

반도체업

좋은 스타트

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자 의견

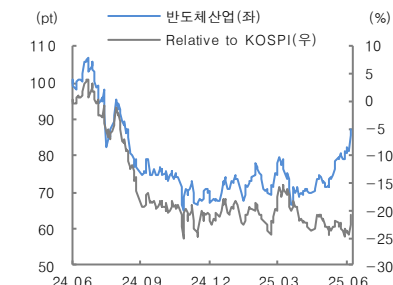
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자 의견	목표주가
삼성전자	Buy	74,000원
SK하이닉스	Buy	330,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.8	9.7	28.4	13.4
상대수익률	3.7	-5.8	1.3	-21.5



- 금일 마이크론은 기대 이상의 실적과 가이드언스를 발표.
- 주가의 Rally를 지속시킬 2가지 변화는 보다 구체화.
- 1등 기업에 더 많은 프리미엄 부여 가능. SK하이닉스 목표주가 상향.

메모리반도체 실적 시즌 시작

마이크론의 FY3Q25 (2025년 3-5월) 실적 발표를 시작으로 메모리반도체 실적 시즌이 시작. 금일 마이크론은 기대 이상의 실적과 가이드언스를 발표. 반면, 주가는 실적발표 이후 하락 전환. 그간 메모리반도체 주가가 가파르게 상승했던 만큼 차익 실현이 일부 발생한 것으로 추정. 시장의 관심은 메모리반도체 주가 Rally의 지속 가능성으로 몰릴 것이라 생각.

Valuation Premium을 부여할 수 있는 이유

지난 6월 18일 보고서 (반도체: 더 오를 수 있는 이유)를 통해 메모리반도체 주가 Rally를 지속시킬 2가지 요소로 AI에서의 기회와 범용 반도체 공급 정책의 변화를 제시. 2가지 요소 모두 구체화되고 있다는 판단.

- HBM: HBM4의 타이트한 수급 환경 지속. 기술 난이도 향상 속 Golden Yield (황금 수율)의 기준점은 하향되고 있고, 이는 생산 확대가 그만큼 어렵다는 점을 시사. 수급 환경이 타이트하다면, 공급업계의 Bargaining Power는 쉽게 사라지지 않을 것. 물량 관점에서는 ASIC에서 추가 성장의 기회를 창출할 수 있을 것으로 전망.

- 범용 반도체: 공급업계의 수급 안정화 노력이 지속. Capex는 수요 강세가 예상되는 선단제품 중심으로 차별적으로 집행. 전체 Capital Intensity는 과거 대비 낮은 수준. 유연한 공급 대응 기조의 확대 속, 사이클의 변동성은 축소될 것. 줄어드는 변동성은 더 높은 가치를 부여할 수 있는 기반.

SK하이닉스, 목표주가 330,000원으로 상향

마이크론의 DRAM 판매가 시장 예상치를 상회했다면, AI 기술 리더십을 확보하고 있는 SK하이닉스의 2Q25 DRAM 판매 성장 폭은 더 클 것이라 생각. 당사의 경우, SK하이닉스의 2Q25 DRAM 판매가 전분기 대비 22% 성장할 것으로 전망 (가이드언스: 전분기 대비 10% 초반 성장).

메모리반도체 전체 매출액 기준 선두에 지속 근접해 가는 방향으로 나아가고 있으며, 고객 우선적 사업 전략을 통해 AI 시장에서의 리더십도 지속 강화. 그만큼 SK하이닉스의 Valuation Premium은 정당화될 것이라 생각. 목표주가를 300,000원에서 330,000원으로 상향하고, 매수 의견 유지.

마이크론 FY3Q25 (2025년 3-5월) 실적 Review

실적도, 가이드نس도 최상의 시나리오였다고 생각한다. FY3Q25 (2025년 3-5월) 실적은 매출액 93억 달러 ($q-q +15\%$, $y-y +37\%$), GPM 39.0%로 컨센서스 (매출액 88.5억 달러, GPM 36.5%)를 상회했고, 차분기 (FY4Q25) 가이드نس도 매출액 104-110억 달러, GPM 41-43%로 컨센서스 (매출액 98.8억 달러, GPM 39.4%)를 상회했다.

1) DRAM: 매출액 70.7억 달러를 기록하며, 호실적을 견인했다. HBM 매출액은 전분기 대비 50% 증가했고, 일반서버/AI CPU향 물량 확대 및 모바일 수요의 Bottom out 효과 등으로 판매량은 시장 전망을 상회했다 (판매량: $q-q +20\%$ 이상).

2) NAND: 매출액 21.55억 달러를 기록하며, 시장 대비 Outperform을 지속하고 있다. 타 제품군 대비 수요 성장세가 높은 데이터센터 SSD 점유율을 지속 확대하는데 성공한 결과인 것으로 판단된다. FY3Q25의 경우, 판매량은 전분기 대비 20% 증반 ($q-q +25-26\%$ 로 추정) 상승했으며, ASP는 전분기 대비 한자릿수 후반% 감소했다.

호실적에도 주가는 왜 하락 전환을 했을까?

시장의 우려가 있다면, 마이크론의 주가가 실적발표 이후 하락전환했다는 점일 것이라 생각한다. 주가의 하락전환은 크게 3가지 요소에서 기인했다는 판단이다.

1) DRAM의 Blended ASP 하락

DRAM 판매는 예상치를 크게 상회했으나, Blended ASP는 전분기 대비 소폭 하락했다 (ASP: 전분기 대비 1-2% 하락 추정). 범용 제품 대비 ASP가 높은 HBM 매출액이 50% 상승했음에도, ASP가 하락한 것에 대해 시장은 의문을 품고 있는 것으로 판단된다.

다만, Blended ASP의 하락이 HBM, 고부가 DDR5와 같은 선단 제품의 ASP 약세에서 기인한 것은 아니라 생각한다. 선단 제품의 경우, 타이트한 수급 환경 속, ASP 강세가 지속되고 있는 것으로 추정되며, 금번 분기의 Blended ASP 하락은 제품 믹스 변화 영향 (서버 대비 ASP가 낮은 모바일, 산업용 제품 매출 성장이 가속화)이 컸다는 판단이다.

2) 2026년 HBM 물량 락인은 언제 이뤄질까?

금번 실적발표에서 Micron Technology는 HBM 수요 성장의 방향성, 관련 기술 및 제품 경쟁력, 점유율 확대에 대한 Outlook을 충분히 제시해줬다고 생각한다. 하지만, 시장이 주목하고 있는 2026년 Nvidia향 물량 락인에 대한 언급이 없었고, 이러한 부분이 차익 실현의 매개체로 일부 작용했을 것이라는 판단이다.

2026년 물량 락인의 경우, 금번 실적발표에서 구체화시키긴 어려웠을 것이라 생각한다. 선두 업체와의 우선 협상이 완료된 이후, 물량 락인이 구체화될 것이라는 판단이다. 2026년 신제품인 HBM4가 AI 기술 혁신에 기여 가능한 선단 제품인 만큼 관련 수요는 충분히 좋을 것이며, 해당 과정에서 시장 기대치에 부합하는 결과물을 창출할 수 있을 것이라 생각한다. 그렇다면, 관련 우려는 기우라는 판단이다.

한국 반도체 주식, 더 사도 될까요?

메모리반도체 주식의 Rally가 끝났다고 말하긴 이른 시점이라 생각한다. 마이크론의 DRAM 판매가 예상치를 상회했다면, SK하이닉스의 DRAM 판매는 그보다 좋을 것이라는 판단이다. 당사의 경우, SK하이닉스의 2Q25 DRAM 판매가 가이던스 (전분기 대비 10% 초반 성장)를 상회하는 20% 초중반 수준에 이를 것으로 예상하고 있으며, 메모리 반도체 전체 매출액 기준 선두에 지속 근접해가는 방향으로 업황이 변화할 것으로 전망한다. 그렇다면, 주가의 Rally를 이어갈 단기 Catalyst는 충분할 것이라 생각한다.

Valuation 관점에서도 기존 보고서 (250618_류형근_반도체: 더 오를 수 있는 이유)에서 제시했던 2가지 변화가 구체화되고 있는 만큼 상승 여력이 남아있다고 생각한다.

1) AI에서의 확장 기회

여전히 유효하다는 판단이다. HBM4의 타이트한 수급 환경을 감안 시, 공급업체의 Bargaining Power는 쉽게 사라지지 않을 것이며, ASIC에서의 오더 상향 가능성이 점차 가시화되고 있다. 물량 기준 성장의 폭이 확대된다면, 그만큼 가져갈 수 있는 절대 이익의 성장 폭도 클 것이고, 이는 주식의 가격 메리트를 부각시키는 변화로 이어질 수 있다.

2) 범용 시장에서의 노선 변화

공급업체의 전략적 노선 변화가 구체화되고 있다. 단기 판매에 있어 손해를 보더라도, 제품 단의 전략 변화를 통해 중국과의 격차를 유지시키는 방향으로 업황은 전개되고 있으며, 신규 진입이 용이한 불황기를 축소시키기 위한 전략적 생산 제어가 지속되고 있다.

- Capex의 경우, 수요 강세가 보이는 최선단제품에 한정적으로 집행하고 있다. 업계 전반의 Capital Intensity (매출액 대비 Capex 비중)는 과거 호황기 대비 낮은 20% 중후반 수준에 머무르고 있는 것으로 판단된다.

- 업계의 대응 전략이 유연해지고 있는 만큼, 사이클의 변동성은 지속 축소될 것이라 생각한다. 줄어드는 변동성만큼 시장은 메모리반도체 주식에 더 높은 가치를 부여하기 시작할 것이라는 판단이다.

3) 우리의 결론

고객 우선적 관점에서 AI 기술을 리드하고 있는 만큼 SK하이닉스는 기존 대비 더 높은 평가를 받을 수 있을 것이라 생각한다. 그간 주가가 빠르게 상승한 부분은 있으나, 아직 기대할 수 있는 변화는 남았고, 이를 감안하여 SK하이닉스의 목표주가를 330,000원으로 상향 (Target P/B 1.9배에서 2.0배로 상향, 이익 전망 변경치 반영)한다.

표 1. SK 하이닉스: 목표주가 산출

(원, 배)	2025E	비고
BPS	162,462	2025~2026년 평균 BPS 적용
Target P/B	2.0	2023~2025년 평균 12m Fwd P/B에서 2SD 할증
목표주가	330,000	
현재 주가	286,000	2025년 6월 25일 종가 기준
Upside (%)	15	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. SK 하이닉스: 주요 가정

	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	22.9	23.8	24.8	24.3	25.0	26.2	26.8	75.0	90.1	102.4
QoQ	-7	22	4	4	-2	3	5	3			
YoY	16	17	25	23	30	9	10	8	16	20	14
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.51	0.53	0.54	0.54	0.57	0.58	0.57	0.43	0.53	0.57
QoQ	0	0	4	0	1	5	2	-1			
YoY	51	29	15	5	6	11	8	7	81	21	8
NAND 출하량 (십억 GB)	35	41	50	66	55	52	53	54	190	192	215
QoQ	-17	19	22	30	-16	-6	2	1			
YoY	-34	-20	15	57	60	26	6	-18	-1	1	12
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.065	0.068	0.069	0.071	0.073	0.068	0.064	0.074	0.067	0.069
QoQ	-20	2	3	3	2	3	-7	-5			
YoY	4	-10	-20	-13	10	12	1	-7	93	-9	3

자료: 대신증권 Research Center

표 3. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	20,530	22,336	24,712	23,597	24,957	24,945	25,152	66,193	85,216	98,650
DRAM	14,037	16,226	17,162	17,962	17,833	19,203	19,665	20,060	44,732	65,387	76,761
NAND	3,229	3,736	4,594	6,145	5,302	5,168	4,721	4,529	19,274	17,704	19,721
기타	373	567	580	605	461	586	559	563	2,187	2,125	2,169
영업이익	7,441	9,101	10,009	10,538	10,064	11,101	10,340	9,249	23,467	37,089	40,754
DRAM	7,500	9,035	9,757	10,047	9,404	10,145	9,875	9,076	20,959	36,339	38,500
NAND	15	123	310	552	684	985	493	201	2,800	999	2,363
기타	-75	-57	-58	-60	-23	-29	-28	-28	-292	-250	-108
세전이익	9,299	9,055	10,122	10,802	10,371	11,454	10,680	9,610	23,885	39,278	42,115
순이익	8,108	6,791	7,591	8,102	7,675	8,476	7,903	7,111	19,797	30,592	31,165
이익률 (%)											
영업이익	42	44	45	43	43	44	41	37	35	44	41
DRAM	53	56	57	56	53	53	50	45	47	56	50
NAND	0	3	7	9	13	19	10	4	15	6	12
기타	-20	-10	-10	-10	-5	-5	-5	-5	-13	-12	-5
세전이익	53	44	45	44	44	46	43	38	36	46	43
순이익	46	33	34	33	33	34	32	28	30	36	32

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성전자: 주요 가정

	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	27.0	29.9	32.0	31.4	32.2	33.2	33.8	105.9	113.4	130.6
QoQ	0	10	11	7	-2	2	3	2			
YoY	-7	-2	8	31	28	19	11	6	13	7	15
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.42	0.41	0.46	0.48	0.46	0.45	0.38	0.40	0.46
QoQ	-20	3	8	0	10	4	-3	-3			
YoY	22	6	8	-10	23	24	11	8	63	5	16
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	0.075	0.077	0.078	0.080	0.082	0.077	0.073	0.087	0.077	0.078
QoQ	-16	-1	2	1	3	2	-6	-5			
YoY	2	-16	-20	-15	5	8	-0	-6	64	-13	1
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 5. 삼성전자: 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,762	80,156	78,002	83,057	83,009	86,575	83,115	300,871	312,060	335,756
DS 사업부문	25,131	27,003	30,214	32,362	32,327	34,221	34,496	34,345	111,066	114,709	135,390
메모리반도체	19,069	20,894	23,751	25,638	26,046	27,623	27,360	26,921	84,463	89,351	107,950
DRAM	13,018	14,305	16,783	17,896	18,675	19,954	19,934	19,726	53,255	62,002	78,288
NAND	6,051	6,588	6,968	7,742	7,371	7,669	7,425	7,195	31,208	27,349	29,661
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	6,101	9,004	9,187	11,755	13,054	11,945	8,905	32,726	30,978	45,659
DS 사업부문	1,106	2,011	4,235	5,743	7,333	8,940	6,932	5,072	15,094	13,095	28,278
메모리반도체	3,400	4,079	5,906	6,742	8,140	9,656	7,492	5,433	20,467	20,127	30,721
DRAM	3,700	4,142	5,485	5,964	6,958	8,195	6,821	5,358	16,483	19,292	27,332
NAND	-300	-63	421	777	1,183	1,460	671	75	3,984	835	3,389
비메모리반도체	-2,294	-2,068	-1,671	-999	-807	-716	-560	-360	-5,373	-7,032	-2,443
DX 사업부문	4,722	2,983	2,911	2,056	3,599	2,991	3,071	2,335	12,440	12,672	11,996
MX/Network	4,300	2,504	2,590	1,886	3,223	2,498	2,681	2,107	10,660	11,279	10,509
CE/VD	300	480	321	170	376	493	391	227	1,750	1,271	1,487
삼성디스플레이	462	749	1,462	979	516	787	1,491	1,092	3,733	3,653	3,886
Harman	307	357	395	409	306	335	451	406	1,308	1,469	1,499
영업이익률	8	8	11	12	14	16	14	11	11	14	18
DS 사업부문	4	7	14	18	23	26	20	15	14	20	28
메모리반도체	18	20	25	26	31	35	27	20	19	26	34
DRAM	28	29	33	33	37	41	34	27	26	33	40
NAND	-5	-1	6	10	16	19	9	1	-4	3	14
비메모리반도체	-38	-34	-26	-15	-13	-11	-8	-5	-3	-1	2
DX 사업부문	9	7	6	5	7	7	7	5	8	7	7
MX/Network	12	9	9	7	10	9	9	8	10	9	9
CE/VD	2	3	2	1	3	3	3	2	3	3	3
삼성디스플레이	8	10	18	12	8	10	17	12	9	10	16
Harman	9	10	10	10	9	9	11	10	8	9	10

자료: 삼성전자, 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]

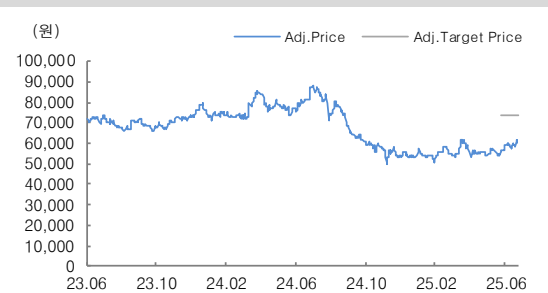
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후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

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

(기준일자: 20250626)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용	SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용
	
제시일자 25.05.20	제시일자 25.06.26 25.06.18 25.05.20
투자의견 Buy	투자의견 Buy Buy Buy
목표주가 74,000	목표주가 330,000 300,000 280,000
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)
제시일자	제시일자
투자의견	투자의견
목표주가	목표주가
과리율(평균.%)	과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)	과리율(최대/최소.%)