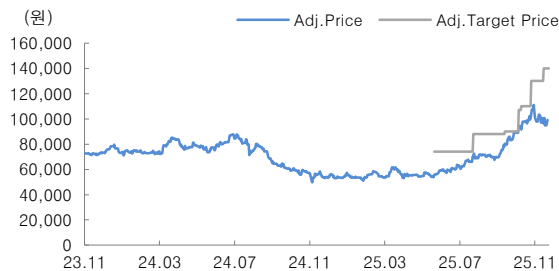
투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

기준일자: 2025.11.24

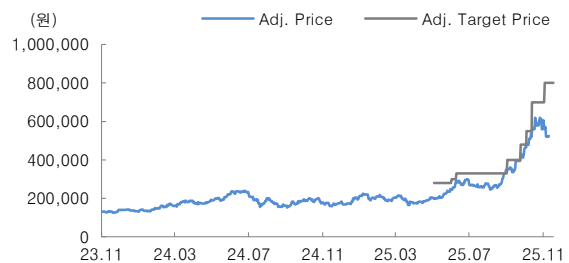
[반도체]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.12.01	25.11.19	25.10.30	25.10.14	25.10.10	25.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000	140,000	130,000	110,000	107,000	90,000
과리율(평균,%)		(30.11)	(21.80)	(10.14)	(13.60)	(5.03)
과리율(최대/최소,%)		(28.14)	(14.54)	(5.36)	(12.80)	4.89
제시일자	25.07.29	25.05.28				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	88,000	74,000				
과리율(평균,%)	(18.65)	(16.66)				
과리율(최대/최소,%)	(8.52)	(4.59)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.28	25.11.19	25.10.29	25.10.20	25.10.10	25.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	800,000	800,000	700,000	550,000	480,000	400,000
과리율(평균,%)		(33.63)	(15.84)	(7.45)	(7.90)	(9.19)
과리율(최대/최소,%)		(28.63)	(11.43)	1.45	1.15	7.00
제시일자	25.06.26	25.06.18	25.05.20			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	330,000	300,000	280,000			
과리율(평균,%)	(15.82)	(10.00)	(21.74)			
과리율(최대/최소,%)	6.97	(2.33)	(11.07)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균,%)						
과리율(최대/최소,%)						