2025년 11월 14일 | 산업분석_Industry Report

반도체

메모리 가격 상향 조정

Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 11월 13일

삼성전자(005930)

BUY I TP 140,000원(상향) I CP 102,800원

SK하이닉스(000660)

BUY I TP 850,000원(상향) I CP 612,000원

4Q25 및 1Q26 메모리 가격 상향

DRAM 및 NAND의 가격 가정을 상향 조정한다. 서버 중심의 강한 수요로 인해 서버향 DRAM 가격이 당초 예상보다 상승폭이 큰 것으로 파악된다. 아울러 서버향 공급 확대로 인해 모바일 및 PC DRAM 부문의 공급이 축소되면서, 해당 전방산업향 DRAM 가격의 상승폭도 더욱 확대될 것으로 추정된다. 삼성전자 DRAM, NAND의 전분기대비 가격 상승폭은 각각 19%, 13%로, SK하이닉스는 각각 11%, 12%로 가정한다. DRAM 가격의 상승폭이 상이한 이유는 SK하이닉스의 HBM 매출비중이 40%에 달하기 때문에 일반 DRAM 가격의 상승폭에 의한 기여도가 상대적으로 낮기 때문이다. 아울러 비수기인 26년 1분기의 DRAM 가격 상승폭을 기존에는 한 자릿수 중반 정도로 가정했었는데, 모바일 및 PC 세트 업체들의 주문 상황이 예년보다 양호한 것으로 파악되어 한 자릿수 후반대로 상향한다.

2026년 연간 영업이익 재차 상향

가시성 높은 25년 4분기 및 26년 1분기 메모리 가격을 상향 조정하며, 2026년 연간 영업이익 역시 재차 상향한다. 삼성전자는 95.8조원, SK하이닉스는 77.3조원으로 기존 추정치를 각각 9.6%, 10.1% 상향한다. 삼성전자는 반도체 부문의 이익을 상향한 반면에 모바일 부문의 이익은 하향 조정한다. 이는 원가 부담 확대로 인해 수익성 유지가 어려울 것으로 추정하기 때문이다. SK하이닉스는 HBM4 가격 협상이 원활하게 진행된 부분을 감안해 HBM의 가격을 기존대비 상향 조정한다. 두 업체의 합산 영업이익은 173조원에 달할 것으로 추정되며, 현재 합산 시가총액 1,058조원임을 감안하면 여전히 주가 상승이 가능하다고 판단한다.

두 업체 모두 목표주가 상향

삼성전자와 SK하이닉스에 대한 투자의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 각각 140,000원, 850,000원으로 상향한다. 앞서 언급한 것처럼 2026년 영업이익을 상향 조정했고, SK하이닉스의 경우 HBM4 경쟁력 입증을 반영해 HBM에 대한 가치 산정시 멀티플을 파운드리 평균 EV/EBITDA 8.5배로 변경했다. 지난 보고서에서 HBM에 대한 가치 평가를 별도로 할 필요성에 대해 언급한 바 있는데, 금번 보고서에서 목표주가 산정시 실제로 접목했다. HBM의 공급 형태나 계약 조건이 파운드리와 유사한 구조이고, 해당 제품의 수익성 또한 글로벌 1위 파운드리 업체보다 우위에 있기 때문에 해당 멀티플에 대한 정당성을 확보했다고 판단한다. 향후에도 메모리 가격 상향에 따른 실적 상향 여력은 상존할 것으로 기대하며, 실적 상향 조정이 일단락되기 전까지 주가 역시 이에 동행할 것으로 예상한다.

Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

도표 1. 삼성전자 분기 및 연간 실적 추정(수정 후)

(단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**79.1**	**74.6**	**86.1**	**89.9**	**97.9**	**97.0**	**109.3**	**107.6**	**300.9**	**329.7**	**411.8**
YoY	*10%*	*1%*	*9%*	*19%*	*24%*	*30%*	*27%*	*20%*	*16%*	*10%*	*25%*
QoQ	*4.4%*	*-6%*	*15%*	*4%*	*8.8%*	*-1%*	*13%*	*-1%*			
매출 원가	51.0	49.0	52.6	52.0	55.2	52.1	56.6	55.2	190.4	204.7	219.1
% Sales	*64%*	*66%*	*61%*	*58%*	*56%*	*54%*	*52%*	*51%*	*63%*	*62%*	*53%*
판관비	21.4	20.8	21.3	21.6	23.5	23.0	25.6	24.9	77.8	85.1	96.9
% Sales	*27%*	*28%*	*25%*	*24%*	*24%*	*24%*	*23%*	*23%*	*26%*	*26%*	*24%*
감가상각비	11.0	10.1	11.2	11.3	11.4	11.6	11.9	12.1	41.7	43.6	45.8
% Sales	*14%*	*14%*	*13%*	*13%*	*12%*	*12%*	*11%*	*11%*	*14%*	*13%*	*11%*
영업이익	**6.7**	**4.7**	**12.2**	**16.3**	**19.2**	**21.9**	**27.1**	**27.6**	**32.7**	**40.0**	**95.8**
영업이익률	*8%*	*6%*	*14%*	*18%*	*20%*	*23%*	*25%*	*26%*	*11%*	*12%*	*23%*
YoY	*1%*	*-55%*	*33%*	*152%*	*187%*	*363%*	*122%*	*69%*	*400%*	*22%*	*140%*
QoQ	*3%*	*-29%*	*158%*	*34%*	*18%*	*14%*	*23%*	*2%*			
EBITDA	17.7	14.9	23.4	27.6	30.6	33.5	39.0	39.7	74.5	83.6	141.6
% Sales	*22%*	*20%*	*27%*	*31%*	*31%*	*35%*	*36%*	*37%*	*25%*	*25%*	*34%*
YoY	*7%*	*-28%*	*16%*	*61%*	*74%*	*125%*	*66%*	*44%*	*70%*	*12%*	*71%*
QoQ	*3%*	*-16%*	*57%*	*18%*	*11%*	*9%*	*16%*	*2%*			
세전이익	9.2	5.8	13.5	17.6	20.6	23.2	28.4	28.9	37.5	46.0	101.0
세전이익률	*12%*	*8%*	*16%*	*20%*	*21%*	*24%*	*26%*	*27%*	*12%*	*14%*	*25%*
법인세	1.0	0.7	1.4	4.4	4.1	4.6	5.7	5.8	3.0	7.4	20.2
법인세율	*11%*	*12%*	*10%*	*25%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*8%*	*16%*	*20%*
순이익	8.2	5.1	12.2	13.2	16.5	18.5	22.7	23.1	34.5	38.6	80.8
순이익률	*10%*	*7%*	*14%*	*15%*	*17%*	*19%*	*21%*	*21%*	*11%*	*12%*	*20%*

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 2. 삼성전자 분기 및 연간 실적 추정(수정 전)

(단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	**79.1**	**74.6**	**86.1**	**89.3**	**96.1**	**94.2**	**104.8**	**102.7**	**300.9**	**329.1**	**397.8**
YoY	*10%*	*1%*	*9%*	*18%*	*21%*	*26%*	*22%*	*15%*	*16%*	*9%*	*21%*
QoQ	*4.4%*	*-6%*	*15%*	*4%*	*7.6%*	*-2%*	*11%*	*-2%*			
매출 원가	51.0	49.0	52.6	52.1	55.0	51.6	55.9	54.2	190.4	204.7	216.8
% Sales	*64%*	*66%*	*61%*	*58%*	*57%*	*55%*	*53%*	*53%*	*63%*	*62%*	*54%*
판관비	21.4	20.8	21.3	21.4	23.1	22.3	24.5	23.7	77.8	85.0	93.6
% Sales	*27%*	*28%*	*25%*	*24%*	*24%*	*24%*	*23%*	*23%*	*26%*	*26%*	*24%*
감가상각비	11.0	10.1	11.2	11.3	11.4	11.6	11.9	12.1	41.7	43.6	45.8
% Sales	*14%*	*14%*	*13%*	*13%*	*12%*	*12%*	*11%*	*12%*	*14%*	*13%*	*12%*
영업이익	**6.7**	**4.7**	**12.2**	**15.8**	**18.0**	**20.3**	**24.4**	**24.7**	**32.7**	**39.4**	**87.4**
영업이익률	*8%*	*6%*	*14%*	*18%*	*19%*	*22%*	*23%*	*24%*	*11%*	*12%*	*22%*
YoY	*1%*	*-55%*	*33%*	*143%*	*168%*	*329%*	*100%*	*57%*	*400%*	*20%*	*122%*
QoQ	*3%*	*-29%*	*158%*	*29%*	*14%*	*13%*	*20%*	*1%*			
EBITDA	17.7	14.9	23.4	27.0	29.4	31.9	36.3	36.9	74.5	83.0	133.2
% Sales	*22%*	*20%*	*27%*	*30%*	*31%*	*34%*	*35%*	*36%*	*25%*	*25%*	*33%*
YoY	*7%*	*-28%*	*16%*	*58%*	*67%*	*114%*	*55%*	*36%*	*70%*	*12%*	*62%*
QoQ	*3%*	*-16%*	*57%*	*15%*	*9%*	*8%*	*14%*	*1%*			
세전이익	9.2	5.8	13.5	17.0	19.3	21.5	25.7	26.0	37.5	45.5	92.6
세전이익률	*12%*	*8%*	*16%*	*19%*	*20%*	*23%*	*24%*	*25%*	*12%*	*14%*	*23%*
법인세	1.0	0.7	1.4	4.3	3.9	4.3	5.1	5.2	3.0	7.3	18.5
법인세율	*11%*	*12%*	*10%*	*25%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*8%*	*16%*	*20%*
순이익	8.2	5.1	12.2	12.8	15.5	17.2	20.5	20.8	34.5	38.2	74.0
순이익률	*10%*	*7%*	*14%*	*14%*	*16%*	*18%*	*20%*	*20%*	*11%*	*12%*	*19%*

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 3. 사업부문별 실적 전망(수정 후)

(단위: 조원)

			1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체		매출액	25.1	27.9	33.1	40.0	41.5	46.9	52.7	55.7	111.1	126.2	196.8
		영업이익	1.1	0.4	7.0	12.1	13.7	17.4	21.3	22.9	15.2	20.6	75.3
		영업이익률	*4%*	*2%*	*21%*	*30%*	*33%*	*37%*	*40%*	*41%*	*14%*	*16%*	*38%*
	Memory	매출액	19.1	21.2	26.7	32.9	35.1	39.9	45.1	47.5	84.5	99.9	167.6
		영업이익	3.7	2.8	7.8	12.5	14.5	18.1	21.9	23.5	18.7	26.7	78.0
		영업이익률	*19%*	*13%*	*29%*	*38%*	*41%*	*45%*	*48%*	*49%*	*22%*	*27%*	*47%*
	DRAM	매출액	11.8	12.7	16.8	21.3	23.0	26.4	30.1	32.1	48.0	62.5	111.6
		영업이익	3.7	3.1	6.8	10.7	12.2	15.1	18.0	19.5	14.6	24.3	64.8
		영업이익률	*31%*	*24%*	*40%*	*51%*	*53%*	*57%*	*60%*	*61%*	*30%*	*39%*	*58%*
	NAND	매출액	7.3	8.6	9.9	11.7	12.1	13.5	14.9	15.4	36.5	37.4	56.0
		영업이익	0.0	-0.3	1.1	1.7	2.3	3.0	3.9	4.0	4.2	2.5	13.2
		영업이익률	*-1%*	*-4%*	*11%*	*15%*	*19%*	*22%*	*26%*	*26%*	*11%*	*7%*	*24%*
	non-Memory	매출액	6.0	6.7	6.4	7.1	6.4	7.0	7.7	8.2	26.6	26.2	29.2
		영업이익	-2.4	-2.2	-0.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-4.7	-5.5	-1.9
		영업이익률	*-40%*	*-33%*	*-10%*	*-3%*	*-11%*	*-7%*	*-5%*	*-4%*	*-18%*	*-21%*	*-7%*
디스플레이		매출액	5.9	6.4	8.1	8.6	6.3	6.4	9.2	9.4	29.1	29.0	31.4
		영업이익	0.5	0.5	1.2	1.3	0.6	0.6	1.5	1.5	3.8	3.5	4.2
		영업이익률	*9%*	*8%*	*15%*	*15%*	*10%*	*9%*	*16%*	*16%*	*13%*	*12%*	*13%*
MX/NW		매출액	37.0	29.2	34.1	28.8	38.3	31.7	35.3	30.2	117.2	129.1	135.4
		영업이익	4.3	3.1	3.6	2.6	4.3	3.1	3.6	2.6	10.6	13.6	13.5
		영업이익률	*12%*	*11%*	*11%*	*9%*	*11%*	*10%*	*10%*	*9%*	*9%*	*11%*	*10%*
VD/가전		매출액	14.5	14.1	13.9	14.2	13.9	14.2	14.0	14.0	56.4	56.7	56.2
		영업이익	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	0.1	0.0	1.7	0.3	0.7
		영업이익률	*2%*	*1%*	*-1%*	*-1%*	*2%*	*2%*	*1%*	*0%*	*3%*	*1%*	*1%*
Harman		매출액	3.4	3.8	4.0	4.2	3.7	4.0	4.2	4.4	14.3	15.4	16.2
		영업이익	0.3	0.5	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5	1.3	1.7	1.9
		영업이익률	*9%*	*13%*	*11%*	*11%*	*9%*	*13%*	*13%*	*11%*	*9%*	*11%*	*12%*
Total		매출액	79.1	74.6	86.1	89.9	97.9	97.0	109.3	107.6	300.9	329.7	411.8
		영업이익	6.7	4.7	12.2	16.3	19.2	21.9	27.1	27.6	32.7	40.0	95.8
		영업이익률	*8%*	*6%*	*14%*	*18%*	*20%*	*23%*	*25%*	*26%*	*11%*	*12%*	*23%*

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 4. 사업부문별 실적 전망(수정 전)

(단위: 조원)

			1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체		매출액	25.1	27.9	33.1	39.4	39.7	44.1	48.3	50.7	111.1	125.5	182.8
		영업이익	1.1	0.4	7.0	11.5	12.4	15.8	18.5	20.0	15.2	20.1	66.7
		영업이익률	*4%*	*2%*	*21%*	*29%*	*31%*	*36%*	*38%*	*39%*	*14%*	*16%*	*36%*
	Memory	매출액	19.1	21.2	26.7	32.3	33.3	37.1	40.7	42.5	84.5	99.3	153.6
		영업이익	3.7	2.8	7.8	12.0	13.3	16.4	19.1	20.2	18.7	26.2	68.9
		영업이익률	*19%*	*13%*	*29%*	*37%*	*40%*	*44%*	*47%*	*47%*	*22%*	*26%*	*45%*
	DRAM	매출액	11.8	12.7	16.8	20.6	21.3	23.9	26.5	27.8	48.0	61.9	99.5
		영업이익	3.7	3.1	6.8	10.3	11.0	13.4	15.6	16.7	14.6	23.9	56.7
		영업이익률	*32%*	*24%*	*41%*	*50%*	*52%*	*56%*	*59%*	*60%*	*30%*	*39%*	*57%*
	NAND	매출액	7.3	8.6	9.9	11.7	12.0	13.2	14.2	14.7	36.5	37.4	54.1
		영업이익	-0.1	-0.3	1.0	1.7	2.2	3.1	3.5	3.5	4.2	2.4	12.2
		영업이익률	*-1%*	*-4%*	*10%*	*15%*	*19%*	*23%*	*24%*	*24%*	*11%*	*6%*	*23%*
	non-Memory	매출액	6.0	6.7	6.4	7.1	6.4	7.0	7.7	8.2	26.6	26.2	29.2
		영업이익	-2.4	-2.2	-0.6	-0.2	-0.7	-0.5	-0.4	-0.3	-4.7	-5.5	-1.9
		영업이익률	*-40%*	*-33%*	*-10%*	*-3%*	*-11%*	*-7%*	*-5%*	*-4%*	*-18%*	*-21%*	*-7%*
디스플레이		매출액	5.9	6.4	8.1	8.6	6.3	6.4	9.2	9.4	29.1	29.0	31.4
		영업이익	0.5	0.5	1.2	1.3	0.6	0.6	1.5	1.5	3.8	3.5	4.2
		영업이익률	*9%*	*8%*	*15%*	*15%*	*10%*	*9%*	*16%*	*16%*	*13%*	*12%*	*13%*
MX/NW		매출액	37.0	29.2	34.1	28.8	38.3	31.7	35.3	30.2	117.2	129.1	135.4
		영업이익	4.3	3.1	3.6	2.6	4.3	3.1	3.7	2.7	10.6	13.6	13.8
		영업이익률	*12%*	*11%*	*11%*	*9%*	*11%*	*10%*	*11%*	*9%*	*9%*	*11%*	*10%*
VD/가전		매출액	14.5	14.1	13.9	14.2	13.9	14.2	14.0	14.0	56.4	56.7	56.2
		영업이익	0.3	0.2	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	0.1	0.0	1.7	0.3	0.7
		영업이익률	*2%*	*1%*	*-1%*	*-1%*	*2%*	*2%*	*1%*	*0%*	*3%*	*1%*	*1%*
Harman		매출액	3.4	3.8	4.0	4.2	3.7	4.0	4.2	4.4	14.3	15.4	16.2
		영업이익	0.3	0.5	0.4	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5	1.3	1.7	1.9
		영업이익률	*9%*	*13%*	*11%*	*11%*	*9%*	*13%*	*13%*	*11%*	*9%*	*11%*	*12%*
Total		매출액	79.1	74.6	86.1	89.3	96.1	94.2	104.8	102.7	300.9	329.1	397.8
		영업이익	6.7	4.7	12.2	15.8	18.0	20.3	24.4	24.7	32.7	39.4	87.4
		영업이익률	*8%*	*6%*	*14%*	*18%*	*19%*	*22%*	*23%*	*24%*	*11%*	*12%*	*22%*

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 5. 주요 가정(수정 후)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체												
DRAM	Shipment(1Gb Eq.)	22,849	25,421	29,600	31,025	29,937	31,685	34,073	35,166	97,986	108,895	130,860
	bit growth	*1%*	*11%*	*16%*	*5%*	*-4%*	*6%*	*8%*	*3%*	*15%*	*11%*	*20%*
	ASP ($)	0.35	0.35	0.41	0.49	0.55	0.60	0.64	0.66	0.36	0.41	0.62
	QoQ / YoY	*-20%*	*0%*	*15%*	*19%*	*12%*	*9%*	*6%*	*3%*	*61%*	*14%*	*51%*
NAND	Shipment(16Gb Eq.)	36,420	46,080	51,674	53,221	51,298	54,390	58,543	60,729	173,520	187,394	224,960
	bit growth	*-10%*	*27%*	*12%*	*3%*	*-4%*	*6%*	*8%*	*4%*	*11%*	*8%*	*20%*
	ASP ($)	0.14	0.13	0.14	0.16	0.17	0.18	0.18	0.18	0.15	0.14	0.18
	QoQ / YoY	*-14%*	*-4%*	*4%*	*13%*	*8%*	*5%*	*3%*	*0%*	*62%*	*-8%*	*27%*
디스플레이												
Mobile	Shipment(Mn)	88	101	140	144	89	102	148	152	494	474	492
	QoQ / YoY	*-40%*	*15%*	*38%*	*3%*	*-38%*	*15%*	*45%*	*3%*	*3%*	*-4%*	*4%*
	ASP ($)	53.38	53.58	54.45	55.23	55.09	54.45	54.15	53.85	51.70	54.16	54.38
	QoQ / YoY	*15%*	*0%*	*2%*	*1%*	*0%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-3%*	*5%*	*0%*
MX/NW												
Mobile Total	Shipment(Mn)	69	65	69	64	70	67	70	66	257	268	272
	QoQ / YoY	*15%*	*-6%*	*6%*	*-7%*	*9%*	*-4%*	*4%*	*-5%*	*0%*	*4%*	*2%*
Smart Phone	Shipment(Mn)	61	57	61	56	62	59	62	58	224	236	241
	QoQ / YoY	*17%*	*-6%*	*7%*	*-8%*	*10%*	*-5%*	*5%*	*-6%*	*0%*	*5%*	*2%*
	Portion/Total	*98%*	*98%*	*99%*	*99%*	*99%*	*99%*	*99%*	*99%*	*98%*	*98%*	*99%*
	ASP ($)	337.9	278.2	314.0	273.1	358.3	297.3	318.4	280.1	294.2	300.8	313.5
	QoQ / YoY	*30%*	*-18%*	*13%*	*-13%*	*31%*	*-17%*	*7%*	*-12%*	*1%*	*2%*	*4%*
VD												
LCD TV	Shipment(Mn)	9.19	8.46	9.02	10.45	8.92	8.58	9.22	10.70	38	37	37
	QoQ / YoY	*-14%*	*-8%*	*7%*	*16%*	*-15%*	*-4%*	*7%*	*16%*	*0%*	*-1%*	*1%*
	ASP ($)	584.6	590.5	584.6	555.4	577.6	583.3	577.5	548.6	602.0	577.7	570.6
	QoQ / YoY	*11%*	*9%*	*-6%*	*-9%*	*12%*	*8%*	*-8%*	*-10%*	*-3%*	*-4%*	*-1%*

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 6. 주요 가정(수정 전)

		1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체												
DRAM	Shipment(1Gb Eq.)	22,849	25,421	29,600	30,459	29,000	29,967	31,437	32,526	97,986	108,329	122,930
	bit growth	*1%*	*11%*	*16%*	*3%*	*-5%*	*3%*	*5%*	*3%*	*15%*	*11%*	*13%*
	ASP ($)	0.35	0.35	0.41	0.48	0.53	0.57	0.61	0.62	0.36	0.41	0.58
	QoQ / YoY	*-20%*	*0%*	*15%*	*18%*	*9%*	*9%*	*6%*	*2%*	*61%*	*13%*	*44%*
NAND	Shipment(16Gb Eq.)	36,420	46,080	51,674	53,221	50,785	54,390	58,543	60,729	173,520	187,394	224,447
	bit growth	*-10%*	*27%*	*12%*	*3%*	*-5%*	*7%*	*8%*	*4%*	*11%*	*8%*	*20%*
	ASP ($)	0.14	0.13	0.14	0.16	0.17	0.18	0.18	0.18	0.15	0.14	0.17
	QoQ / YoY	*-14%*	*-4%*	*4%*	*13%*	*8%*	*4%*	*0%*	*0%*	*62%*	*-8%*	*23%*
디스플레이												
Mobile	Shipment(Mn)	88	101	140	144	89	102	148	152	494	474	492
	QoQ / YoY	*-40%*	*15%*	*38%*	*3%*	*-38%*	*15%*	*45%*	*3%*	*3%*	*-4%*	*4%*
	ASP ($)	53.38	53.58	54.45	55.23	55.09	54.45	54.15	53.85	51.70	54.16	54.38
	QoQ / YoY	*15%*	*0%*	*2%*	*1%*	*0%*	*-1%*	*-1%*	*-1%*	*-3%*	*5%*	*0%*
MX/NW												
Mobile Total	Shipment(Mn)	69	65	69	64	70	67	70	66	257	268	272
	QoQ / YoY	*15%*	*-6%*	*6%*	*-7%*	*9%*	*-4%*	*4%*	*-5%*	*0%*	*4%*	*2%*
Smart Phone	Shipment(Mn)	61	57	61	56	62	59	62	58	224	236	241
	QoQ / YoY	*17%*	*-6%*	*7%*	*-8%*	*10%*	*-5%*	*5%*	*-6%*	*0%*	*5%*	*2%*
	Portion/Total	*98%*	*98%*	*99%*	*99%*	*99%*	*99%*	*99%*	*99%*	*98%*	*98%*	*99%*
	ASP ($)	337.9	278.2	314.0	273.1	358.3	297.3	318.4	280.1	294.2	300.8	313.5
	QoQ / YoY	*30%*	*-18%*	*13%*	*-13%*	*31%*	*-17%*	*7%*	*-12%*	*1%*	*2%*	*4%*
VD												
LCD TV	Shipment(Mn)	9.19	8.46	9.02	10.45	8.92	8.58	9.22	10.70	38	37	37
	QoQ / YoY	*-14%*	*-8%*	*7%*	*16%*	*-15%*	*-4%*	*7%*	*16%*	*0%*	*-1%*	*1%*
	ASP ($)	584.6	590.5	584.6	555.4	577.6	583.3	577.5	548.6	602.0	577.7	570.6
	QoQ / YoY	*11%*	*9%*	*-6%*	*-9%*	*12%*	*8%*	*-8%*	*-10%*	*-3%*	*-4%*	*-1%*

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 7. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 후)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
원/달러 평균		1,453	1,404	1,385	1,401	1,395	1,388	1,383	1,378	1,364	1,411	1,386
Bit Growth	*DRAM*	*-8%*	*24%*	*7%*	*3%*	*-3%*	*5%*	*9%*	*3%*	*18%*	*24%*	*17%*
	NAND	*-19%*	*71%*	*-6%*	*3%*	*-3%*	*5%*	*12%*	*5%*	*-2%*	*7%*	*20%*
ASP Growth	*DRAM*	*0%*	*1%*	*6%*	*11%*	*7%*	*7%*	*6%*	*3%*	*76%*	*26%*	*31%*
	NAND	*-20%*	*-9%*	*11%*	*12%*	*6%*	*5%*	*3%*	*0%*	*95%*	*-12%*	*26%*
매출액	DRAM	14,111	17,030	19,070	22,227	23,065	25,849	29,761	31,430	45,173	72,438	110,105
(십억원)	NAND	3,174	4,758	4,890	5,748	5,887	6,492	7,466	7,791	19,176	18,571	27,635
	Others	353	444	489	398	271	351	390	313	1,844	1,683	1,325
	합계	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**28,372**	**29,223**	**32,691**	**37,617**	**39,533**	**66,192**	**92,693**	**139,065**
매출비중	*DRAM*	*80%*	*77%*	*78%*	*78%*	*79%*	*79%*	*79%*	*80%*	*68%*	*78%*	*79%*
	NAND	*18%*	*21%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*29%*	*20%*	*20%*
	Others	*2%*	*2%*	*2%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*3%*	*2%*	*1%*
	합계	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
매출액 Growth	*DRAM*	*-4%*	*21%*	*12%*	*17%*	*4%*	*12%*	*15%*	*6%*	*116%*	*60%*	*52%*
(QoQ, YoY)	*NAND*	*-33%*	*50%*	*3%*	*18%*	*2%*	*10%*	*15%*	*4%*	*100%*	*-3%*	*49%*
	Others	*-11%*	*26%*	*10%*	*-19%*	*-32%*	*29%*	*11%*	*-20%*	*-19%*	*-9%*	*-21%*
	합계	*-11%*	*26%*	*10%*	*16%*	*3%*	*12%*	*15%*	*5%*	*102%*	*40%*	*50%*
영업이익	DRAM	7,376	9,376	11,353	13,666	14,271	16,745	19,879	20,950	19,546	41,771	71,845
(십억원)	NAND	42	-230	-6	540	896	1,261	1,651	1,676	3,848	345	5,483
	Others	23	18	36	7	1	6	7	3	73	83	17
	합계	**7,441**	**9,164**	**11,383**	**14,213**	**15,167**	**18,012**	**21,537**	**22,629**	**23,466**	**42,200**	**77,345**
영업이익률	*DRAM*	*52%*	*55%*	*60%*	*61%*	*62%*	*65%*	*67%*	*67%*	*43%*	*58%*	*65%*
	NAND	*1%*	*-5%*	*0%*	*9%*	*15%*	*19%*	*22%*	*22%*	*20%*	*2%*	*20%*
	Others	*6%*	*4%*	*7%*	*2%*	*0%*	*2%*	*2%*	*1%*	*4%*	*5%*	*1%*
	합계	***42%***	***41%***	***47%***	***50%***	***52%***	***55%***	***57%***	***57%***	***35%***	***46%***	***56%***

자료: SK하이닉스, 하나증권
주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

도표 8. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 전)

		1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
원/달러 평균		1,453	1,404	1,385	1,401	1,395	1,388	1,383	1,378	1,364	1,411	1,386
Bit Growth	*DRAM*	*-8%*	*24%*	*7%*	*3%*	*-4%*	*5%*	*7%*	*3%*	*18%*	*24%*	*15%*
	NAND	*-19%*	*71%*	*-6%*	*3%*	*-3%*	*5%*	*12%*	*5%*	*-2%*	*7%*	*20%*
ASP Growth	*DRAM*	*0%*	*1%*	*6%*	*9%*	*5%*	*6%*	*6%*	*3%*	*76%*	*26%*	*26%*
	NAND	*-20%*	*-9%*	*11%*	*12%*	*5%*	*2%*	*0%*	*0%*	*95%*	*-12%*	*20%*
매출액	DRAM	14,111	17,030	19,070	21,828	21,982	24,396	27,762	29,205	45,173	72,039	103,346
(십억원)	NAND	3,174	4,758	4,890	5,748	5,831	6,248	6,949	7,251	19,176	18,571	26,279
	Others	353	444	489	398	271	351	390	313	1,844	1,683	1,325
	합계	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**27,973**	**28,085**	**30,995**	**35,101**	**36,769**	**66,192**	**92,294**	**130,951**
매출비중	*DRAM*	*80%*	*77%*	*78%*	*78%*	*78%*	*79%*	*79%*	*79%*	*68%*	*78%*	*79%*
	NAND	*18%*	*21%*	*20%*	*21%*	*21%*	*20%*	*20%*	*20%*	*29%*	*20%*	*20%*
	Others	*2%*	*2%*	*2%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*1%*	*3%*	*2%*	*1%*
	합계	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
매출액 Growth	*DRAM*	*-4%*	*21%*	*12%*	*14%*	*1%*	*11%*	*14%*	*5%*	*116%*	*59%*	*43%*
(QoQ, YoY)	*NAND*	*-33%*	*50%*	*3%*	*18%*	*1%*	*7%*	*11%*	*4%*	*100%*	*-3%*	*42%*
	Others	*-11%*	*26%*	*10%*	*-19%*	*-32%*	*29%*	*11%*	*-20%*	*-19%*	*-9%*	*-21%*
	합계	*-11%*	*26%*	*10%*	*14%*	*0%*	*10%*	*13%*	*5%*	*102%*	*39%*	*42%*
영업이익	DRAM	7,376	9,376	11,353	13,313	13,386	15,534	18,225	19,103	19,546	41,419	66,249
(십억원)	NAND	42	-230	-6	540	775	968	1,108	1,109	3,848	345	3,960
	Others	23	18	36	7	2	8	8	-4	73	83	14
	합계	**7,441**	**9,164**	**11,383**	**13,860**	**14,163**	**16,510**	**19,342**	**20,208**	**23,466**	**41,847**	**70,223**
영업이익률	*DRAM*	*52%*	*55%*	*60%*	*61%*	*61%*	*64%*	*66%*	*65%*	*43%*	*57%*	*64%*
	NAND	*1%*	*-5%*	*0%*	*9%*	*13%*	*15%*	*16%*	*15%*	*20%*	*2%*	*15%*
	Others	*6%*	*4%*	*7%*	*2%*	*1%*	*2%*	*2%*	*-1%*	*4%*	*5%*	*1%*
	합계	***42%***	***41%***	***47%***	***50%***	***50%***	***53%***	***55%***	***55%***	***35%***	***45%***	***54%***

자료: SK하이닉스, 하나증권
주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

도표 9. 삼성전자 밸류에이션

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
	메모리	102,454	5.2	532,759	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	SK하이닉스, Micron, Nanya
	비메모리	10,585	8.5	89,976	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	TSMC, Global Foundry
	SDC	3,755	4.9	18,401	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	LG디스플레이, BOE, AUO 등
	DX	14,723	4.0	58,892	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Apple, Xiaomi, LG전자, Whirlpool 등
	Harman	1,807	6.0	10,841	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	
	Sub-Total (A)	**133,324**	**5.7**	**710,868**		
비영업가치(십억원)	**구분**	**시가총액/장부가**	**지분율**	**Value**		
	상장주식	136,409		35,511		
	비상장 주식	349		349		
	Sub-Total (B)	273,515		25,102	장부가 및 시가 대비 30% 할인	
순현금(십억원)	**구분**	**Value**		**Value**		
	현금 등	108,464		108,464		
	차입금	16,672		16,672		
	Sub-Total (C)	91,792		91,792		
주주가치(십억원)		**(A)+(B)+©**		**827,762**		
주식수				**주식수**		
주식수	발행주식수			5,919,638		
주식수(천주)	유통주식수			5,876,745		
적정주당가치				140,854		
목표주가(원)				**140,000**		

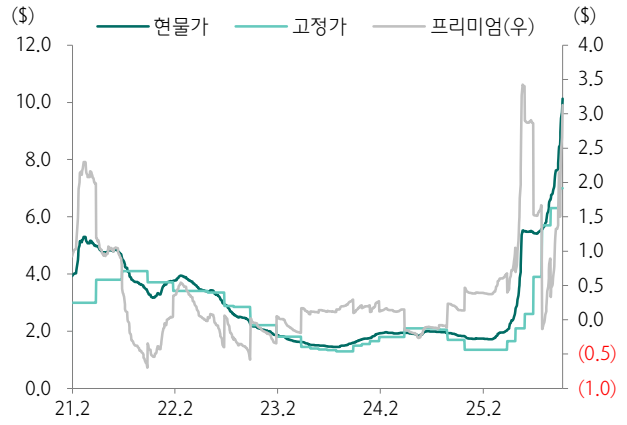
자료: 하나증권

도표 10. SK하이닉스 밸류에이션

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
	메모리	62,905	5.2	327,106	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	SK하이닉스, Micron, Nanya
	HBM	30,014	8.5	255,117	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	TSMC, Global Foundry
	Sub-Total (A)	92,919	6.9	582,223		
비영업가치(십억원)	**구분**	**시가총액/장부가**	**지분율**	**Value**		
	SiFive 등 기타	1,791		1,791		
	Sub-Total (B)	1,791		1,254	장부가 대비 30% 할인	
순현금(십억원)	**구분**	**Value**		**Value**		
	현금 등	27,854		27,854		
	차입금	24,079		24,079		
	Sub-Total (C)	3,775		3,775		
주주가치(십억원)		**(A)+(B)+©**		**587,252**		
주식수				**주식수**		
주식수	발행주식수			728,002		
주식수(천주)	유통주식수			690,412		
적정주당가치				850,583		
목표주가(원)				**850,000**		

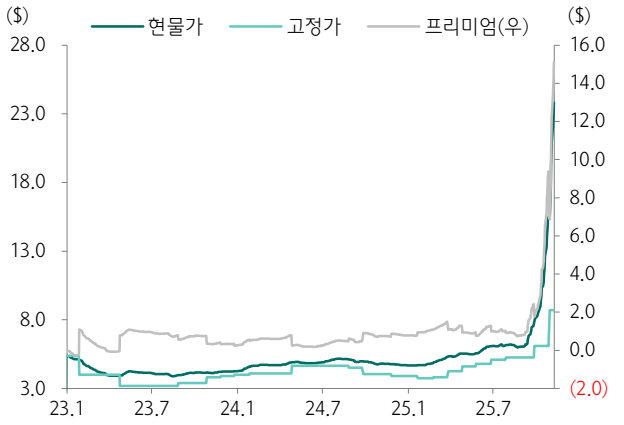
자료: 하나증권

도표 11. DDR4 가격 추이



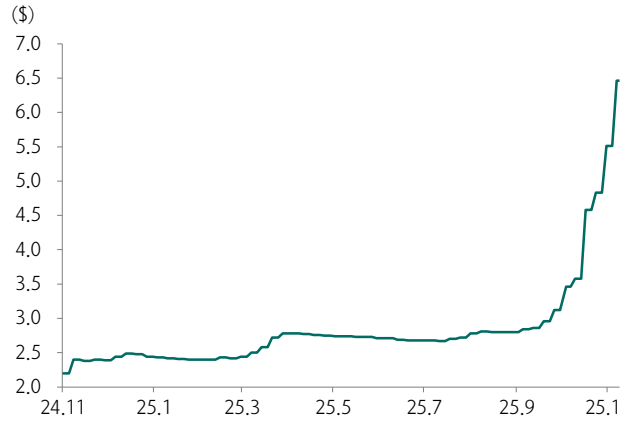
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 12. DDR5 가격 추이



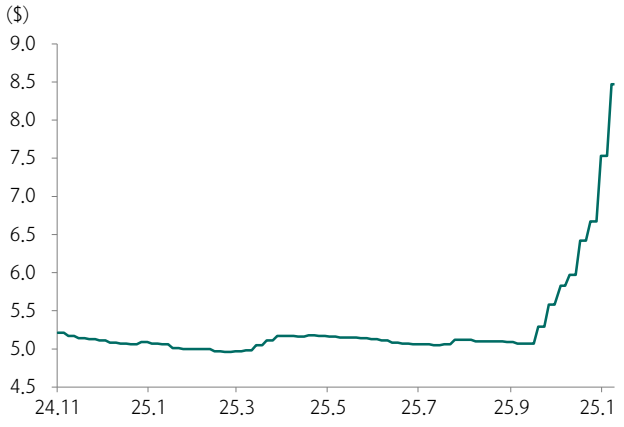
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 13. TLC 512GB 현물 가격 추이



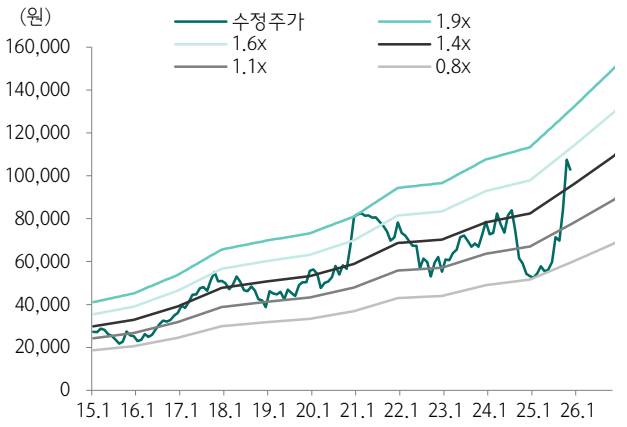
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 14. TLC/QLC 1TB 현물 가격 추이



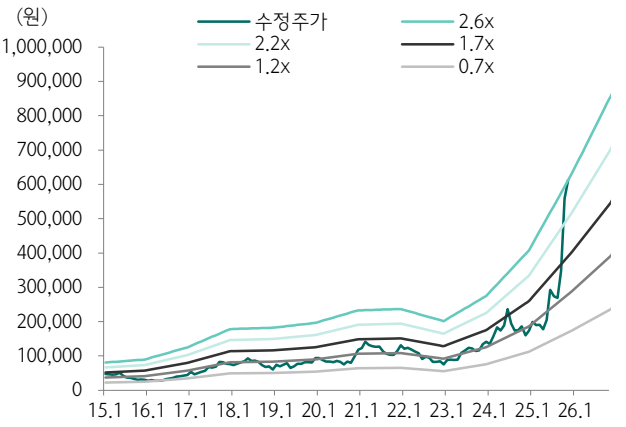
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 15. 삼성전자 PBR 밴드



자료: Wisefn, 하나증권

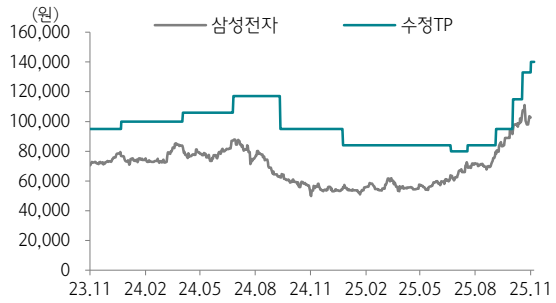
도표 16. SK하이닉스 PBR 밴드



자료: Wisefn, 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

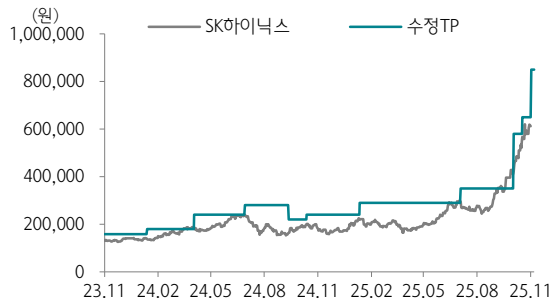
삼성전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.14	BUY	140,000		
25.10.31	BUY	133,000	-22.83%	-16.47%
25.10.15	BUY	115,000	-13.74%	-9.48%
25.9.17	BUY	95,000	-9.35%	-0.63%
25.8.1	BUY	84,000	-15.30%	-5.48%
25.7.4	BUY	80,000	-17.84%	-9.25%
25.1.6	BUY	84,000	-32.75%	-24.05%
24.9.24	BUY	95,000	-40.33%	-31.89%
24.7.8	BUY	117,000	-34.38%	-24.96%
24.4.15	BUY	106,000	-25.83%	-17.83%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.11.14	BUY	850,000		
25.10.30	BUY	650,000	-8.14%	-4.62%
25.10.15	BUY	580,000	-14.37%	-3.79%
25.7.16	BUY	350,000	-15.26%	22.29%
25.1.24	BUY	290,000	-26.37%	3.45%
24.10.25	BUY	240,000	-23.33%	-6.04%
24.9.24	BUY	220,000	-16.06%	-9.91%
24.7.11	BUY	280,000	-34.67%	-16.79%
24.4.15	BUY	240,000	-15.34%	-0.42%
24.1.25	BUY	180,000	-10.52%	4.67%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 11월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 11월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 11월 11일