

반도체

재평가의 목전에서

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

Signal: 26년 OP 전망 상향: 삼성전자 327 조원, SK 하이닉스 253 조원

Key: 장기공급계약에 따른 안정 성장 가시화, 이를 통한 주주환원 강화, 재평가

Step: 목표주가 상향. 삼성전자 40만원, SK 하이닉스 200만원

목표주가 상향: 삼성전자 400,000 원, SK 하이닉스 2,000,000 원

SK 증권은 삼성전자, SK 하이닉스의 목표주가를 각각 400,000 원, 2,000,000 원으로 상향한다.

상향 근거는 예상을 상회하는 메모리 가격 상승에 따른 2026, 2027년 실적 전망 상향, 장기공급계약 가시화를 통한 실적 안정성 제고이다. 삼성전자의 2026, 2027년 영업이익을 각각 327조원 (메모리 316조원), 417조원 (메모리 402조원), SK 하이닉스의 2026, 2027년 영업이익을 각각 253조원, 328조원으로 전망한다. Target P/E는 경기 우려를 반영해 하향 (삼성전자 13.OX→11.OX, SK 하이닉스 9.OX→7.5X)를 적용했다. 미국-이란 전쟁이 안정화될 경우, 탄력적인 주가 회복을 기대한다.

장기공급계약 효과: '부분'을 통한 전체의 안정 성장 추구. 시클리컬 탈피

메모리 장기공급계약은 시클리컬 탈피의 기반이 될 것이다. 업사이클에서 기대 대비 덜 비싸게 판다의 개념은 단기적인 시각이며, 다운사이클에서 기대 이상으로 더 비싸게 판다는 중기적인 시각이다. 시장은 단기 논리를 반영하고 있지만, 중기 논리에 대한 반영도 필요하다. 모든 고객사가 장기공급계약의 대상은 아니며, 증설을 위한 공간 부족이 최소 2년은 지속될 것이라는 점에서 안정 성장의 추구가 가능하다. 즉, 장기공급계약 시장은 증설에 따른 초과 공급 리스크의 Hedge, 시황노출시장은 CapEx discipline 지속으로 대응될 것이다. 가격발견기능은 시황노출시장에서만 발현되고, 그 가격이 장기공급계약의 가격 상/하단 Band 이탈의 기준이 될 것이기 때문이다. 영업레버리지 효과는 영원하지 않고, AI 수요 강세를 감안하면 증설이 필요한 국면에서 장기공급계약은 합리적인 선택이다.

우리는 이미 4Q24, 1Q25 DRAM 가격 하락기에 견조한 SK 하이닉스의 DRAM 영업이익을 경험한 바 있다. 당시 SK 하이닉스 DRAM 내 HBM 비중은 판매량 기준 13~14%, 매출액 기준 40% 초중반 수준에 불과했다. 고객사들과 장기공급계약의 세부 조건과 비중 설정에 따라 Cycle exposure는 상이할 수 있지만, 핵심은 공급사가 우위의 지위를 활용해 이를 설계할 수 있다는 점에 있다. 장기공급계약 비중은 너무 높으면 더블 부킹 리스크에서 자유로울 수 없고, 너무 낮아도 의미가 없는 것이다.

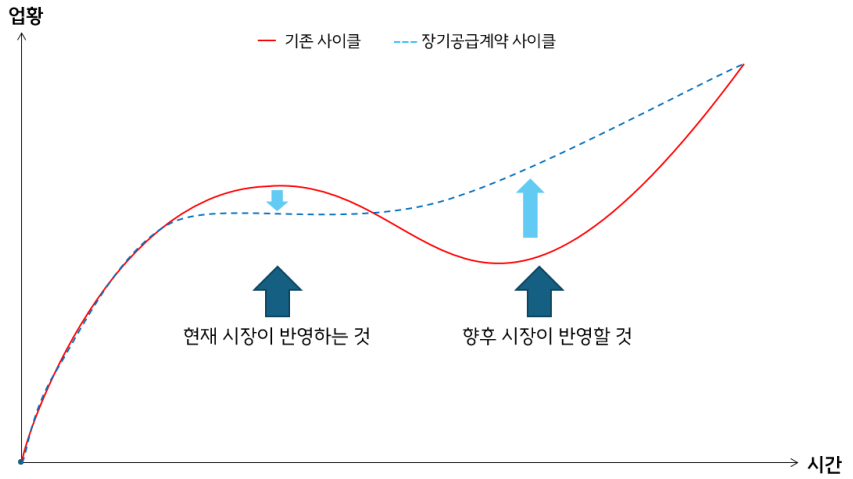
재평가의 여정은 시작 단계에 불과. 미래 실적 가시성 제고와 이를 통한 주주환원 강화 기대

AI 사이클 내 메모리 Earnings power의 상향 재정의는 구조적이다. 거시경제에 대한 우려가 높아지고 있지만, AI에 대한 투자 명분 자체를 훼손시킬 가능성은 제한적이며, 메모리가 핵심 병목이라는 점도 변하지 않기 때문이다. 이는 AI 사이클에서 메모리 랠리의 핵심이었던 거시경제를 이기는 실적은 지속 유효할 것이라는 의미이다. 장기공급계약은 이에 대한 신뢰의 기반을 제공할 것이다.

그 어느 때 보다 높아지고 있는 메모리 수익성에 따른 레버리지 효과의 둔화는 필연적이지만, 급격한 시황 변동을 제외하면 역으로 디레버리지 효과도 과거 대비 낮을 것이라는 점도 고려해야 한다. 구조적인 이익 창출력 제고와 시클리컬 성격 완화, 이를 기반으로 한 주주환원 강화는 재평가의 명분이 될 것이다. 역사상 가장 강하고, 긴 사이클이며, 메모리 재평가의 여정은 이제 시작일 뿐이다.

반도체 업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다.

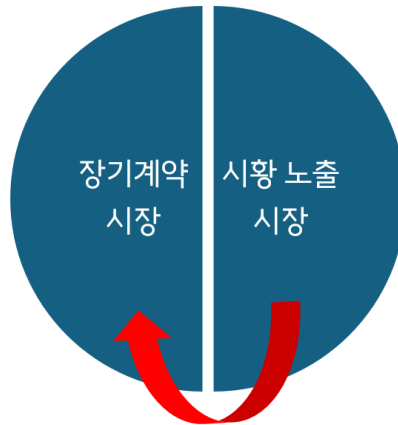
기존 사이클과 장기공급계약 사이클의 차이



자료: SK 증권

메모리의 Dual market 화

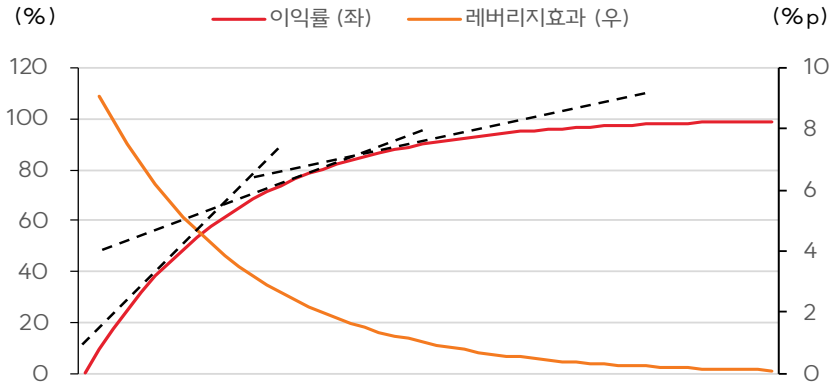
구매조건 존재
 기간, 약정 물량,
 가격 상/하단 Band,
 선수금/예치금 등
 <가격 발견 기능 X>
조건별 가격 조건 상이



구매조건 없음
 시장 가격,
 다만 물량 파악 불가
 <가격 발견 기능 O>
 CapEx discipline 유지
 -> 장기계약시장 대비
 높은 가격

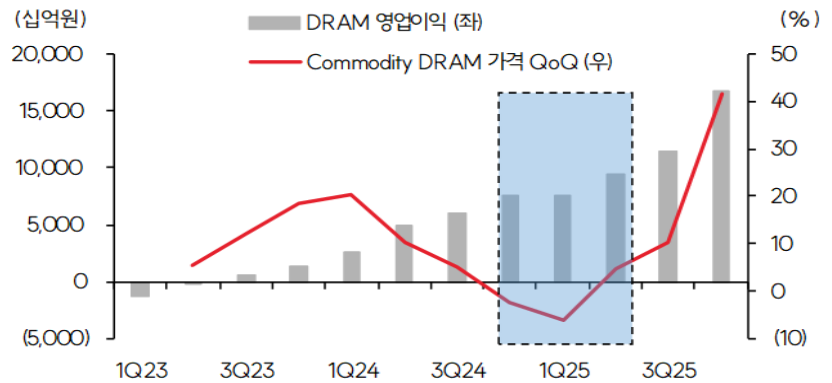
자료: SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage의 둔화 또한 의미



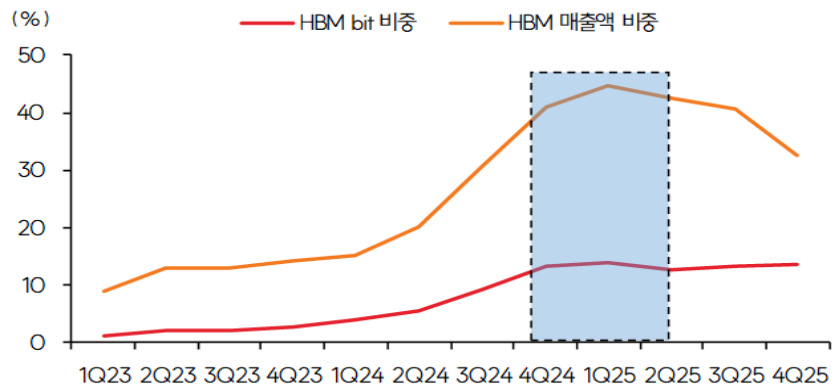
자료: SK 증권

SK 하이닉스 DRAM 영업이익과 일반 DRAM ASP QoQ 변화율 (1Q23~4Q25)



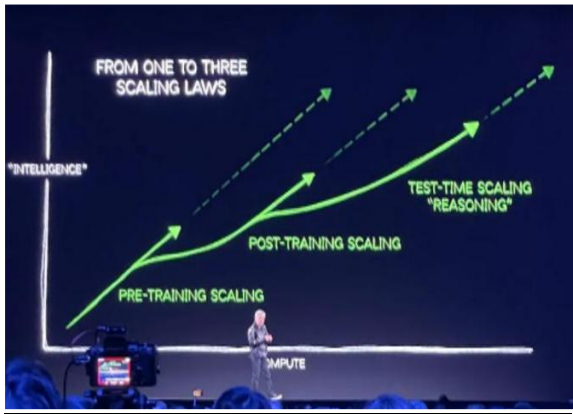
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 내 HBM 판매, 매출액 비중 (1Q23~4Q25)



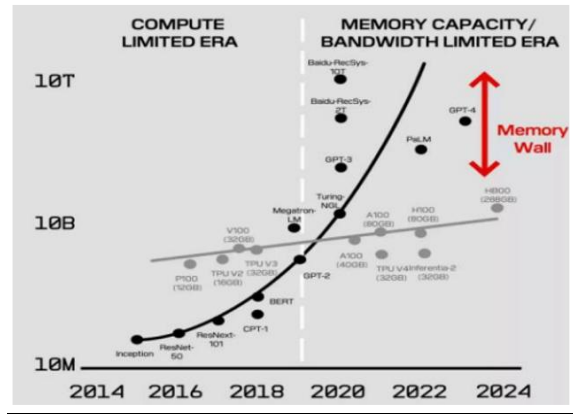
자료: SK 증권 추정

AI Scaling law



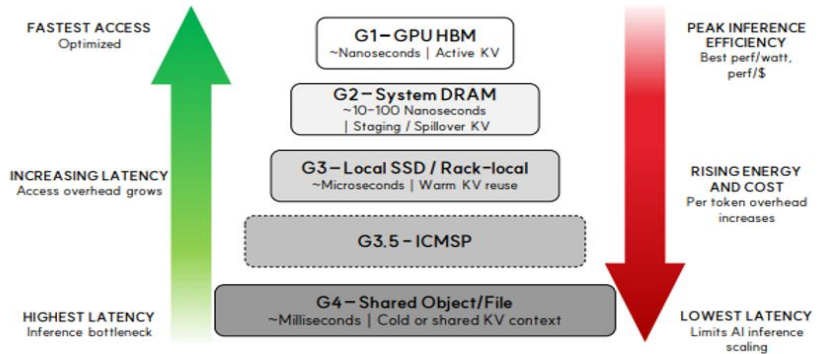
자료: 엔비디아, SK 증권

Memory wall



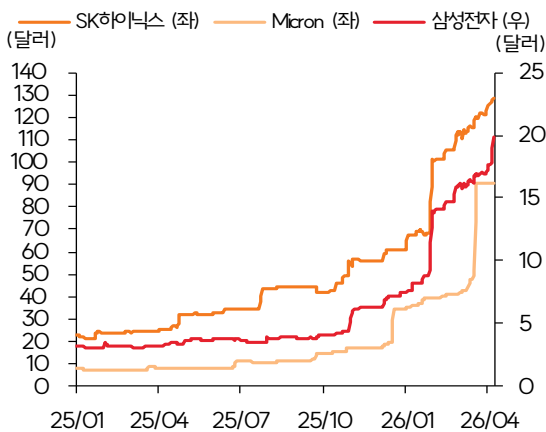
자료: 산업자료, SK 증권

KV cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

메모리 3사 12M Fwd. EPS 추이



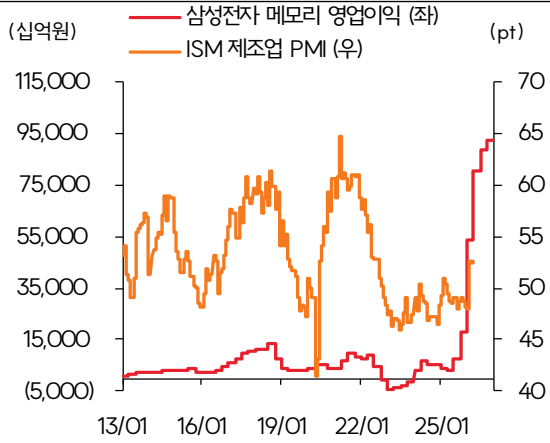
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12M Fwd. P/E 추이



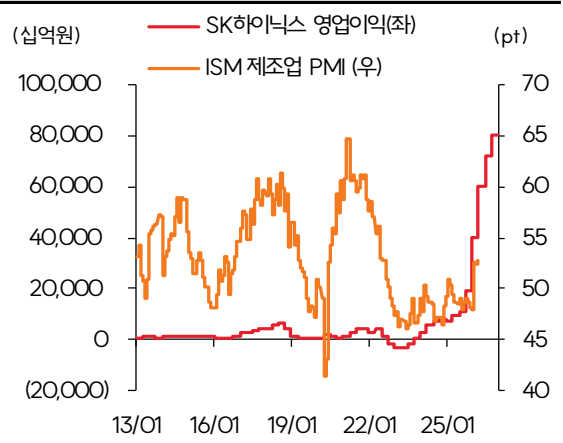
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI



자료: ISM, SK 증권 추정

SK 하이닉스 영업이익과 ISM 제조업 PMI



자료: ISM, SK 증권 추정

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망										(단위: 조원)		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	79.1	74.6	86.1	93.8	133.0	150.3	168.3	170.9	301.0	333.6	622.4	730.3
YoY %	10%	1%	9%	24%	68%	101%	95%	82%	16%	11%	17%	18%
QoQ %	4%	-6%	15%	9%	42%	13%	12%	2%				
DX	51.5	43.3	48.0	44.1	51.1	43.5	46.0	40.4	173.6	186.9	181.1	184.8
VD/CE	14.5	14.1	13.9	14.8	14.4	14.7	14.4	14.4	56.4	57.3	57.8	57.6
MX/NW	37.0	29.2	34.1	29.3	36.8	28.8	31.6	26.0	117.2	129.6	123.2	127.2
DS	25.1	27.9	33.1	44.0	78.6	108.4	122.5	130.0	111.1	130.2	439.6	551.7
Memory	19.1	21.2	26.7	37.2	72.2	102.1	116.1	123.3	84.5	104.2	413.6	523.1
DRAM	12.5	13.9	17.5	26.4	52.0	74.5	84.4	90.0	50.9	70.3	300.9	389.5
NAND	6.2	7.3	8.5	10.0	19.8	27.6	30.9	32.4	31.5	32.0	110.6	131.8
Foundry/LSI	6.0	6.7	6.4	6.8	6.5	6.3	6.4	6.7	26.6	26.0	26.0	28.6
SDC	5.9	6.4	8.1	9.5	7.5	8.2	9.7	11.1	29.1	29.9	36.4	38.0
Harman	3.4	3.8	4.0	4.6	3.6	4.0	4.1	4.6	14.3	15.8	16.3	17.2
영업이익	6.7	4.7	12.2	20.1	57.2	82.0	91.7	95.6	32.7	43.6	326.6	417.1
YoY %	2%	-55%	32%	209%	761%	1639%	654%	376%	393%	33%	649%	28%
QoQ %	2%	-29%	158%	65%	185%	43%	12%	4%				
DX	4.7	3.3	3.5	1.3	3.3	1.4	1.7	1.0	12.4	12.8	7.5	4.0
VD/CE	0.3	0.2	(0.1)	(0.6)	0.2	0.1	0.1	(0.0)	1.8	(0.2)	0.3	1.8
MX/NW	4.3	3.1	3.6	1.9	3.2	1.3	1.6	1.1	10.7	12.9	7.2	2.2
DS	1.1	0.4	7.0	16.4	53.0	79.7	88.5	92.1	15.1	24.9	313.3	400.8
Memory	3.4	2.9	7.7	17.8	53.9	80.3	89.1	92.7	20.2	31.8	315.9	402.0
DRAM	3.7	3.2	6.7	15.4	42.7	63.4	70.0	73.5	16.4	28.9	249.7	321.5
NAND	(0.3)	(0.3)	1.0	2.4	11.1	16.9	19.1	19.1	4.0	2.8	66.2	80.4
Foundry/LSI	(2.3)	(2.5)	(0.7)	(1.4)	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(5.0)	(6.9)	(2.7)	(1.1)
SDC	0.5	0.5	1.2	2.0	0.5	0.6	1.1	2.0	3.8	4.2	4.2	10.6
Harman	0.3	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	1.3	1.5	1.7	1.6
영업이익률	8%	6%	14%	21%	43%	55%	55%	56%	11%	13%	52%	57%
DX	9%	8%	7%	3%	7%	3%	4%	3%	7%	7%	4%	2%
VD/CE	2%	1%	-1%	-4%	1%	1%	0%	0%	3%	0%	0%	3%
MX/NW	12%	11%	11%	6%	9%	4%	5%	4%	9%	10%	6%	2%
DS	4%	1%	21%	37%	67%	73%	72%	71%	14%	19%	71%	73%
Memory	18%	14%	29%	48%	75%	79%	77%	75%	24%	31%	76%	77%
DRAM	29%	23%	38%	58%	82%	85%	83%	82%	32%	41%	83%	83%
NAND	-4%	-4%	11%	24%	56%	61%	62%	59%	13%	9%	60%	61%
Foundry/LSI	-39%	-38%	-11%	-20%	-13%	-10%	-10%	-8%	-19%	-26%	-10%	-4%
SDC	8%	8%	15%	21%	7%	7%	11%	18%	13%	14%	11%	28%
Harman	8%	13%	10%	7%	11%	10%	11%	10%	9%	9%	10%	9%
지배순이익	8.0	4.9	12.0	19.3	43.1	61.6	68.4	71.2	33.6	44.3	251.8	329.1

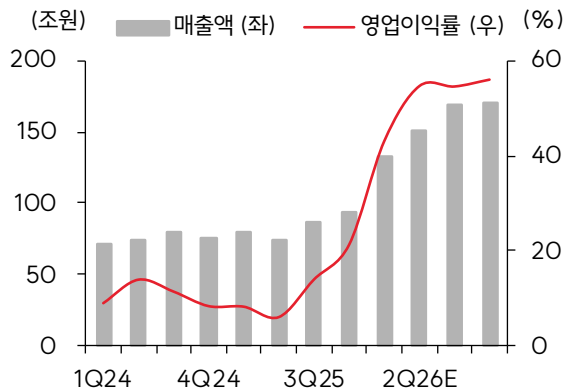
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

실적 전망의 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
DRAM												
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	24,564	27,824	32,113	33,223	34,016	35,893	37,617	39,059	106,020	117,725	146,584	181,539
Bit growth (QoQ %)	1%	13%	15%	3%	2%	6%	5%	4%	15%	11%	25%	24%
ASP (USD)	0.35	0.36	0.39	0.55	1.06	1.46	1.58	1.64	0.35	0.42	1.45	1.53
ASP Change (QoQ %)	-20%	2%	10%	40%	92%	38%	8%	4%	62%	19%	244%	6%
NAND												
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	69,784	89,184	98,460	89,106	98,017	95,076	98,879	101,845	328,914	346,534	393,817	456,828
Bit growth (QoQ %)	-10%	28%	10%	-10%	10%	-3%	4%	3%	14%	5%	14%	16%
ASP (USD)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.14	0.20	0.22	0.23	0.07	0.07	0.20	0.21
ASP Change (QoQ %)	-15%	-4%	6%	24%	81%	45%	8%	3%	62%	-8%	204%	4%
Smartphone												
Shipments (mn Unit)	62	56	62	61	59	49	51	46	225	241	205	209
Change (QoQ %)	17%	-10%	11%	-2%	-3%	-17%	3%	-10%	0%	7%	-15%	2%
ASP (USD)	326	285	309	244	332	287	308	255	293	291	299	302
Change (QoQ %)	25%	-13%	8%	-21%	36%	-14%	7%	-17%	2%	-1%	2%	1%

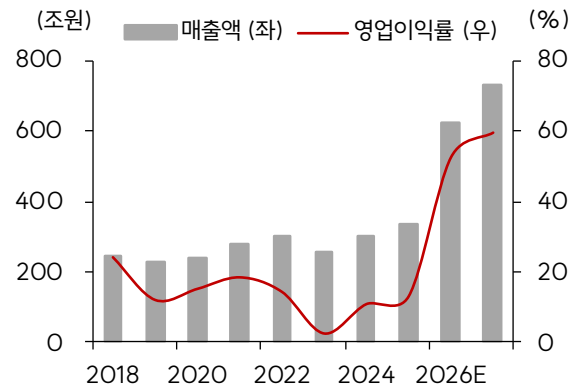
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	36,743	
Target P/E	11.0	
목표주가	400,000	
현재주가	196,500	
상승여력	104%	

자료: SK 증권 추정

삼성전자 실적 전망치 변경 내역												
	변경 후				변경 전				차이			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	133.0	150.3	168.3	170.9	115.1	122.8	139.8	140.9	16%	22%	20%	21%
DX	51.1	43.5	46.0	40.4	51.6	44.9	48.2	41.8	-1%	-3%	-4%	-3%
VD/CE	14.4	14.7	14.4	14.4	13.9	14.3	13.9	13.9	3%	3%	4%	3%
MX/NW	36.8	28.8	31.6	26.0	37.6	30.7	34.3	27.9	-2%	-6%	-8%	-7%
DS	78.6	108.4	122.5	130.0	63.7	78.4	91.1	97.8	23%	38%	34%	33%
Memory	72.2	102.1	116.1	123.3	56.8	70.8	82.9	89.0	27%	44%	40%	39%
DRAM	52.0	74.5	84.4	90.0	42.2	53.4	62.8	68.0	23%	40%	34%	32%
NAND	19.8	27.6	30.9	32.4	14.2	17.5	19.3	20.1	40%	58%	60%	61%
Foundry/LSI	6.5	6.3	6.4	6.7	6.9	7.6	8.2	8.7	-6%	-17%	-22%	-23%
SDC	7.5	8.2	9.7	11.1	6.3	6.8	8.0	9.2	19%	20%	21%	21%
Harman	3.6	4.0	4.1	4.6	3.4	4.0	4.1	4.6	5%	-1%	1%	1%
영업이익	57.2	82.0	91.7	95.6	38.6	50.9	58.6	59.7	48%	61%	57%	60%
DX	3.3	1.4	1.7	1.0	3.2	1.8	2.2	1.1	4%	-23%	-23%	-5%
VD/CE	0.2	0.1	0.1	(0.0)	0.0	0.2	(0.1)	(0.1)	n/a	-54%	흑전	적지
MX/NW	3.2	1.3	1.6	1.1	3.1	1.7	2.3	1.2	2%	-24%	-28%	-12%
DS	53.0	79.7	88.5	92.1	34.8	48.0	54.8	56.3	52%	66%	61%	64%
Memory	53.9	80.3	89.1	92.7	35.5	48.4	54.5	55.8	52%	66%	63%	66%
DRAM	42.7	63.4	70.0	73.5	29.4	39.3	44.0	45.9	45%	61%	59%	60%
NAND	11.1	16.9	19.1	19.1	6.2	9.2	10.6	10.0	80%	83%	80%	91%
Foundry/LSI	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.4)	0.2	0.4	적지	적지	적전	적전
SDC	0.5	0.6	1.1	2.0	0.4	0.6	1.1	1.8	24%	-1%	1%	11%
Harman	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	30%	-1%	-9%	12%
영업이익률	43%	55%	55%	56%	34%	41%	42%	42%	9%p	14%p	13%p	14%p
DX	7%	3%	4%	3%	6%	4%	5%	3%	1%p	-1%p	-1%p	0%p
VD/CE	1%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	-1%	1%p	0%p	0%p	1%p
MX/NW	9%	4%	5%	4%	8%	5%	7%	4%	1%p	-1%p	-2%p	0%p
DS	67%	73%	72%	71%	55%	61%	60%	58%	12%p	12%p	12%p	13%p
Memory	75%	79%	77%	75%	63%	68%	66%	63%	12%p	11%p	11%p	12%p
DRAM	82%	85%	83%	82%	70%	74%	70%	67%	12%p	11%p	13%p	15%p
NAND	56%	61%	62%	59%	43%	52%	55%	50%	13%p	9%p	7%p	9%p
Foundry/LSI	-13%	-10%	-10%	-8%	-10%	-5%	3%	5%	-3%p	-5%p	-13%p	-13%p
SDC	7%	7%	11%	18%	6%	9%	14%	20%	1%p	-2%p	-3%p	-2%p
Harman	11%	10%	11%	10%	8%	10%	11%	10%	3%p	0%p	0%p	0%p
지배순이익	43.1	61.6	68.4	71.2	29.4	38.7	44.0	44.7	47%	59%	55%	59%
지배순이익률	32%	41%	41%	42%	26%	32%	31%	32%	7%p	9%p	9%p	10%p

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망												(단위: 십억원)
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	53,256	77,715	92,439	103,372	66,122	97,147	326,782	420,416
QoQ %	-10%	26%	10%	34%	62%	46%	19%	12%	102%	47%	236%	29%
YoY %	42%	35%	39%	67%	202%	250%	278%	215%				
DRAM	14,005	17,013	18,934	24,855	40,182	58,511	70,268	79,337	44,998	74,807	248,298	326,254
NAND	3,179	4,685	4,882	7,495	12,593	18,679	21,711	23,457	19,103	20,241	76,440	92,635
영업이익	7,441	9,210	11,383	19,170	39,880	60,453	72,440	80,492	23,468	47,205	253,265	328,199
QoQ %	-8%	24%	24%	68%	108%	52%	20%	11%	흑전	101%	437%	30%
YoY %	158%	68%	62%	137%	436%	556%	536%	320%				
DRAM	7,510	9,438	11,415	16,707	32,819	48,741	58,719	66,211	21,044	45,070	206,491	272,811
NAND	4	(121)	(31)	2,463	7,061	11,712	13,721	14,281	2,864	2,314	46,775	55,388
지배순이익	8,107	6,997	12,595	15,220	31,041	46,931	55,995	62,302	19,789	42,919	196,214	252,361
QoQ %	1%	-14%	80%	21%	104%	51%	19%	11%	흑전	117%	357%	29%
YoY %	322%	70%	119%	90%	283%	571%	345%	309%				
영업이익률	42%	41%	47%	58%	75%	78%	78%	78%	35%	49%	78%	78%
DRAM	54%	55%	60%	67%	82%	83%	84%	83%	47%	60%	83%	84%
NAND	0%	-3%	-1%	33%	56%	63%	63%	61%	15%	11%	61%	60%
지배순이익률	46%	31%	52%	46%	58%	60%	61%	60%	30%	44%	60%	60%

자료: SK 증권 추정

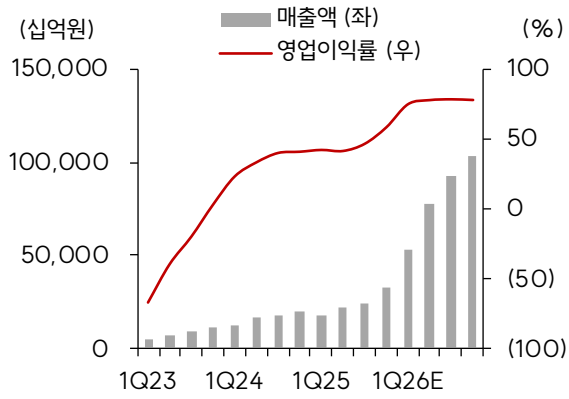
SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정												
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E	2027E
DRAM												
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,231	25,593	25,780	27,515	30,315	33,157	76,919	93,738	116,767	145,691
QoQ %	-7%	24%	6%	1%	1%	7%	10%	9%	15%	22%	25%	25%
ASP (\$)	0.50	0.51	0.54	0.67	1.08	1.49	1.64	1.71	0.43	0.56	1.50	1.60
QoQ %	0%	2%	6%	24%	60%	38%	9%	4%	80%	30%	167%	7%
NAND												
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	49,692	55,158	52,952	55,599	60,047	63,049	172,930	187,916	231,647	273,343
QoQ %	-19%	70%	-5%	11%	-4%	5%	8%	5%	-1%	9%	23%	18%
ASP (\$)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.17	0.24	0.26	0.27	0.08	0.08	0.23	0.24
QoQ %	-20%	-9%	11%	33%	75%	43%	8%	4%	91%	-7%	207%	4%

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 전망 변경												
	변경 후				변경 전				차이			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	53,256	77,715	92,439	103,372	45,997	56,762	66,999	74,342	16%	37%	38%	39%
DRAM	40,182	58,511	70,268	79,337	35,284	43,951	53,091	59,609	14%	33%	32%	33%
NAND	12,593	18,679	21,711	23,457	10,229	12,287	13,451	14,157	23%	52%	61%	66%
영업이익	39,880	60,453	72,440	80,492	30,984	41,342	49,496	54,007	29%	46%	46%	49%
DRAM	32,819	48,741	58,719	66,211	25,725	34,307	41,823	46,216	28%	42%	40%	43%
NAND	7,061	11,712	13,721	14,281	5,259	7,035	7,673	7,790	34%	66%	79%	83%
영업이익률	75%	78%	78%	78%	67%	73%	74%	73%	8%p	5%p	4%p	5%p
DRAM	82%	83%	84%	83%	73%	78%	79%	78%	9%p	5%p	5%p	5%p
NAND	56%	63%	63%	61%	51%	57%	57%	55%	5%p	6%p	6%p	6%p
지배순이익	31,041	46,931	55,995	62,302	22,503	30,181	36,224	39,459	38%	55%	55%	58%
지배순이익률	58%	60%	61%	60%	49%	53%	54%	53%	9%p	7%p	7%p	7%p

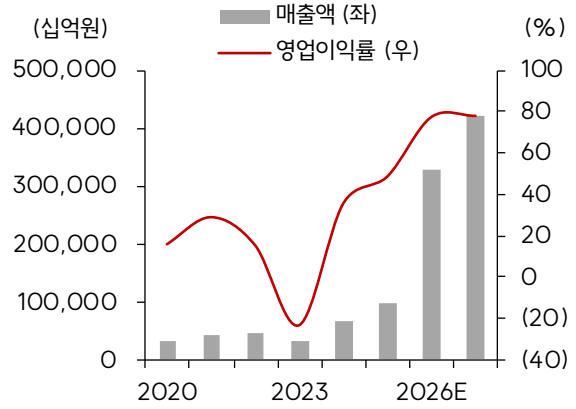
주: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망

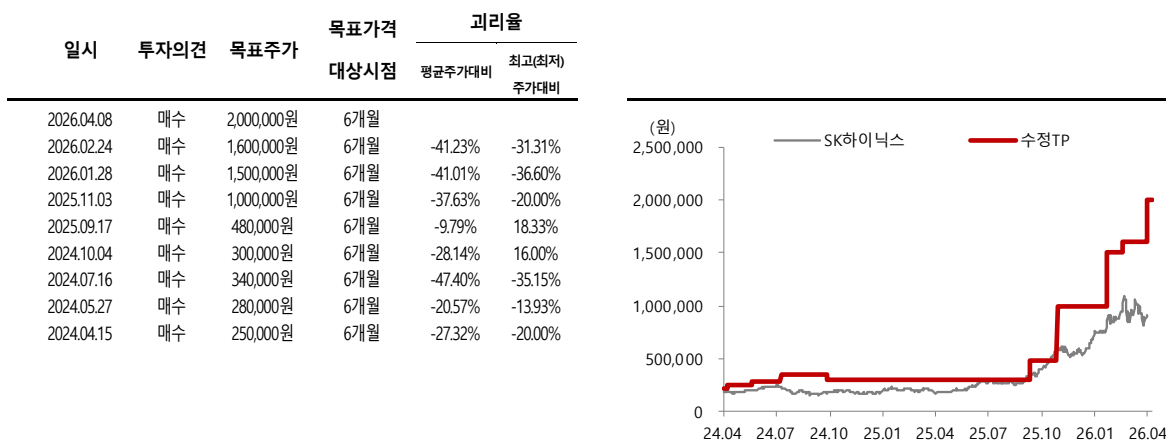
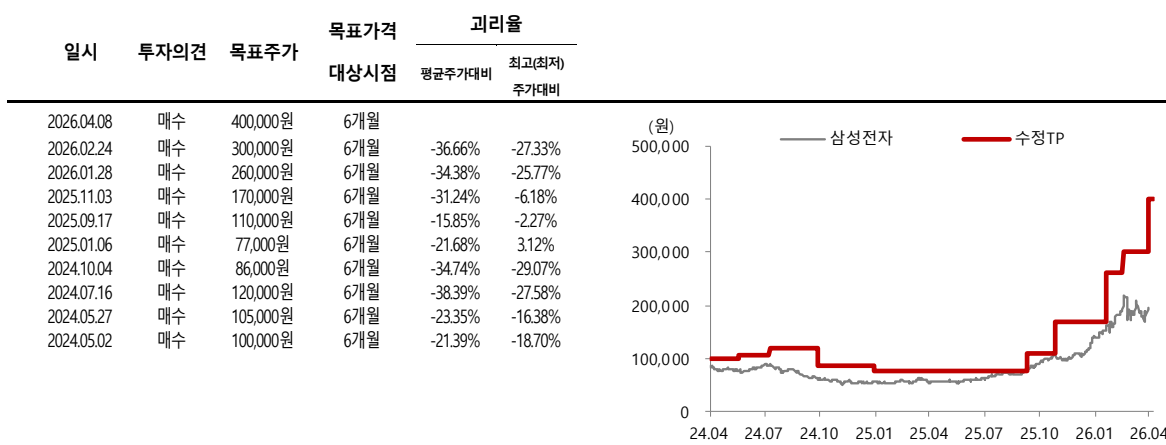


자료: 전자공시, SK 증권 추정

목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	275,388	
Target P/E	7.5	
목표주가	2,000,000	
현재주가	916,000	
상승여력	118%	

자료: SK 증권 추정



COMPLIANCE NOTICE

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 08일 기준)	매수	93.83%	중립	6.17%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------