



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2025년 10월 14일

삼성전자(005930)

BUY | TP 115,000원 | CP 91,600원

SK하이닉스(000660)

BUY | TP 580,000원 | CP 411,500원



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

하나증권 리서치센터

2025년 10월 15일 | 산업분석_Industry In-depth

반도체

메모리 천조국

중장기 수요 가시성 확보

메모리 업황의 견조한 수요가 향후 1년 이상 가시성을 확보하고 있는 것으로 파악된다. AI 서버에 이어 일반 서버로까지 AI 수요가 영향을 미치기 시작했다. 2017~2018년에 클라우드 서버/데이터센터 투자가 활발했는데, 당시에 탑재되었던 메모리 사용 연수가 7~8년 경과하며 교체 수요가 발생중인 것으로 추정된다. 추론 AI의 본격화 및 다변화로 인해 고용량화 추세는 겹치며 메모리 수요의 증가를 견인하고 있는 것으로 파악된다. 수요 가시성이 생기고 있는 상황에서 DRAM 공급은 제한되어 있어 수급 밸런스는 더욱 타이트해질 전망이다. 26년 상반기뿐만 아니라 2026년 연중으로도 수급 밸런스가 양호할 것으로 전망된다.

빅테크 업체 및 Open AI 투자 러쉬

2025~2026년 빅테크 업체들의 Capex가 지속 상향되고 있다. 2025년 연초에 4사 합산의 Capex는 전년대비 21% 증가할 것으로 전망되었는데, 현재 58%로 상향 조정되어 있다. 2026년 역시 기존 6%에서 18%로 상향 조정되었다. 여기에 Open AI 프로젝트로 10GWh 규모의 AI 데이터센터와 월 900k에 달하는 DRAM CAPA를 언급했다. 이는 현재 삼성전자와 SK하이닉스 합산 CAPA의 80%에 해당하는 규모인데, 수년에 걸쳐 공급될 것으로 예상된다. 향후 DRAM의 수요 가시성을 한층 높여주는 것으로 HBM과 더불어 일반 DRAM의 중장기 수요에 기여할 것으로 판단한다. 아울러 SOCAMM2의 가세로 인해 역대급 중장기 수요 가시성이 확보될 것으로 기대된다.

새로운 시대에 적합한 밸류에이션

삼성전자와 SK하이닉스의 주가가 급등했지만, 철저하게 실적을 기반으로 한 주가 상승으로 판단된다. 2026년까지 타이트한 수급을 기반으로 실적 향상이 지속될 것으로 전망되는데, 삼성전자는 PBR 밴드 평균을 하회하는 수준이기 때문에 밸류에이션 부담은 없다고 판단한다. SK하이닉스는 HBM 경쟁력을 기반으로 PBR 상단이 열릴 것으로 기대하는데, HBM의 실적 안정성을 감안하면 메모리와 다른 멀티플을 적용할 고민도 필요한 시점이다. 본문에서 HBM 가치의 별도 평가에 대해 멀티플 할증 가정으로 정리해 보았다.

실적을 기반으로 반도체 비중확대 지속 추천

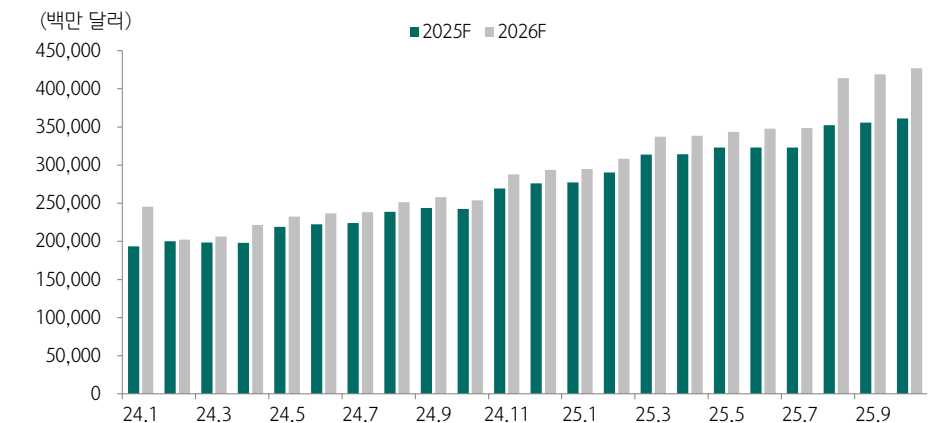
반도체 업종에 대해 비중확대 의견을 유지한다. DRAM과 NAND 모두 2026년까지 타이트한 수급 밸런스를 기반으로 당분간 실적 향상이 진행될 것으로 예상된다. 최근에 주가가 급등한 부분이 있지만, 펀더멘털을 기반으로 한 주가 상승이고, 연말까지 봤을 때에 리스크는 제한적이기 때문에 주가 조정시마다 비중확대가 가능할 것으로 판단한다. 삼성전자와 SK하이닉스의 2026년 실적을 상향하며 목표주가를 상향한다. 한국의 두 메모리 업체들의 합산 시가총액 천조원 이상의 시대가 도래할 것으로 기대한다.

목차

1. 2026년 이후에도 타이트한 수급 밸런스	4
1) 일반 서버/데이터센터 수요 가세	4
2) 공급 증가 여력은 제한적	6
3) 스토리지에도 부는 훈풍	8
2. AI 투자 지속 상황	12
1) 빅테크 업체들의 Capex 상향 및 Open AI 참전	12
2) HBM 수요처 다변화	16
3) SOCAMM2 수요도 가세	18
3. 새로운 시대에 적합한 밸류에이션?	19
1) 글로벌 동종업체 비교 및 기존 PBR 밴드	19
2) 새로운 PBR 및 HBM 가치 별도 평가	21
기업분석	23
삼성전자(005930)	24
SK하이닉스(000660)	31

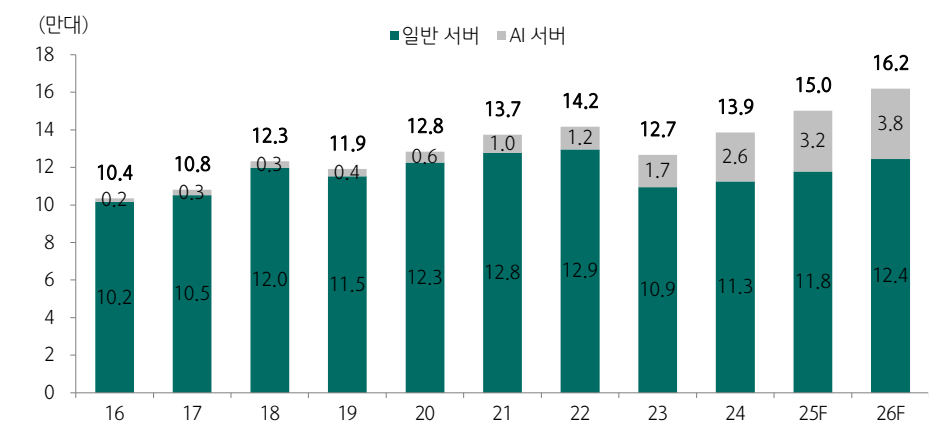
Summary

도표. 빅테크 업체들의 CAPEX 컨센서스 월별 추이



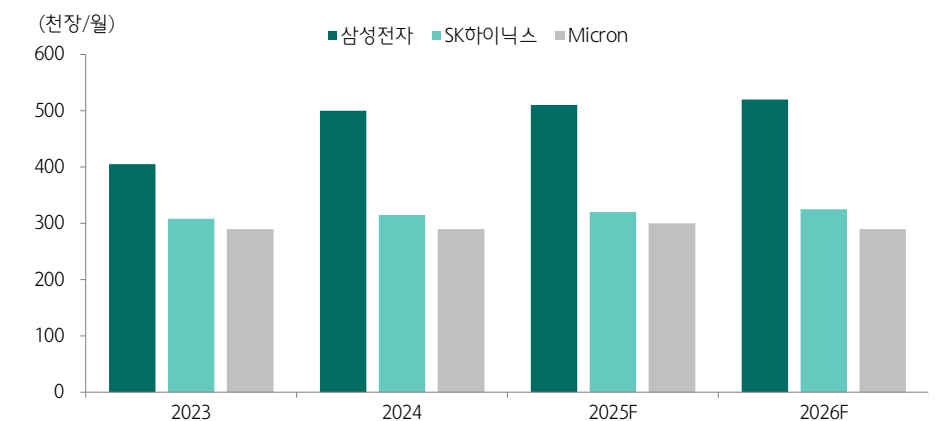
자료: 업계 자료, 하나증권

도표. 2016년 이후 서버 출하량 추이 및 전망



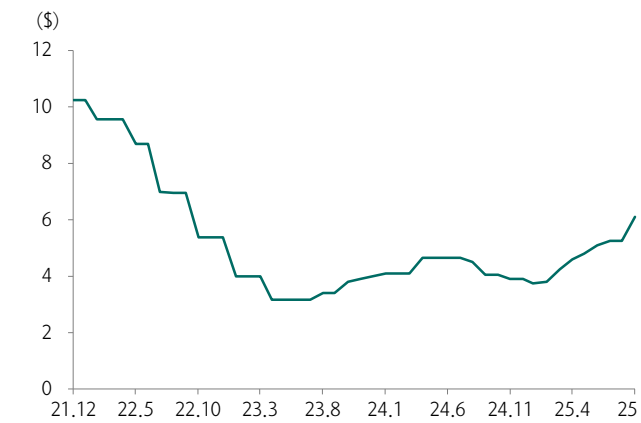
자료: 산업자료, 하나증권

도표. 일반 DRAM CAPA 증가는 제한적



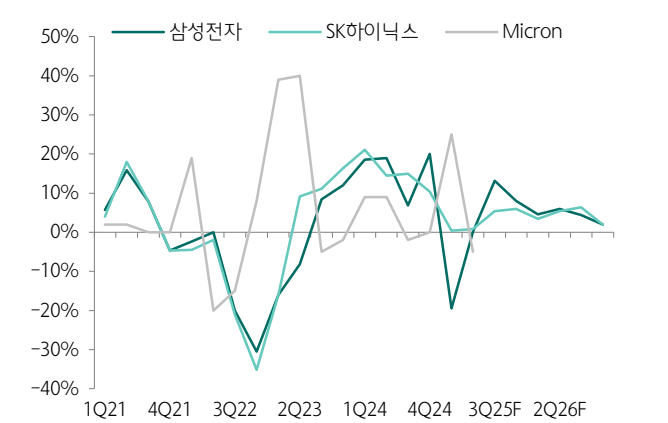
자료: Trend Force, 하나증권

도표. DDR5 가격 추이



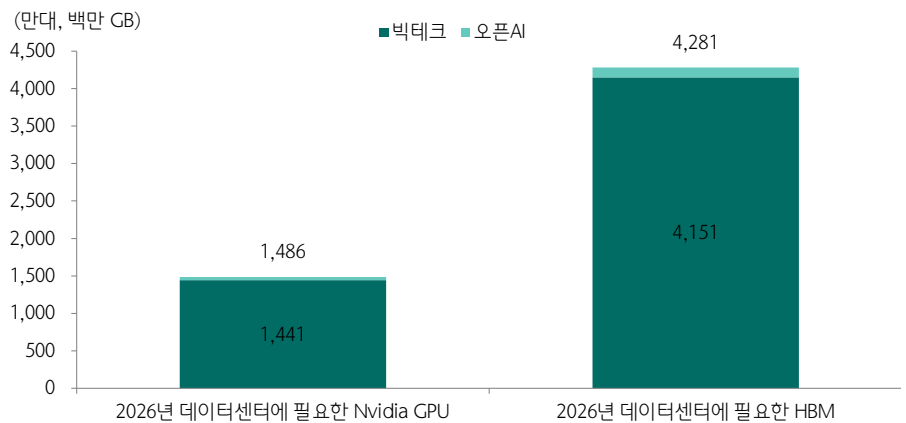
자료: 하나증권

도표. 주요 DRAM업체들의 전분기대비 가격 증감폭 전망



자료: 하나증권

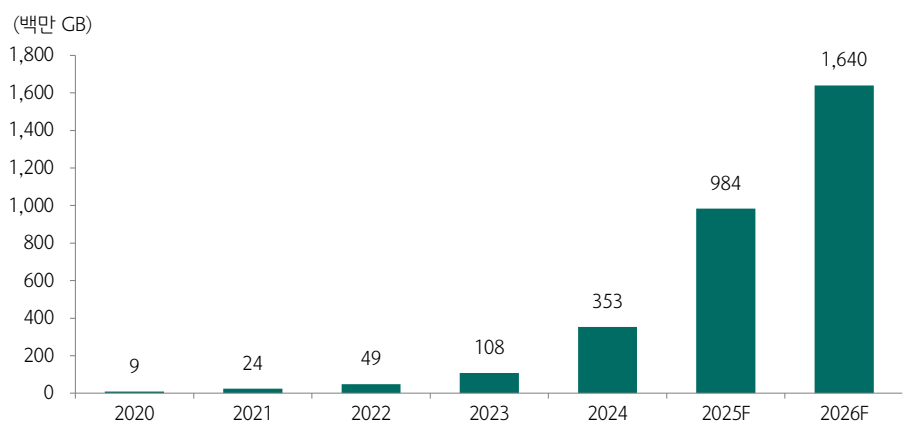
도표. 데이터센터에 필요한 Nvidia GPU 수량과 HBM 탑재량



자료: 하나증권

주: GPU 개수는 400~500만대의 중간값인 450만대 기준

도표. ASIC용 HBM 수요 추이 및 전망



자료: 산업자료, 하나증권

1. 2026년 이후에도 타이트한 수급 밸런스

1) 일반 서버/데이터센터 수요 가세

메모리 업황 중장기 가시성 확보

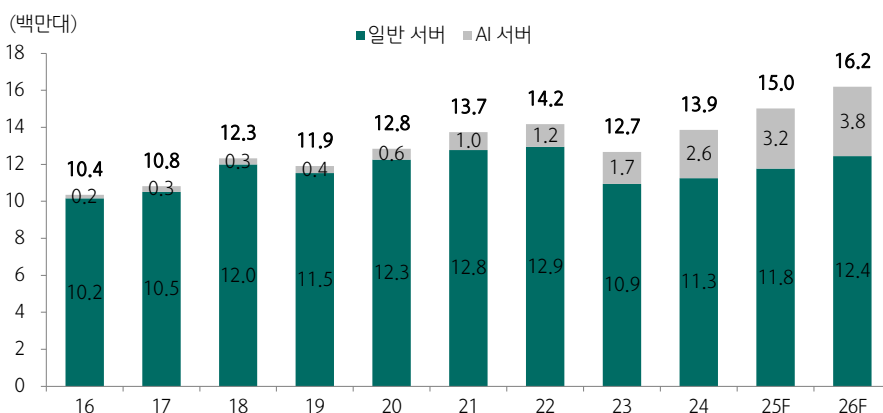
25년 3분기부터 클라우드 기반의 서버/데이터센터용 메모리 수요가 증가하고 있는 것으로 추정된다. 25년 2분기 실적이 마무리되는 시점이었던 7월말~8월 초에 주요 DRAM 업체들이 예상했던 25년 하반기 일반 서버 수요는 평이했던 것으로 파악된다. 8월 중순부터 일반 서버발 주문 강도가 강해진 것으로 추정되며, Micron은 8월 11일에 메모리 가격 상승을 언급하며 분기 가이드를 상향했다. 8월 말부터 현재까지 일반 서버/데이터센터 고객사로부터의 주문 강도 및 가시성이 강화되고 있는 것으로 보이며, 이는 25년 하반기를 넘어 2026년 연중 수요에도 영향을 줄 것으로 기대된다.

서버 DRAM 교체주기 도래

클라우드 기반의 일반 서버/데이터센터용 DRAM 수요 증가의 주요인 중의 하나로 교체주기 도래가 추정된다. 2017~2018년 투자되었던 데이터센터에 탑재된 메모리의 사용 연수가 7~8년을 경과하고 있다. 기존에는 메모리 사용 연수를 5~6년으로 보기도 했지만, 소프트웨어의 발달 및 운영 환경의 개선 등으로 인해 사용 연수가 길어졌다. 아울러 2023~2024년의 경우 AI 관련 서버/데이터센터 투자가 우선시되었기 때문에 일반 서버/데이터센터 출하량은 1,100만대 내외로 정체된 바 있다.

DRAM 사용 연수가 제한되는 이유는 24시간 운영되는 서버/데이터센터 특성상 물리적, 전자적 부하 및 고온에 노출되기 때문에 누설전류 및 산화막 열화 가능성이 높아지기 때문이다. 2017~2018년 투자되었던 서버/데이터센터에 탑재된 DRAM의 경우 2025~2026년에 사용 연수가 8년에 도래하게 된다. 그 동안 AI 서버 투자에 집중했기 때문에 교체를 미루었다고 하더라도 이제는 교체를 해야 하는 시기가 된 것으로 추정된다. 이후에도 코로나19로 인해 원격 수업 및 재택 근무 증가에 의한 데이터 사용량 급증으로 서버/데이터센터 투자가 활발했던 20년 하반기~2022년의 사용 연수 도래는 2028~2030년으로 예상된다.

도표 1. 2016년 이후 서버 출하량 추이 및 전망



자료: 산업자료, 하나증권

서버 수요 전년대비 18% 증가

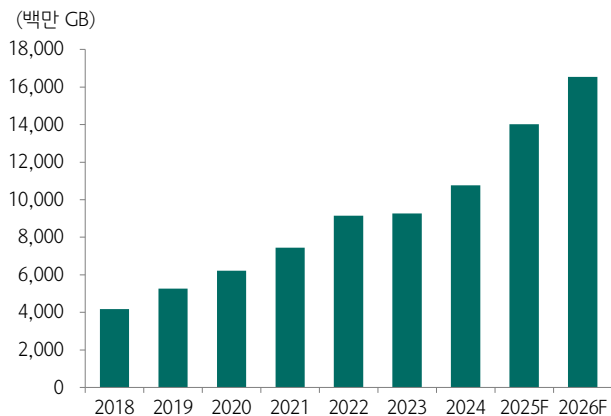
2026년 서버용 DRAM 수요는 전년대비 18% 증가한 165GB가 예상된다. 일반 서버에 탑재되는 DRAM 용량은 매년 10% 내외의 성장률을 시현해 왔고, 2026년에도 7%의 성장률이 전망된다. 일반 서버와 달리 AI 서버는 대용량 DRAM 탑재량이 급증하고 있다. 특히, 생성형 AI가 본격적으로 투자되기 시작한 2023년과 2024년에 50% 이상의 성장률을 기록했다. 기저가 높아진 이후인 2025년에도 39%, 2026년에는 16%의 용량 증가가 전망된다. AI 서버에 이어 일반 서버의 교체주기 도래 및 용량 증가로 인해 2026년은 서버 중심의 수요가 시장을 견인할 것으로 판단된다.

도표 2. AI 서버 vs 일반 서버

서버종류	AI서버		일반서버		
제품명	B200	B300	RS720A-E13	RS720-E12	RS700-E12
폼팩터	10U	9U	2U	2U	1U
CPU	2개	2개	2개	2개	2개
GPU	8개	8개	3개	3개	0개
스토리지	10개(SSD)	10개(SSD)	8개(SSD/HDD)	8/12/24개(SSD/HDD)	4/12개(SSD/HDD)
1U당 스토리지	1개	약 1개	4개	4/6/12개	4/12개

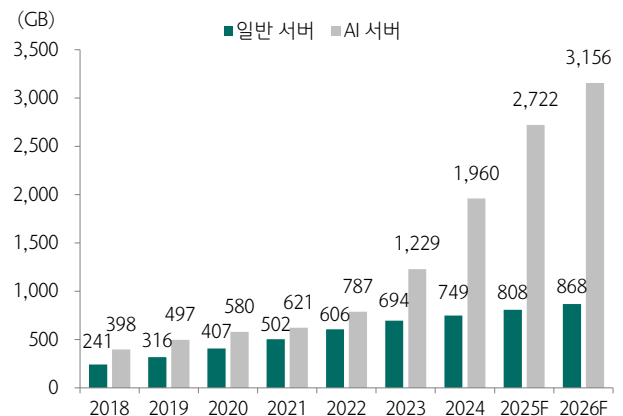
자료: Asustek, 하나증권

도표 3. 서버용 DRAM 수요 추이 및 전망



자료: Trend Force, 하나증권

도표 4. 서버 대용량 DRAM 용량 및 전망



자료: 산업자료, 하나증권

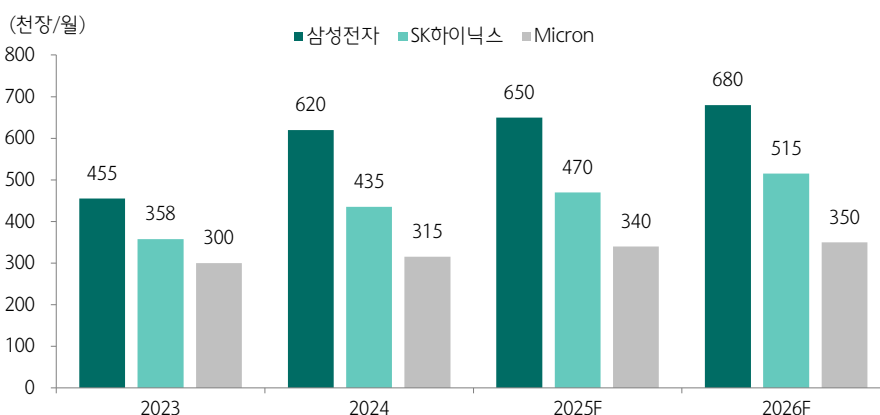
2) 공급 증가 여력은 제한적

2026년에도 CAPA 증가는 제한

2025년에 이어 2026년에도 HBM을 제외한 일반 DRAM의 CAPA 증가는 제한적일 것으로 전망된다. 2025년에 SK하이닉스와 Micron은 증설할 수 있는 공간이 없었고, 2026년에는 SK하이닉스는 M15x Fab이 오픈되지만, HBM 전용 라인으로 활용될 것으로 추정되기 때문이다. 삼성전자는 P4 라인에 1c나노 중심으로 CAPA가 셋업될 것으로 예상되는데, HBM 라인과 병행되는 것으로 파악된다. 주요 DRAM 3사의 합산 CAPA는 2025년 연말 기준 월 146만장에서 2026년 연말월 152.5만장으로 4% 증가할 것으로 전망한다. CAPA 증가 자체도 제한적이지만, HBM을 제외한 일반 CAPA 증가 규모는 5천장에 불과할 전망이다.

도표 5. 2026년 증설은 HBM 중심으로 진행

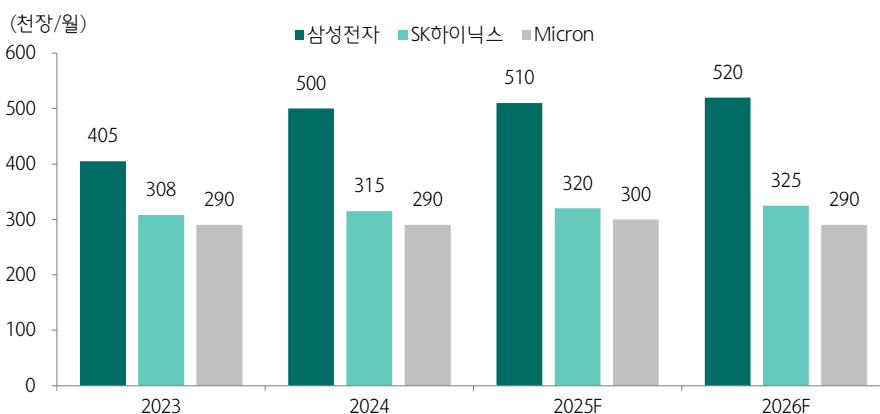
전체 DRAM CAPA는 4% 증가



자료: Trend Force, 하나증권

도표 6. 일반 DRAM CAPA 증가는 제한적

일반 DRAM만 보면 0.4%에 불과

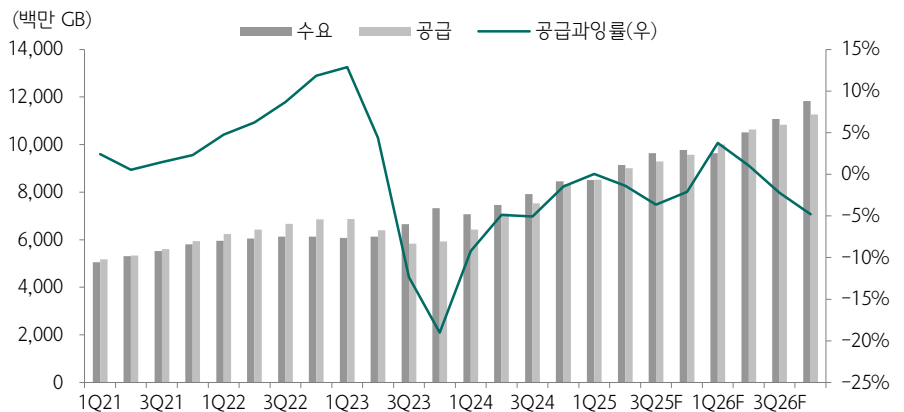


자료: Trend Force, 하나증권

제한된 공급과 서버 수요 증가로 2026년에도 타이트한 수급 전망

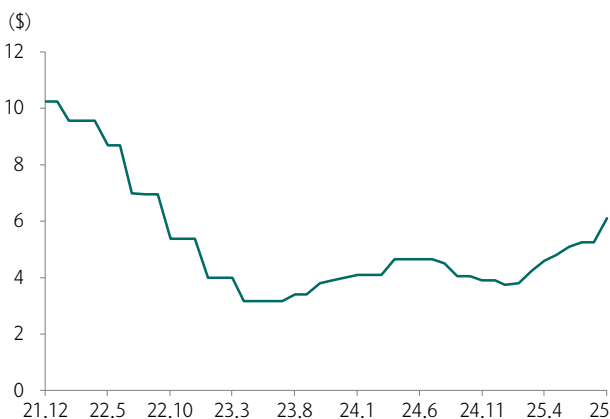
2026년에도 일반 DRAM의 공급이 제한된 가운데, HBM을 필두로 일반 서버용 DRAM 수요의 가세로 인해 타이트한 수급 밸런스가 지속될 전망이다. 하나증권이 당초 가정했던 DRAM 가격의 전분기대비 상승폭은 25년 3분기 미드싱글, 25년 4분기 로우싱글, 26년 1분기 플랫 수준이었다. 금번 보고서를 통해 각각 하이싱글, 미드~하이 싱글, 미드 싱글로 상향 조정한다. 삼성전자와 SK하이닉스의 상승폭이 상이한 이유는 HBM 매출 비중으로 인해 일반 DRAM의 가격 상승폭이 미치는 영향이 서로 상이하고, 기저 가격도 다르기 때문이다. 26년 2~4분기 가격 가정도 기존대비 상향하지만, 현재 시점에서는 상대적으로 가시성이 낮기 때문에 보수적으로 가정했다. 시간이 지나면서 해당 가정을 상향할 가능성도 상존한다. 아울러 DRAM 업체들이 서버용 공급을 위해 생산 비중을 재할당하고 있어, 여타 전방산업의 공급 물량이 축소되는 점도 상기할 필요가 있다.

도표 7. DRAM 수요, 공급과 수급 밸런스 추이 및 전망



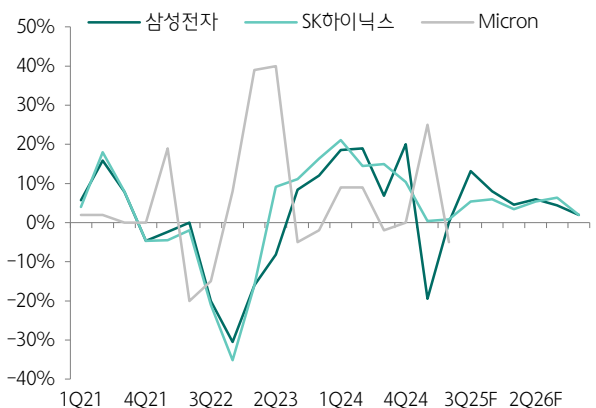
자료: Trend Force, 하나증권

도표 8. DDR5 가격 추이



자료: 하나증권

도표 9. 주요 DRAM업체들의 전분기대비 가격 증감폭 전망



자료: 하나증권

3) 스토리지에도 부는 훈풍

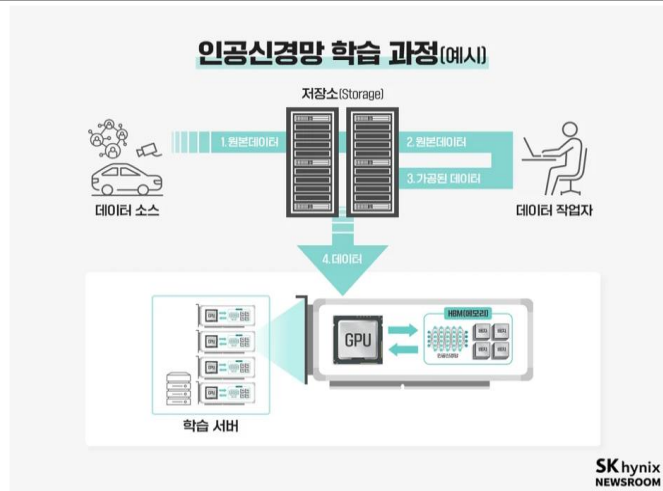
데이터 저장을 위한
스토리지 수요 증가

DRAM 뿐만 아니라, SSD/HDD와 같은 스토리지 영역에서도 훈풍이 불고 있다. 일반 서버 교체 주기와 더불어 생성형 AI에서 발생하는 콜드 데이터(Cold Data) 저장을 위한 스토리지 수요가 증가하고 있는 것으로 파악된다. 콜드 데이터는 사용 빈도가 낮은 데이터를 의미한다. 사용 빈도가 낮은 만큼, SSD와 같이 고속의 데이터 전송이 불필요하기 때문에 주로 저속/저비용/고용량 스토리지인 HDD를 통해 보관해왔다.

HDD는 공급부족
이에 따라 SSD 채택 가능성 증가

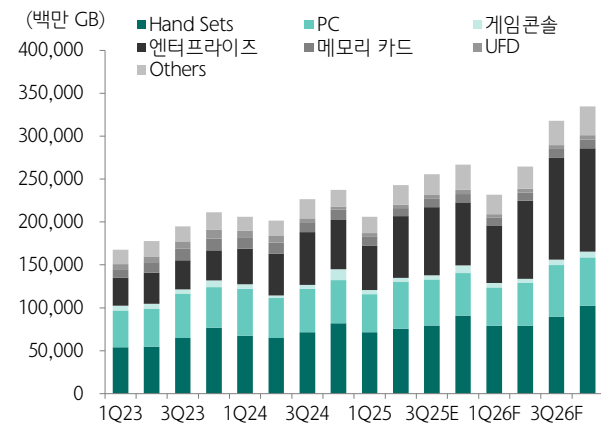
최근 AI를 위한 데이터센터 건설이 증가하면서 스토리지 확대를 위해 HDD 수요가 급증한 것으로 파악된다. 반면, 공급은 제한적인데, 현재 150~200EB 규모의 공급 부족이 일어나고 있는 것으로 보인다. 2024년 전체 NAND 수요의 24%를 차지했던 엔터프라이즈용 SSD 수요가 208EB였음을 고려하면, 상당한 양의 공급부족이 일어나고 있다. 그럼에도 불구하고 HDD 업체들은 증설에 보수적인 입장을 취하고 있는데, 고용량 HAMR HDD(Heat-Assisted Magnetic Recording Hard Disk Drive) 증설에는 막대한 투자 비용과 초기 수율 확보 문제 등이 있기 때문으로 보인다. 이로 인해 급증하는 수요와 제한적인 증설이 맞물리면서 심각한 공급 부족에 직면한 것으로 판단된다. 현재 HDD의 리드타임이 52주까지 늘어난 것으로 파악된다. 이는 데이터센터 건설을 진행해야 되는 CSP에게 SSD 채택을 유인하는 계기가 되었다.

도표 10. AI서버와 스토리지 서버 동작 방식



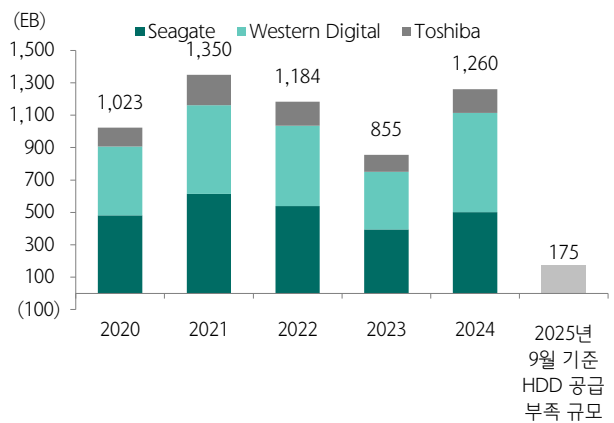
자료: 하나증권

도표 11. 전방산업별 SSD 수요



자료: Trend Force, 하나증권

도표 12. HDD 업체들의 CAPA



자료: 산업자료, 하나증권

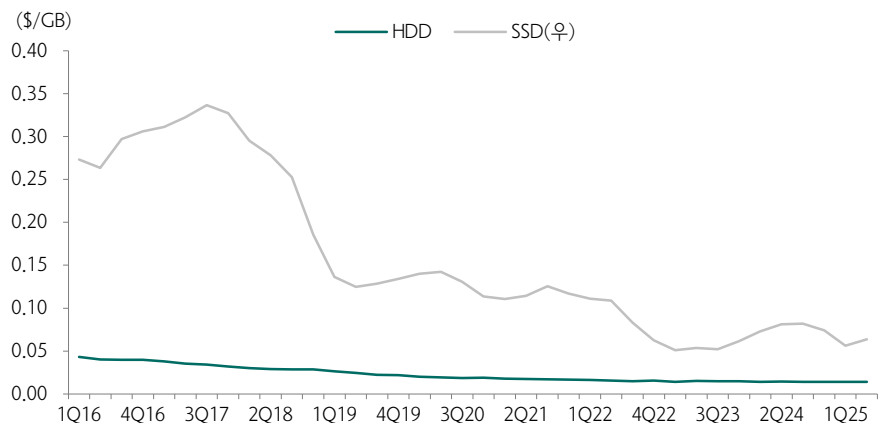
HDD와 SSD의 가격 차이는 약 3배 정도로 축소됨

CSP들은 스토리지 내 HDD를 QLC SSD로 대체해 HDD 공급 부족을 극복하려고 시도하고 있다. 그동안 스토리지에서 HDD가 채택된 이유는 SSD 대비 GB당 가격이 6배 가량 낮았기 때문이다. 다만, 최근 HDD 공급 부족으로 HDD 가격이 상승하는 반면, SSD는 QLC 채택, 수율 확보 등으로 초기 대비 점차 가격이 낮아지는 추세에 있다. 이로 인해 2025년 9월 기준 HDD와 SSD의 가격 차이는 약 3배 정도로 축소되었다.

SSD의 용량당 가격이 HDD의 3배 이내라면 SSD를 채택할 수 있음

데이터센터를 유지하기 위해서는 인프라 구축비용 외에도 전력, 냉각, 공간 등 다양한 비용 요인이 존재하는데, SSD는 모터 구동이 필요하지 않아서 TB당 전력 소모량이 HDD보다 훨씬 낮다. 또한 기술적으로 HDD의 최대 단위 용량은 32TB인 반면, SSD는 고단수, QLC 도입으로 122TB까지 구현이 가능하다. 이는 공간 효율적이다. 이외에도 발열로 인한 냉각비 등을 종합적으로 고려했을 때, SSD의 용량당 가격이 HDD 대비 3배 이내라면 HDD와 SSD의 TCO(Total Cost of Ownership, 총소유비용)가 채택 가능한 수준이 될 것으로 보인다. 비용적인 측면 외에도 현재 AI 시장을 선점하기 위해서 빅테크들을 비롯해 Open AI, Tesla 등 다양한 업체들이 데이터센터 구축에 열을 올리고 있는 만큼, 안정적인 공급망 확보를 위해서도 SSD로의 전환 추진이 지속될 것으로 판단된다.

도표 13. HDD/SSD 단위 용량당 비용 추이



자료: 산업자료, 하나증권

도표 14. Nearline HDD vs QLC SSD

제품	Nearline HDD	QLC SSD
엑세스 방식	순차적	랜덤
리드 타임	52주	8주
ASP(\$/GB)	0.015	0.05~0.06
최대 용량	32TB	122TB
성능	낮음	높음
에너지 효율	낮음	우수

자료: Trend Force, 하나증권

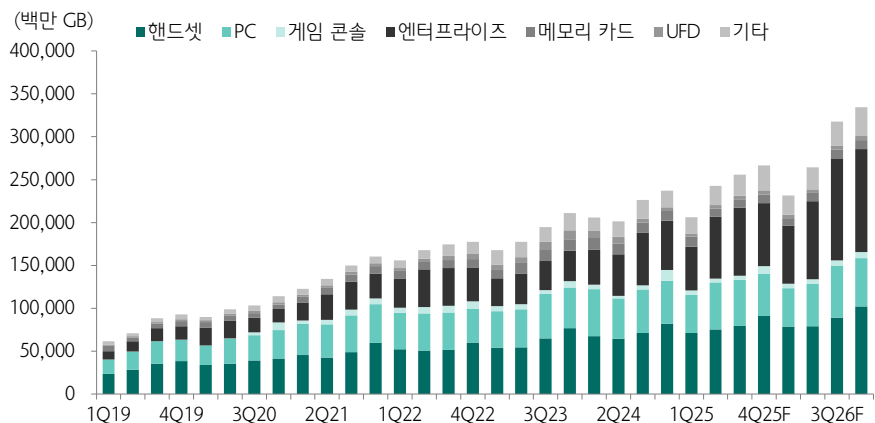
SSD 채택으로 인한 수요 증가가 2026년 NAND 수요를 견인할 것

NAND 수요 증가에도 NAND 업체들의 보수적인 증설 기조로 NAND 가격 상승 이어질 것

HDD에서 SSD로의 전환 추진은 2026년 NAND 수요를 견인할 것으로 보인다. 2026년 전체 NAND 수요는 전년대비 18% 증가한 1,149EB에 달할 것으로 전망된다. 구체적으로 모바일은 전년대비 10%, PC는 전년대비 4% 증가할 것으로 예상되는데, 엔터프라이즈를 제외한 모든 전방산업의 성장률이 전체 NAND 수요 성장률을 하회할 것으로 예상된다. 다만, 엔터프라이즈 수요는 전년대비 44% 증가한 397EB로 예상되면서 전체 NAND 수요를 견인할 것으로 보인다. 앞서 언급했던 바와 같이 서버 내 HDD 수요가 QLC SSD로 대체되기 때문이다. 엔터프라이즈 수요 급증에 힘입어 2025년 연간 NAND 수요는 공급을 5% 초과할 것으로 판단된다.

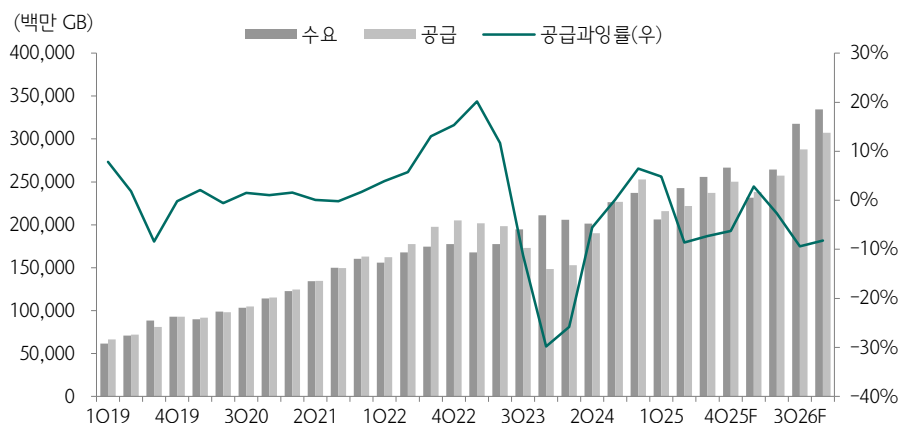
그럼에도 불구하고 NAND 업체들은 신규 증설은 제한될 것으로 예상된다. 과거 공급 과잉으로 인한 가격 하락 경험과 더불어 엔터프라이즈 외에는 강한 수요 회복이 감지되지 않았기 때문이다. 다만, iPhone 17부터 기본 스토리지 용량이 기존 128GB에서 256GB로 상향된 점과 AI PC 도입으로 요구 스토리지가 많아진 만큼, 향후 레거시 시장 수요 회복 시 추가적인 증설 가능성을 배제할 수 없다. 그럼에도 현시점에서는 QLC 및 고단수를 위한 전환 투자로 고마진인 엔터프라이즈형 SSD 대응하는 것이 합리적이기 때문에, 당분간 고단수/QLC 전환 투자 외 증설은 어려울 것으로 판단되며, 이로 인해 타이트한 공급 상황이 이어져 NAND 가격 상승 기조가 이어질 것으로 예상된다.

도표 15. 전방산업별 NAND 수요 추이 및 전망



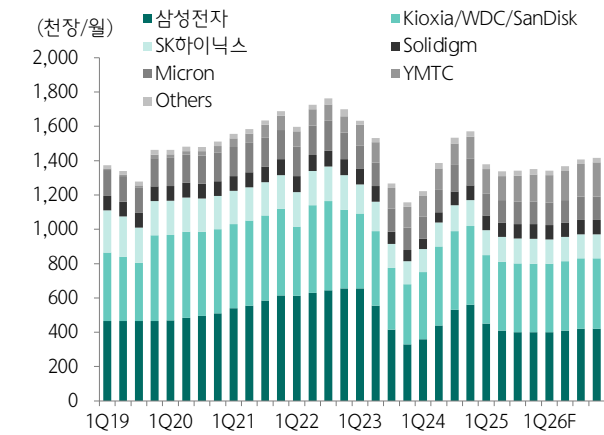
자료: Trend Force, 하나증권

도표 16. NAND 공급과잉률 추이 및 전망



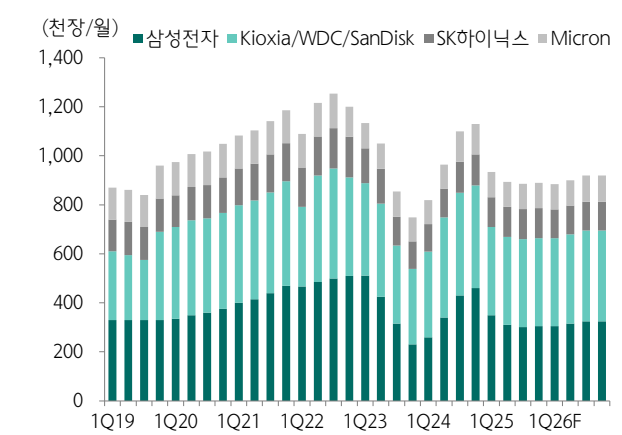
자료: Trend Force, 하나증권

도표 17. 글로벌 NAND 업체들의 CAPA 추이 및 전망



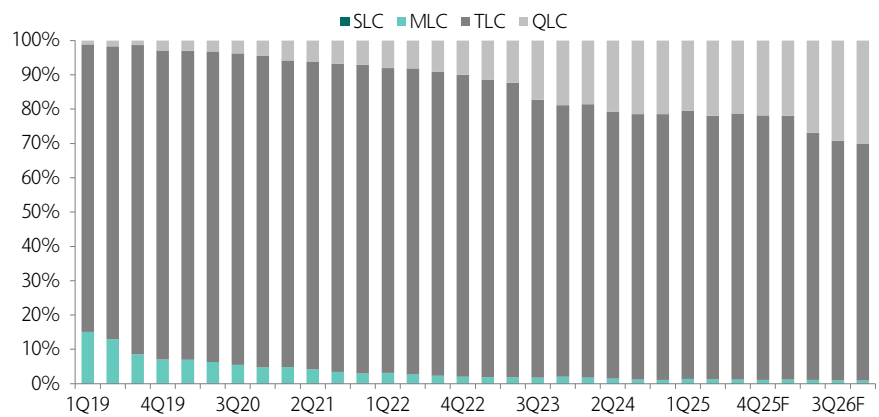
자료: Trend Force, 하나증권

도표 18. 글로벌 NAND 업체들의 3D NAND CAPA 추이 및 전망



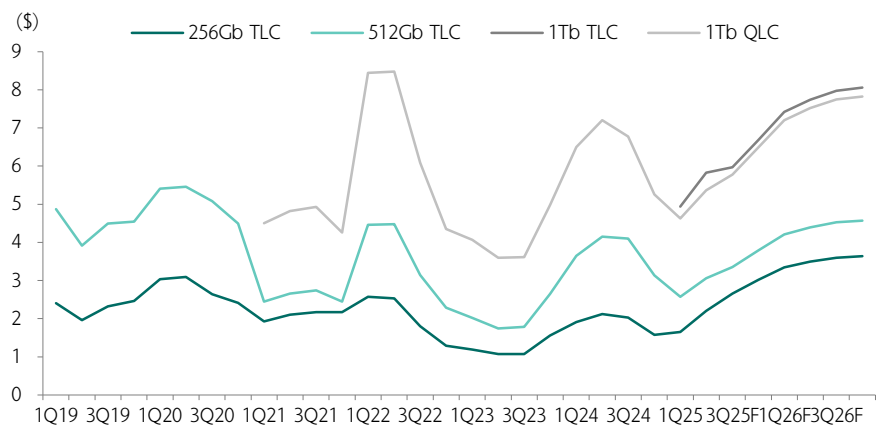
자료: Trend Force, 하나증권

도표 19. 글로벌 타입별 NAND 출하 비중



자료: Trend Force, 하나증권

도표 20. 제품별 NAND 가격 추이 및 전망



자료: Trend Force, 하나증권

주: 웨이퍼 기준

2. AI 투자 지속 상향

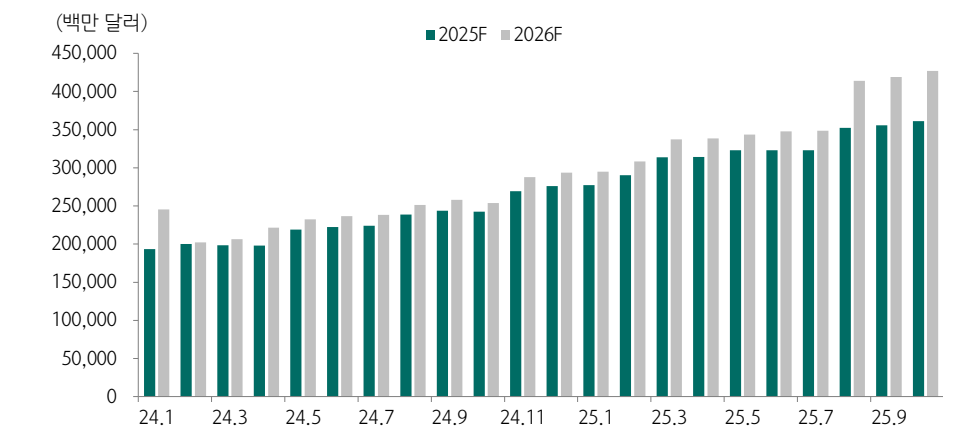
1) 빅테크 업체들의 Capex 상향 및 Open AI 참전

빅테크 업체들의 Capex 상향
2025년 58%, 2026년 18%

AI 투자 경쟁중인 빅테크 업체들의 Capex도 지속 상향되고 있다. 2024년 빅테크 업체들의 합산 Capex는 전년대비 55% 증가한 2,283억 달러였고, 2025년에는 58% 증가할 것으로 전망중이다. 이는 25년 연초 21%에서 분기 실적이 끝날 때마다 지속 상향되어 왔다. 2026년 Capex 역시 25년 연초에는 6% 증가 전망에서 현재 18% 증가로 상향되었다. 향후에도 해당 전망치는 상향 조정될 가능성이 높을 것으로 판단된다.

도표 21. 빅테크 업체들의 CAPEX 컨센서스 월별 추이

2025년 연초 이후 매월 상향중



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 빅테크 업체들의 AI 투자 관련 코멘트 정리

기업	코멘트
Alphabet	·2025년 CAPEX 규모를 기존 750억 달러에서 850억 달러로 상향 조정 ·2026년에는 추가 증가가 예상됨
Amazon	·칩/데이터센터/전력 인프라에 대한 CAPEX를 지속 확대중. 이를 통해 향후 AI 시장을 선점하려고 함 ·지속적인 투자 확대에도 불구하고, AI 수요가 공급능력을 초과하고 있음 ·2025년 전체 CAPEX는 2024년보다 상당히 높은 수준이 될 것으로 예상하며, 대부분은 생성형 AI 수요에 대응하기 위한 인프라 투자에 집중될 것 ·AI 관련 CAPEX는 당분간 높은 수준을 유지할 것 ·CAPEX 투자는 신중하게 진행할 것이지만, 향후 AI가 창출할 기회를 생각하면 투자 확대는 불가피하다고 판단 중
Meta	·내년에 세계 최초의 1GW급 AI 클러스터 가동할 예정. 5GW까지 확장 가능한 클러스터도 구축중 ·2025년 CAPEX는 전년대비 300억 달러 증가한 660~720억 달러로 예상되며, 2026년에도 AI 인프라 확대를 위해서 비슷한 규모의 투자 증가를 예상중 ·2026년 비용 증가의 최대 요인은 인프라 투자 비용 ·AI 시장을 선도하기 위해서 2026년에 투자를 대폭 확대할 계획 ·올해와 내년 CAPEX 증가분의 대부분이 AI 연산 및 데이터센터 투자에서 발생할 것으로 보임 ·앞으로 몇 년 간의 경쟁력은 AI 인프라와 연산능력에 의해서 결정될 것. 이에 따라 역사상 최대 규모의 설비투자를 진행중
Microsoft	·향후에도 AI 인프라 수요 확대에 따라 높은 수준의 CAPEX를 유지할 것 ·유럽 및 아시아의 AI 수요에 대응하기 위해서 지역 데이터센터 확충에도 투자를 진행 중 ·회계연도 2026년에도 전체 CAPEX 증가의 대부분이 GPU 및 네트워크 장비 등 AI 인프라 투자가 차지할 것 ·AI는 15년 전 클라우드 전환기에 버금가는 구조적인 투자 사이클이며, 아직 초기 단계에 불과함

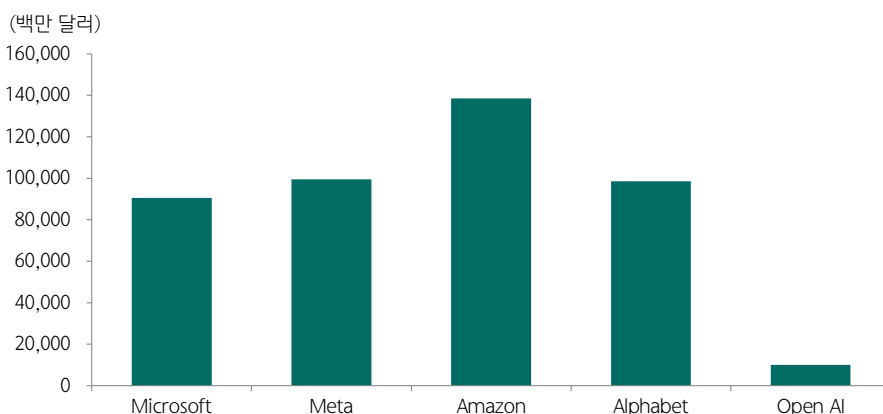
자료: 각사, 하나증권

빅테크들은 약 41.5억 GB에
이르는 HBM이 필요

빅테크뿐만 아니라 Open AI/Tesla와 같은 AI 업체들의 투자 발표도 지속되고 있다. 일례로 최근 Open AI는 Nvidia와 협력해 1,000억 달러를 투자해 최소 10GW 규모의 데이터센터 건설을 발표했다. 뿐만 아니라 Open AI는 AMD와 총 6GW급 GPU 공급계약도 체결했다. 이외에 Nvidia가 일론 머스크의 xAI에 20억 달러를 투자하는 등 빅테크 외에도 다양한 고객사들이 투자를 진행하고 있다.

Open AI와 Nvidia의 발표를 통해 빅테크들의 필요 GPU 개수와 이에 따른 필요 HBM 용량을 역산해볼 수 있다. 젠슨 황은 10GW급 데이터센터에 400~500만개의 GPU가 필요하다고 밝혔고, 10GW급 데이터센터 건설에 1,000억 달러를 투자한다. 이는 1GW급 데이터센터에 약 100억 달러, 40~50만개의 GPU가 필요하다는 것을 의미한다. 현재 Bloomberg 컨센서스 기준 빅테크들의 2026년 CAPEX는 전년대비 18% 증가한 4,271억 달러이다. 이 중 약 70%가 데이터센터에 투자된다고 가정하면 데이터센터 투자 금액은 약 3,203억 달러로 추정해볼 수 있다. 이를 통해 계산해보면 2026년에 필요한 HBM은 약 41.5억 GB에 이른다. 이를 Trend Force의 2026년 전체 DRAM 수요 추정치의 10%에 이르는 비중이다. 앞서 언급한 바와 같이 CAPEX 추정치가 상향 조정될 가능성이 높고, 빅테크들의 데이터센터 투자 발표도 지속적으로 발표되는 만큼, 향후 필요 HBM 용량도 더욱 증가할 것으로 판단된다.

도표 23. 2026년 빅테크 업체들 투자 vs Open AI 투자 규모



자료: Bloomberg, 언론보도, 하나증권

도표 24. 빅테크들의 필요 HBM

계산식	값	단위
2026년 빅테크 CAPEX	427,072	백만 달러
2026년 데이터센터 투자 비중	75%	가정
2026년 데이터센터 투자 금액	320,304	백만 달러
GW급 데이터센터 환산	32.0	GW
1GW급 데이터센터 필요한 GPU	45	만대(40~50만대 평균값)
2026년 빅테크들의 GPU 수요	1,441	만대
Blackwell Ultra HBM 용량	288	GB
필요 HBM 용량	4,151	백만 GB
2026년 전체 DRAM 수요	43,067	백만 GB
필요 HBM/2026년 전체 DRAM	10%	

자료: 하나증권

도표 25. 빅테크 업체들의 데이터센터 투자 관련 발표 정리

기업	발표일	코멘트
Amazon	23년 1월	버지니아에 2040년까지 350억 달러 추가 투자할 것
	23년 6월	오하이오에 100억 달러 투자해 데이터센터 구축할 것
	24년 1월	미시시피에 100억 달러 투자 계획
	24년 1월	일본 데이터센터에 2027년까지 150억 달러 이상을 투자해 데이터센터 확장할 것
	24년 4월	인디애나주에 110억 달러 투자할 계획
	24년 5월	싱가포르 90억 달러 투자
	24년 6월	대만 클라우드 인프라에 수십억 달러 투자할 것
	24년 9월	브라질에 2034년까지 18억 달러 투자
	24년 9월	인도 데이터센터에 20억 달러 투자 계획
	24년 9월	영국에 80억 파운드 투자해 데이터센터 구축할 것
	24년 12월	2030년까지 오하이오주에 230억 달러 투자할 것
	25년 1월	멕시코 데이터센터에 50억 달러 이상 투자
	25년 1월	조지아주에 110억 달러 투자
	25년 2월	2025년 AI 인프라에 1천억 달러 투자 발표
	25년 5월	칠레 데이터센터에 40억 달러 투자
	25년 6월	호주 데이터센터에 5년간 200억 호주 달러(약 130억 달러) 투자
	25년 6월	펜실베이니아주 데이터센터에 200억 달러 투자
	25년 6월	노스캐롤라이나 데이터센터에 100억 달러 투자
	25년 6월	한국에서 SK와 손잡고 103MW에 GPU 6만개 넣을 예정
	25년 9월	뉴질랜드 데이터센터에 44억 달러 투자
Amazon	24년 4월	일본 AI 인프라에 29억 달러 투자
	24년 10월	애리조나주 데이터센터 건설에 4.2억 달러 투자
	24년 10월	오하이오에 데이터센터에 10억 달러 투자
	24년 10월	이탈리아 AI 인프라에 48억 달러 투자
	25년 1월	2025년 AI 데이터센터에 800억 달러 투자
	25년 1월	인도 데이터센터에 30억 달러 투자
	25년 2월	폴란드 데이터센터 확장에 7.04억 달러 투자
	25년 9월	위스콘신 두 번째 데이터센터에 40억 달러 투자
Meta	24년 1월	2024년 말까지 H100 35만개 설치할 것. 약 100억 달러로 추정
	24년 7월	와이오밍주에 8억 달러 투자할 것
	24년 12월	루이지애나주에 100억 달러 투자해 2GW가 넘는 데이터센터 구축할 것
	25년 1월	올해 AI 인프라에 650억 달러 투자할 것. 2GW 이상 지을 예정. 130만개 이상의 GPU 사용할 것
	25년 7월	여러 개의 GW급 데이터센터 구축을 위해 수천억 달러 투자할 것
Microsoft	24년 4월	일본 데이터센터 29억 달러 투자
	24년 4월	인디애나주에 20억 달러를 투자
	24년 4월	네덜란드 데이터센터에 6억 유로 투자
	24년 5월	말레이시아에 20억 달러 투자
	24년 5월	핀란드 데이터센터 확장에 10억 유로 투자
	24년 8월	텍사스 주에 10억 달러 이상 투자
	24년 8월	라틴 아메리카에 8.5억 달러 이상 투자
	24년 10월	사우스캐롤라이나에 33억 달러를 투자해 2개의 데이터센터 설립
	24년 10월	태국에 10억 달러 투자
	25년 4월	2025년 CAPEX 750억 달러
		2025년 CAPEX 850억 달러로 상향(기준 750억 달러)
	25년 7월	2분기 자본 지출의 2/3는 서버에, 1/3은 데이터센터와 네트워킹 장비
		2026년에는 자본 지출이 더욱 증가할 것으로 예상해야 한다고 밝힘
	25년 7월	펜실베이니아 주에 2년간 250억 달러를 투자할 계획
	25년 7월	인도 남부에 1GW 규모의 데이터센터를 건설하기 위해 60억 달러 투자(이 중 20억 달러는 전력 공급을 위한 재생 에너지에 투자될 것)
	25년 8월	버지니아 주에 클라우드 및 AI 인프라 확장을 위해 90억 달러를 추가한다고 발표
	25년 8월	오클라마 주에 2년간 90억 달러를 투자할 예정
	25년 9월	영국에 약 68억 달러를 추가해 데이터센터 건설할 것

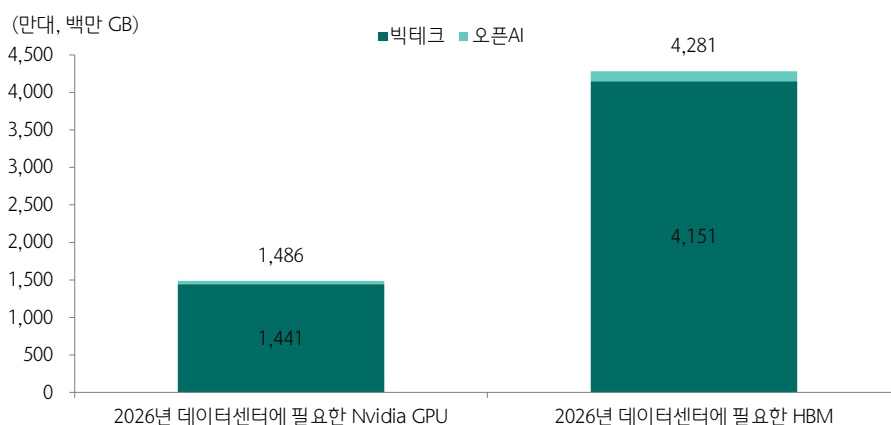
자료: 각사, 언론보도 종합, 하나증권

Open AI는 약 450만대 GPU와 13억 GB규모의 HBM이 필요

Open AI도 대량의 GPU와 이에 따른 HBM을 확보해야 한다. Open AI는 총 1,000억 달러를 투자해 최소 10GW 규모의 데이터센터를 건설할 예정이다. 이는 GPU 400~500만대 규모인데, 중간값인 450만대 기준으로 HBM은 약 13억 GB가 필요하고 2026년 전체 DRAM 수요의 3% 수준이다. Open AI는 초기 투자로 2026년 하반기에 1GW 규모 데이터센터 건설을 진행할 예정이다.

2026년 기준으로는 1GW 규모의 데이터센터만이 예정되어 있기 때문에, 빅테크들의 CAPEX 투자에 비하면 투자 금액은 작은 편이며, 전체 DRAM 수요에서도 영향은 미미하다. 허나, 전체 투자금액은 2026년 빅테크 CAPEX의 약 23% 수준인데, 대규모 자금 집행이 가능한 빅테크 외에 대규모 투자가 진행된다는 점에서 긍정적이다. 향후 Open AI의 투자 외에도 AMD와의 계약과 Nvidia의 xAI 투자 등 다양한 투자가 일어날 가능성이 높다고 판단되기 때문에 신규 HBM 수요 창출이 기대된다.

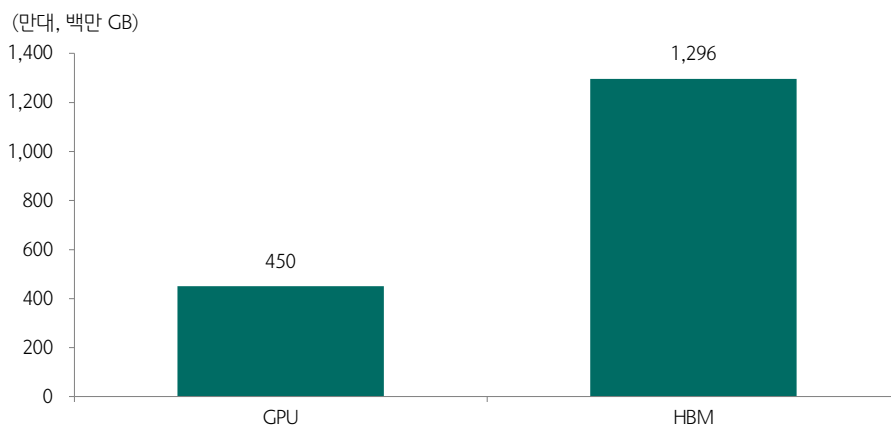
도표 26. 데이터센터에 필요한 Nvidia GPU 수량과 HBM 탑재량



자료: Bloomberg, 하나증권

주: GPU 개수는 400~500만대의 중간값인 450만대 기준

도표 27. Open AI의 10GWh 데이터센터에 필요한 GPU와 HBM 전망



자료: Open AI, 하나증권

주: GPU 개수는 400~500만대의 중간값인 450만대 기준

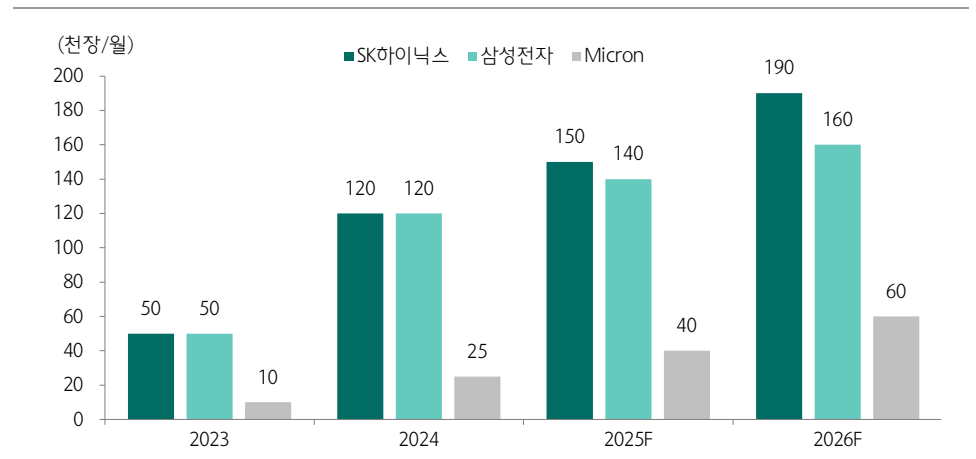
2) HBM 수요처 다변화

기존 Nvidia향 HBM 외에
다수의 고객사 수요 본격화

주요 DRAM 3사의 HBM 합산 CAPA는 연말 기준 2025년 33만장/월, 2026년 41만장/월로 24% 증가할 것으로 추정된다. 2026년에도 SK하이닉스가 Nvidia의 요구 물량을 주도적으로 공급하는 가운데, 삼성전자와 Micron의 점유율도 전년대비 소폭 확대될 것으로 예상된다.

2026년 HBM 수요처로서 AMD의 약진과 Broadcom과 협업한 빅테크 업체들의 자체 칩 출시도 본격화될 전망이다. Google의 TPU v7 추론용 칩은 기존대비 필요로 하는 HBM 스펙이 높다. 해당 칩은 HBM 3E 216GB가 필요한데, 이는 직전 칩이 HBM3 36GB를 탑재했던 것과 비교하면 괄목할 수준으로 레벨업 되었다. Amazon의 Trainium v3도 HBM 3E 288GB를 탑재하는 등 빅테크 업체들의 자체 칩에서 요구하는 HBM 스펙이 눈에 띄게 상향되었다. HBM 수요처가 다변화된다는 측면에서 HBM 공급 업체들은 기회가 많아질 것으로 예상된다. Nvidia 외의 고객사 확보를 통해 HBM 경쟁력을 입증할 기회가 확보되기 때문이다.

도표 28. DRAM 주요 3사의 HBM CAPA 전망



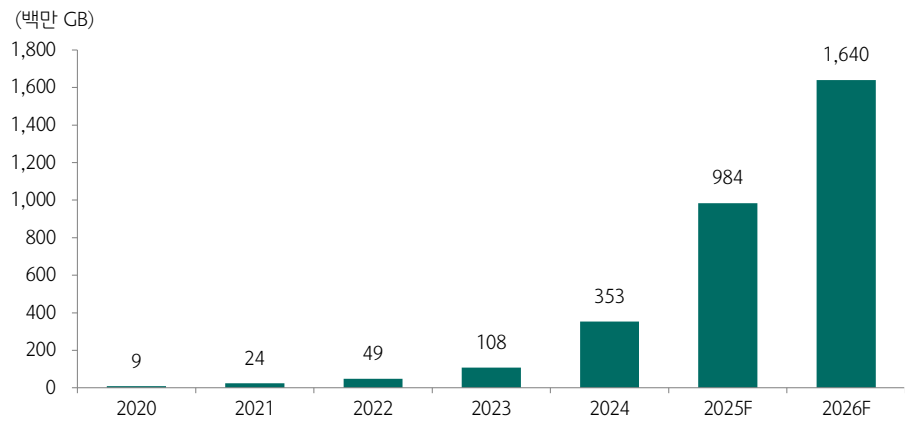
자료: Trend Force, 하나증권

도표 29. 2026년 빅테크 업체들의 자체 AI칩 본격 출시

CSP	자체 칩	노드	협력사	메모리 타입	단일 칩 용량	메모리 개수	메모리 총 용량	출시일
Google	TPU v5 Inference	5nm	Broadcom	HBM2e	8	2	16	2024년
	TPU v5 Training	5nm	Broadcom	HBM2e	16	6	96	2024년
	TPU v6 Inference	3nm	Broadcom	HBM3	16	2	32	2024년
	TPU v7 Training	3nm	Broadcom	HBM3e	24	8	192	2025년 이후
	TPU v7 Inference	3nm	MTK	HBM3e	36	6	216	2026년 하반기 이후
Amazon	Inferentia v2	7nm	Alchip	HBM2e	16	2	32	2024년
	Trainium v2/2.5	5nm	Marvell	HBM3/3e	24/36	4	96/144	2024년~2026년 상반기
	Inferentia v2.5	5nm	Marvell	HBM3	24	2	48	2025년
	Trainium v3	3nm	Alchip	HBM3e	36	8	288	2026년 1분기
Microsoft	Maia v1	5nm	GUC	HBM2e	16	4	64	2024년
	Maia v2	3nm	GUC	HBM3e	24	4	96	2026년 1분기 이후
	Maia v3	3nm	Marvell	HBM4	TBD	TBD	TBD	2027년
Meta	MTIA v1	7nm	Broadcom	LPDDR5	8	16	128	2024년
	MTIA v2	5nm	Broadcom	LPDDR5	16	16	256	2025년 4분기 이후
	MTIA v3	3nm	Broadcom	HBM3e	TBD	TBD	TBD	2026년 상반기

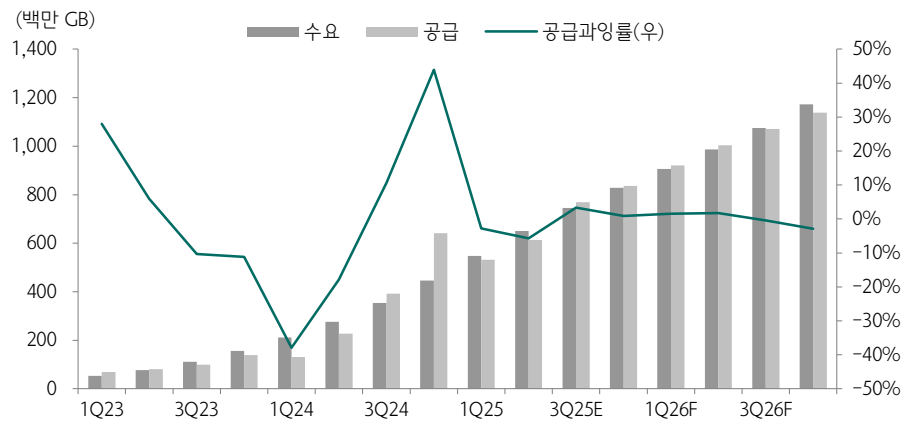
자료: Trend Force, 하나증권

도표 30. ASIC용 HBM 수요 추이 및 전망



자료: 산업자료, 하나증권

도표 31. HBM 수요 vs 공급 전망



자료: 산업자료, 하나증권

3) SOCAMM2 수요도 가세

SOCAMM으로 인해 최소 4.4% 이상의 수요 증가 효과 있을 것

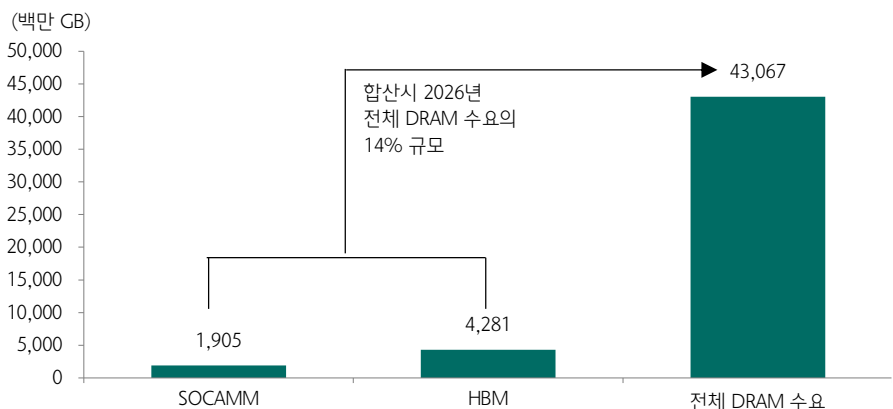
2026년부터는 Vera CPU의 메모리 역할을 할 SOCAMM2 수요도 메모리 수요에 가세할 전망이다. 기존 SOCAMM1은 Micron이 사실상 독점 공급하여 GB300 시리즈부터 탑재될 예정이었으나, 마더보드 설계 문제로 SOCAMM 탑재가 연기되면서 국내 메모리 업체들에게 기회가 주어졌다. Nvidia는 Vera Rubin 시리즈부터 SOCAMM을 탑재할 계획인데, 이를 위해 삼성전자, SK하이닉스, Micron 3개사에 2026년 물량이 배정된 것으로 알려졌다. 앞서 가정했던 빅테크들과 Open AI가 2026년에 필요한 GPU 개수를 기반으로 추정해보면, 약 19억 GB 규모의 신규 LPDDR5X 수요가 창출된다. 이는 2026년 전체 DRAM 수요의 약 4.4%에 해당하는 규모이다. 빅테크와 Open AI 외에 xAI, 오라클 등 다양한 업체들까지 합산 시 비중은 더욱 커질 것이다. 또한 Nvidia는 2025년에 전년 대비 2배 가량 출하량이 증가했다고 밝힌 바 있었는데, 2026년에도 출하량 증가가 이어진다면 실제 수요는 4.4%보다 더욱 클 것으로 기대된다.

도표 32. 2026년 빅테크 + Open AI로 인한 SOCAMM 물량 추정

	값	단위
2026년에 빅테크+ Open AI가 필요한 GPU 개수	1,486	만대
Rubin 비중	50%	
필요한 Rubin 수	743	만대
필요한 Vera 수	372	만대(Rubin 2대당 Vera 1대)
SOCAMM2 용량	128	GB
필요한 SOCAMM2 용량	1,905	백만 GB(Vera 1개당 SOCAMM2 4개)
2026년 전체 DRAM 수요	43,067	백만 GB
필요 SOCAMM/2026년 전체 DRAM 수요	4.4%	

자료: 하나증권

도표 33. 빅테크 및 Open AI로 인해 발생하는 HBM과 SOCAMM 수요 vs 전체 DRAM 수요



자료: Trend Force, 하나증권

3. 새로운 시대에 적합한 밸류에이션?

1) 글로벌 동종업체 비교 및 역사적 PBR 밴드

국내 메모리 업체들은
Micron 대비 저평가 영역

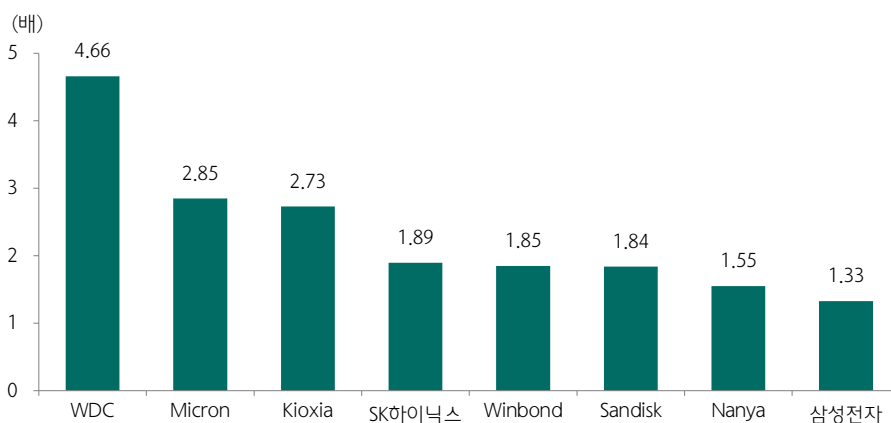
2026년까지 양호한 메모리 업황을 기반으로 삼성전자와 SK하이닉스의 호실적이 전망되는 가운데 밸류에이션 점검이 필요하다. 메모리의 수급 밸런스에 대한 가시성이 높은 만큼 주가가 이를 적극적으로 반영하고 있기 때문이다. 하나증권은 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 위치를 글로벌 동종업체 및 역사적 PBR 밴드 내에서의 위치로 가늠해 보고자 한다. 참고로 SK하이닉스의 목표주가도 PBR로 산정하고 있다.

글로벌 메모리 업체들과 비교했을 때에 삼성전자와 SK하이닉스의 밸류에이션은 낮은 수준이다. DRAM 3위 업체인 Micron의 밸류에이션은 항상 동종업체인 국내 업체들보다 높은 수준을 유지했는데, 이는 미국과 한국의 상장 주식이라는 측면에서 발생하는 괴리라고 추정된다. 금번 사이클에서도 Micron의 PBR이 가장 높게 유지되고 있고, 프리미엄 갭을 축소시키는 논리는 무리일 수 있다. 다만, 국내 업체들 입장에서 Micron이 높은 밸류에이션을 유지해주는 것이 투자심리 측면에서 유리할 것으로 판단한다.

삼성전자는 평균 PBR 하회

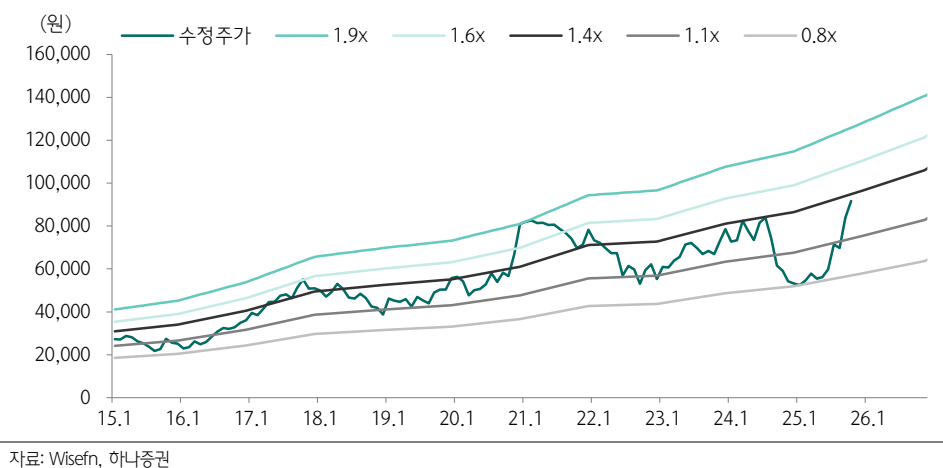
2026년 BPS 기준 삼성전자의 PBR은 1.33배로 최근 10년간 PBR 밴드 평균인 1.4배를 하회하고 있기 때문에 밸류에이션 측면에서 부담 없는 수준이다. 2026년까지 양호한 업황을 감안하면 평균을 상회하는 주가까지는 충분히 설명 가능하다고 생각한다. 삼성전자의 주가가 PBR 최상단에 도달하려면, HBM에서의 경쟁력 확보가 우선되어야 할 것으로 판단된다. 아울러 파운드리 내에서의 경쟁력 회복도 밸류에이션에 긍정적으로 작용하는 요소다.

도표 34. 글로벌 메모리 업체들의 PBR 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

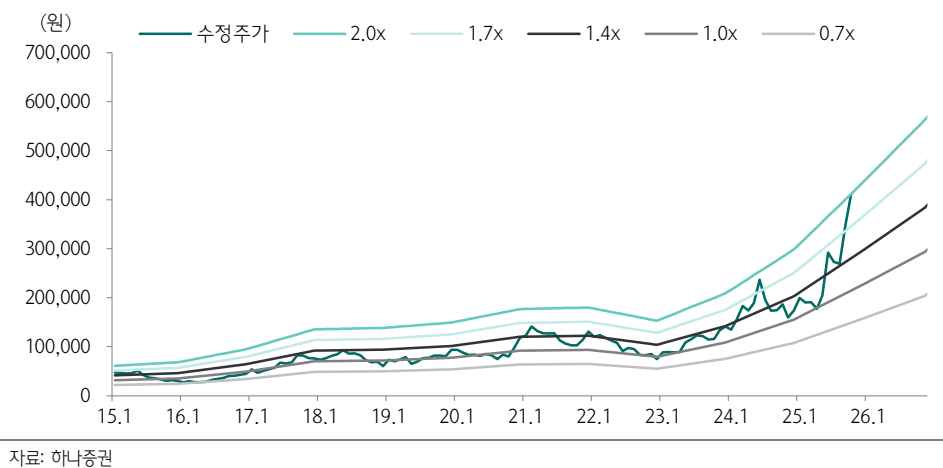
도표 35. 삼성전자의 PBR 밴드



SK하이닉스는 최상단 정당화

SK하이닉스의 2026년 기준 PBR은 1.9배로 최상단 2.05배에 근접한 수준이다. AI 시대에 필수인 HBM 경쟁력을 기반으로 DRAM 업체 내에서 차별화된 실적을 시현하고 있어 밸류에이션 할증을 정당화했다. 다만, 현재 최대 고객사 내에서 HBM의 독과점적 점유율과 우수한 수익성이 오히려 향후에 더 이상 개선될 여력이 없다는 우려로 작용하고 있다. 다만, 현재 HBM4 라이프사이클 안에서 경쟁력 및 수익성 축소를 가정하는 것은 무리가 있기 때문에 당분간 프리미엄 요인은 유지될 가능성이 높다고 판단한다.

도표 36. SK하이닉스의 PBR 밴드



2) 새로운 PBR 및 HBM 가치 별도 평가

HBM의 실적 가시성은 일반 DRAM과 차별화

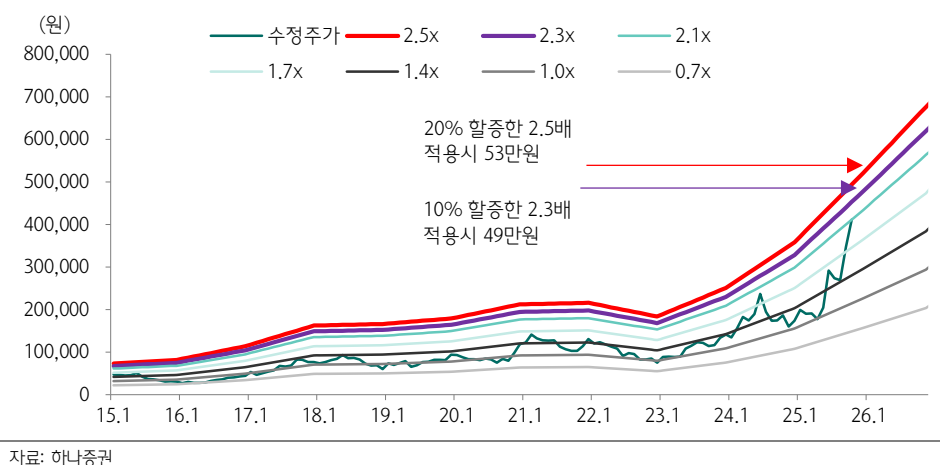
하나증권은 SK하이닉스의 밸류에이션 프리미엄 정당화 요인으로 HBM을 지목하고 있다. HBM은 일반 DRAM과 달리 가격 책정을 별도로 하고 있기 때문에 중장기 실적 가시성 및 안정성을 확보한다. 이는 전형적인 사이클 산업 특성상 실적 변동성이 높은 메모리 업체들의 근본적인 저평가 이유를 완화시켜 주기 때문이다. SK하이닉스는 HBM 매출 비중이 45%에 육박하고 영업이익 비중은 그를 초과하고 있다. 이를 기반으로 일반 DRAM 가격이 하락하던 24년 하반기 및 25년 1분기 구간에서도 동종업체보다 우월한 실적을 시현한 바 있다. 향후 HBM 관련 공급 조건 및 형태가 어떻게 변경될지 두고 봐야겠지만, 현재 시점에서는 HBM의 경쟁력을 주가에 어떻게 반영할지 고민이 필요하다고 판단한다.

HBM 매출 비중 확대로 새로운 PBR 최상단 가능

SK하이닉스는 HBM의 차별성을 인정 받아 2024년 이후 PBR 밴드 상단을 높였다. HBM의 매출비중은 당시 2~30%대에서 현재 50%에 근접하는 수준으로 확대되었다. HBM 비중이 확대된 만큼 실적 변동성이 축소되었다는 측면에서 PBR 최상단이 새롭게 형성될 가능성이 높다. 이를 기반으로 PBR 상단을 기존 2.05배에서 얼마만큼 할증하냐에 따라 목표주가 산정이 가능하다. 10% 할증시 2.26배, 20% 할증시 2.46배로 각각 목표주가 49만원, 53만원 산출이 가능하다.

도표 37. SK하이닉스의 새로운 PBR 밴드 상단은?

10% 할증 2.3배 적용 49만원
20% 할증 2.5배 적용 53만원



자료: 하나증권

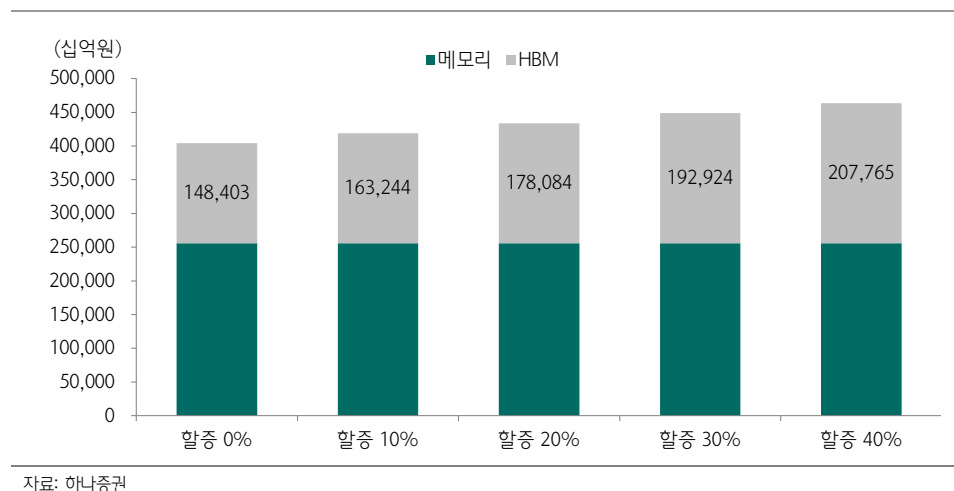
SOTP 가치 평가

하나증권은 삼성전자의 목표주가를 SK하이닉스와 달리 SOTP 방식으로 산정하는데, 이는 메모리 외에 스마트폰, 디스플레이 등의 다른 사업부 가치에 별도의 멀티플을 적용하기 위해서다. 아울러 메모리가 적자를 시현하는 구간에도 여타 사업부의 실적을 통해 전사 적자 가능성이 매우 적은 편이기 때문에 PER 및 EBITDA 접근도 가능하다. HBM의 매출비중이 절반에 달하는 SK하이닉스도 실적의 변동성이 축소되고 적자 가능성이 낮아졌기 때문에 삼성전자와 동일한 방식으로 목표주가를 산정하면 56만원이 산출된다. 이를 PBR로 환산해 보면, 2.65배로 기존 최상단에 30% 할증을 적용한 수준에 해당한다. 하나증권은 해당 목표주가가 기존 PBR 산정 방식으로도 설명 가능하다는 차원에서 가장 합리적이라 판단한다.

HBM 별도 평가

SK하이닉스의 HBM 가치를 별도로 평가해볼 필요도 있다. HBM의 중장기 가시성 및 높은 수익성을 고려해 일반 메모리보다 높은 멀티플을 적용할 수 있다. 삼성전자의 목표주가 산정 시에도 메모리와 비메모리에 별도의 멀티플을 적용한다. 메모리는 싸이클 산업 특성상 상대적으로 낮은 밸류에이션인 반면에 TSMC를 필두로 파운드리 업체들의 멀티플은 상대적으로 높게 형성되어 있기 때문이다. HBM의 경우 가치 평가를 별도로 하기 위한 동종업체는 없지만, 싸이클 성격에서 벗어나 있다는 점과 높은 수익성을 근거로 TSMC 및 비메모리 업체들의 멀티플을 적용하는 것도 하나의 방법이라 생각한다. HBM에 삼성전자의 비메모리 가치 산출에 적용한 Target EV/EBITDA 멀티플 8.5배를 동일하게 적용하면 목표주가는 70만원까지 산출된다. 해당 멀티플은 메모리대비 60% 이상을 할증한 수준인데, 이는 다소 과한 수준일 수 있다. HBM 가치의 별도 평가를 위해 메모리에 적용하는 멀티플에 10%, 20%, 30% 할증을 하면 각각 60만원, 62만원, 64만원 목표주가가 산출이 가능하다.

도표 38. SOTP 방식으로 HBM 가치를 별도 평가하면?



기업분석

삼성전자(005930)	24
SK하이닉스(000660)	31

2025년 10월 15일 | 기업분석_Update

삼성전자(005930)

밸류에이션 정상화 길목에서

BUY (유지)

목표주가(12M) **115,000원**
(상향)
현재주가(10.14) **91,600원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,561.81
52주 최고/최저(원)	94,400/49,900
시가총액(십억원)	542,238.8
시가총액비중(%)	18.48
발행주식수(천주)	5,919,637.9
60일 평균 거래량(천주)	19,400.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1,463.3
외국인지분율(%)	51.92
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 15인	20.14
국민연금공단	7.75

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	320,136.8	351,844.3
영업이익(십억원)	32,082.9	51,065.6
순이익(십억원)	32,580.6	45,651.6
EPS(원)	4,718	6,603
BPS(원)	61,938	67,362

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	258,935.5	300,870.9	324,858.0	368,162.5
영업이익	6,567.0	32,726.0	37,008.0	68,700.6
세전이익	11,006.3	37,529.7	42,959.3	73,764.3
순이익	14,473.4	33,621.4	34,064.7	57,615.9
EPS	2,131	4,950	5,051	8,554
증감율	(73.55)	132.29	2.04	69.35
PER	36.84	10.75	18.14	10.71
PBR	1.51	0.92	1.48	1.33
EV/EBITDA	9.96	3.60	4.81	3.07
ROE	4.14	9.03	8.45	13.14
BPS	52,002	57,930	61,813	68,931
DPS	1,444	1,446	1,450	1,450

3Q25 잠정 실적 Review: 반도체 호조

삼성전자의 25년 3분기 매출액은 86조원(YoY +9%, QoQ +15%), 영업이익은 12.1조원(YoY +32%, QoQ +156%)을 기록했다. 하나증권의 추정치대비 매출액은 5%, 영업이익은 20% 이상 상회했다. 실적 상회의 주요인은 우호적인 환율, 메모리 호조, 비메모리 적자 축소로 판단된다. DRAM은 견조한 일반 서버 수요에 적극적으로 대응하며 bit 출하는 14% 증가, 가격은 13% 상승하며 실적 상회를 견인한 것으로 추정된다. 사전에 실적 발표를 진행했던 Micron의 가격 및 출하량을 통해 일정 부분 예상이 가능했다. NAND bit 출하는 9% 증가, 가격은 5% 상승해 기존 전망치에 부합했다. 비메모리 부문의 실적이 예상치를 상회했는데, 가동률 상승과 일회성 비용이 제거되며 적자가 0.6조원 수준으로 축소되었다. MX 부문 역시 폴더블 시리즈의 판매량이 예상치를 상회하며 매출액 증가에 기여한 것으로 추정된다.

4Q25 실적도 전분기대비 증익 전망

25년 4분기 매출액은 85.2조원(YoY +12%, QoQ -1%), 영업이익은 13.4조원(YoY +107%, QoQ +11%)으로 전망한다. MX 부문이 플래그십 시리즈 부재로 매출액 및 영업이익이 전분기 대비 감소해 전사 외형은 축소될 전망이다. 반도체 부문은 메모리를 필두로 서버발 강한 수요 기조가 유지되며, 연말 재고조정에도 불구하고 전분기대비 증익을 견인할 전망이다.

반도체 부문 가정 긍정적으로 변경하며 2026년 실적 대폭 상향

금번 실적 상회의 주인공은 일반 서버용 DRAM이다. 일반 서버/데이터센터발 강한 수요는 교체주기 도래 및 AI 접목으로 인한 용량 증가 때문으로 추정된다. 현재 시점에서 해당 수요는 26년 상반기 또는 하반기까지 지속될 가능성이 높아 보인다. 일반 DRAM 공급 증가가 제한된 상황에서 예상대비 양호한 수요가 가세하며 수급 밸런스는 당초 예상보다 타이트해질 것으로 전망한다. DRAM과 NAND 모두 기존대비 가격 가정을 긍정적으로 변경해 2026년 메모리 부문 영업이익을 기존 30.2조원에서 47.9조원으로 59% 상향한다. 비메모리 부문 적자폭 역시 기존 4.3조원에서 1.4조원으로 축소될 것으로 추정한다. 2026년 전사 실적은 반도체를 중심으로 상향하며 기존 46.6조원에서 68.7조원으로 47% 상향한다.

다시 찾는 제자리

삼성전자에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 115,000원으로 상향한다. 목표주가 115,000원은 2026년 기준 PBR 1.66배로 밴드 평균과 상단의 중간값 수준이다. 일반 서버 DRAM이 주도하는 호황 사이클을 감안하면 밸류에이션 매력 높다고 판단한다. 아울러 HBM 및 파운드리 부문의 경쟁력이 입증된다면, 최상단 시도도 가능할 것으로 기대한다.



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyng1019@hanafn.com

도표 39. 삼성전자 분기 및 연간 실적 추정(수정 후)

(단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	79.1	74.6	86.0	85.2	89.2	86.3	96.9	95.8	300.9	324.9	368.2
YoY	10%	1%	9%	12%	13%	16%	13%	12%	16%	8%	13%
QoQ	4.4%	-6%	15%	-1%	4.7%	-3%	12%	-1%			
매출 원가	51.0	49.0	52.3	51.3	53.6	50.4	54.7	54.0	190.4	203.6	212.8
% Sales	64%	66%	61%	60%	60%	58%	56%	56%	63%	63%	58%
판관비	21.4	20.8	21.5	20.4	21.4	20.4	22.7	22.1	77.8	84.2	86.7
% 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%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	12%
영업이익	6.7	4.7	12.1	13.4	14.1	15.4	19.5	19.7	32.7	37.0	68.7
영업이익률	8%	6%	14%	16%	16%	18%	20%	21%	11%	11%	19%
YoY	1%	-55%	32%	107%	111%	225%	61%	46%	400%	13%	86%
QoQ	3%	-29%	157%	11%	5%	9%	27%	1%			
EBITDA	17.7	14.9	23.4	24.7	25.6	27.0	31.5	31.8	74.5	80.6	114.5
% Sales	22%	20%	27%	29%	29%	31%	32%	33%	25%	25%	31%
YoY	7%	-28%	15%	45%	45%	81%	35%	29%	70%	8%	44%
QoQ	3%	-16%	57%	6%	4%	5%	17%	1%			
세전이익	9.2	5.8	13.4	14.7	15.5	16.6	20.8	20.9	37.5	43.0	73.8
세전이익률	12%	8%	16%	17%	17%	19%	21%	22%	12%	13%	20%
법인세	1.0	0.7	3.1	3.4	3.1	3.3	4.2	4.2	3.0	8.1	14.8
법인세율	11%	12%	23%	23%	20%	20%	20%	20%	8%	19%	20%
순이익	8.2	5.1	10.3	11.3	12.4	13.3	16.6	16.7	34.5	34.9	59.0
순이익률	10%	7%	12%	13%	14%	15%	17%	17%	11%	11%	16%

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 40. 삼성전자 분기 및 연간 실적 추정(수정 전)

(단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
매출액	79.1	74.6	82.5	80.8	82.2	80.1	89.7	88.4	300.9	317.1	340.3
YoY	10%	1%	4%	7%	4%	7%	9%	9%	16%	5%	7%
QoQ	4.4%	-6%	11%	-2%	1.7%	-3%	12%	-1%			
매출 원가	51.0	49.0	52.0	51.4	53.0	50.8	55.2	54.7	190.4	203.4	213.6
% Sales	64%	66%	63%	64%	65%	63%	61%	62%	63%	64%	63%
판관비	21.4	20.8	20.6	19.4	19.7	19.0	21.0	20.4	77.8	82.3	80.1
% 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%	14%	14%	14%	14%	13%	14%	14%	14%	13%
영업이익	6.7	4.7	9.9	10.0	9.4	10.3	13.5	13.3	32.7	31.4	46.6
영업이익률	8%	6%	12%	12%	11%	13%	15%	15%	11%	10%	14%
YoY	1%	-55%	8%	54%	41%	117%	36%	33%	400%	-4%	49%
QoQ	3%	-29%	110%	1%	-6%	9%	32%	-2%			
EBITDA	17.7	14.9	21.2	21.3	20.9	21.9	25.5	25.5	74.5	75.0	92.4
% Sales	22%	20%	26%	26%	25%	27%	28%	29%	25%	24%	27%
YoY	7%	-28%	5%	24%	18%	47%	20%	20%	70%	1%	25%
QoQ	3%	-16%	42%	1%	-2%	5%	17%	0%			
세전이익	9.2	5.8	11.2	11.2	10.8	11.5	14.8	14.6	37.5	37.4	51.7
세전이익률	12%	8%	14%	14%	13%	14%	16%	16%	12%	12%	15%
법인세	1.0	0.7	2.6	2.6	2.2	2.3	3.0	2.9	3.0	6.8	10.3
법인세율	11%	12%	23%	23%	20%	20%	20%	20%	8%	18%	20%
순이익	8.2	5.1	8.6	8.7	8.6	9.2	11.8	11.7	34.5	30.5	41.3
순이익률	10%	7%	10%	11%	11%	11%	13%	13%	11%	10%	12%

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 41. 사업부문별 실적 전망(수정 후)

(단위: 조원)

		1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체	매출액	25.1	27.9	33.0	36.9	35.0	37.9	42.2	44.7	111.1	122.9	159.8
	영업이익	1.1	0.4	7.0	9.4	8.6	10.7	13.4	14.8	15.2	17.9	47.4
	영업이익률	4%	2%	21%	25%	24%	28%	32%	33%	14%	15%	30%
	Memory	매출액	19.1	21.2	25.8	29.1	28.1	30.2	33.4	84.5	95.2	127.2
	영업이익	3.4	2.5	7.4	9.5	9.1	10.9	13.3	14.6	18.7	22.8	47.9
	영업이익률	18%	12%	29%	33%	32%	36%	40%	41%	22%	24%	38%
	DRAM	매출액	11.8	12.7	16.1	18.4	18.1	19.7	21.5	48.0	58.9	82.0
	영업이익	3.6	3.0	7.0	8.8	8.5	10.1	11.7	12.5	14.6	22.4	42.9
	영업이익률	31%	24%	43%	48%	47%	51%	54%	55%	30%	38%	52%
	NAND	매출액	7.3	8.6	9.7	10.7	10.0	10.5	11.8	36.5	36.3	45.2
	영업이익	-0.2	-0.5	0.4	0.7	0.6	0.9	1.5	2.1	4.2	0.4	5.0
	영업이익률	-3%	-6%	4%	6%	6%	8%	13%	16%	11%	1%	11%
	non-Memory	매출액	6.0	6.7	7.2	7.8	6.9	7.7	8.8	26.6	27.7	32.6
	영업이익	-2.5	-2.3	-0.6	-0.3	-0.8	-0.4	-0.1	0.0	-4.7	-5.8	-1.4
	영업이익률	-42%	-35%	-8%	-4%	-11%	-6%	-2%	-1%	-18%	-21%	-4%
	디스플레이	매출액	5.9	6.4	8.4	8.6	6.3	6.4	9.2	29.1	29.3	31.4
	영업이익	0.5	0.5	1.2	1.0	0.6	0.6	1.7	1.6	3.8	3.2	4.5
	영업이익률	9%	8%	14%	12%	10%	9%	18%	16%	13%	11%	14%
	MX/NW	매출액	37.0	29.2	32.9	27.6	36.7	30.4	33.8	117.2	126.8	130.8
	영업이익	4.3	3.1	3.3	2.5	4.2	3.1	3.7	2.7	10.6	13.2	13.7
	영업이익률	12%	11%	10%	9%	11%	10%	11%	9%	9%	10%	10%
VD/가전	매출액	14.5	14.1	13.7	13.8	13.5	13.7	13.5	13.5	56.4	56.1	54.3
	영업이익	0.3	0.2	0.1	0.0	0.3	0.4	0.2	0.1	1.7	0.6	1.0
	영업이익률	2%	1%	1%	0%	2%	3%	1%	0%	3%	1%	2%
Harman	매출액	3.4	3.8	3.9	4.1	3.6	3.9	4.1	4.3	14.3	15.3	15.9
	영업이익	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	1.3	1.8	1.9
	영업이익률	9%	13%	13%	11%	9%	13%	14%	11%	9%	11%	12%
Total	매출액	79.1	74.6	86.0	85.2	89.2	86.3	96.9	95.8	300.9	324.9	368.2
	영업이익	6.7	4.7	12.1	13.4	14.1	15.4	19.5	19.7	32.7	37.0	68.7
	영업이익률	8%	6%	14%	16%	16%	18%	20%	21%	11%	11%	19%

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 42. 사업부문별 실적 전망(수정 전)

(단위: 조원)

		1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체	매출액	25.1	27.9	31.0	33.7	29.8	32.9	36.9	38.9	111.1	117.8	138.6
	영업이익	1.1	0.4	4.4	5.9	4.1	5.8	8.0	9.0	15.2	11.9	26.8
	영업이익률	4%	2%	14%	18%	14%	18%	22%	23%	14%	10%	19%
	Memory	매출액	19.1	21.2	23.9	26.0	23.0	25.3	28.2	84.5	90.2	106.4
	영업이익	3.4	2.5	5.6	6.8	5.3	6.7	8.6	9.6	18.7	18.3	30.2
	영업이익률	18%	12%	23%	26%	23%	27%	31%	32%	22%	20%	28%
	DRAM	매출액	11.8	12.7	14.3	15.5	14.4	15.7	17.8	48.0	54.2	66.6
	영업이익	3.6	3.0	5.4	6.5	5.5	6.6	8.3	8.9	14.6	18.6	29.3
	영업이익률	31%	24%	38%	42%	38%	42%	47%	47%	30%	34%	44%
	NAND	매출액	7.3	8.6	9.6	10.5	8.6	9.5	10.4	36.5	36.0	39.8
	영업이익	-0.2	-0.5	0.2	0.2	-0.2	0.1	0.3	0.7	4.2	-0.3	0.9
	영업이익률	-3%	-6%	2%	2%	-2%	1%	3%	6%	11%	-1%	2%
	non-Memory	매출액	6.0	6.7	7.2	7.7	6.8	7.6	8.7	26.6	27.5	32.2
	영업이익	-2.5	-2.3	-1.4	-1.1	-1.4	-1.2	-0.9	-0.8	-4.7	-7.4	-4.3
	영업이익률	-42%	-35%	-20%	-14%	-21%	-15%	-10%	-9%	-18%	-27%	-13%
	디스플레이	매출액	5.9	6.4	8.3	8.6	6.0	6.4	8.7	29.1	29.2	30.3
	영업이익	0.5	0.5	1.3	1.0	0.6	0.6	1.2	1.1	3.8	3.3	3.6
	영업이익률	9%	8%	15%	12%	10%	9%	14%	12%	13%	11%	12%
	MX/NW	매출액	37.0	29.2	31.7	26.6	35.2	29.3	32.5	117.2	124.5	125.6
	영업이익	4.3	3.1	3.4	2.3	4.0	2.9	3.5	2.6	10.6	13.2	13.1
	영업이익률	12%	11%	11%	9%	11%	10%	11%	9%	9%	11%	10%
VD/가전	매출액	14.5	14.1	13.5	13.7	13.3	13.6	13.3	13.3	56.4	55.8	53.6
	영업이익	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	0.1	1.7	0.9	1.0
	영업이익률	2%	1%	2%	1%	2%	3%	2%	1%	3%	2%	2%
Harman	매출액	3.4	3.8	4.0	4.2	3.7	3.9	4.1	4.3	14.3	15.4	16.1
	영업이익	0.3	0.5	0.5	0.5	0.3	0.5	0.6	0.5	1.3	1.8	1.9
	영업이익률	9%	13%	13%	11%	9%	13%	14%	11%	9%	11%	12%
Total	매출액	79.1	74.6	82.5	80.8	82.2	80.1	89.7	88.4	300.9	317.1	340.3
	영업이익	6.7	4.7	9.9	10.0	9.4	10.3	13.5	13.3	32.7	31.4	46.6
	영업이익률	8%	6%	12%	12%	11%	13%	15%	15%	11%	10%	14%

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 43. 주요 가정(수정 후)

		1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체												
DRAM	Shipment(1Gb Eq.)	22,849	25,421	28,902	30,459	29,000	29,967	31,437	32,526	97,986	107,631	122,930
	bit growth	1%	11%	14%	5%	-5%	3%	5%	3%	15%	10%	14%
	ASP (\$)	0.35	0.35	0.40	0.43	0.45	0.48	0.50	0.51	0.36	0.39	0.49
	QoQ / YoY	-20%	0%	13%	8%	5%	6%	4%	2%	61%	9%	25%
NAND	Shipment(16Gb Eq.)	36,420	46,080	50,348	53,221	50,272	52,124	57,298	62,823	173,520	186,069	222,517
	bit growth	-10%	27%	9%	6%	-6%	4%	10%	10%	11%	7%	20%
	ASP (\$)	0.14	0.13	0.14	0.14	0.14	0.15	0.15	0.15	0.15	0.14	0.15
	QoQ / YoY	-14%	-4%	5%	3%	0%	2%	3%	0%	62%	-10%	7%
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	69	257	268	277
	QoQ / YoY	15%	-6%	6%	-7%	10%	-4%	4%	-2%	0%	4%	3%
Smart Phone	Shipment(Mn)	61	57	61	56	63	59	62	61	224	236	246
	QoQ / YoY	17%	-6%	7%	-8%	11%	-5%	5%	-2%	0%	5%	4%
	Portion/Total	98%	98%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	98%	98%	99%
	ASP (\$)	337.9	278.2	301.0	261.8	343.4	285.0	305.2	268.6	294.2	294.7	300.6
	QoQ / YoY	30%	-18%	8%	-13%	31%	-17%	7%	-12%	1%	0%	2%
VD												
LCD TV	Shipment(Mn)	9.19	8.46	8.81	10.20	8.71	8.38	8.96	10.39	38	37	36
	QoQ / YoY	-14%	-8%	4%	16%	-15%	-4%	7%	16%	0%	-3%	-1%
	ASP (\$)	584.6	590.5	584.6	555.4	577.6	583.3	577.5	548.6	602.0	577.8	570.6
	QoQ / YoY	11%	9%	-7%	-9%	12%	8%	-8%	-10%	-3%	-4%	-1%

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 44. 주요 가정(수정 전)

		1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
반도체												
DRAM	Shipment(1Gb Eq.)	22,849	25,421	27,543	28,936	27,041	28,768	31,437	32,526	97,986	104,749	119,772
	bit growth	1%	11%	8%	5%	-7%	6%	9%	3%	15%	7%	14%
	ASP (\$)	0.35	0.35	0.38	0.39	0.39	0.40	0.42	0.43	0.36	0.37	0.41
	QoQ / YoY	-20%	0%	6%	3%	0%	3%	4%	2%	61%	3%	11%
NAND	Shipment(16Gb Eq.)	36,420	46,080	50,348	53,787	47,194	52,124	57,298	62,823	173,520	186,635	219,439
	bit growth	-10%	27%	9%	7%	-12%	10%	10%	10%	11%	8%	18%
	ASP (\$)	0.14	0.13	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	0.15	0.14	0.13
	QoQ / YoY	-14%	-4%	5%	2%	-5%	0%	0%	0%	62%	-10%	-2%
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	67	63	69	66	68	67	257	264	270
	QoQ / YoY	15%	-6%	3%	-7%	10%	-4%	4%	-2%	0%	3%	2%
Smart Phone	Shipment(Mn)	61	57	60	55	61	58	61	59	224	232	239
	QoQ / YoY	17%	-6%	4%	-8%	11%	-5%	5%	-2%	0%	4%	3%
	Portion/Total	98%	98%	99%	98%	99%	99%	99%	99%	98%	98%	99%
	ASP (\$)	337.9	278.2	298.1	259.2	340.1	282.3	302.3	266.1	294.2	293.4	297.7
	QoQ / YoY	30%	-18%	7%	-13%	31%	-17%	7%	-12%	1%	0%	1%
VD												
LCD TV	Shipment(Mn)	9.19	8.46	8.81	10.20	8.71	8.38	8.96	10.39	38	37	36
	QoQ / YoY	-14%	-8%	4%	16%	-15%	-4%	7%	16%	0%	-3%	-1%
	ASP (\$)	584.6	590.5	584.6	555.4	577.6	583.3	577.5	548.6	602.0	577.8	570.6
	QoQ / YoY	11%	9%	-7%	-9%	12%	8%	-8%	-10%	-3%	-4%	-1%

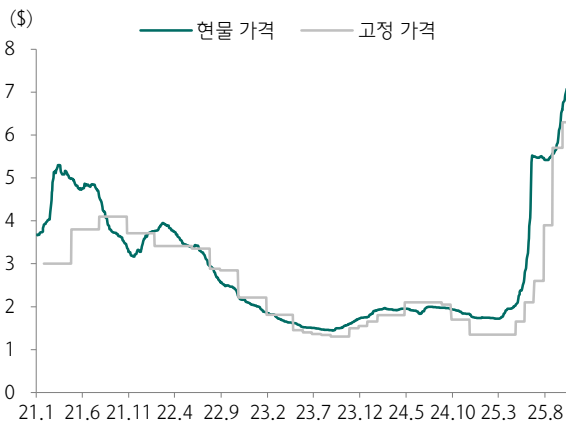
자료: 삼성전자, 하나증권

도표 45. 밸류에이션

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
	메모리	73,015	5.2	379,677	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	SK하이닉스, Micron, Nanya
	비메모리	11,414	8.5	97,020	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	TSMC, Global Foundry
	SDC	3,500	4.9	17,149	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	LG디스플레이, BOE, AUO 등
	DX	15,185	4.0	60,742	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	Apple, Xiaomi, LG전자, Whirlpool 등
	Harman	1,870	6.0	11,220	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	
	Sub-Total (A)	104,984	5.7	565,807		
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	100,728		100,728		
	차입금	14,030		14,030		
	Sub-Total (C)	86,699		86,699		
주주가치(십억원)		(A)+(B)+©		677,608		
주식수				주식수		
주식수	발행주식수			5,919,638		
주식수(천주)	유통주식수			5,876,745		
적정주당가치				115,303		
목표주가(원)				115,000		

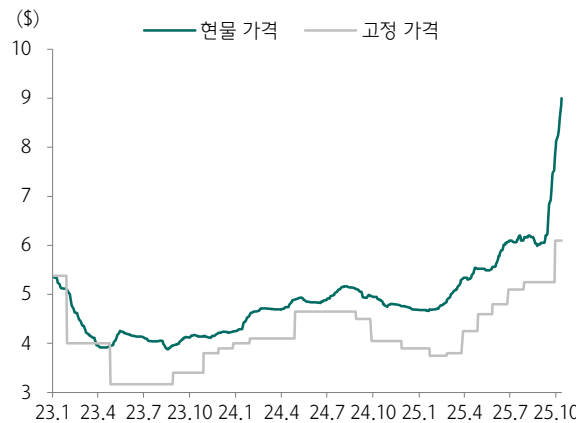
자료: 하나증권

도표 46. DDR4 가격 추이



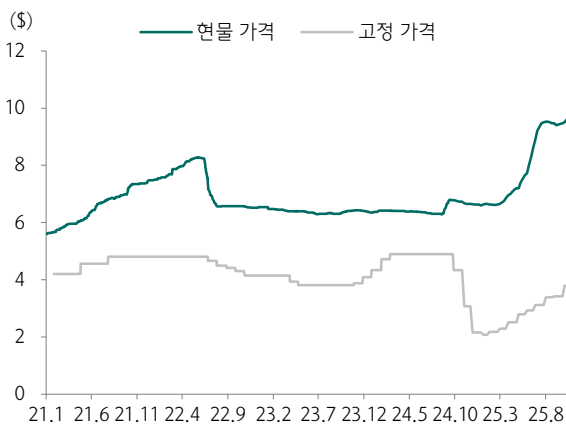
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 47. DDR5 가격 추이



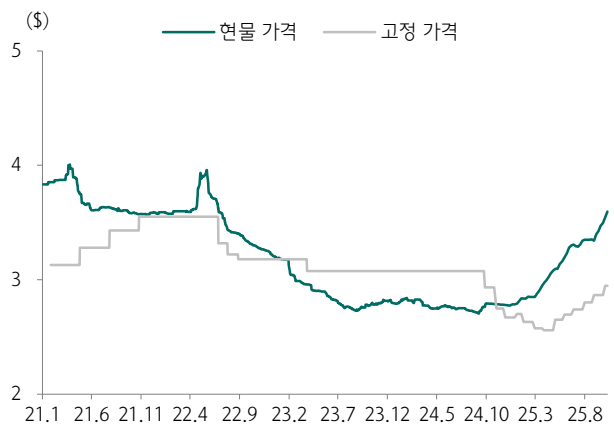
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 48. MLC 128Gb 가격 추이



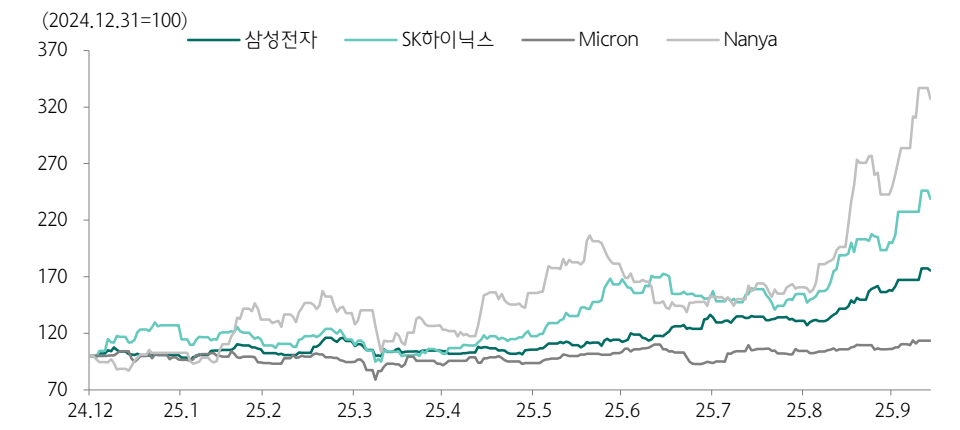
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 49. SLC 8Gb 가격 추이



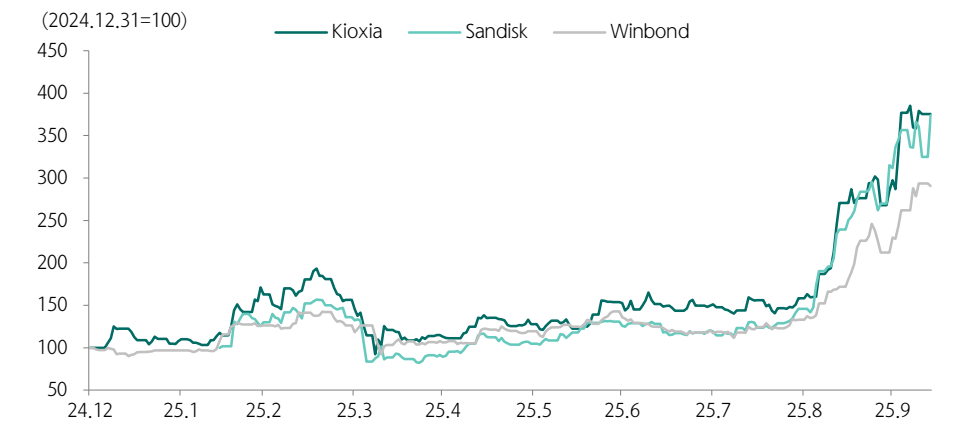
자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 50. 주요 DRAM 업체들의 연초 이후 주가 추이



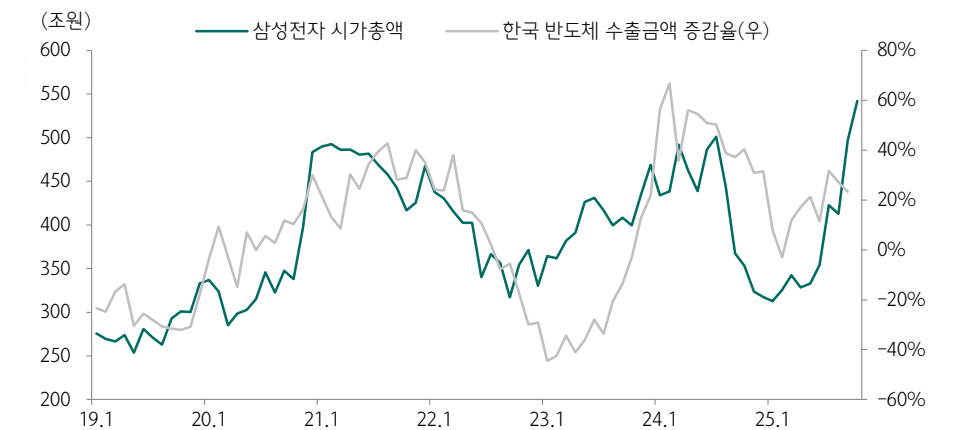
자료: Quantiwise, 하나증권

도표 51. 주요 NAND 업체들의 연초 이후 주가 추이



자료: Quantiwise, 하나증권

도표 52. 한국 수출액 전년대비 증감률 vs 삼성전자 시가총액



자료: Quantiwise, KITA 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
매출액	258,935.5	300,870.9	317,097.7	340,301.0	356,176.7	
매출원가	180,388.6	186,562.3	203,446.0	213,602.4	225,991.3	
매출총이익	78,546.9	114,308.6	113,651.7	126,698.6	130,185.4	
판매비	71,979.9	81,582.7	82,289.5	80,098.4	82,901.8	
영업이익	6,567.0	32,726.0	31,362.2	46,600.3	47,283.6	
금융손익	3,454.6	3,717.6	4,491.2	4,600.3	5,308.1	
종속/관계기업손익	887.6	751.0	595.3	463.5	(244.3)	
기타영업외손익	97.1	335.1	864.9	0.0	0.0	
세전이익	11,006.3	37,529.7	37,313.6	51,664.0	52,347.3	
법인세	(4,480.8)	3,078.4	6,771.0	10,332.8	10,469.5	
계속사업이익	15,487.1	34,451.4	30,542.6	41,331.2	41,877.8	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	15,487.1	34,451.4	30,542.6	41,331.2	41,877.8	
비배주주지분 손이익	1,013.7	830.0	722.3	977.5	990.4	
지배주주순이익	14,473.4	33,621.4	29,820.3	40,353.7	40,887.4	
지배주주지분포괄이익	17,845.7	50,048.2	31,339.7	40,789.8	41,329.3	
NOPAT	9,240.5	30,041.6	25,671.2	37,280.2	37,826.9	
EBITDA	45,233.5	75,356.8	75,524.4	93,700.7	95,350.1	
성장성(%)						
매출액증가율	(14.33)	16.20	5.39	7.32	4.67	
NOPAT증가율	(82.22)	225.11	(14.55)	45.22	1.47	
EBITDA증가율	(45.16)	66.60	0.22	24.07	1.76	
영업이익증가율	(84.86)	398.34	(4.17)	48.59	1.47	
지배주주순이익증가율	(73.55)	132.30	(11.31)	35.32	1.32	
EPS증가율	(73.55)	132.29	(10.67)	35.48	1.32	
수익성(%)						
매출총이익률	30.33	37.99	35.84	37.23	36.55	
EBITDA이익률	17.47	25.05	23.82	27.53	26.77	
영업이익률	2.54	10.88	9.89	13.69	13.28	
계속사업이익률	5.98	11.45	9.63	12.15	11.76	

투자지표					
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,131	4,950	4,422	5,991	6,070
BPS	52,002	57,930	61,183	65,738	70,373
CFPS	7,656	11,394	11,563	13,980	14,120
EBITDAPS	6,659	11,094	11,200	13,911	14,156
DPS	38,120	44,293	47,023	50,523	52,880
DPS	1,444	1,446	1,450	1,450	1,450
주기지표(배)					
PER	36.84	10.75	17.96	13.25	13.08
PBR	1.51	0.92	1.30	1.21	1.13
PCFR	10.25	4.67	6.87	5.68	5.62
EV/EBITDA	9.96	3.60	5.19	3.99	3.79
PSR	2.06	1.20	1.69	1.57	1.50
재무비율(%)					
ROE	4.14	9.03	7.44	9.48	8.95
ROA	3.20	6.93	5.69	7.29	6.91
ROIC	3.96	11.64	9.38	13.03	12.60
부채비율	25.36	27.93	26.56	26.66	25.46
순부채비율	(21.92)	(23.20)	(22.97)	(25.60)	(26.62)
이자보상배율(배)					
	7.06	36.20	55.76	90.46	101.02

자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
유동자산	195,936.6	227,062.3	230,003.4	260,667.9	278,045.3	
금융자산	92,407.2	112,651.8	107,988.3	127,217.9	138,369.6	
현금성자산	69,080.9	53,705.6	45,134.0	58,475.7	66,421.9	
매출채권	36,647.4	43,623.1	46,522.6	50,882.6	53,256.3	
재고자산	51,625.9	51,754.9	55,194.9	60,367.6	63,183.9	
기타유동자산	15,256.1	19,032.5	20,297.6	22,199.8	23,235.5	
비유동자산	259,969.4	287,469.7	303,650.8	313,508.9	331,127.6	
투자자산	20,680.1	24,348.8	24,947.7	26,206.3	26,891.5	
금융자산	8,912.7	11,756.7	11,518.6	11,518.6	11,518.6	
유형자산	187,256.3	205,945.2	218,752.2	230,576.2	250,800.4	
무형자산	22,741.9	23,738.6	24,460.3	21,235.8	17,945.2	
기타비유동자산	29,291.1	33,437.1	35,490.6	35,490.6	35,490.5	
자산총계	455,906.0	514,531.9	533,654.1	574,176.8	609,172.9	
유동부채	75,719.5	93,326.3	92,150.1	99,506.8	101,476.1	
금융부채	8,423.5	15,379.8	7,369.9	7,369.9	5,333.9	
매입채무	11,319.8	12,370.2	13,192.4	14,428.7	15,101.9	
기타유동부채	55,976.2	65,576.3	71,587.8	77,708.2	81,040.3	
비유동부채	16,508.7	19,013.6	19,838.5	21,344.0	22,163.7	
금융부채	4,262.5	3,950.4	3,774.1	3,774.1	3,774.1	
기타비유동부채	12,246.2	15,063.2	16,064.4	17,569.9	18,389.6	
부채총계	92,228.1	112,339.9	111,988.6	120,850.8	123,639.8	
지배주주지분	353,233.8	391,687.6	410,384.5	441,067.5	472,284.2	
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5	
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	
자본조정	99.0	(1,724.9)	(1,363.1)	(1,363.1)	(1,363.1)	
기타포괄이익누계액	1,181.1	17,597.9	18,860.6	18,860.6	18,860.6	
이익잉여금	346,652.2	370,513.2	387,585.6	418,268.6	449,485.3	
비지배주주지분	10,444.1	10,504.5	11,281.0	12,258.5	13,248.9	
자본총계	363,677.9	402,192.1	421,665.5	453,326.0	485,533.1	
순금융부채	(79,721.3)	(93,321.6)	(96,844.4)	(116,074.0)	(129,261.7)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137.4	72,982.6	72,267.0	88,982.5	90,244.3
당기순이익	15,487.1	34,451.4	30,542.6	41,331.2	41,877.8
조정	34,109.0	40,098.8	44,641.2	47,100.4	48,066.6
감가상각비	38,666.6	42,630.8	44,162.2	47,100.4	48,066.5
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(887.6)	(751.0)	(118.9)	0.0	0.0
기타	(3,670.0)	(1,781.0)	597.9	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	(5,458.7)	(1,567.6)	(2,916.8)	550.9	299.9
투자활동 현금흐름	(16,922.8)	(85,381.7)	(59,916.1)	(62,846.3)	(68,890.8)
투자자산감소(증가)	3,903.8	(2,917.6)	(480.1)	(1,258.5)	(685.2)
자본증가(감소)	(57,513.0)	(51,250.2)	(53,871.6)	(55,700.0)	(65,000.0)
기타	36,686.4	(31,213.9)	(5,564.4)	(5,887.8)	(3,205.6)
재무활동 현금흐름	(8,593.1)	(7,797.2)	(18,610.2)	(9,670.7)	(11,706.7)
금융부채증가(감소)	2,352.7	6,644.2	(8,186.2)	0.0	(2,036.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,081.3)	(3,552.7)	(701.3)	0.0	0.0
배당지급	(9,864.5)	(10,888.7)	(9,722.7)	(9,670.7)	(9,670.7)
현금의 증감	19,400.2	(15,375.3)	(3,466.6)	13,341.8	7,946.1
Unlevered CFO	52,006.6	77,398.4	77,977.3	94,164.1	95,105.7
Free Cash Flow	(13,473.9)	21,576.3	18,364.1	33,282.5	25,244.3

2025년 10월 15일 | 기업분석_Update

SK하이닉스(000660)

New Era, New Valuation

BUY (유지)

목표주가(12M) 580,000원
(상향)
현재주가(10.14) 411,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,561.81
52주 최고/최저(원)	428,000/158,800
시가총액(십억원)	299,573.0
시가총액비중(%)	10.21
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,455.0
60일 평균 거래대금(십억원)	1,054.1
외국인지분율(%)	55.44
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 7인	20.07
국민연금공단	7.35

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	89,461.1	109,273.2
영업이익(십억원)	39,295.4	50,675.0
순이익(십억원)	32,616.7	40,005.7
EPS(원)	44,313	54,042
BPS(원)	151,576	206,782

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	32,765.7	66,193.0	92,162.8	122,481.0
영업이익	(7,730.3)	23,467.3	41,580.0	62,931.5
세전이익	(11,657.8)	23,885.4	42,810.5	63,071.7
순이익	(9,112.4)	19,788.7	34,984.8	51,088.1
EPS	(12,517)	27,182	48,056	70,176
증감율	적전	흑전	76.79	46.03
PER	(11.30)	6.40	8.56	5.86
PBR	1.85	1.66	2.76	1.89
EV/EBITDA	21.53	3.87	5.40	3.45
ROE	(15.61)	31.06	38.78	38.92
BPS	76,616	104,567	149,292	217,235
DPS	1,200	2,204	2,354	2,354

3Q25 Preview: 영업이익 11.8조원으로 상향

SK하이닉스의 25년 3분기 매출액은 25조원(YoY +43%, QoQ +13%), 영업이익은 11.8조원(YoY +68%, QoQ +28%)으로 전망한다. 최근 상향되고 있는 컨센서스를 상회할 것으로 전망한다. 우호적인 환율 속에서 견조한 HBM 출하량에 일반 서버 수요가 증가하며 DRAM 중심으로 예상대비 높은 출하량과 양호한 가격이 형성된 것으로 추정한다. DRAM bit은 7% 증가, 가격은 7% 상승, NAND bit은 11% 증가, 가격은 5% 상승한 것으로 가정한다. 서버 고객사들의 주문 강도가 강해지면서, DRAM 업체들은 생산 비중을 재할당할 것으로 예상된다. 이로 인해 서버 외의 전방 산업향 공급 여력이 축소되기 때문에 향후 여타 고객사들의 주문 추이도 확인이 필요할 것으로 판단된다.

2026년 영업이익 45% 상향

2026년 매출액은 122.5조원, 영업이익은 62.9조원으로 전년대비 각각 33%, 51% 증가할 것으로 전망한다. 25년 3분기부터 감지되기 시작한 일반 서버발 수요로 인해 25년 하반기 및 26년 상반기 가격 가정을 기존대비 상향 조정하면서, 영업이익을 기존 43.5조원에서 45% 상향 조정한다. 최근의 주가 상승은 2026년 연간 실적 상향 조정폭으로 설명이 가능하다.

실적 안정성 제공하는 HBM을 할증한다면?

SK하이닉스의 경쟁우위는 여전히 유효하다. AI 시대의 주역 중에 하나인 HBM에서 글로벌 1위 자리를 공고히 하고 있기 때문에 밸류에이션 할증은 정당한 평가다. 무엇보다 HBM이 중요한 이유는 싸이클 산업이라는 태생적인 메모리의 한계를 완화시켜 주기 때문이다. 고객과 장기간, 고정 가격을 기반으로 공급되기 때문에 실적 변동성을 축소시켜 준다는 차원에서 유의미하다. SK하이닉스를 EV/EBITDA 기준으로 목표주가 산정시 메모리 업체들의 평균을 적용하면 56만원이 산출된다. HBM 가치를 별도로 평가해 10~30%로 할증을 해보면, 목표 주가는 58만원, 60만원, 62만원 산출도 가능하다.

시가총액 400조원이 보인다

SK하이닉스에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 580,000원으로 상향한다. 목표 주가는 2026년 BPS에 Target PBR 2.65배를 적용해 산출한다. 이는 기존 PBR 상단 2.05배에 30% 할증한 수준에 해당되며, EV/EBITDA 기준으로 산출한 목표주가와도 동일하다. SK하이닉스는 명실상부한 AI 시대 메모리 선두 주자로서의 가치가 정당화되어여 한다는 판단이다.



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyng1019@hanafn.com

도표 53. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 후)

		1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
원/달러 평균		1,453	1,404	1,385	1,396	1,385	1,378	1,373	1,368	1,364	1,410	1,376
Bit Growth	DRAM	-8%	24%	7%	3%	-4%	4%	10%	3%	18%	23%	15%
	NAND	-19%	71%	11%	3%	-4%	9%	9%	2%	-2%	17%	28%
ASP Growth	DRAM	0%	1%	7%	6%	3%	5%	6%	2%	76%	25%	21%
	NAND	-20%	-9%	5%	2%	0%	0%	0%	0%	95%	-17%	2%
매출액 (십억원)	DRAM	14,111	17,030	19,179	21,060	20,706	22,486	26,197	27,290	45,173	71,380	96,678
	NAND	3,174	4,758	5,468	5,793	5,522	5,991	6,480	6,568	19,176	19,194	24,561
	Others	353	444	396	396	269	348	314	311	1,844	1,589	1,242
	합계	17,639	22,232	25,043	27,249	26,497	28,825	32,990	34,169	66,192	92,163	122,481
매출비중	DRAM	80%	77%	77%	77%	78%	78%	79%	80%	68%	77%	79%
	NAND	18%	21%	22%	21%	21%	21%	20%	19%	29%	21%	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 (QoQ, YoY)	DRAM	-4%	21%	13%	10%	-2%	9%	17%	4%	116%	58%	35%
	NAND	-33%	50%	15%	6%	-5%	8%	8%	1%	100%	0%	28%
	Others	-11%	26%	-11%	0%	-32%	29%	-10%	-1%	-19%	-14%	-22%
	합계	-11%	26%	13%	9%	-3%	9%	14%	4%	102%	39%	33%
영업이익 (십억원)	DRAM	7,376	9,395	11,381	12,582	12,016	14,017	16,824	17,447	19,546	40,735	60,303
	NAND	42	-226	371	545	447	650	777	738	3,848	732	2,612
	Others	23	19	29	18	-28	28	16	1	73	89	17
	합계	7,441	9,188	11,781	13,145	12,434	14,695	17,616	18,186	23,466	41,555	62,931
영업이익률	DRAM	52%	55%	59%	60%	58%	62%	64%	64%	43%	57%	62%
	NAND	1%	-5%	7%	9%	8%	11%	12%	11%	20%	4%	11%
	Others	6%	4%	7%	5%	-10%	8%	5%	0%	4%	6%	1%
	합계	42%	41%	47%	48%	47%	51%	53%	53%	35%	45%	51%

자료: SK하이닉스, 하나증권

주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

도표 54. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 전)

		1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025F	2026F
원/달러 평균		1,453	1,404	1,353	1,345	1,340	1,335	1,330	1,325	1,364	1,389	1,333
Bit Growth	DRAM	-8%	24%	3%	1%	-9%	9%	10%	3%	18%	20%	10%
	NAND	-19%	71%	1%	1%	-11%	9%	8%	2%	-2%	11%	12%
ASP Growth	DRAM	0%	1%	3%	2%	0%	3%	4%	0%	76%	21%	8%
	NAND	-20%	-9%	3%	0%	-5%	-2%	0%	0%	95%	-18%	-7%
매출액 (십억원)	DRAM	14,111	17,030	17,414	17,775	16,028	17,894	20,424	20,857	45,173	66,331	75,203
	NAND	3,174	4,758	4,789	4,805	4,029	4,281	4,620	4,683	19,176	17,526	17,614
	Others	353	444	387	382	261	337	304	301	1,844	1,565	1,203
	합계	17,639	22,232	22,590	22,962	20,318	22,512	25,349	25,841	66,192	85,422	94,020
매출비중	DRAM	80%	77%	77%	77%	79%	79%	81%	81%	68%	78%	80%
	NAND	18%	21%	21%	21%	20%	19%	18%	18%	29%	21%	19%
	Others	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	3%	2%	1%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-4%	21%	2%	2%	-10%	12%	14%	2%	116%	47%	13%
	NAND	-33%	50%	1%	0%	-16%	6%	8%	1%	100%	-9%	0%
	Others	-11%	26%	-13%	-1%	-32%	29%	-10%	-1%	-19%	-15%	-23%
	합계	-11%	26%	2%	2%	-12%	11%	13%	2%	102%	29%	10%
영업이익 (십억원)	DRAM	7,376	9,415	9,686	9,869	8,548	10,299	12,170	12,513	19,546	36,346	43,530
	NAND	42	-223	-86	-85	-162	-42	61	63	3,848	-351	-80
	Others	23	20	20	7	-20	28	20	17	73	70	45
	합계	7,441	9,212	9,621	9,791	8,365	10,286	12,250	12,593	23,466	36,065	43,495
영업이익률	DRAM	52%	55%	56%	56%	53%	58%	60%	60%	43%	55%	58%
	NAND	1%	-5%	-2%	-2%	-4%	-1%	1%	1%	20%	-2%	0%
	Others	6%	5%	5%	2%	-8%	8%	7%	6%	4%	4%	4%
	합계	42%	41%	43%	43%	41%	46%	48%	49%	35%	42%	46%

자료: SK하이닉스, 하나증권

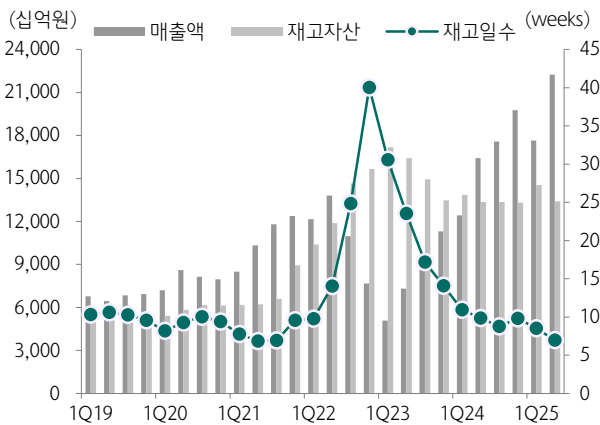
주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

도표 55. 밸류에이션

영업가치(십억원)	사업부	EBITDA	Target EV/EBITDA	Value	비고1	비고2
	메모리	49,190	5.2	255,789	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	SK하이닉스, Micron, Nanya
	HBM	28,539	5.2	148,403	Peer Group 평균 EV/EBITDA 적용	TSMC, Global Foundry
	Sub-Total (A)	77,729	5.2	404,193		
비영업가치(십억원)	구분	시가총액/장부가	지분율	Value		
	SiFive 등 기타	1,791		1,791		
	비상장 주식	1,791		1,791		
	Sub-Total (B)	1,791		1,254	장부가 대비 30% 할인	
순현금(십억원)	구분	Value		Value		
	구분	Value		Value		
	현금 등	16,962		16,962		
	차입금	21,841		21,841		
주주가치(십억원)		(A)+(B)+C		400,568		
주식수				주식수		
주식수	발행주식수			728,002		
주식수(천주)	유통주식수			690,412		
적정주당가치				580,186		
목표주가(원)				580,000		

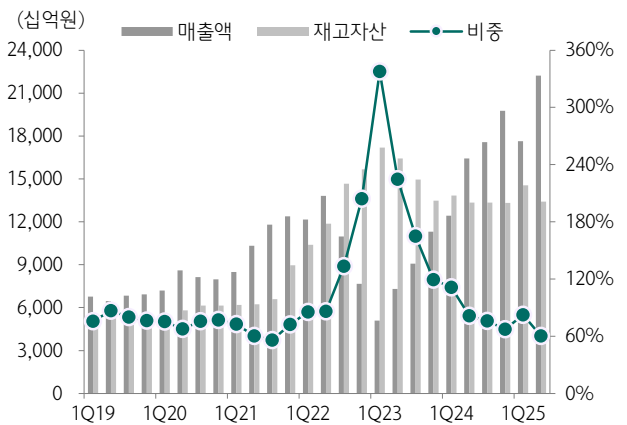
자료: 하나증권

도표 56. 재고일수 추이



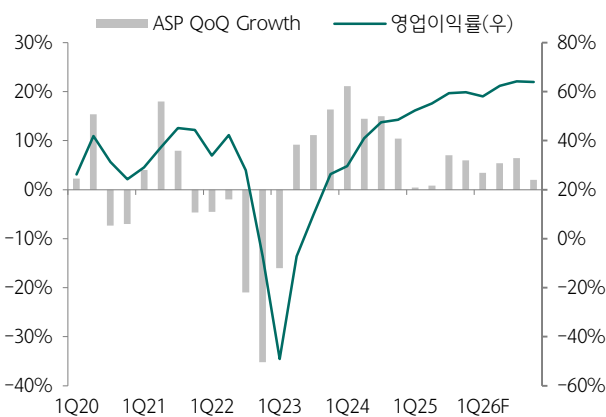
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 57. 매출액대비 재고자산 비중 추이



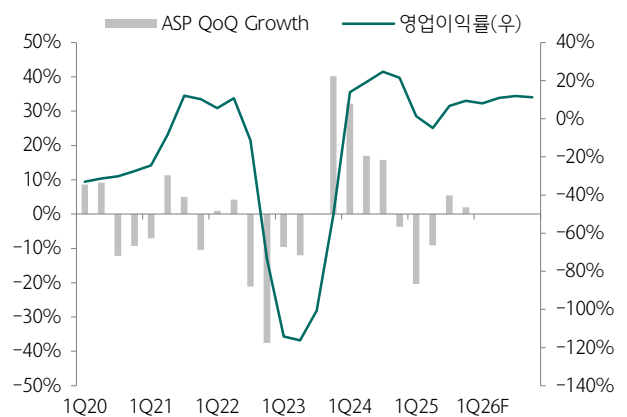
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 58. DRAM의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



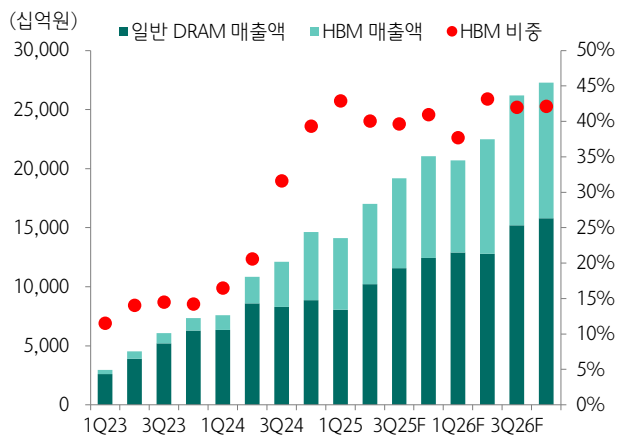
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 59. NAND의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



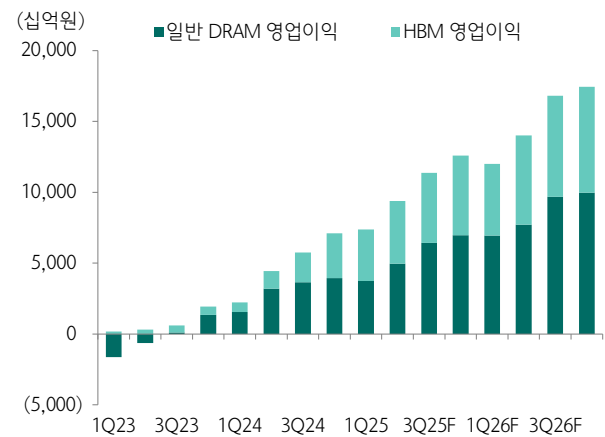
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 60. 일반 DRAM 및 HBM 매출액 추이



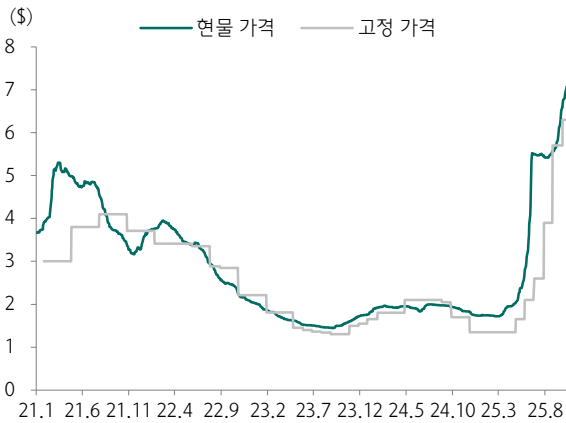
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 61. 일반 DRAM 및 HBM 영업이익 추이



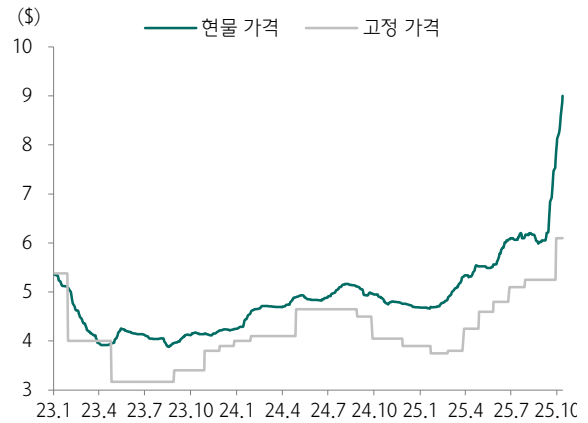
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 62. DDR4 가격 추이



자료: DRAmExchange, 하나증권

도표 63. DDR5 가격 추이



자료: DRAmExchange, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F	
매출액	32,765.7	66,193.0	92,162.8	122,481.0	134,729.1	
매출원가	33,299.2	34,364.8	38,606.8	44,390.1	48,385.2	
매출총이익	(533.5)	31,828.2	53,556.0	78,090.9	86,343.9	
판매비	7,196.9	8,360.8	11,976.0	15,159.4	16,372.2	
영업이익	(7,730.3)	23,467.3	41,580.0	62,931.5	69,971.7	
금융손익	(3,831.4)	(852.9)	1,303.7	47.3	754.8	
종속/관계기업손익	15.1	(38.2)	4.4	92.9	(614.6)	
기타영업외손익	(111.2)	1,309.2	(77.6)	0.0	0.0	
세전이익	(11,657.8)	23,885.4	42,810.5	63,071.7	70,111.9	
법인세	(2,520.3)	4,088.4	7,825.6	11,983.6	16,980.3	
계속사업이익	(9,137.5)	19,796.9	34,984.9	51,088.1	53,131.6	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(9,137.5)	19,796.9	34,984.9	51,088.1	53,131.6	
포괄이익	(25.1)	8.2	0.1	0.0	0.0	
(지분법제외)순이익	(9,112.4)	19,788.7	34,984.8	51,088.1	53,131.6	
지배주주포괄이익	(9,015.0)	21,033.1	33,939.5	51,092.9	53,136.6	
NOPAT	(6,059.1)	19,450.4	33,979.3	50,974.5	53,025.3	
EBITDA	5,943.4	36,048.9	55,767.2	78,204.1	86,343.9	
성장성(%)						
매출액증가율	(26.57)	102.02	39.23	32.90	10.00	
NOPAT증가율	적전	흑전	74.70	50.02	4.02	
EBITDA증가율	(71.65)	506.54	54.70	40.23	10.41	
(조정)영업이익증가율	적전	흑전	77.18	51.35	11.19	
(지분법제외)순이익증가율	적전	흑전	76.79	46.03	4.00	
(지분법제외)EPS증가율	적전	흑전	76.79	46.03	4.00	
수익성(%)						
매출총이익률	(1.63)	48.08	58.11	63.76	64.09	
EBITDA이익률	18.14	54.46	60.51	63.85	64.09	
(조정)영업이익률	(23.59)	35.45	45.12	51.38	51.94	
계속사업이익률	(27.89)	29.91	37.96	41.71	39.44	

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468.1	42,278.9	67,042.4	108,705.9	146,344.2
금융자산	9,020.8	14,215.1	28,276.1	60,134.8	92,979.9
현금성자산	7,587.3	11,205.1	23,244.2	54,248.5	86,671.6
매출채권 등	6,600.3	13,019.0	17,946.6	22,504.4	24,754.9
재고자산	13,480.7	13,313.9	18,353.1	23,014.2	25,315.7
기타유동자산	1,366.3	1,730.9	2,466.6	3,052.5	3,293.7
비유동자산	69,862.1	77,576.3	91,630.5	105,726.4	119,783.0
투자자산	5,808.5	6,522.2	9,251.0	10,119.5	10,548.3
금융자산	4,441.2	4,581.5	6,575.8	6,764.9	6,858.3
유형자산	52,704.9	60,157.5	71,289.8	85,338.5	99,787.7
무형자산	3,834.6	4,018.8	3,534.5	2,713.1	1,891.7
기타비유동자산	7,514.1	6,877.8	7,555.2	7,555.3	7,555.3
자산총계	100,330.2	119,855.2	158,672.9	214,432.3	266,127.2
유동부채	21,007.8	24,965.4	34,928.4	40,750.1	40,704.2
금융부채	11,967.7	7,582.2	11,733.3	12,549.0	10,031.3
매입채무 등	1,845.5	2,277.3	3,139.3	3,936.6	4,330.2
기타유동부채	7,194.6	15,105.9	20,055.8	24,264.5	26,342.7
비유동부채	25,818.6	20,974.1	17,187.6	17,662.5	17,897.0
금융부채	22,013.1	19,617.4	15,317.5	15,317.5	15,317.5
기타비유동부채	3,805.5	1,356.7	1,870.1	2,345.0	2,579.5
부채총계	46,826.4	45,939.5	52,115.9	58,412.7	58,601.3
지배주주지분	53,504.3	73,903.4	106,541.6	156,004.4	207,510.6
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,372.6	4,487.1	4,725.6	4,725.6	4,725.6
자본조정	(2,269.3)	(2,191.5)	(2,104.2)	(2,104.2)	(2,104.2)
기타포괄이익누계	1,014.1	2,532.1	1,490.2	1,490.2	1,490.2
이익잉여금	46,729.3	65,418.1	98,772.4	148,235.1	199,741.3
비지배주주지분	(0.5)	12.3	15.3	15.3	15.3
자본총계	53,503.8	73,915.7	106,556.9	156,019.7	207,525.9
순금융부채	24,959.9	12,984.5	(1,225.4)	(32,268.4)	(67,631.2)

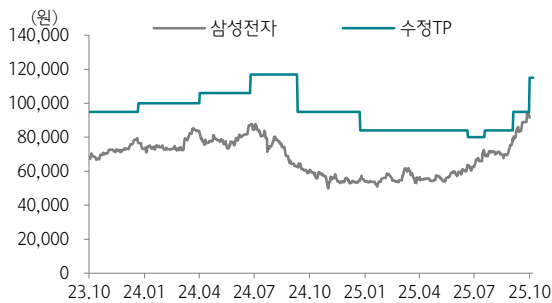
투자지표		2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)						
EPS	(12,517)	27,182	48,056	70,176	72,983	
BPS	76,616	104,567	149,292	217,235	287,985	
CFPS	8,098	50,619	75,994	107,569	117,779	
EBITDAPS	8,164	49,517	76,603	107,423	118,604	
SPS	45,008	90,924	126,597	168,243	185,067	
DPS	1,200	2,204	2,354	2,354	2,354	
주가지표(배)						
PER	(11.30)	6.40	8.56	5.86	5.64	
PBR	1.85	1.66	2.76	1.89	1.43	
PCFR	17.47	3.44	5.41	3.83	3.49	
EV/EBITDA	21.53	3.87	5.40	3.45	2.72	
PSR	3.14	1.91	3.25	2.45	2.22	
재무비율(%)						
ROE	(15.61)	31.06	38.78	38.92	29.23	
ROA	(8.92)	17.97	25.12	27.39	22.11	
ROIC	(8.41)	27.70	44.00	56.58	50.85	
부채비율	87.52	62.15	48.91	37.44	28.24	
순부채비율	46.65	17.57	(1.15)	(20.68)	(32.59)	
이자보상배율(배)	(5.26)	17.44	45.42	70.29	80.66	

자료: 하나증권

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278.2	29,795.9	47,433.8	65,797.5	69,273.7
당기순이익	(9,137.5)	19,796.9	34,984.9	51,088.1	53,131.6
조정	12,621.9	15,598.8	11,719.6	15,272.6	16,372.2
감가상각비	13,673.7	12,581.5	14,187.2	15,272.6	16,372.2
외환거래손익	332.2	352.1	(192.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	23.8	0.0	0.0
기타	(1,384.0)	2,665.2	(2,299.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	793.8	(5,599.8)	729.3	(563.2)	(230.1)
투자활동 현금흐름	(7,334.7)	(18,004.6)	(30,811.8)	(30,223.0)	(30,850.8)
투자자산감소(증가)	1,704.0	(566.7)	(2,728.8)	(868.5)	(428.8)
자본증가(감소)	(8,325.1)	(15,945.5)	(24,334.0)	(28,500.0)	(30,000.0)
기타	(713.6)	(1,492.4)	(3,749.0)	(854.5)	(422.0)
재무활동 현금흐름	8,437.1	(7,415.1)	(659.7)	(809.6)	(4,143.0)
금융부채증가(감소)	9,184.2	(6,781.1)	(148.9)	815.7	(2,517.7)
자본증가(감소)	36.4	114.6	238.5	0.0	0.0
기타재무활동	42.1	77.7	875.9	(0.0)	(0.0)
배당지급	(825.6)	(826.3)	(1,625.2)	(1,625.3)	(1,625.3)
현금의 증감	5,380.6	4,376.1	12,860.7	31,004.3	32,423.1
Unlevered CFO	5,895.1	36,850.7	55,324.0	78,310.8	85,743.1
Free Cash Flow	(4,046.9)	13,850.4	23,024.6	37,297.5	39,273.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

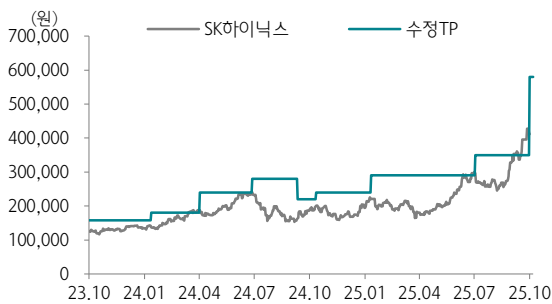
삼성전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.14	BUY	115,000		
25.9.17	BUY	95,000	-9.80%	-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%
24.1.4	BUY	100,000	-24.23%	-14.70%
23.7.28	BUY	95,000	-25.99%	-16.21%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.14	BUY	580,000		
25.7.16	BUY	350,000	-15.83%	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%
23.7.26	BUY	158,000	-19.98%	-9.75%
22.9.27	BUY	128,000		

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2025년 10월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 10월 15일 현재 해당 회사의 유가 증권권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 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 현재주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재주가 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	95.87%	4.13%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 10월 12일