Issue & News

반도체업

매수 의견 유지합니다

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com
RA서지원 jiwon0.seo@daishin.com

투자의견

Overweight

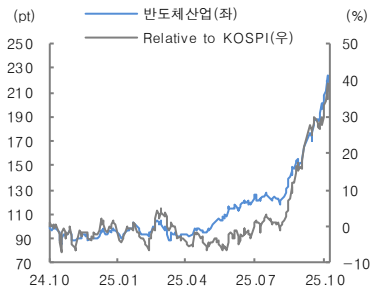
비중확대, 유지

- 유례 없는 구매 경쟁 속 범용 반도체 가격은 지속 상승 중
- 무분별한 낙관 대신 산업의 틀을 깨기 위한 노력도 병행
- 생태계 변화에 대한 기대감 증폭 가능한 시점. 반도체 매수의견 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	130,000원
SK하이닉스	Buy	700,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.6	74.5	129.3	113.1
상대수익률	10.7	33.2	42.4	33.8



이렇게 구매 경쟁이 심했던 적은 처음입니다

수요의 FOMO (Fear of Missing Out) 속, 범용 반도체 가격 상승 폭 확대. 공급자 우위의 협상 구도 속, 4Q25 범용 DRAM과 NAND ASP는 전분기 대비 30% 이상, 15% 내외 상승 전망. 수많은 고객들이 메모리반도체를 구하러 한국을 방문하고 있고, 그 강도는 2017-2018년 슈퍼사이클 이상.

좋은 것은 알겠는데 Valuation은 어디까지 올라갈 수 있을까?

과거의 교훈이 있다면, "산이 높으면 골도 깊다"는 것. 역사를 되풀이하지 않기 위해선, 틀을 깨려는 혁신이 필요. 구조 개편을 위한 업계의 노력에 주목.

고무적 변화가 있다면, 반도체 공급 부족 사태를 활용한 판매 단의 전략 변화 (장기공급계약, 선구매 P/O)와 절제된 Capex의 상승, AI 기술 혁신을 선도할 Speciality 제품 개발 노력이 병행되고 있다는 것. 해당 노력은 적어도 2025년 말까지 지속될 가능성이 높고, 틀을 깨기 위한 노력은 하나씩 현실화되기 시작 (주요 고객들과의 선구매 P/O, LTA 체결). 그렇다면, 시장은 새로운 변화 모습을 기대할 것이고, 이는 Valuation의 추가 상승을 이끌 요인이 될 것. 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 매수 전략을 지속 가져갈 때라는 판단.

1. Do not assume (Feat. 메모리반도체 수요)

로직/파운드리의 경우, 산업 특성 상, Double Booking Risk가 낮으나, 메모리반도체는 이와 상이. 1) JEDEC 기준만 넘으면 사용 가능하다는 범용 제품의 성격과 2) 기업별 기술 격차가 크지 않다는 것이 주요 배경.

그간 고객들은 Double/Triple Booking을 일삼아 왔고, 수요는 물밀듯이 들어왔다가 갑작스레 사라지는 과정을 반복. 이번 공급 부족 사태에 대한 고객들의 대응도 유사할 것. 그렇다면, 수요의 진실성에 대해 한번 더 의심해보고, Capex와 생산 정책을 세우려는 노력이 중요. 판매 단에서는 법적 효력을 겸비한 선구매 P/O 혹은 LTA (장기공급계약) 체결을 통해 수요 단의 변동성을 줄여갈 필요. 해당 노력이 현실화되기 시작했다는 점에 주목.

2. Capex는 누적 함수

2026년에 Capex를 과하게 집행하면, 2027년 생산이 급증할 Risk도 그만큼 확대. 생산이 늘어나는 모습이 보이기 시작하면, 고객들의 대응 방식도 변화할 것. 공급망에 대한 우려는 재차 하락할 것이고, 최악의 경우, 수급의 Bubble이 터지는 사례도 발생 가능. 다만, 적어도 2025년 말까지는 Capex의 급격한 상향 결정을 하기 어려운 환경. 그렇다면, 사이클의 Peak out 시그널로 받아들여져 왔던 공급 과잉 시그널은 연내 표출되기 어려울 것.

3. Risk는 무엇일까?

Risk는 3가지. 1) 수요의 오더컷 (AI 투자의 Chasm), 2) 공급 과잉 시그널, 3) 중국 반도체의 부상. 2025년 구간에는 발현 가능성이 낮다는 판단.

표 1. 삼성전자: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,400	1,350	1,350	1,350	1,350	1,365	1,410	1,350
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	27.3	31.1	32.0	32.7	34.3	35.7	36.3	105.9	114.9	139.0
QoQ	0	11	14	3	2	5	4	2			
YoY	-7	-1	12	31	33	26	15	13	13	8	21
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.55	0.63	0.66	0.67	0.66	0.38	0.44	0.66
QoQ	-20	2	14	27	15	5	1	-2			
YoY	22	4	12	19	70	76	56	20	63	16	50
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	23.9	26.5	29.6	30.5	30.5	32.0	33.3	33.3	100.9	110.4	129.0
QoQ	8	11	12	3	0	5	4	0			
YoY	-7	-1	12	38	28	21	12	9	9	9	17
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.34	0.35	0.39	0.51	0.58	0.61	0.61	0.57	0.33	0.40	0.59
QoQ	-4	1	14	30	13	5	0	-6			
YoY	21	3	16	43	69	75	54	12	52	23	46
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	71.1	78.1	70.3	69.6	73.1	81.1	84.3	268.2	275.1	308.1
QoQ	-11	28	10	-10	-1	5	11	4			
YoY	-24	3	21	13	25	3	4	20	12	3	12
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.077	0.088	0.097	0.102	0.102	0.095	0.087	0.079	0.099
QoQ	-16	-5	6	15	10	5	0	-7			
YoY	2	-19	-20	-3	28	41	33	7	64	-10	26
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	58	61	51	61	57	58	55	223	231	231
QoQ	19	-6	5	-16	20	-7	2	-5			
YoY	2	8	6	-1	-1	-2	-5	8	-2	4	-0
스마트폰 ASP (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: 대신증권 리서치센터

표 2. SK 하이닉스: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,400	1,350	1,350	1,350	1,350	1,365	1,410	1,350
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	26.4	27.5	28.7	28.5	28.8	75.0	93.8	113.4
QoQ	-7	25	8	4	4	4	-1	1			
YoY	16	19	32	31	47	23	13	9	16	25	21
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.60	0.68	0.71	0.70	0.70	0.43	0.55	0.70
QoQ	0	1	5	11	13	5	-2	1			
YoY	51	29	16	18	32	38	29	17	81	26	28
범용 DRAM 출하량 (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
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.47	0.54	0.57	0.57	0.54	0.34	0.38	0.56
QoQ	-7	4	10	25	15	6	0	-5			
YoY	9	0	4	34	66	68	52	16	58	13	45
NAND 출하량 (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
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.074	0.079	0.083	0.084	0.079	0.074	0.065	0.081
QoQ	-20	-9	11	15	8	5	1	-6			
YoY	3	-20	-24	-8	24	43	31	7	93	-12	25

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. **삼성전자: 실적 추이 및 전망** (단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**79,141**	**74,566**	**86,062**	**88,133**	**96,512**	**95,650**	**105,497**	**100,837**	**300,871**	**327,901**	**398,496**
DS 사업부문	**25,131**	**27,875**	**33,100**	**40,046**	**43,518**	**47,782**	**51,181**	**51,042**	**111,066**	**126,152**	**193,523**
메모리반도체	19,069	21,178	26,700	33,185	36,968	40,766	43,519	42,913	84,463	100,132	164,166
DRAM	13,018	14,110	18,442	24,491	27,839	30,700	32,346	32,107	53,255	70,061	122,993
NAND	6,051	7,069	8,258	8,694	9,130	10,065	11,173	10,806	31,208	30,072	41,174
비메모리반도체	6,062	6,697	6,400	6,861	6,550	7,016	7,662	8,129	26,603	26,020	29,357
DX 사업부문	**51,717**	**43,570**	**48,400**	**41,488**	**50,325**	**44,086**	**48,177**	**43,309**	**174,888**	**185,176**	**185,896**
MX/Network	37,000	29,200	34,100	26,769	35,524	28,996	33,301	28,245	117,230	127,069	126,066
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	8,100	8,289	6,102	6,699	8,748	9,035	29,158	28,636	30,583
Harman	3,419	3,830	4,000	4,310	3,568	4,083	4,391	4,452	14,275	15,560	16,493
영업이익	**6,685**	**4,676**	**12,166**	**15,860**	**20,218**	**22,664**	**26,187**	**19,805**	**32,726**	**39,387**	**88,875**
DS 사업부문	**1,106**	**350**	**7,000**	**12,208**	**15,646**	**19,049**	**21,329**	**15,925**	**15,094**	**20,664**	**71,948**
메모리반도체	3,400	2,950	7,700	13,130	16,264	19,360	21,439	15,960	20,467	27,180	73,023
DRAM	3,700	3,250	6,800	11,652	14,530	16,642	18,199	14,231	16,483	25,402	63,603
NAND	-300	-300	900	1,478	1,735	2,718	3,240	1,729	3,984	1,778	9,421
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-700	-922	-618	-311	-110	-36	-5,373	-6,516	-1,075
DX 사업부문	**4,722**	**3,326**	**3,500**	**2,322**	**3,727**	**2,527**	**3,051**	**2,341**	**12,440**	**13,870**	**11,646**
MX/Network	4,300	3,100	3,600	2,294	3,458	2,272	2,843	2,224	10,660	13,294	10,798
CE/VD	300	200	-100	28	269	255	208	116	1,750	428	848
삼성디스플레이	462	473	1,200	928	511	698	1,340	1,102	3,733	3,063	3,651
Harman	307	484	400	402	334	390	467	438	1,308	1,593	1,629
영업이익률	**8**	**6**	**14**	**18**	**21**	**24**	**25**	**20**	**11**	**12**	**22**
DS 사업부문	**4**	**1**	**21**	**30**	**36**	**40**	**42**	**31**	**14**	**16**	**37**
메모리반도체	18	14	29	40	44	47	49	37	24	27	44
DRAM	28	23	37	48	52	54	56	44	31	36	52
NAND	-5	-4	11	17	19	27	29	16	13	6	23
비메모리반도체	-38	-39	-11	-13	-9	-4	-1	-0	-20	-25	-4
DX 사업부문	**9**	**8**	**7**	**6**	**7**	**6**	**6**	**5**	**7**	**7**	**6**
MX/Network	12	11	11	9	10	8	9	8	9	10	9
CE/VD	2	1	-1	0	2	2	1	1	3	1	1
삼성디스플레이	8	7	15	11	8	10	15	12	13	11	12
Harman	9	13	10	9	9	10	11	10	9	10	10

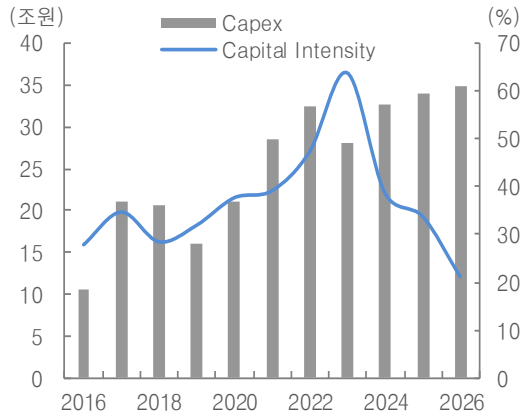
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 1. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**28,644**	**31,817**	**34,785**	**34,233**	**34,221**	**66,193**	**92,964**	**135,056**
DRAM	14,037	17,124	19,070	22,258	25,249	27,657	26,887	27,361	44,732	72,489	107,154
NAND	3,229	4,728	4,890	5,881	6,107	6,605	6,817	6,330	19,274	18,727	25,859
기타	373	380	489	505	461	523	529	529	2,187	1,748	2,043
영업이익	**7,441**	**9,213**	**11,383**	**15,116**	**18,022**	**20,182**	**19,973**	**16,980**	**23,467**	**43,153**	**75,158**
DRAM	7,500	9,500	11,500	14,620	17,000	18,648	18,277	16,221	20,959	43,120	70,146
NAND	15	-202	-82	546	1,069	1,586	1,749	813	2,800	278	5,216
기타	-75	-85	-35	-50	-46	-52	-53	-53	-292	-246	-204
세전이익	**9,299**	**8,723**	**14,790**	**15,222**	**18,318**	**20,480**	**20,671**	**17,392**	**23,885**	**48,034**	**76,861**
순이익	**8,108**	**6,996**	**12,598**	**11,568**	**13,922**	**15,565**	**15,710**	**13,218**	**19,797**	**39,270**	**58,414**
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	53	57	58	58	50	35	46	56
DRAM	53	55	60	66	67	67	68	59	47	59	65
NAND	0	-4	-2	9	17	24	26	13	15	1	20
기타	-20	-22	-7	-10	-10	-10	-10	-10	-13	-14	-10
세전이익	53	39	60	53	58	59	60	51	36	52	57
순이익	46	31	52	40	44	45	46	39	30	42	43

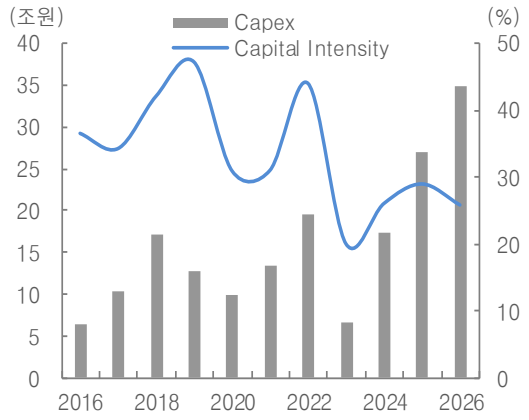
자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

그림 1. 삼성전자: 메모리반도체 Capex 추이 및 전망



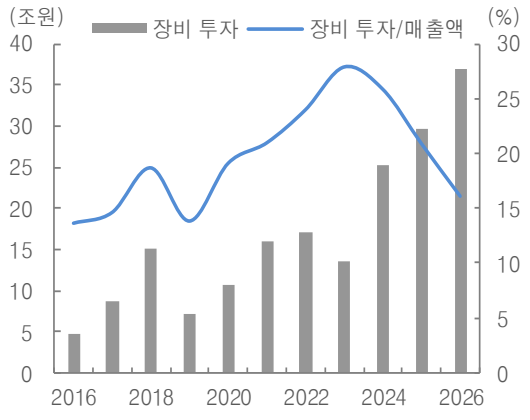
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. SK 하이닉스: Capex 추이 및 전망



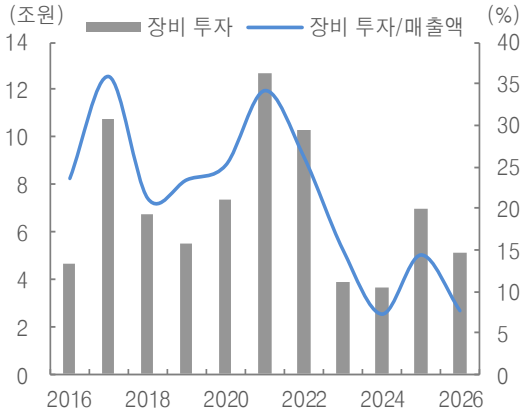
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 한국 DRAM: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 한국 NAND: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 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

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

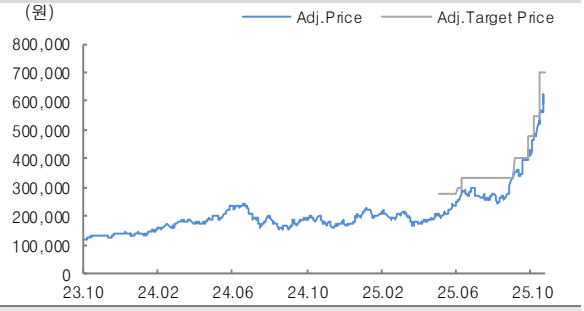
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

(기준일자: 20251103)

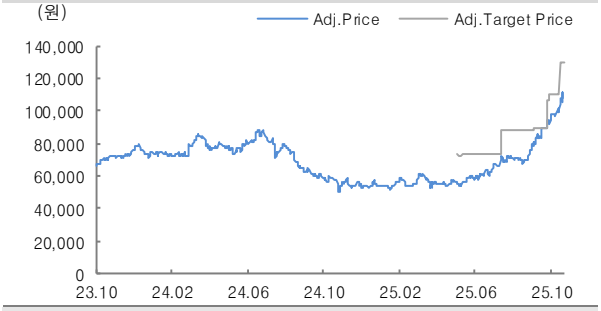
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.06	25.10.29	25.10.20	25.10.10	25.09.18	25.06.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	700,000	700,000	550,000	480,000	400,000	330,000
괴리율(평균,%)		(16.68)	(7.45)	(7.90)	(9.19)	(15.82)
괴리율(최대/최소,%)		(11.43)	1.45	1.15	7.00	6.97
제시일자	25.06.18	25.05.20				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	300,000	280,000				
괴리율(평균,%)	(10.00)	(21.22)				
괴리율(최대/최소,%)	(2.33)	(11.07)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.06	25.10.30	25.10.14	25.10.10	25.09.18	25.07.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	130,000	110,000	107,000	90,000	88,000
괴리율(평균,%)		(17.05)	(10.14)	(13.60)	(5.03)	(18.65)
괴리율(최대/최소,%)		(14.54)	(5.36)	(12.80)	4.89	(8.52)
제시일자	25.05.28	25.05.22	25.05.20			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	74,000	72,000	74,000			
괴리율(평균,%)	(16.66)	(24.06)	(25.41)			
괴리율(최대/최소,%)	(4.59)	(22.36)	(24.73)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						