

2025.08.19

Industry Report

# De-rating이 아닌, 구조적 Re-rating



이수림 반도체

02-709-2661

surim.lee@ds-sec.co.kr

김진형 연구원

02-709-2664

jh.kim@ds-sec.co.kr

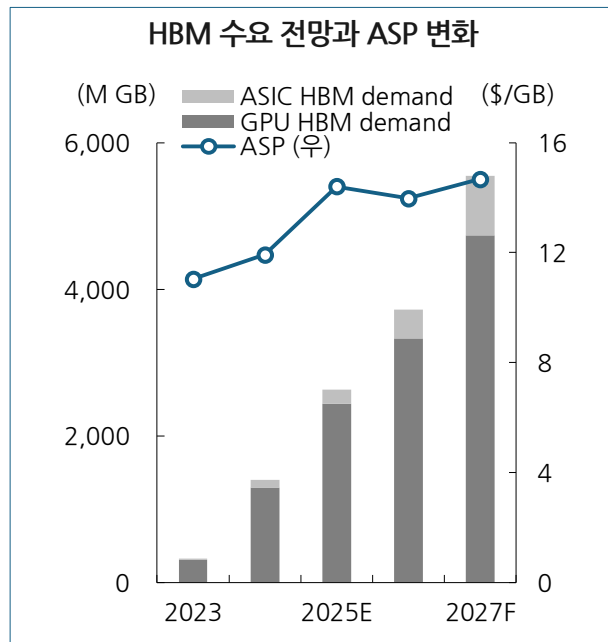
**DS** INVESTMENT  
& SECURITIES

## De-rating이 아닌, 구조적 Re-rating

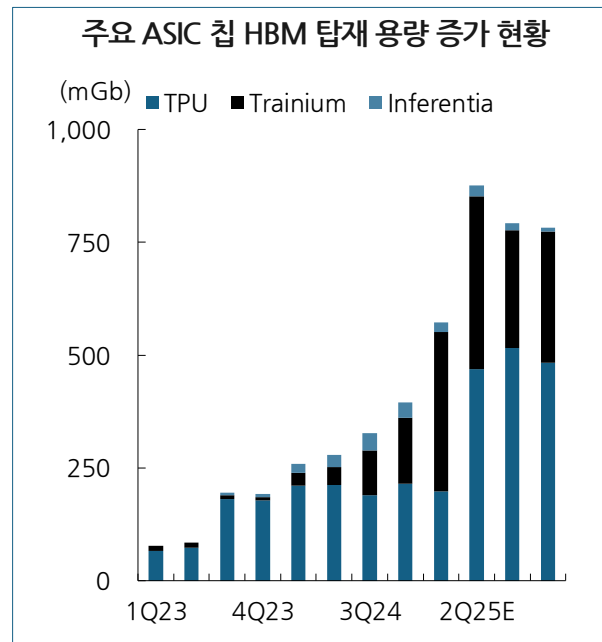
- 04\_ 2026년 HBM ASP 하락에도 이익 성장 지속
- 09\_ 2027년 ASIC 힘입어 HBM TAM 급증
- 16\_ 레거시 생산 연장도 공급초과 리스크 완화
- 21\_ 서버 수요와 타이트한 재고로 업사이클 지속
- 27\_ 투자전략
- 29\_ 기업분석
  - SK하이닉스 [000660]
  - 삼성전자 [005930]

## 반도체\_ De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

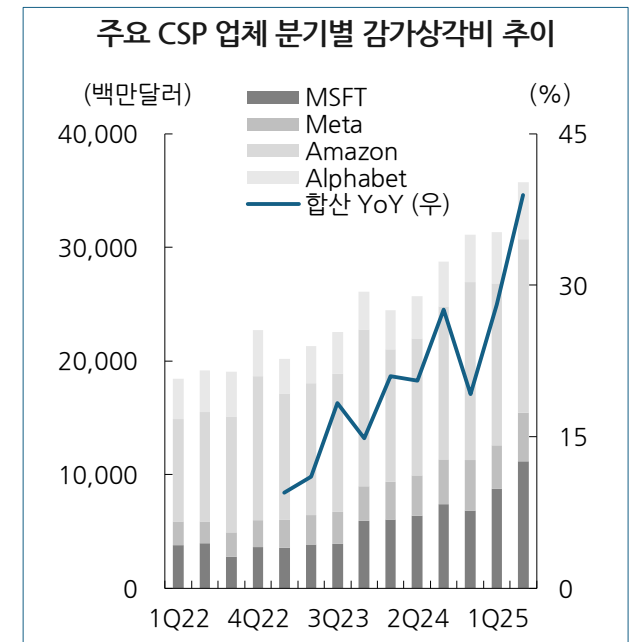
- ✓ 2026년 HBM Blended ASP는 YoY -3% 수준 하락할 것으로 추정하나 마진을 Worst Case를 가정하더라도 SK하이닉스 절대적 이익 성장 지속될 전망
- ✓ 2027년 GPU당 평균 HBM 탑재용량은 318GB 이상으로 증가, ASIC 서버 수요 역시 YoY +88% 이상 증가하며 HBM의 전체 TAM \$81B로 급증할 것
- ✓ CSP 업체 2Q25 감가상각비 및 Capex 증가를 통해 일반 서버 교체 시그널 포착. 보수적인 3분기 세트 가정에도 타이트한 재고로 DRAM 가격 상승 지속
- ✓ 컨벤셔널 DRAM의 회복은 공급 측 HBM 확장 경로를 제한하는 전술적 지연 장치로 기능하며 단기 프리미엄 조정 속에도 메모리 질적 전환 지속



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터  
주) HBM2e~HBM3e 합산



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

# 2026년 HBM ASP 하락에도 이익 성장 지속

De-rating이 아닌,  
구조적 Re-rating



# HBM3e 가격 하락에 따른 Blended ASP -3% 하락 전망

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ HBM3e 비중 여전히 높아 Blended ASP는 YoY -3% 수준 하락

- 2H26 HBM4가 출시됨에 따라 HBM3e의 가격은 2025년 대비 하락할 전망
- 엔비디아는 2026년부터 TSMC 공급 병목(4나노 수율 개선 및 CoWoS CAPA 증설)이 해소됨에 따라 원가절감을 추진할 가능성
- 2024~2025년은 공급 제약이 심하고 대체재가 없었으나 2026년부터는 신규 세대 출시 + 후공정 병목 완화 + 경쟁 심화라는 3박자가 맞아떨어지기 때문
- 3e는 2026년에도 메인 볼륨 (GB300 등) → 절대 수요가 받쳐줘 하반기에 인하압력이 커지는 패턴 예상
- 2026년 연간으로 HBM3e의 비중은 여전히 84% 수준을 유지할 것으로 전망
- 이에 따른 2026년 Blended ASP는 YoY -3% 수준 하락할 것으로 추정 (HBM4 15%, HBM3e 84%, HBM3 1% / HBM3e 스택믹스 고정)

| 2025년과 2026년 HBM 세대별 비중에 따른 Blended ASP 분석 |         |      |      |                |            |            |
|--------------------------------------------|---------|------|------|----------------|------------|------------|
| 2025년                                      |         |      |      |                |            |            |
| 세대                                         | 스택      | 세대비중 | 스택비중 | 총비중 (=세대 × 스택) | ASP(\$/Gb) | 가중값(\$/Gb) |
| HBM3e                                      | 12/16Hi | 96%  | 95%  | 92%            | 1.88       | 1.72       |
| HBM3e                                      | 8Hi     | 96%  | 5%   | 5%             | 1.74       | 0.08       |
| HBM4                                       | 12Hi    | 1%   |      | 1%             | 2.10       | 0.02       |
| HBM3                                       | 12/8Hi  | 2%   |      | 2%             | 1.38       | 0.02       |
| HBM2e                                      | 8Hi     | 1%   |      | 1%             | 1.30       | 0.01       |
| 합계                                         |         |      |      | 100%           |            | 1.86       |
| 2026년                                      |         |      |      |                |            |            |
| 세대                                         | 스택      | 세대비중 |      |                | ASP(\$/Gb) | 가중값(\$/Gb) |
| HBM4                                       | 12Hi    | 15%  |      |                | 2.26       | 0.34       |
| HBM3e                                      | 12/16Hi | 84%  |      |                | 1.73       | 1.45       |
| HBM3                                       | 12/8Hi  | 1%   |      |                | 1.38       | 0.01       |
| 합계                                         |         |      |      |                |            | 1.81       |

자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

## 그러나 이익 성장은 지속될 것

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

### ■ 2026년 SK하이닉스 HBM OPM 59~62% 수준 전망

- HBM4는 원가가 HBM3e 대비 30~40% 높을 것으로 추정
- 이를 감안하여 HBM4 가격은 인하된 HBM3e 12hi 가격 대비 28~31% 상승할 것으로 전망
- 보수적으로 HBM3e 12hi 가격이 -15% 하락한다고 가정하더라도, SK하이닉스 기준 HBM 영업이익률은 59% 이상을 유지할 것이라는 분석
- 2026년 HBM 매출액 36조원 기준 영업이익은 21.3조원
- Worst Case를 가정하더라도 YoY +11%의 이익 성장이 나타날 것으로 전망

| 2026년 HBM ASP 시나리오별 추정    |       |                   |                      |
|---------------------------|-------|-------------------|----------------------|
|                           | 2025년 | 시나리오 A (Bull)     | 시나리오 B (Bear)        |
|                           | 기준 가격 | HBM3e 가격<br>하락 안정 | + 공급 확대로 인한<br>가격 압력 |
| HBM3e 12hi ASP<br>(\$/Gb) | 1.88  | 1.73 (-8%)        | 1.598 (-15%)         |
| HBM4 12hi ASP<br>(\$/Gb)  |       | 2.26              | 2.04                 |
| 제품 간 가격차                  |       | 31%               | 28%                  |
| HBM3e<br>패키지 단가 (\$)      | 541   | 498               | 460                  |
| HBM4<br>패키지 단가 (\$)       |       | 650               | 588                  |

자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

| 2026년 SK하이닉스 HBM 마진을 변화 추정 |       |               |               |
|----------------------------|-------|---------------|---------------|
|                            | 2025년 | 시나리오 A (Bull) | 시나리오 B (Bear) |
| HBM3e ASP<br>(\$/Gb)       | 1.88  | 1.73          | 1.598         |
| HBM4 ASP<br>(\$/Gb)        |       | 2.26          | 2.04          |
| HBM3e OPM                  | 64.3% | 61.9%         | 59.5%         |
| HBM4 OPM                   |       | 60.9%         | 57.6%         |
| 가중평균 OPM                   | 63.8% | 61.8%         | 59.3%         |
| SK하이닉스 HBM<br>영업이익 (조원)    | 19.2  | 22.2          | 21.3          |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주1) HBM3e 12hi 원가 0.52\$/Gb로 가정했으며 HBM4 12hi는 35% 증가할 것으로 추정

주2) 가중평균은 HBM4 8%, HBM3E 91%, HBM3 1% OPEX 8%를 가정함

주3) HBM3의 OPM은 55%로 가정

# 2026년 HBM 공급은 YoY +40% 증가할 전망

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 33~40% 범위 내에서 증가할 것으로 추정

- 1) 글로벌 HBM Wafer CAPA는 2026F YoY +24% 증가할 것으로 전망
- 2) 수율 개선: 초기 수율 80% → 1년 후 90%로 개선 시 Wafer CAPA는 동일해도 출하량은 약 +12.5% 증가

2026년 상반기는 HBM3e 12hi의 출하가 절대적이며 수율 개선 반영되어 공급 증가할 것. 다만 하반기 HBM4 도입 시에는 초기 수율 하락

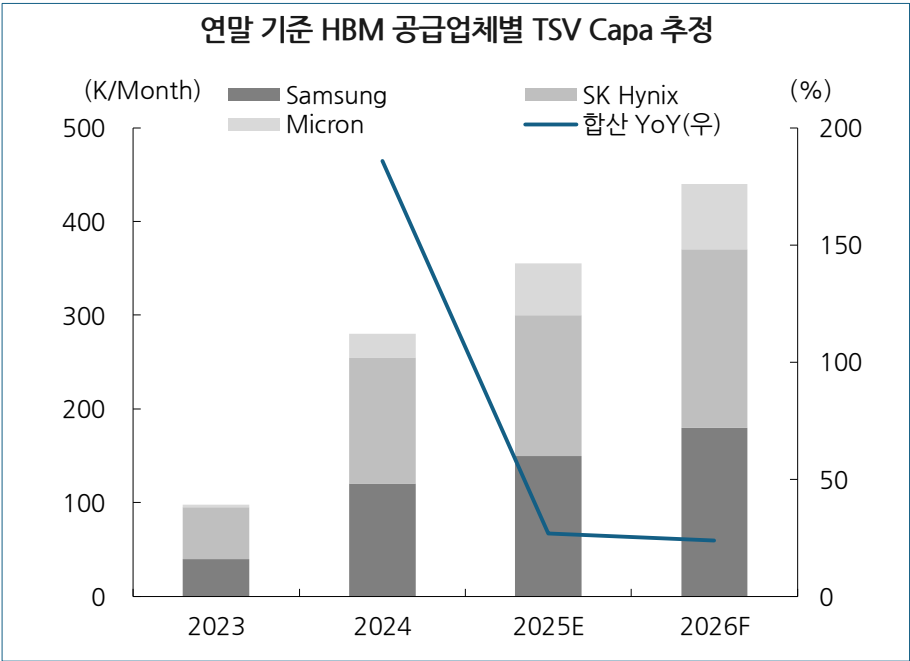
- 3) 비트 증가(스택/노드 변화): 8hi → 12hi → 16hi 전환 시 스택당 비트 용량 증가하나 2026년에 스택 변화는 없을 것으로 예상

삼성전자는 HBM4에 1c 적용 예상되며, 1c 32Gb 다이로 전환 시 같은 12hi라도 HBM3e 12hi 대비 총 비트 공급량이 약 +33% 증가

SK하이닉스는 HBM4에도 1b 적용 유지하는데 이 경우 HBM3e 12hi 대비 총 비트 공급량 약 +20% 증가할 것으로 예상 → **평균비트 증가율 26.5% 가정**

| HBM 공급증가 시나리오 |                                      |             |                |           |       |
|---------------|--------------------------------------|-------------|----------------|-----------|-------|
| 구분            | 믹스(w <sub>3</sub> E/w <sub>4</sub> ) | HBM3e 수율 개선 | HBM4 초기 수율 페널티 | HBM4 비트증가 | 총 증가율 |
| Low           | 90% / 10%                            | 8%          | -20%           | 26.5%     | 33.1% |
| Base          | 85% / 15%                            | 10%         | -15%           | 26.5%     | 35.9% |
| High          | 80% / 20%                            | 12%         | -10%           | 26.5%     | 39.7% |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

# HBM 수요는 YoY +41% 수준 증가하며 수급 밸런스 전망

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ HBM 수요는 GB 기준 2026년 41% 증가할 것으로 추정

| HBM 수요 공급 전망                   |            |              |              |              |              |
|--------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                | 2023       | 2024         | 2025E        | 2026F        | 2027F        |
| GPU 서버 units (만대)              | 90         | 154          | 190          | 228          | 248          |
| YoY %                          |            | 72%          | 23%          | 20%          | 9%           |
| 서버 당 칩 탑재 수                    | 4          | 6            | 6            | 6            | 6            |
| ASIC 서버 units (만대)             | 42         | 135          | 203          | 353          | 663          |
| YoY %                          |            | 221%         | 50%          | 74%          | 88%          |
| 서버 당 칩 탑재 수                    | 2          | 3            | 3            | 3            | 3            |
| GPU 칩 당 평균 HBM 용량 (GB)         | 86         | 140          | 226          | 240          | 318          |
| ASIC HBM 부착률                   | 40%        | 55%          | 65%          | 75%          | 80%          |
| ASIC 칩 당 평균 HBM 용량 (GB)        | 45         | 46           | 48           | 49           | 51           |
| ASP \$/GB                      | 11.0       | 11.9         | 14.4         | 14.0         | 14.7         |
| GPU HBM Demand (M GB)          | 308        | 1,294        | 2,443        | 3,331        | 4,736        |
| YoY %                          |            | 320%         | 89%          | 36%          | 42%          |
| ASIC HBM Demand (M GB)         | 15         | 102          | 190          | 389          | 812          |
| YoY %                          |            | 578%         | 86%          | 104%         | 109%         |
| <b>Total HBM Demand (M GB)</b> | <b>323</b> | <b>1,396</b> | <b>2,633</b> | <b>3,721</b> | <b>5,548</b> |
| YoY %                          |            | 332%         | 89%          | 41%          | 49%          |
| <b>Total HBM Supply (M GB)</b> | <b>326</b> | <b>1,410</b> | <b>2,670</b> | <b>3,768</b> | <b>5,464</b> |
| YoY %                          | 109%       | 333%         | 89%          | 41%          | 45%          |
| Samsung                        | 155        | 606          | 572          | 1,017        | 1,557        |
| SK Hynix                       | 155        | 793          | 1,636        | 2,079        | 2,950        |
| Micron                         | 16         | 11           | 463          | 672          | 956          |

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

# 2027년 ASIC 힘입어 HBM TAM 급증

De-rating이 아닌,  
구조적 Re-rating



# 단기 프리미엄 감소를 거쳐 2027년 다시 TAM 크게 증가할 것

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 2027년 R300 출시효과 반영

- 엔비디아 신제품 출시에 따라 GPU 당 HBM 탑재 용량 변화
- 2026년 출시되는 R200은 2025년 B300 대비 HBM 탑재 용량 증가가 없음
- 이에 따라 2026년 HBM의 TAM 증가율 역시 전년 대비 37%로 둔화
- 다만 2027년 출시되는 R300의 경우 HBM4e 1TB를 탑재할 것으로 알려짐
- 이에 따라 GPU당 평균 HBM 탑재용량은 318GB 이상으로 증가할 전망
- 뿐만 아니라 ASIC 서버 수요 역시 2027년 본격화되며 HBM 수요에 기여할 것
- HBM의 전체 TAM은 2027년 전년 대비 57% 증가한 810억 달러로 추정

| 연도별 NVIDIA 출시 예정 칩과 칩 당 HBM 탑재 용량 |            |       |            |           |            |
|-----------------------------------|------------|-------|------------|-----------|------------|
|                                   | 2023       | 2024  | 2025F      | 2026F     | 2027F      |
| NVIDIA 신제품 AI 가속기 칩               | H100       | H200  | B300       | R200      | R300       |
| 탑재 HBM                            | HBM3/HBM3e | HBM3e | HBM3e 12hi | HBM4 12hi | HBM4e 16hi |
| HBM 탑재 용량 (GB)                    | 94         | 141   | 288        | 288       | 1,024      |

자료: NVIDIA, DS투자증권 리서치센터

| HBM TAM 전망                     |            |              |              |              |              |
|--------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                                | 2023       | 2024         | 2025E        | 2026F        | 2027F        |
| GPU 칩 당 평균 HBM 용량 (GB)         | 86         | 140          | 226          | 240          | 318          |
| ASIC 칩 당 평균 HBM 용량 (GB)        | 45         | 46           | 48           | 49           | 51           |
| ASP \$/GB                      | 11.0       | 11.9         | 14.4         | 14.0         | 14.7         |
| GPU HBM Demand (M GB)          | 308        | 1,294        | 2,443        | 3,331        | 4,736        |
| ASIC HBM Demand (M GB)         | 15         | 102          | 190          | 389          | 812          |
| <b>Total HBM Demand (M GB)</b> | <b>323</b> | <b>1,396</b> | <b>2,633</b> | <b>3,721</b> | <b>5,548</b> |
| YoY %                          |            | 332%         | 89%          | 41%          | 49%          |
| <b>HBM TAM (\$B)</b>           | <b>4</b>   | <b>17</b>    | <b>38</b>    | <b>52</b>    | <b>81</b>    |
| YoY %                          |            | 367%         | 128%         | 37%          | 57%          |

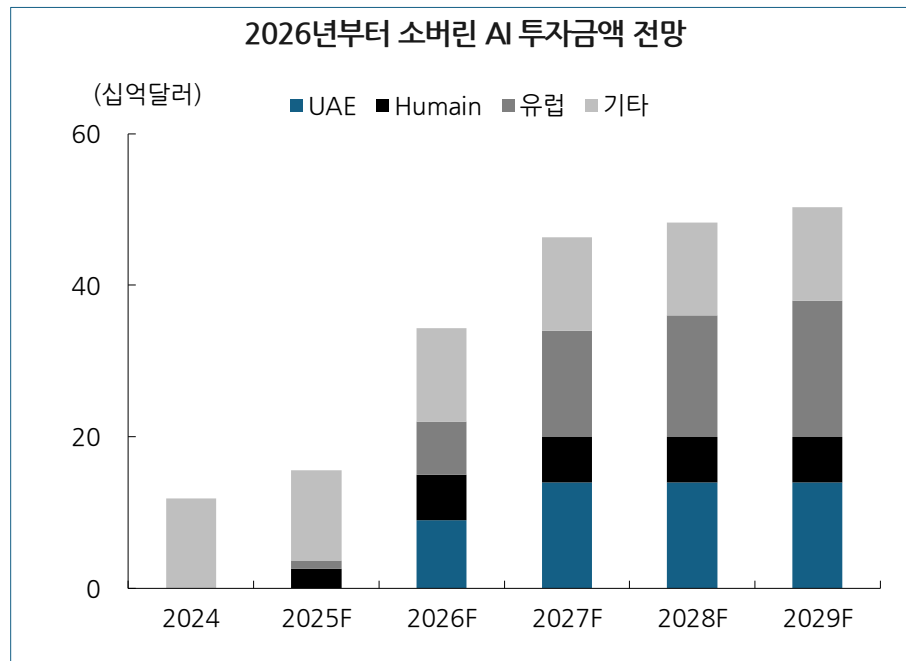
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

# 2026년부터 소버린AI의 인프라 투자 본격화

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 2026~2027년부터 국가 단위 AI 인프라 투자가 가시화

- 걸프 국가(UAE, 사우디, 카타르)들은 미국과의 AI 얼라이언스로 총합 2조 달러 규모의 AI 관련 계약을 발표
- UAE는 Stargate UAE 프로젝트(5천억 달러)로 1GW 규모의 AI 클러스터 구축. OpenAI, G42, Oracle, NVIDIA, Cisco, SoftBank와의 파트너십으로 진행
- 사우디아라비아는 1천억 달러 규모의 'Project Transcendence' 추진으로 18,000대 이상의 Blackwell GPU 도입, AMD와는 100억 달러 규모 AI 인프라 공동 투자, AWS는 50억 달러 AI 존 설립 등 계획
- 이는 규모 측면에서의 의미 뿐 아니라 단일 CSP 대비 다양한 수요처 형성 → 고객 포트폴리오 다변화
- GPU·ASIC 혼합 구성에도 HBM 채용 비중 높은 설계 확산



자료: DS투자증권 리서치센터

| 주요 국가 소버린 AI 기반 데이터센터 확보 계획 |                  |        |
|-----------------------------|------------------|--------|
| 국가                          | 주요 파트너사          | 용량(GW) |
| UAE                         | G42              | 5      |
| 프랑스                         | Mistral          | 1.4    |
| 독일                          | Deutsche Telekom | 0.5    |
| 사우디아라비아                     | Humain           | 0.5    |
| 한국                          | SK 그룹            | 0.1    |

자료: DS투자증권 리서치센터

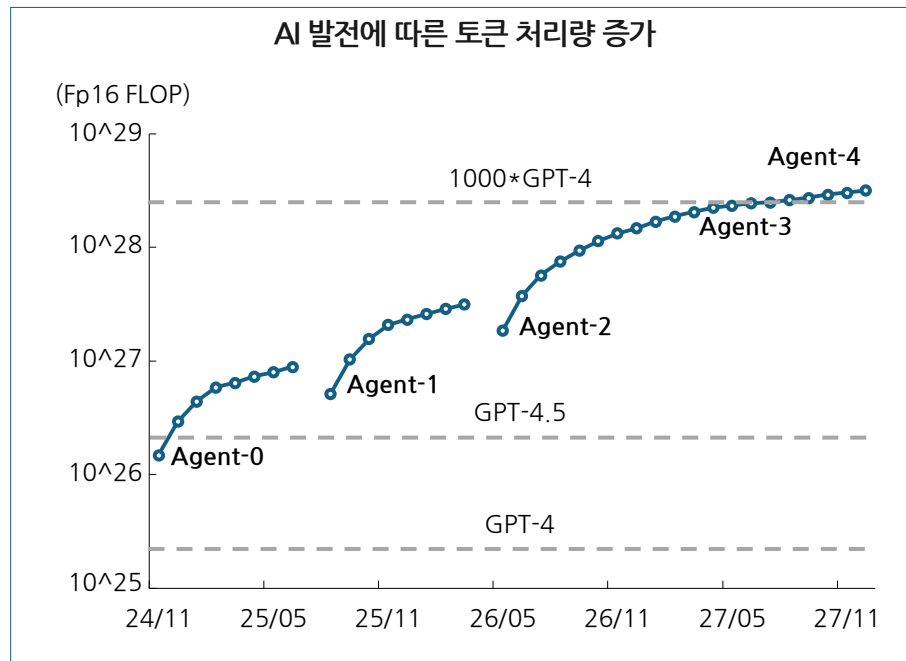
주) 독일은 초기 투자만 기재, 사우디아라비아는 AMD와의 딜 제외한 금액

# 토큰 처리량 증가로 ASIC의 HBM 수요 증가

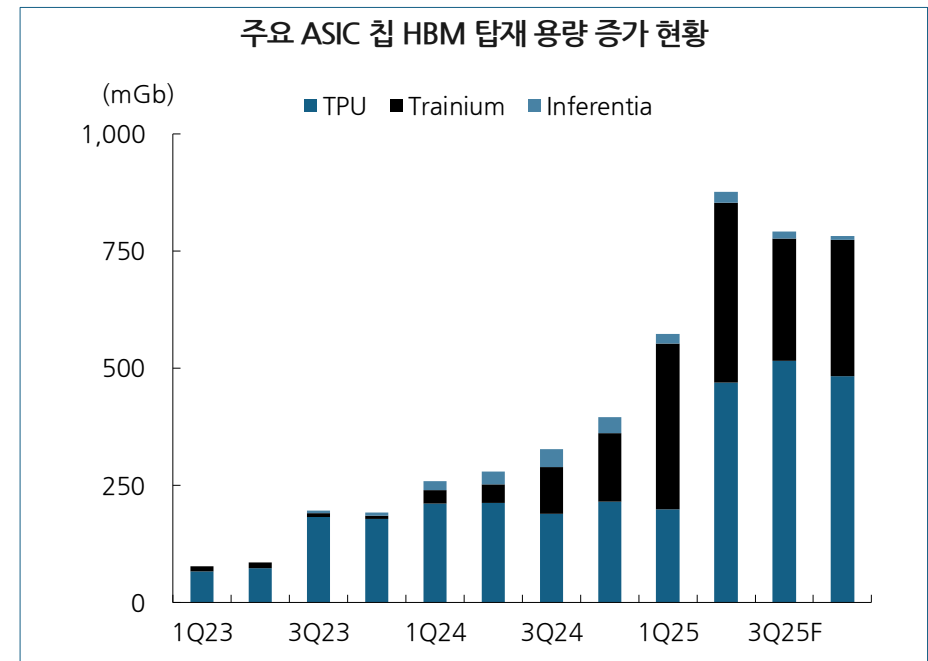
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 초당 처리해야 하는 파라미터·활성값 데이터량이 증가하면서 HBM 용량 증가 요구

- 구글의 월간 토큰 처리량은 2024년 4월 약 10조개에서 2025년 4월 약 480조개로 월간 토큰 처리량이 1년간 50배 증가
- 2분기 실적발표에서는 현재 월간 980조개 이상의 토큰을 처리하고 있다고 언급
- 마이크로소프트 역시 2024년 1분기 20조개의 토큰 처리 수가 2025년 1분기 100조개로 증가
- NVIDIA H100 → H200 전환 시, HBM 용량이 80GB → 141GB로 늘고 대역폭도 3.35TB/s → 4.8TB/s로 증가했던 것처럼 Google TPU v4 → TPU v5로 넘어가면서 토큰 처리량 증가와 함께 HBM 채널 수와 스택 용량 확대
- 전체 AI 연산 자원은 2025년 3월 기준 대비 2027년 12월 (Agent-4)에는 10배 증가할 것으로 예상
- 또한 2026년까지는 ASIC 초창기 설계(DDR+HBM 혼합, 또는 낮은 스택) → 2027년부터 HBM 풀스택 설계 확산으로 bit 증가가 더욱 가파르게 나타날 것



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터  
주) HBM2e~HBM3e 합산

# 2027년 ASIC 업체들도 HBM4를 탑재하기 시작할 것

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 커스터마이징 수요 + 수율 안정화 + 시스템 생태계 정착

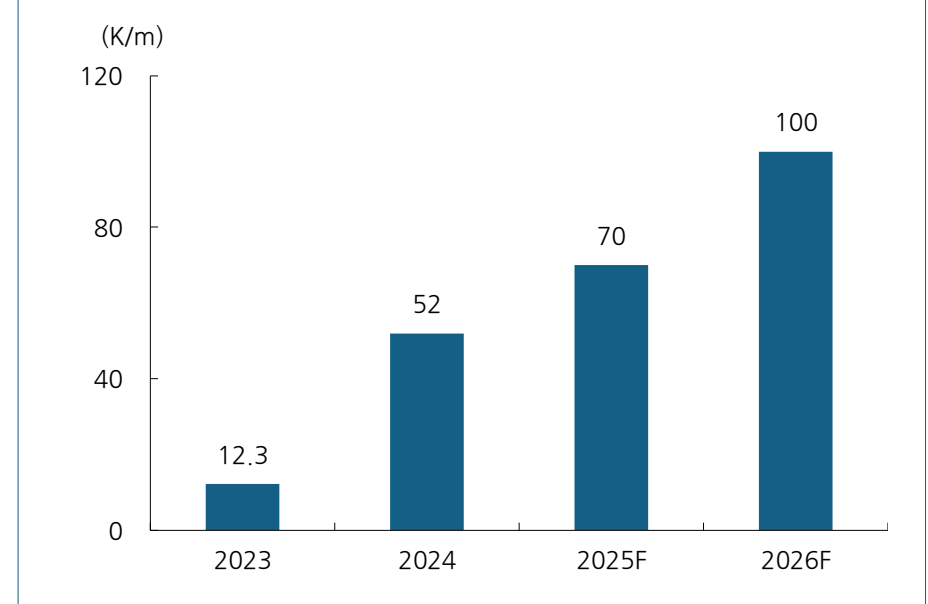
- Open AI의 Titan1, Meta의 Olympus(2nm+), Arke(2nm) 등 주요 CSP들의 자체 설계 ASIC이 2026년 말부터 본격적인 대량 생산에 돌입할 예정
- HBM4부터는 로직 다이 커스터마이징 가능 → TPU 전용 연산 스케줄러, 데이터 압축/디컴프레션, 인터커넥트 최적화 등을 메모리 스택 내부에서 구현 가능
- 구글처럼 TPU 아키텍처를 독자적으로 설계하는 기업은 HBM4의 로직 다이를 TPU 특성에 맞춰 최적화 가능 → 성능·전력 측면에서 이점
- 공급 측면에서도 2026년까지는 HBM4 초기 yield 이슈 예상되나 2027년에는 안정화 → ASIC용으로 활용 가능성 증가
- 2027년은 고객사(ASIC 설계 기업)의 본격적 채택 + 공급자(HBM 업체)의 안정화 + 시스템 생태계 정착 → AI ASIC + HBM 본격 결합의 시기
- 지금은 GPU 중심 시장에서의 가격 경쟁 국면이지만, 2027년부터는 ASIC 기반 다변화 + 수요 총량 증가로 인해 HBM 수요가 또 한 번 구조적 점프할 가능성

2026년 이후 주요 ASIC 칩 출시 라인업

| 기업        | ASIC 제품명         | 공정  | 설계 협력사   | 출시 시기 |
|-----------|------------------|-----|----------|-------|
| Google    | TPU v5 Inference | 5nm | Broadcom | 2024  |
|           | TPU v5 Training  | 5nm | Broadcom | 2024  |
|           | TPU v6 Inference | 3nm | Broadcom | 4Q24  |
|           | TPU v7 Training  | 3nm | Broadcom | 2025  |
|           | TPU v7 Inference | 3nm | Mediatek | 2H26  |
| Amazon    | Inferentia v2    | 7nm | Alchip   | 2024  |
|           | Inferentia v2.5  | 5nm | Marvell  | 2H25  |
|           | Trainium v2/2.5  | 5nm | Marvell  | 1H26  |
|           | Trainium v3      | 3nm | Alchip   | 2Q26  |
| Microsoft | Maia v2          | 3nm | GUC      | 1Q26  |
|           | Maia v3          | 3nm | Marvell  | 2027  |
| META      | MTIA T-v1 (Iris) | 5nm | Broadcom | 4Q25  |
|           | MTIA T-v1.5      | 3nm | Broadcom | 2H26  |
|           | MTIA T-v2 (Arke) | 2nm | Mediatek | 2027  |

자료: DS투자증권 리서치센터

TSMC CoWoS CAPA 증설 전망



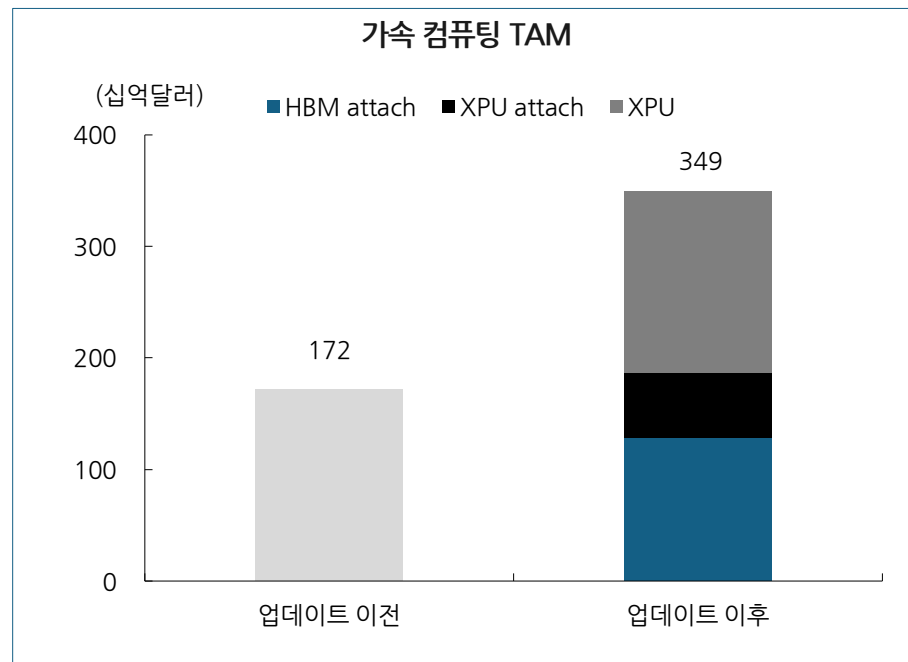
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

# 최근 ASIC 수요의 가시적 성장 신호 (1)

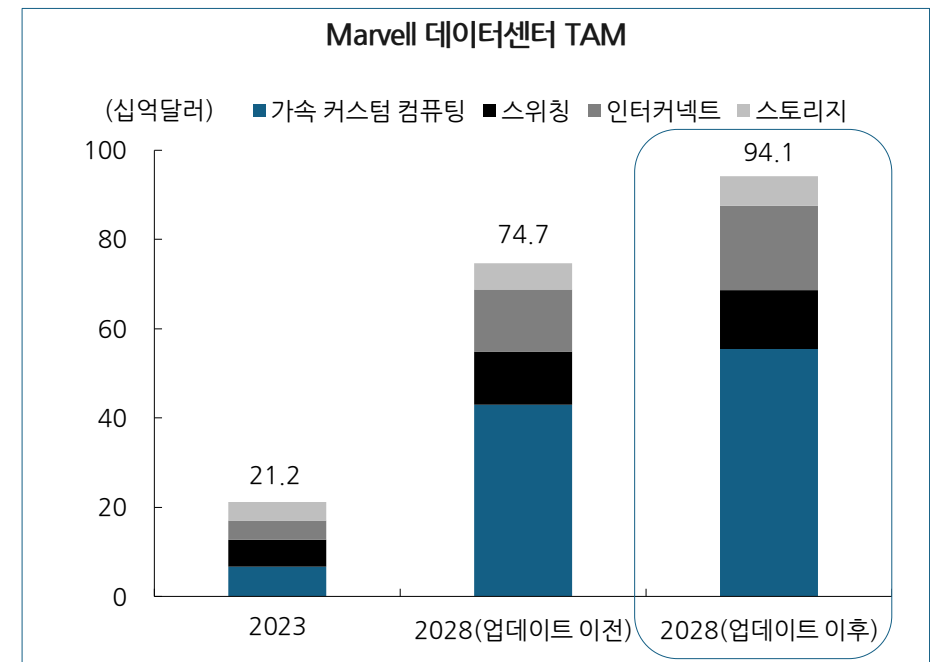
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ Marvell의 TAM 전망치 재상향

- Marvell은 2028년 기준 전체 데이터센터 인프라의 TAM을 기존 750억 달러에서 940억 달러로 26% 상향
- 가속 컴퓨팅 시장의 TAM 역시 기존 대비 두 배 이상 상향 조정
- 전체 TAM이 750억 → 940억 달러로 상향되었다는 것은 장기적인 인프라 투자 사이클에 진입했다는 신호
- 엔비디아 중심의 GPU 인프라뿐 아니라 CPU+XPU+DPUs가 통합된 AI 서버 아키텍처 전반으로 수요가 확장됨을 의미



자료: Marvell, DS투자증권 리서치센터



자료: Marvell, DS투자증권 리서치센터

## 최근 ASIC 수요의 가시적 성장 신호 (2)

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

### ■ ASIC 반도체에 힘입어 브로드컴 2027년까지 전사 매출 규모 2.7배 증가할 것

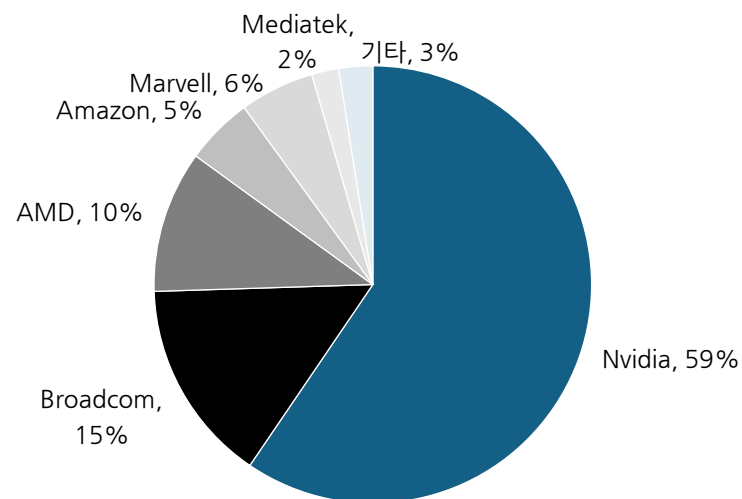
- 구글, 메타, 바이트댄스는 2027년 한 해에만 XPU(브로드컴의 ASIC) 100만개가 장착된 데이터센터를 구축할 계획
- 또한 2027년 이전에 총 200~300억 달러 규모의 추가적인 2개 고객사향 시장(SAM)이 열릴 것으로 기대
- 오픈 AI의 ASIC 칩도 2027년 이후 브로드컴이 본격 양산할 계획
- 2027F 브로드컴의 전사 매출이 1,386억 달러로 2024년 대비 2.7배 이상 증가하고 AI 반도체 매출은 720억 달러로 전체 52% 비중까지 증가할 것으로 전망
- 현재 블룸버그 컨센서스 기준 25F P/E는 45배, 26F P/E는 36배 수준이며 예상 EPS 증가율은 25F +32%, 26F +25% (Non-GAAP 기준)
- 27년 실적에 대한 눈높이 상향이 필요하다는 판단이며 이를 반영 시 27F P/E는 26배까지 하락

브로드컴의 AI 매출 추정

| (억 달러)                         | 2023       | 2024       | 2025F      | 2026F      | 2027F        |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|
| <b>Semiconductor Solutions</b> | <b>282</b> | <b>301</b> | <b>380</b> | <b>600</b> | <b>1,100</b> |
| ASIC 반도체(XPU)                  | 27         | 82         | 126        | 300        | 720          |
| Non-AI 반도체                     | 244        | 179        | 200        | 200        | 200          |
| 네트워킹                           | 11         | 40         | 54         | 100        | 180          |
| <b>Infrastructure Software</b> | <b>76</b>  | <b>215</b> | <b>236</b> | <b>260</b> | <b>286</b>   |
| 전사 매출                          | 358        | 516        | 616        | 860        | 1,386        |
| AI 관련 매출                       | 38         | 122        | 180        | 400        | 900          |
| <b>AI 매출 비중</b>                | <b>11%</b> | <b>24%</b> | <b>29%</b> | <b>47%</b> | <b>65%</b>   |

자료: Broadcom, DS투자증권 리서치센터

2026년 CoWoS CAPA 고객사별 비중 전망



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

# 레거시 생산 연장도 공급초과 리스크 완화

De-rating이 아닌,  
구조적 Re-rating



# DDR4 연장은 HBM 포함 최선단 제품의 공급 증가 리스크 완화

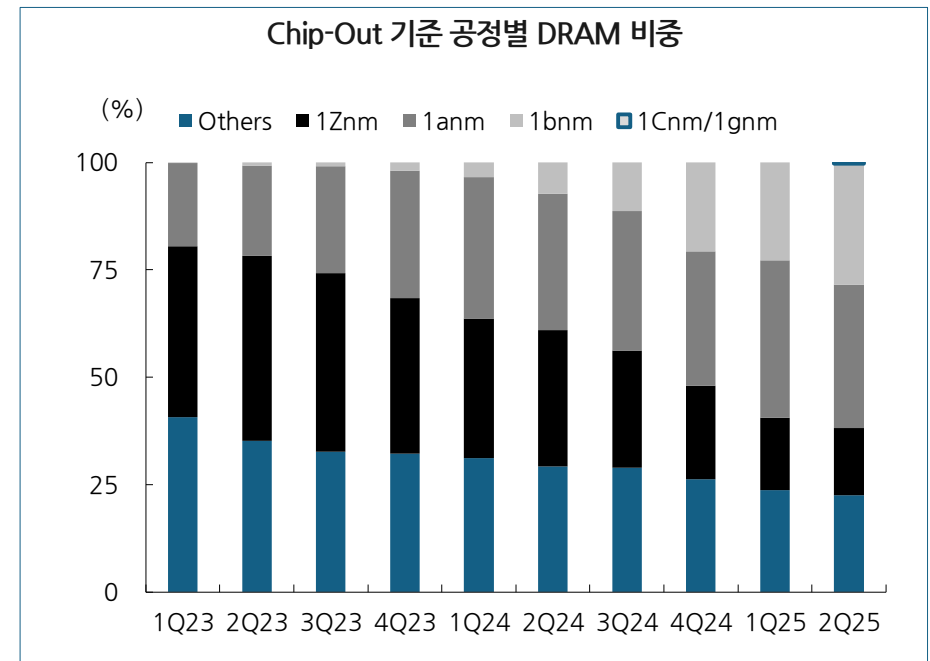
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 1a/1c로의 전환 속도 지연

- 삼성전자의 DDR4 EoL 시점 연기로 인해 1z 라인 2026년 말까지 연장
- 이는 1a/1c로의 전환 속도를 원래 계획 대비 낮추는 효과 → HBM을 포함한 최선단 제품의 공급 증가 및 가격 하락 리스크가 완화될 것
- 현재 삼성전자는 1a(+1z)에서 DDR5 및 HBM 생산 중이며 1b는 소량 모바일 LPDDR5X 위주로 투입
- 2026년 1c 노드에서 HBM4 및 일부 서버 DRAM 양산 계획 중
- 1z 라인은 감가상각이 끝나 수익성 방어에 유리해서 수요가 남아있는 동안 유지하는 것이 합리적

| DRAM 공급업체 DDR4 EoL 시점 추정 |                                         |                                          |
|--------------------------|-----------------------------------------|------------------------------------------|
| 기업                       | 종산 일정 (기준)                              | 종산 일정 (변경)                               |
| 삼성전자                     | 2025년 6월<br>DDR4 주문 마감,<br>12월 중순 출하 종료 | 2026년 12월까지<br>1z 라인 일부 연장하여<br>서버 고객 대응 |
| SK하이닉스                   | 2025년 10월 주문 종료,<br>2026년 4월 출하 종료      | 주요 모바일 고객 한해<br>LPDDR4<br>26년 상반기까지 대응   |
| Micron                   | 2025년 6월 종산 공지,<br>2026년 1분기 최종 출하      |                                          |

자료: DS투자증권 리서치센터



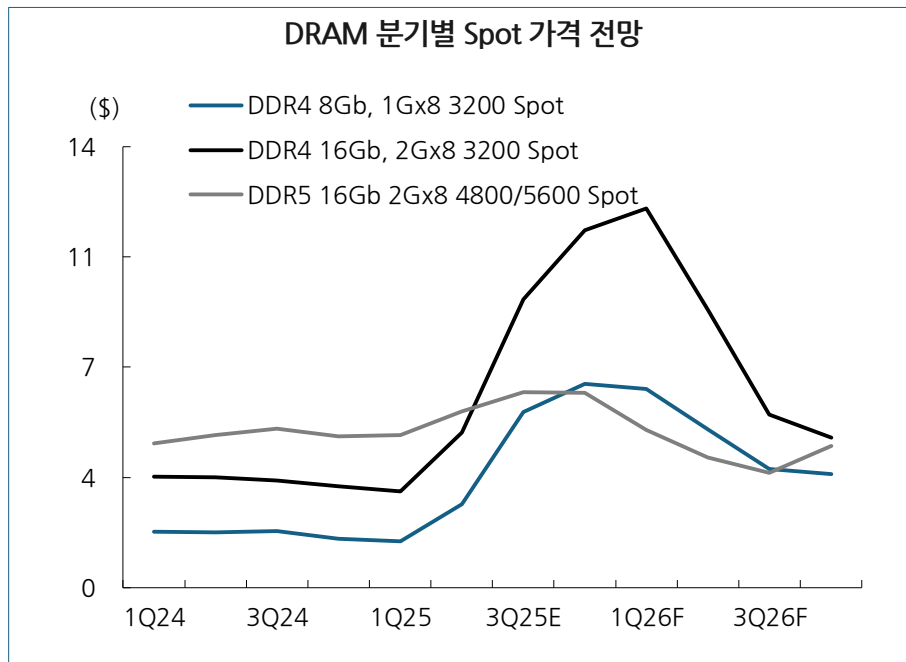
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

# 레거시 가격은 어차피 정상화될 것, 긍정적인 측면에 집중하자

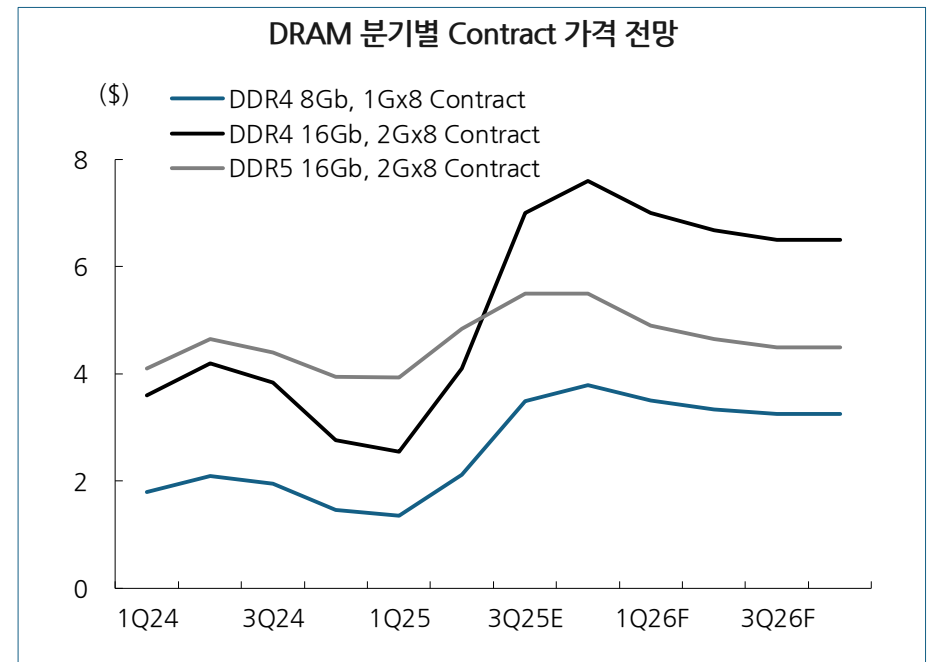
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 레거시 상승도 하락도 단기적인 가격 변동성에 불과

- DDR4 16Gb 계약 가격은 3Q25에도 QoQ+71% 상승 전망(기존 추정치 44%에서 상향 조정)
- 레거시 공급 증가가 가격 상승을 둔화시키는 것이 아니냐는 시장의 우려도 존재하나 종산 연기는 레거시 정상화 과정의 일부라는 판단
- DDR4는 수요 측면이 아닌 공급 조절로 인해 가격이 상승했기 때문에 가격 정상화는 피할 수 없는 구조적 경로



자료: DS투자증권 리서치센터



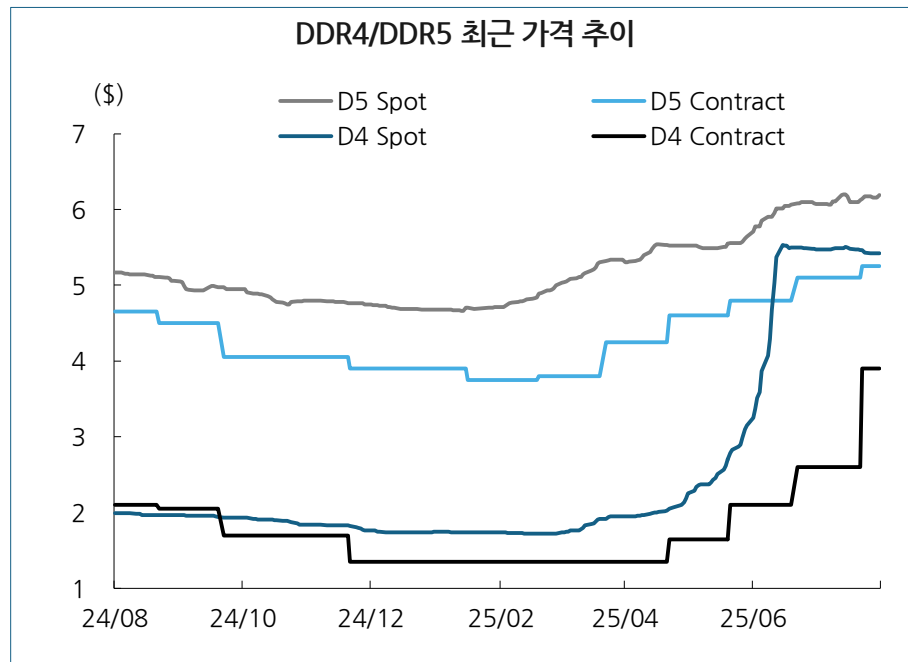
자료: DS투자증권 리서치센터

# DDR4 수요 역시 한정적

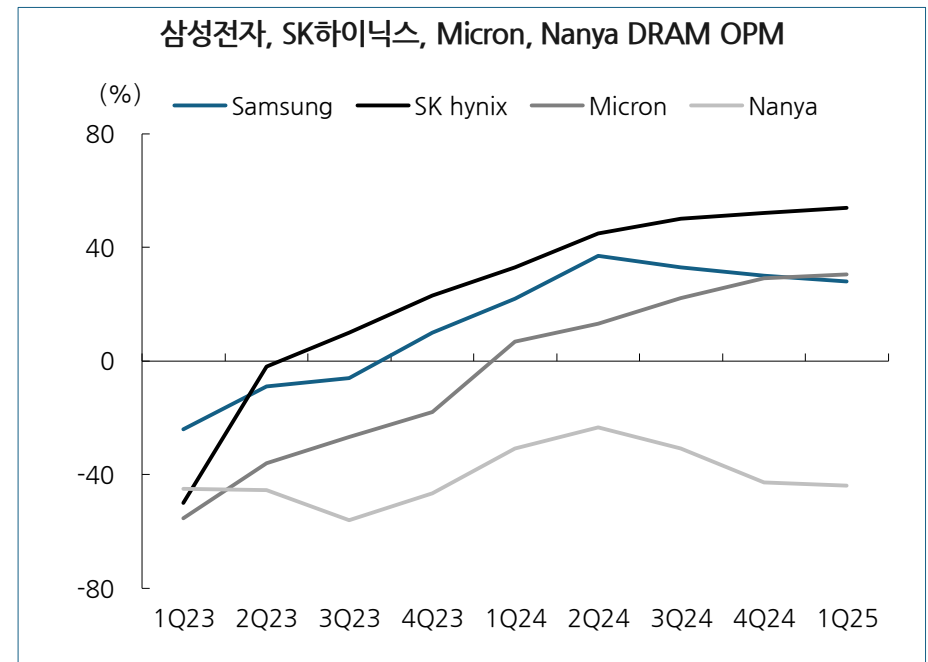
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ DDR4는 일시적 호재로 재고 털기 역할은 하지만, 성장 드라이버는 아님

- 상반기 중국 스마트폰 시장 성장률은 글로벌 성장률을 상회
- 2Q 메모리 업체들 DRAM B/G 가이드스 상회 원인의 중심 역시 PC와 일반 서버 수요 (DDR4 주로 탑재)
- 중국 CSP 업체들 H100/H20 가용성 제한으로 GPU 대신 일반 서버로 대체 수요를 채우며 인텔 CPU 채택하기도 함
- 다만 이 수요는 보조금 및 공급 감소에 대비한 재고 비축성 수요였음을 감안해야 할 것
- 정부가 재고 소진·세트 판매 촉진을 위해 일부 구형 규격 제품에 보조금을 주면 단기 출하량 증가
- DDR4 가격을 인위적으로 방어해주면 CXMT의 단기 마진 개선 → DDR5 설비투자·공정전환 목적도 존재했을 것



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

# 이익에 중요한 것은 DDR5와 HBM

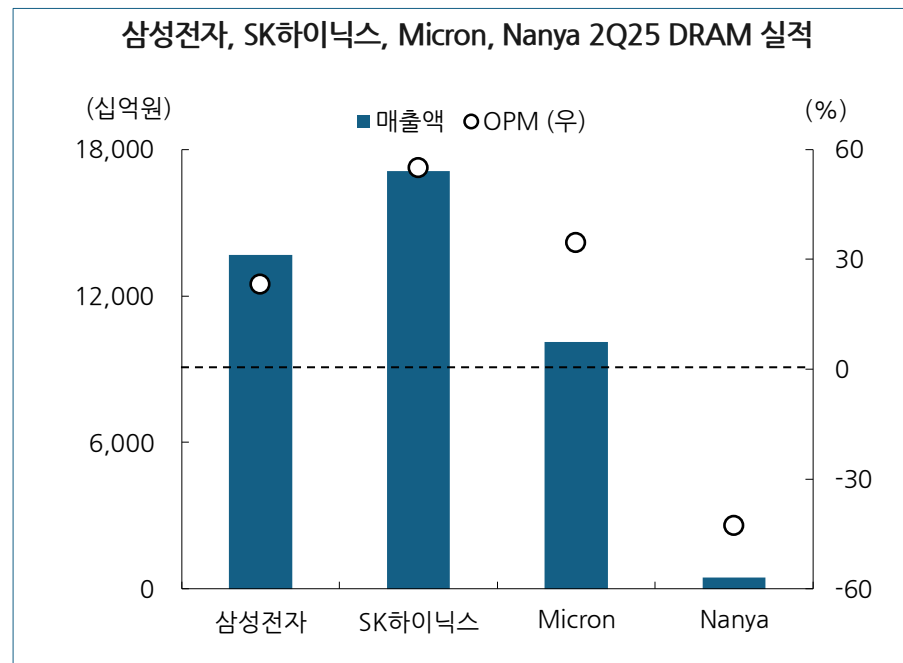
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 급등한 DRAM 가격 대비 아쉬웠던 2분기 실적

- 8Gb DDR4 스팟 가격은 2025년 3월 약 \$1.63에서 6월 중순 \$3.78로 상승하여 132% 급등. 16Gb DDR4 3200은 DDR5 스팟 가격을 초과하는 수준에 도달
- 계약 가격 역시 PC용 DDR4는 2분기 전분기 대비 13~18% 상승, 서버용 DDR4는 전분기 대비 18~23% 상승
- 그러나 DDR4가 2분기 실적에 끼친 영향은 크지 않았음
- DDR4 비중이 큰 Nanya는 B/G +70% 증가, 매출액 QoQ +46% 증가했으나 GPM은 -21%로 QoQ -6%p 감소. 이는 Blended ASP 하락, 믹스 변화 등에 기인
- DRAM 3사는 매출액 기준 2Q25 DDR4 비중이 각각 SK하이닉스 5~8%, 삼성전자 16~18%, Micron 10%
- DDR4 비중이 가장 높았던 삼성전자 역시 3사 중 일반 DRAM 마진율이 좋지 않았을 것으로 추정
- 핵심은 DDR4가 아니라 DDR5 및 HBM 중심의 제품 믹스 개선과 수익성 확대

| DRAM 3사 2Q25 일반 DRAM / HBM 실적 추정 |            |            |            |
|----------------------------------|------------|------------|------------|
| (조원, %)                          | SK하이닉스     | Micron     | 삼성전자       |
| DRAM 매출액                         | 17.1       | 9.7        | 13.7       |
| HBM 매출액                          | 7.7        | 3          | 1.5        |
| DRAM OP                          | 9.4        | 3          | 3.2        |
| HBM OP                           | 5          | 1.2        | 0.5        |
| <b>HBM OPM</b>                   | <b>65%</b> | <b>40%</b> | <b>33%</b> |
| 일반 DRAM OP                       | 4.4        | 1.8        | 2.6        |
| <b>일반 DRAM OPM</b>               | <b>47%</b> | <b>26%</b> | <b>22%</b> |
| HBM 시장점유율 (Bit 기준)               | 62%        | 21%        | 17%        |

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

# 서버 수요와 타이트한 재고로 업사이클 지속

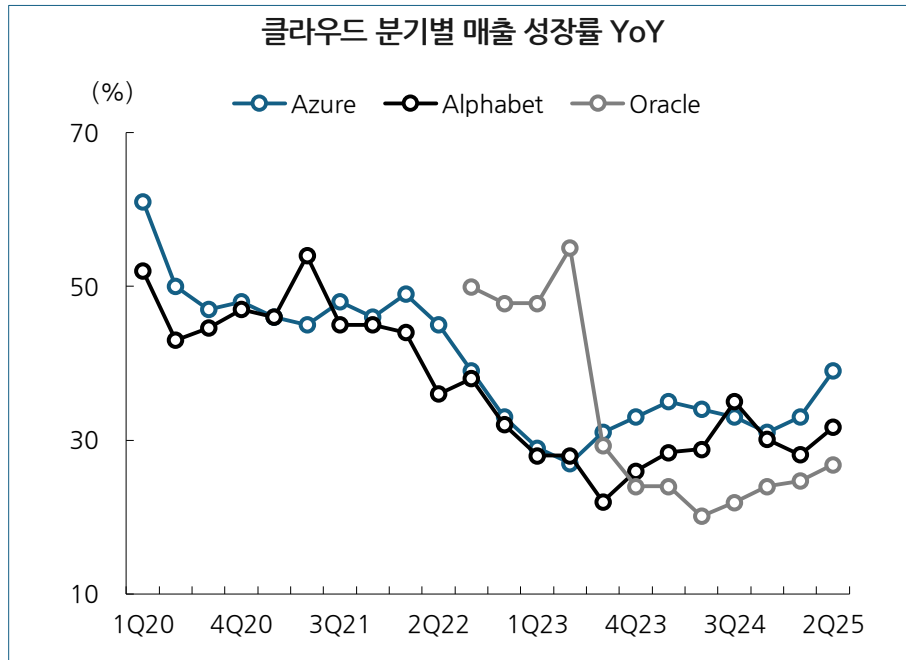


# 서버 중심으로 DDR5 수요 지속될 전망

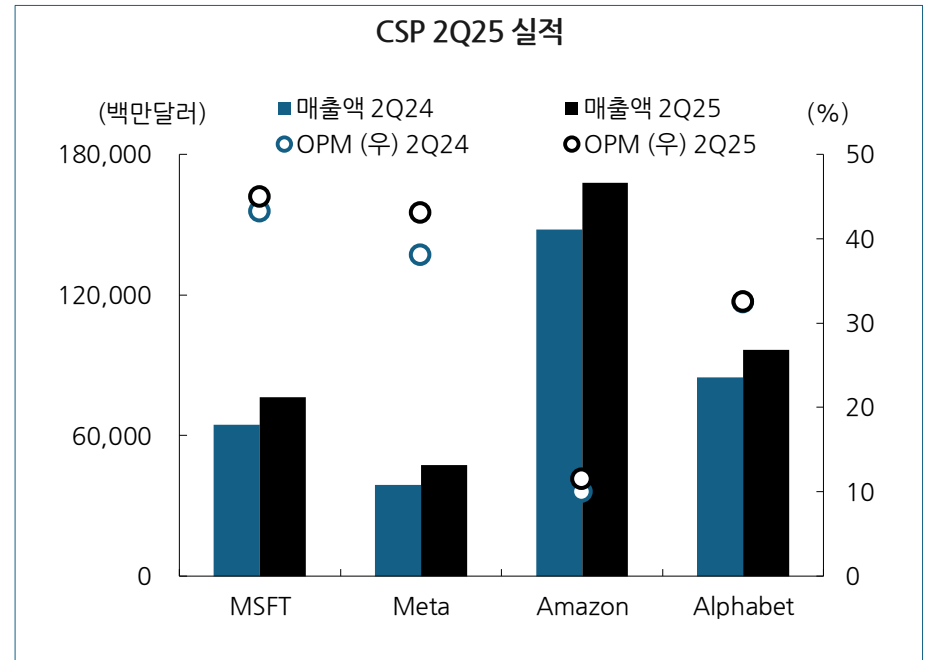
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 2025~2026년 메모리 업황의 지속 가능성은 DDR5 수요 본격화에 달려있음

- 2025~2026년은 DDR5 전환율이 서버·PC 합산 50%를 넘어서는 구간으로 예상
- 이 시점에 DDR5 수요가 본격 살아나야 업황이 다음 사이클로 넘어갈 수 있을 것
- 메모리 업체 입장에서 DDR4 강세가 길어질수록 차세대 제품 전환이 늦어지고 HBM·DDR5 중심의 프리미엄 포트폴리오 구축이 지연되는 전략적 리스크 존재
- 긍정적인 점은, ASP 역전 현상이 고객사들의 신규 서버 증설 시장에서 DDR5 전환 속도를 분명히 가속화시킬 것이라는 점



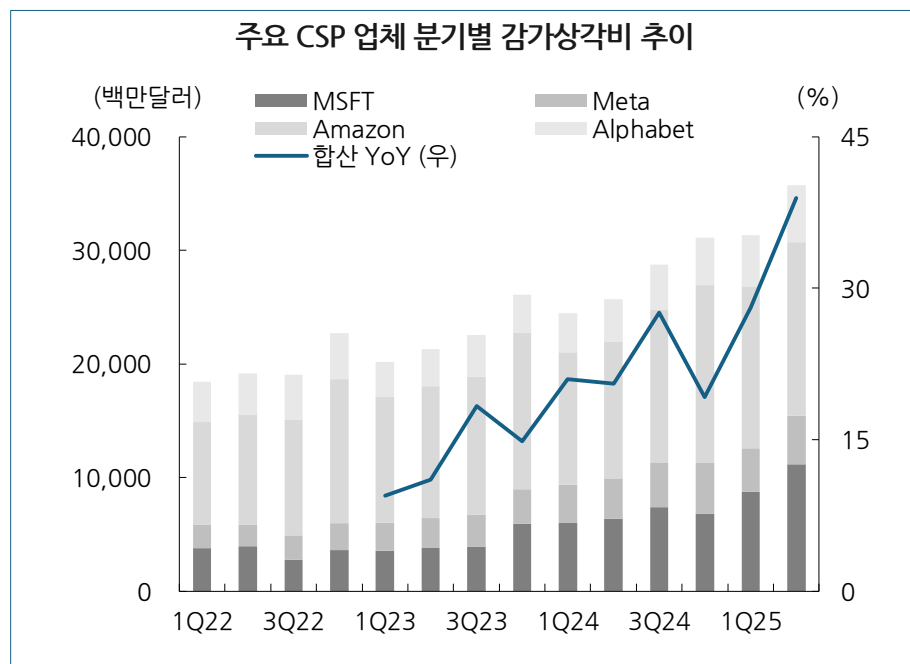
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

## ■ CSP 업체 2Q25 실적 발표를 통해 일반 서버의 교체 시그널을 포착

- 주요 CSP 업체 합산 감가상각비는 2Q25 YoY +39% 증가했으며 2025년 연내 Capex 상향 지속 중
- 마지막으로 대규모 서버 투자가 일어났던 시기가 2018년, 내용연수 5~6년임을 감안할 때, 2025년~2026년 서버 교체가 본격적으로 이루어질 가능성이 클 것
- 2Q25 인텔 CPU 서버용과 클라이언트용 모두 출하 견조했다는 부분에서도 확인 가능
- 2분기 인텔은 서버용 CPU(Sapphire Rapids / Emerald Rapids) 출하가 증가했고, 범용 인스턴스에서 인텔 Xeon + DDR5 조합으로 점진적 리프레시 진행 중
- 범용 서버 수요에서 가장 많은 비중을 차지하는 AWS의 Capex 상향이 이를 증명한다는 판단. AI 서버에 대한 투자도 포함되지만 일반 서버 구매 수요도 있을 것
- AI Workload용으로는 대부분 NVIDIA GPU나 자체 ASIC을 확대 중
- 하지만 일부 고객은 2분기 ROI 개선 차원에서 단기적으로 인텔 기반 일반 서버 확대(DDR4 기반 Aurora 플랫폼 등)



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

| 주요 CSP 업체 최근 CAPEX 상향 동향 |                                                                                                                               |
|--------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 기업                       | 2025년 CAPEX 가이드스                                                                                                              |
| Amazon                   | 4Q24 컨콜 당시 제시했던 1,050억 달러<br>→ 2Q25 컨콜에서 <b>1,185억 달러로 135억 달러 상향(+12.9%)</b>                                                 |
| Alphabet                 | 4Q24 컨콜 당시 제시했던 750억 달러<br>→ 2Q25 컨콜에서 <b>850억 달러로 100억 달러 상향(+13.3%)</b>                                                     |
| Meta                     | 4Q24: 600~650억 달러<br>→ 1Q25: 640~720억 달러(중간값 기준 +8.8%)<br>→ 2Q25: <b>660~720억 달러(하단 기준 +3.1%)</b><br>2026년 Capex 1,000억 달러 근접 |
| Microsoft                | F1Q26 Capex 가이드스 300억 달러 제시(vs.컨센서스 230억 달러)<br>수요가 공급 초과, 백로그 3,680억 달러                                                      |

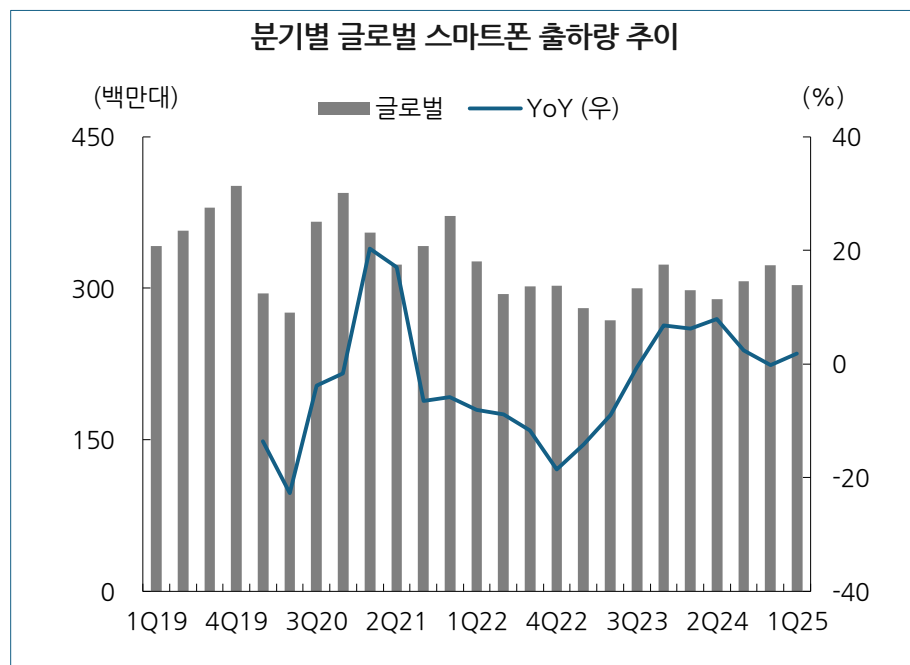
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

## 3분기 PC와 스마트폰 수요를 보수적으로 보더라도

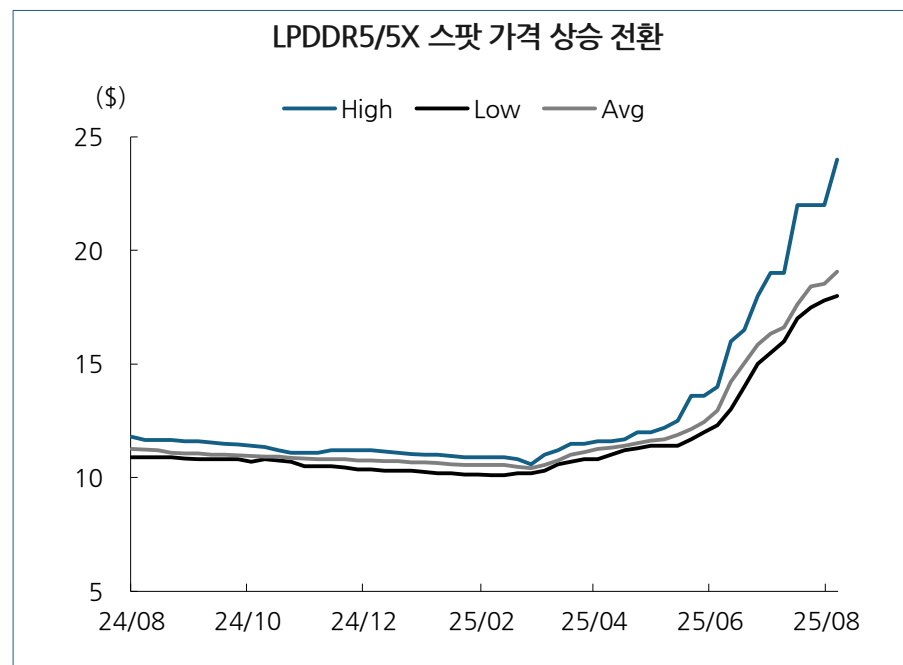
De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

### ■ 레거시 재고 부족에 따른 구조적 가격 상승 전망

- 3분기는 전통적인 성수기이나, 보수적으로 관세 Pull-in 및 중국 정책 지원 효과 감소를 기반으로 하반기 세트 출하량 전망치 하향을 가정
- 이를 가정하더라도 모바일 DRAM은 하반기 가격 상승을 지속할 전망
- 2Q 기준 고객사와 공급사 재고 모두 안정적. 모바일/PC DRAM 모두 공급사 기준 정상 재고 아래까지 떨어진 것으로 추정
- 서버 DRAM 역시 1Q 대비 2Q 재고가 의미 있게 증가하지 않아 3Q 출하 조정 리스크는 제한적
- 제조사들이 가격 인하보다는 ASP 방어·인상 전략을 취하기 쉬운 환경
- 7~8월 기준 LPDDR5/5X 스팟 가격이 상승 전환한 바 있음



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

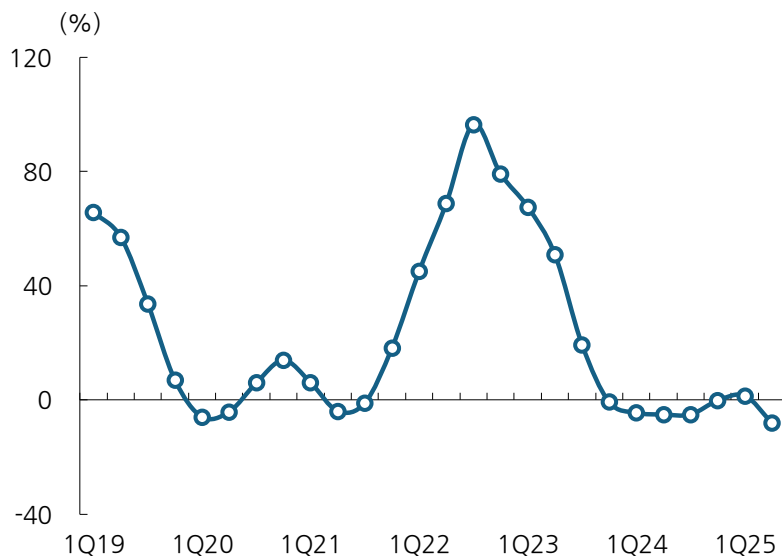
# 타이트한 재고 상황 속 가격 상승 지속될 것

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## ■ 타이트한 공급이 실수요보다 강력한 구매력 형성

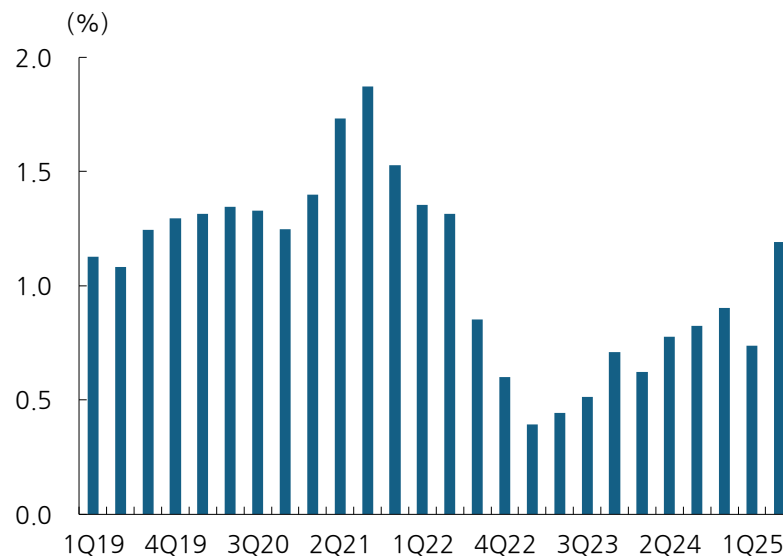
- 삼성전자, 마이크론, SK하이닉스는 순서대로 2025년 2~3분기 고객사에 DDR4 주문 마감 통보, 2025년 말~2026년 상반기 중 종산 예고한 바 있음
- 한편 인텔 IceLake, AMD Milan 등 DDR4를 탑재하는 서버 및 중국 스마트폰용 LPDDR4의 수요는 잔존하는 상황
- 이에 고객들의 재고축적 수요가 2분기 강하게 나타났으며 나아가 장기공급계약 요청까지 등장
- SK하이닉스는 우시 공장을 활용해 주요 모바일 고객용 DDR4 수요를 2026년 1~2분기까지 대응할 계획
- 삼성전자 역시 올해 말 종료 예정이던 1z DDR4 생산을 내년 말까지 1년 연장

메모리 반도체 3사 합산 재고자산 YoY 증감률



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

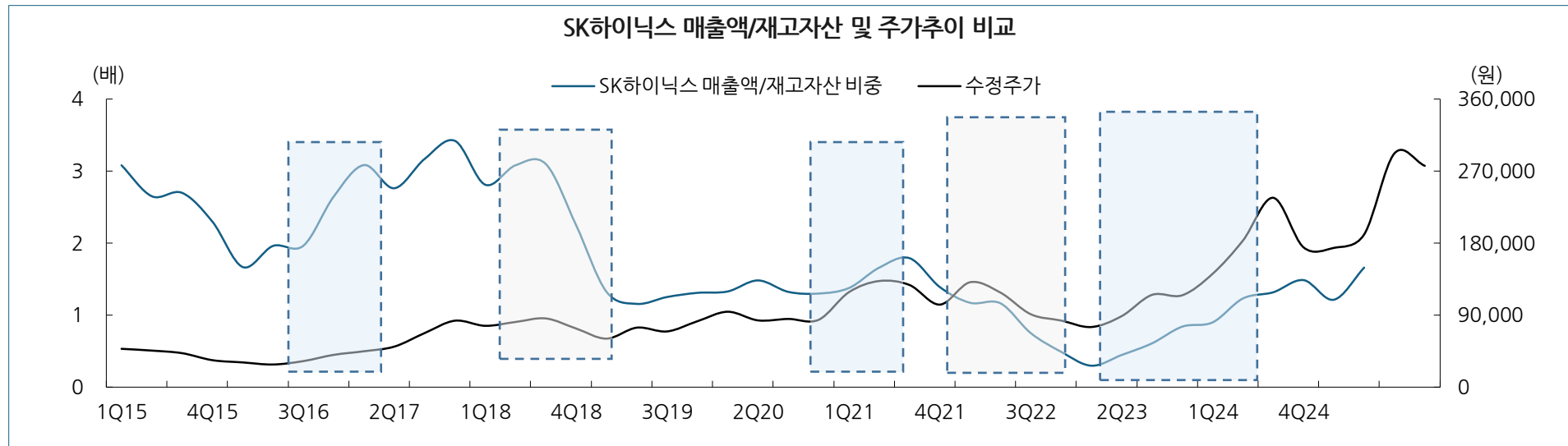
메모리 반도체 3사 매출액/재고자산 비율



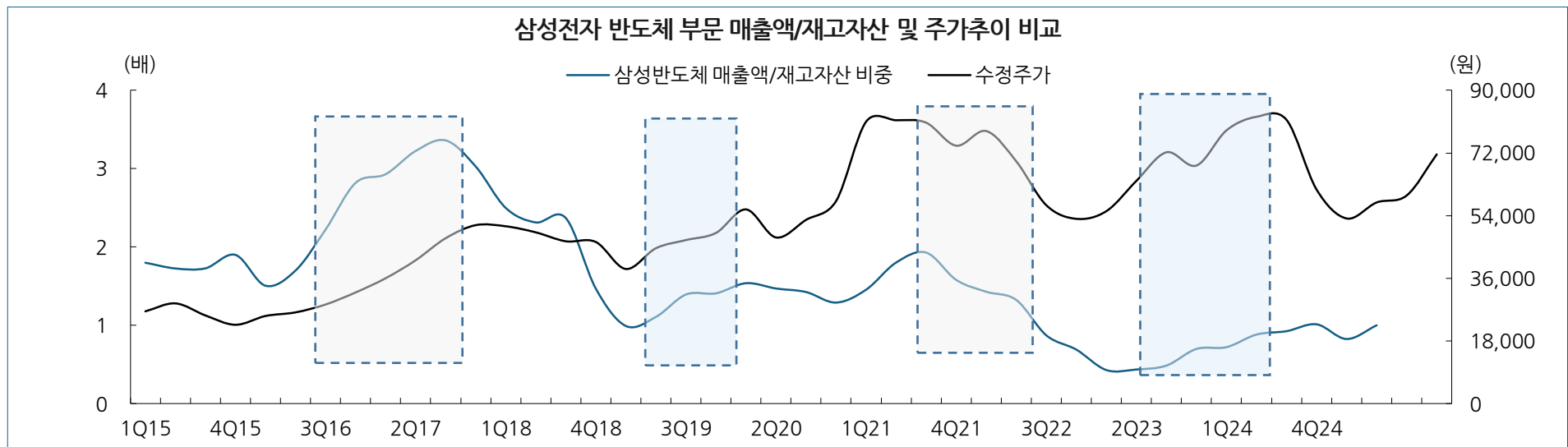
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

# 타이트한 재고 상황 속 가격 상승 지속될 것

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

# 투자전략

De-rating이 아닌,  
구조적 Re-rating



## ■ 대형주 SK하이닉스, 중소형주 삼성전자 밸류체인 Top-picks로 제시

- HBM의 최근 단기적인 프리미엄 감소 우려가 존재하나 AI 시장 성장에 따른 TAM 증가를 감안할 때, 이는 De-rating이 아닌 구조적 Re-rating 일 것
- AI 추론 시장의 성장과 함께 ASIC 향으로의 Q 증가가 가파르게 나타나고, 27년 HBM4e 1TB를 탑재하는 Nvidia R300의 출시와 함께 프리미엄 다시 증가할 전망
- HBM4의 기술 난이도 상승을 감안했을 때 공급 역시 시장의 우려만큼 빠르게 증가하기는 어렵다는 판단
- 핵심은 DDR4가 아니라 DDR5 및 HBM 중심의 제품 믹스 개선과 수익성 확대. 이에 따라 SK하이닉스 Top-pick 유지
- 중소형주는 최근 주가 상승과 2분기 실적 시즌 종료를 감안할 때 바스켓으로 매수하기 보다는 개별 모멘텀으로 대응할 것을 추천
- 2H25~1H26은 메모리 공급업체들의 신규 투자(M15X, P4)가 점진적으로 확대되는 시기이며 2027년까지 투자 모멘텀 지속
- 다만 2H25 한정으로는 장비 발주 규모가 크지 않을 것으로 판단하여 현재 시점에서는 파운드리 관련 모멘텀이 더해진 삼성전자 밸류체인이 보다 매력적
- 소재업체 중 에스앤에스텍 Top-pick 유지, 관심종목 코미코, 한솔케미칼 제시

| 메모리 업체 주요 투자현황 및 전망 추정 |      |                               |                                     |
|------------------------|------|-------------------------------|-------------------------------------|
| 기업                     | Fab  |                               | 설비 투자상세내용                           |
| 삼성전자                   | DRAM | (1H25~) L15, P1, P2 - 일부 전환투자 | 1b DRAM                             |
|                        |      | (2H25~) P4 Ph2 - 신규 투자 예정     | 1c DRAM<br>2H25 10~20K, 1H26 30K~   |
|                        | NAND | (4Q24~) 중국 시안팍 - 전환투자         | V8 (200단 대)                         |
| SK하이닉스                 | DRAM | (4Q24~) M16 - 전환 및 증설 주력      | 1b DRAM                             |
|                        |      | (2H25~) M15X - 신규 투자 예정       | 1b DRAM<br>2H25 10~20K, 1H26 20~30K |
|                        | NAND | (1H25~) M15 - NAND 전환투자       | 200단 대                              |
| Micron                 |      | DRAM 중심의 전환 및 증설              |                                     |
| CXMT                   |      | DRAM 중심의 전환 및 증설              |                                     |

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

## [기업분석]

SK하이닉스 [000660]

삼성전자 [005930]

De-rating이 아닌,  
구조적 Re-rating



# SK하이닉스 (000660) \_ 여전히 핵심을 가장 잘 지키는 업체

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

이수림 반도체  
02-709-2661  
surim.lee@ds-sec.co.kr

## 매수(유지)

목표주가(유지) 310,000원  
현재주가(08/18) 267,500원  
상승여력 15.9%

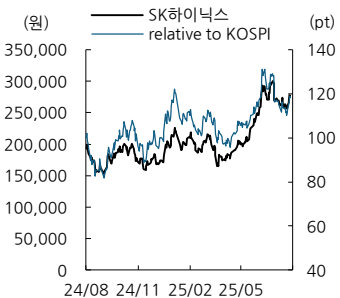
### Stock Data

KOSPI 3,177.3pt  
시가총액(보통주) 194,741십억원  
발행주식수 728,002천주  
액면가 5,000원  
자본금 3,658십억원  
60일 평균거래량 3,459천주  
60일 평균거래대금 895,117백만원  
외국인 지분율 55.5%  
52주 최고가 306,500원  
52주 최저가 144,700원  
주요주주  
에스케이이스퀘어(외8인) 20.1%  
국민연금공단(외1인) 7.4%

### 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | -0.6  | -0.2  |
| 3M  | 30.8  | 9.9   |
| 6M  | 27.4  | 6.4   |

### 주가차트



## ■ 꾸준히 증익하는 업체임을 증명해낼 것

- SK하이닉스의 HBM 부문은 단순 ASP 하락이 아니라 총 마진율과 제품믹스 관점에서 분석 필요
- 신제품 출시 이후 구제품의 가격 하락 역시 통상적인 수준에서 이뤄질 수 있으나 이는 동사에게만 해당되는 이슈가 아님
- 원가 경쟁력을 감안할 때 현재 60% 중반 수준의 HBM 마진을 내고 있는 동사와 경쟁사들간의 마진 격차가 더욱 벌어지는 현상으로 이어질 것
- HBM3e 가격이 -15% 하락하는 Worst Case를 가정하더라도 2026년 동사 HBM 영업이익은 YoY +11% 성장한 21.3조원 추정

## ■ DRAM 업사이클 지속에 따른 동사 수혜 지속

- 최근 DDR4 장기공급계약 요청까지 등장하는 상황 속에 메모리 업체들의 보수적인 공급기조는 지속될 전망
- 이는 2026년 DDR5로의 채택 가속화와 타이트한 수급상황을 예상하게 함
- 일반 서버 교체 사이클에 대한 신호가 발견되고 있어 내년까지도 업사이클이 이어질 것으로 전망하며 이에 따른 동사 최대 실적 경신이 전망

## ■ 투자의견 매수, 목표주가 31만원 유지

- 2026년 HBM 공급계약이 아직 완료되지 않은 것으로 파악되나 2분기 실적 발표를 통해 알린 Capex 상향은 물량에 대한 가시성을 어느 정도 반영한다는 판단
- 핵심은 DDR4가 아니라 DDR5 및 HBM 중심의 제품 믹스 개선과 수익성 확대, 동사는 현재 메모리 시장에서 핵심을 가장 잘 지키는 업체
- 2025년 영업이익 38조원, 2026년 46조원에 대한 전망을 유지

### Financial Data

| (십억원)        | 2022   | 2023    | 2024   | 2025F  | 2026F  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액          | 44,622 | 32,766  | 66,193 | 86,698 | 99,691 |
| 영업이익         | 6,809  | -7,730  | 23,467 | 38,321 | 45,500 |
| 영업이익률(%)     | 15.3   | -23.6   | 35.5   | 44.2   | 45.6   |
| 세전이익         | 4,003  | -11,658 | 22,586 | 37,102 | 44,264 |
| 지배주주지분순이익    | 2,230  | -9,112  | 19,789 | 28,918 | 34,500 |
| EPS(원)       | 3,063  | -12,517 | 27,182 | 39,722 | 47,390 |
| 증감률(%)       | -76.8  | 적전      | 흑전     | 46.1   | 19.3   |
| ROE(%)       | 3.6    | -15.6   | 31.1   | 33.2   | 29.4   |
| PER(배)       | 24.5   | -11.3   | 6.4    | 6.7    | 5.6    |
| PBR(배)       | 0.9    | 1.9     | 1.7    | 1.9    | 1.5    |
| EV/EBITDA(배) | 3.5    | 21.7    | 3.9    | 3.7    | 2.7    |

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# SK하이닉스 (000660) \_ 여전히 핵심을 가장 잘 지키는 업체

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

| Key Assumptions | 1Q25   | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024   | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| DRAM B/G(%)     | -8     | 25     | 4      | 2      | -8     | 12     | 6      | 4      | 18     | 21     | 14     |
| DRAM ASP(%)     | 0      | 3      | 4      | 1      | 1      | 4      | -3     | 2      | 79     | 23     | 6      |
| NAND B/G(%)     | -19    | 71     | -6     | 4.4    | -14    | 10     | 8      | 3      | 0      | 9      | 9      |
| NAND ASP(%)     | -21    | -9     | -1     | -2     | -1     | 0      | -3     | 2      | 93     | -22    | -6     |
| 환율(원/달러)        | 1,460  | 1,380  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,363  | 1,384  | 1,360  |
|                 | 1Q25   | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024   | 2025E  | 2026E  |
| 매출액(십억원)        | 17,639 | 22,233 | 23,073 | 23,754 | 21,627 | 24,975 | 25,786 | 27,304 | 66,193 | 86,698 | 99,691 |
| QoQ/YoY %       | -11    | 26     | 4      | 3      | -9     | 15     | 3      | 6      | 102    | 31     | 15     |
| DRAM            | 14,111 | 17,119 | 18,248 | 18,799 | 17,468 | 20,347 | 20,920 | 22,192 | 45,172 | 68,277 | 80,927 |
| NAND            | 3,175  | 4,669  | 4,282  | 4,381  | 3,730  | 4,103  | 4,298  | 4,516  | 19,103 | 16,507 | 16,646 |
| Others          | 353    | 445    | 543    | 574    | 429    | 525    | 567    | 596    | 1,918  | 1,914  | 2,117  |
| 영업이익(십억원)       | 7,441  | 9,214  | 10,689 | 10,978 | 8,857  | 11,549 | 12,065 | 13,029 | 23,467 | 38,321 | 45,500 |
| QoQ/YoY %       | -8     | 24     | 16     | 3      | -19    | 30     | 4      | 8      | 흑전     | 63     | 19     |
| DRAM            | 7,546  | 9,391  | 10,714 | 11,031 | 9,198  | 11,900 | 12,231 | 13,160 | 21,145 | 38,682 | 46,489 |
| NAND            | 59     | -154   | -101   | -127   | -199   | -251   | -91    | -62    | 2,613  | -323   | -603   |
| Others          | -164   | -23    | 76     | 73     | -142   | -100   | -75    | -70    | -292   | -38    | -387   |
| 영업이익률 (%)       | 42     | 41     | 46     | 46     | 41     | 46     | 47     | 48     | 35     | 44     | 46     |
| DRAM            | 53     | 55     | 59     | 59     | 53     | 58     | 58     | 59     | 47     | 57     | 57     |
| NAND            | 2      | -3     | -2     | -3     | -5     | -6     | -2     | -1     | 14     | -2     | -4     |
| Others          | -47    | -5     | 14     | 13     | -33    | -19    | -13    | -12    | -15    | -2     | -18    |
| 매출비중 (%)        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| DRAM            | 80     | 77     | 79     | 79     | 81     | 81     | 81     | 81     | 68     | 79     | 81     |
| NAND            | 18     | 21     | 19     | 18     | 17     | 16     | 17     | 17     | 29     | 19     | 17     |
| Others          | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 2      | 3      | 2      | 2      |

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터

# SK하이닉스 (000660) \_ 여전히 핵심을 가장 잘 지키는 업체

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

|                              | 1Q25   | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024   | 2025E  | 2026E   |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| DRAM Total Bit (1Gb eqv, mn) | 18,991 | 23,665 | 24,611 | 25,104 | 23,095 | 25,867 | 27,419 | 28,516 | 76,346 | 92,371 | 104,897 |
| HBM Bit 비중 (%)               | 15     | 14     | 14     | 14     | 15     | 14     | 15     | 16     | 9      | 14     | 15      |
| HBM Bit                      | 2,811  | 3,313  | 3,446  | 3,515  | 3,464  | 3,621  | 4,113  | 4,562  | 6,742  | 13,084 | 15,761  |
| HBM ASP(US\$/1Gb)            | 1.62   | 1.75   | 1.75   | 1.84   | 1.69   | 1.69   | 1.76   | 1.83   | 1.50   | 1.75   | 1.75    |
| 환율                           | 1,460  | 1,380  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,360  | 1,367  | 1,385  | 1,360   |
| HBM 매출액 (십억원)                | 6,657  | 8,010  | 8,210  | 8,793  | 7,974  | 8,335  | 9,845  | 11,359 | 13,786 | 31,670 | 37,513  |
| QoQ %                        | 5      | 20     | 2      | 7      | -9     | 5      | 18     | 15     |        |        |         |
| YoY %                        | 433    | 253    | 109    | 39     | 20     | 4      | 20     | 29     | 445    | 130    | 18      |
| HBM 매출비중 (전사 대비)             | 38     | 36     | 36     | 37     | 37     | 33     | 38     | 42     | 21     | 37     | 38      |
| HBM 매출비중 (DRAM 대비)           | 47     | 47     | 45     | 47     | 46     | 41     | 47     | 51     | 31     | 46     | 46      |
| HBM 영업이익 (십억원)               | 3,994  | 5,127  | 5,254  | 5,627  | 4,784  | 5,085  | 6,006  | 6,702  | 7,328  | 20,003 | 22,576  |
| HBM OPM (%)                  | 60%    | 64%    | 64%    | 64%    | 60%    | 61%    | 61%    | 59%    | 53%    | 63%    | 60%     |

# SK하이닉스 (000660) \_ 여전히 핵심을 가장 잘 지키는 업체

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

| 재무상태표            | (십억원)          |                |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2022           | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
| 유동자산             | 28,733         | 30,468         | 42,279         | 51,369         | 73,211         |
| 현금 및 현금성자산       | 4,977          | 11,205         | 11,205         | 23,449         | 45,041         |
| 매출채권 및 기타채권      | 5,444          | 6,942          | 13,299         | 9,971          | 10,072         |
| 재고자산             | 15,665         | 13,481         | 13,314         | 13,307         | 13,266         |
| 기타               | 2,647          | 2,458          | 4,461          | 4,642          | 4,831          |
| 비유동자산            | 75,138         | 69,862         | 77,230         | 90,851         | 100,181        |
| 관계기업투자등          | 7,086          | 5,473          | 5,982          | 6,225          | 6,478          |
| 유형자산             | 60,229         | 52,705         | 60,157         | 73,968         | 83,341         |
| 무형자산             | 3,512          | 3,835          | 4,019          | 3,301          | 2,705          |
| <b>자산총계</b>      | <b>103,872</b> | <b>100,330</b> | <b>119,508</b> | <b>142,220</b> | <b>173,392</b> |
| 유동부채             | 19,844         | 21,008         | 24,965         | 20,838         | 18,300         |
| 매입채무 및 기타채무      | 10,807         | 7,026          | 13,386         | 9,975          | 9,268          |
| 단기금융부채           | 7,705          | 11,968         | 7,582          | 6,703          | 4,703          |
| 기타유동부채           | 1,332          | 2,015          | 3,997          | 4,160          | 4,329          |
| 비유동부채            | 20,737         | 25,819         | 20,974         | 21,008         | 21,043         |
| 장기금융부채           | 17,092         | 22,013         | 19,617         | 19,617         | 19,617         |
| 기타비유동부채          | 3,645          | 3,806          | 1,357          | 1,390          | 1,425          |
| <b>부채총계</b>      | <b>40,581</b>  | <b>46,826</b>  | <b>45,940</b>  | <b>41,846</b>  | <b>39,342</b>  |
| 자배주주지분           | 63,266         | 53,504         | 73,903         | 100,362        | 134,037        |
| 자본금              | 3,658          | 3,658          | 3,658          | 3,658          | 3,658          |
| 자본잉여금            | 4,336          | 4,373          | 4,487          | 4,487          | 4,487          |
| 이익잉여금            | 56,685         | 46,729         | 65,418         | 93,510         | 127,185        |
| 비지배주주지분(연결)      | 24             | -1             | 12             | 12             | 12             |
| <b>자본총계</b>      | <b>63,291</b>  | <b>53,504</b>  | <b>73,916</b>  | <b>100,375</b> | <b>134,050</b> |
| <b>현금흐름표</b>     | (십억원)          |                |                |                |                |
|                  | 2022           | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>14,781</b>  | <b>4,278</b>   | <b>43,920</b>  | <b>44,052</b>  | <b>50,963</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 2,242          | -9,138         | 19,797         | 28,939         | 34,526         |
| 비현금수익비용가감        | 19,532         | 15,033         | 24,123         | 15,109         | 17,121         |
| 유형자산감가상각비        | 13,372         | 13,121         | 11,985         | 13,764         | 16,365         |
| 무형자산상각비          | 780            | 553            | 596            | 843            | 683            |
| 기타현금수익비용         | 5,380          | -288           | 11,302         | 216            | -213           |
| 영업활동 자산부채변동      | -2,690         | 794            | 0              | 4              | -684           |
| 매출채권 감소(증가)      | 3,342          | -1,406         | -5,098         | 3,328          | -101           |
| 재고자산 감소(증가)      | -6,572         | 2,288          | 167            | 7              | 41             |
| 매입채무 증가(감소)      | 141            | 83             | -1,103         | -3,411         | -707           |
| 기타자산, 부채변동       | 399            | -171           | 6,035          | 80             | 84             |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-17,884</b> | <b>-7,335</b>  | <b>-30,243</b> | <b>-30,105</b> | <b>-26,545</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -18,687        | -6,785         | -16,127        | -27,574        | -25,739        |
| 무형자산 감소(증가)      | -738           | -454           | -697           | -124           | -88            |
| 투자자산 감소(증가)      | 2,420          | 126            | -1,418         | -406           | -420           |
| 기타투자활동           | -880           | -221           | -12,000        | -2,000         | -299           |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>2,822</b>   | <b>5,697</b>   | <b>-10,059</b> | <b>-1,704</b>  | <b>-2,825</b>  |
| 차입금의 증가(감소)      | 4,491          | 6,507          | -9,477         | -879           | -2,000         |
| 자본의 증가(감소)       | -1,669         | -801           | -582           | -825           | -825           |
| 배당금의 지급          | 1,681          | 825            | 825            | 825            | 825            |
| 기타재무활동           | 0              | -10            | 0              | 0              | 0              |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>-81</b>     | <b>2,610</b>   | <b>3,618</b>   | <b>12,243</b>  | <b>21,593</b>  |
| 기초현금             | 5,058          | 4,977          | 7,587          | 11,205         | 23,449         |
| 기말현금             | 4,977          | 7,587          | 11,205         | 23,449         | 45,041         |
| NOPLAT           | 3,813          | -5,604         | 20,569         | 29,891         | 35,490         |
| FCF              | 1,200          | -646           | 13,677         | 13,948         | 24,418         |

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

| 손익계산서             | (십억원)         |                |               |               |                |
|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
|                   | 2022          | 2023           | 2024          | 2025F         | 2026F          |
| <b>매출액</b>        | <b>44,622</b> | <b>32,766</b>  | <b>66,193</b> | <b>86,698</b> | <b>99,691</b>  |
| 매출원가              | 28,994        | 33,299         | 34,365        | 38,159        | 44,245         |
| <b>매출총이익</b>      | <b>15,628</b> | <b>-533</b>    | <b>31,828</b> | <b>48,540</b> | <b>55,446</b>  |
| 판매비 및 관리비         | 8,818         | 7,197          | 8,361         | 10,218        | 9,946          |
| <b>영업이익</b>       | <b>6,809</b>  | <b>-7,730</b>  | <b>23,467</b> | <b>38,321</b> | <b>45,500</b>  |
| (EBITDA)          | 20,961        | 5,943          | 36,049        | 52,927        | 62,547         |
| 금융손익              | -441          | -1,238         | -971          | -1,021        | -1,036         |
| 이자비용              | 533           | 1,468          | 1,345         | 1,228         | 1,251          |
| 관계기업등 투자손익        | 131           | 15             | -2            | -65           | -65            |
| 기타영업외손익           | -2,497        | -2,704         | 93            | -134          | -135           |
| <b>세전계속사업이익</b>   | <b>4,003</b>  | <b>-11,658</b> | <b>22,586</b> | <b>37,102</b> | <b>44,264</b>  |
| 계속사업법인세비용         | 1,761         | -2,520         | 2,790         | 8,162         | 9,738          |
| 계속사업이익            | 2,242         | -9,138         | 19,797        | 28,939        | 34,526         |
| 중단사업이익            | 0             | 0              | 0             | 0             | 0              |
| <b>당기순이익</b>      | <b>2,242</b>  | <b>-9,138</b>  | <b>19,797</b> | <b>28,939</b> | <b>34,526</b>  |
| 지배주주              | 2,230         | -9,112         | 19,789        | 28,918        | 34,500         |
| 총포괄이익             | 2,465         | -9,138         | 19,797        | 28,939        | 34,526         |
| 매출총이익률 (%)        | 35.0          | -1.6           | 48.1          | 56.0          | 55.6           |
| 영업이익률 (%)         | 15.3          | -23.6          | 35.5          | 44.2          | 45.6           |
| EBITDA마진률 (%)     | 47.0          | 18.1           | 54.5          | 61.0          | 62.7           |
| 당기순이익률 (%)        | 5.0           | -27.9          | 29.9          | 33.4          | 34.6           |
| ROA (%)           | 2.2           | -8.9           | 18.0          | 22.1          | 21.9           |
| ROE (%)           | 3.6           | -15.6          | 31.1          | 33.2          | 29.4           |
| ROIC (%)          | 5.3           | -7.5           | 26.6          | 34.0          | 35.7           |
| <b>주요투자지표</b>     | (원, 배)        |                |               |               |                |
|                   | 2022          | 2023           | 2024          | 2025F         | 2026F          |
| <b>투자지표 (x)</b>   |               |                |               |               |                |
| P/E               | 24.5          | -11.3          | 6.4           | 6.7           | 5.6            |
| P/B               | 0.9           | 1.9            | 1.7           | 1.9           | 1.5            |
| P/S               | 1.2           | 3.1            | 1.9           | 2.2           | 2.0            |
| EV/EBITDA         | 3.5           | 21.7           | 3.9           | 3.7           | 2.7            |
| P/CF              | 2.5           | 17.5           | 2.9           | 4.4           | 3.8            |
| 배당수익률 (%)         | 1.6           | 0.8            | 0.7           | 0.4           | 0.4            |
| <b>성장성 (%)</b>    |               |                |               |               |                |
| 매출액               | 3.8           | -26.6          | 102.0         | 31.0          | 15.0           |
| 영업이익              | -45.1         | 적전             | 흑전            | 63.3          | 18.7           |
| 세전이익              | -70.2         | 적전             | 흑전            | 64.3          | 19.3           |
| 당기순이익             | -76.7         | 적전             | 흑전            | 46.2          | 19.3           |
| EPS               | -76.8         | 적전             | 흑전            | 46.1          | 19.3           |
| <b>안정성 (%)</b>    |               |                |               |               |                |
| 부채비율              | 64.1          | 87.5           | 62.2          | 41.7          | 29.3           |
| 유동비율              | 144.8         | 145.0          | 169.3         | 246.5         | 400.1          |
| 순차입금/자기자본(x)      | 30.6          | 48.3           | 18.3          | 0.3           | -17.4          |
| 영업이익/금융비용(x)      | 12.8          | -5.3           | 17.4          | 31.2          | 36.4           |
| <b>총차입금 (십억원)</b> | <b>24,797</b> | <b>33,981</b>  | <b>27,200</b> | <b>26,321</b> | <b>24,321</b>  |
| <b>순차입금 (십억원)</b> | <b>19,390</b> | <b>25,821</b>  | <b>13,554</b> | <b>332</b>    | <b>-23,364</b> |
| <b>주당지표(원)</b>    |               |                |               |               |                |
| EPS               | 3,063         | -12,517        | 27,182        | 39,722        | 47,390         |
| BPS               | 86,904        | 73,495         | 101,515       | 137,860       | 184,117        |
| SPS               | 61,293        | 45,008         | 90,924        | 119,091       | 136,937        |
| CFPS              | 29,909        | 8,098          | 60,329        | 60,505        | 70,944         |
| DPS               | 1,200         | 1,200          | 1,200         | 1,200         | 1,200          |

# 삼성전자 (005930) \_ 기대가 많아지는 하반기

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

이수림 반도체  
02-709-2661  
surim.lee@ds-sec.co.kr

## 매수(유지)

목표주가(유지) 81,000원  
현재주가(08/18) 70,000원  
상승여력 15.7%

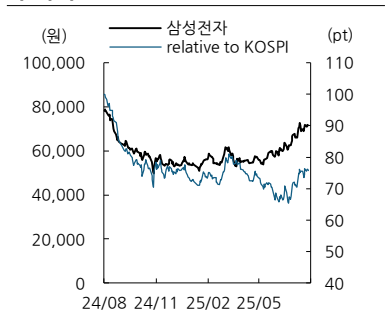
### Stock Data

KOSPI 3,177.3pt  
시가총액(보통주) 414,375십억원  
발행주식수 5,919,638천주  
액면가 100원  
자본금 898십억원  
60일 평균거래량 18,381천주  
60일 평균거래대금 1,160,848백만원  
외국인 지분율 50.6%  
52주 최고가 80,100원  
52주 최저가 49,900원  
주요주주  
삼성생명보험(외 17인) 20.2%  
국민연금공단(외 1인) 7.8%

### 주가추이 및 상대강도

| (%) | 절대수익률 | 상대수익률 |
|-----|-------|-------|
| 1M  | 4.3   | 4.7   |
| 3M  | 23.2  | 2.3   |
| 6M  | 23.0  | 2.1   |

### 주가차트



## 동사를 둘러싼 환경은 좋아지는 중

- 테슬라에 이어 애플 CIS까지 텍사스 파운드리 팹을 통해 주요 글로벌 고객사향 파운드리 장기공급계약 연달아 확보
- 2분기 일회성 비용 인식과 더불어 최근 라인 가동률이 반등하고 있어 3분기에는 파운드리 적자 -1.8조원 수준으로 적자 폭 줄일 것으로 전망
- 또한 최근 마이크론의 모바일 NAND 사업 철수 및 중국 내 구조조정은 NAND 시장 점유율 1위인 동사에게 긍정적인 소식

## DRAM에서의 경쟁력 회복도 입증해야 할 때

- HBM3e 12hi의 주요 고객사 양산 퀄리티케이션 통과 여부는 9월 말 이후에 나올 것으로 전망
- 다만 현재 경쟁사들과의 DRAM 영업이익을 비교해보면, HBM 뿐만 아니라 일반 DRAM 마진 역시 아쉬운 상황임
- 주요 고객사향 HBM4 공급망 진입을 통한 격차 축소 및 DDR5에서의 경쟁력 회복이 필요할 것
- 결국 이는 1c 초기 수율 및 성능에 달려있다는 판단

## 투자의견 매수, 목표주가 81,000원 유지

- 3Q25 영업이익은 8.2조원(+77% QoQ, -10% YoY, OPM 10.0%)으로 추정
- DS 부문의 영업이익은 2분기 0.4조원에서 3분기 3.5조원으로 2분기가 확실한 저점으로 회복의 방향성을 찾아갈 것으로 전망
- 현재 주가는 25F 추정 BPS 기준 P/B 1.21배 수준에 도달하였으며 이는 2H23 이후 평균 P/B 수준임
- 파운드리 경쟁력 개선에 대한 기대감이 어느 정도 주가에 반영된 상태에서 추가적인 상승을 위해서는 DRAM 부문의 경쟁력 회복이 필수

### Financial Data

| (십억원)        | 2022    | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액          | 302,231 | 258,935 | 300,871 | 314,977 | 329,044 |
| 영업이익         | 43,377  | 6,567   | 32,726  | 28,166  | 39,168  |
| 영업이익률(%)     | 14.4    | 2.5     | 10.9    | 8.9     | 11.9    |
| 세전이익         | 46,440  | 11,006  | 37,530  | 35,142  | 45,863  |
| 지배주주지분순이익    | 54,730  | 14,473  | 33,621  | 29,601  | 38,585  |
| EPS(원)       | 8,969   | 2,225   | 5,433   | 4,760   | 6,265   |
| 증감률(%)       | 40.7    | -75.2   | 144.2   | -12.4   | 31.6    |
| ROE(%)       | 17.1    | 4.1     | 9.0     | 7.5     | 9.4     |
| PER(배)       | 6.2     | 35.3    | 9.8     | 14.7    | 11.2    |
| PBR(배)       | 1.1     | 1.5     | 0.9     | 1.2     | 1.1     |
| EV/EBITDA(배) | 3.2     | 9.7     | 3.5     | 5.0     | 4.1     |

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# 삼성전자 (005930) \_ 기대가 많아지는 하반기

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

| Key Assumptions | 1Q25  | 2Q25P | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024  | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| DRAM B/G(%)     | 2     | 12    | 9     | 4     | -10   | 5     | 3     | 2     | 12    | 6     | 5     |
| DRAM ASP(%)     | -20   | 3     | 4     | 4     | 5     | 2     | -4    | -5    | 65    | 5     | 9     |
| NAND B/G(%)     | -10   | 27    | 4     | 8     | -7    | 14    | -6    | 3     | 13    | 6     | 14    |
| NAND ASP(%)     | -16   | -4    | 0     | 2     | 3     | -2    | 7     | -6    | 65    | -15   | 4     |
| 스마트폰 출하량 (백만대)  | 62    | 58    | 64    | 58    | 66    | 58    | 64    | 59    | 229   | 242   | 242   |
| 스마트폰 ASP (\$)   | 320   | 290   | 322   | 287   | 332   | 296   | 334   | 318   | 301   | 305   | 320   |
| OLED (백만장)      | 87    | 92    | 104   | 109   | 87    | 92    | 106   | 111   | 374   | 393   | 398   |
| OLED ASP (\$)   | 46    | 50    | 54    | 53    | 46    | 50    | 55    | 54    | 57    | 51    | 52    |
| 환율(원/달러)        | 1,460 | 1,380 | 1,360 | 1,360 | 1,360 | 1,360 | 1,360 | 1,360 | 1,364 | 1,390 | 1,360 |

|            | 1Q25   | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 (십억원)  | 79,141 | 74,582 | 82,342 | 78,913 | 81,001 | 78,879 | 86,762 | 82,403 | 300,871 | 314,977 | 329,044 |
| DS         | 25,098 | 27,882 | 29,835 | 32,002 | 30,157 | 32,919 | 32,714 | 31,933 | 111,081 | 114,816 | 127,723 |
| DX         | 51,717 | 42,528 | 47,102 | 41,566 | 48,073 | 42,255 | 48,540 | 44,794 | 174,888 | 182,913 | 183,662 |
| SDC        | 5,867  | 6,405  | 7,703  | 7,927  | 5,517  | 6,314  | 7,988  | 8,219  | 29,158  | 27,902  | 28,038  |
| Harman     | 3,419  | 3,791  | 3,731  | 3,672  | 3,743  | 3,770  | 3,755  | 3,734  | 14,275  | 14,613  | 15,003  |
| 영업이익 (십억원) | 6,685  | 4,637  | 8,225  | 8,618  | 8,770  | 9,780  | 11,537 | 9,081  | 32,726  | 28,166  | 39,168  |
| DS         | 1,106  | 398    | 3,485  | 5,080  | 3,707  | 5,832  | 5,997  | 5,202  | 15,094  | 10,069  | 20,739  |
| DX         | 4,722  | 3,294  | 3,114  | 2,471  | 4,120  | 3,006  | 3,695  | 2,798  | 12,440  | 13,600  | 13,620  |
| SDC        | 462    | 501    | 1,229  | 746    | 475    | 540    | 1,332  | 833    | 3,733   | 2,938   | 3,181   |
| Harman     | 307    | 444    | 398    | 321    | 467    | 402    | 513    | 247    | 1,308   | 1,470   | 1,629   |
| 영업이익률 (%)  | 8.4    | 6.2    | 10.0   | 10.9   | 10.8   | 12.4   | 13.3   | 11.0   | 10.9    | 8.9     | 11.9    |
| DS         | 4.4    | 1.4    | 11.7   | 15.9   | 12.3   | 17.7   | 18.3   | 16.3   | 13.6    | 8.8     | 16.2    |
| DX         | 9.1    | 7.7    | 6.6    | 5.9    | 8.6    | 7.1    | 7.6    | 6.2    | 7.1     | 7.4     | 7.4     |
| SDC        | 7.9    | 7.8    | 16.0   | 9.4    | 8.6    | 8.6    | 16.7   | 10.1   | 12.8    | 10.5    | 11.3    |
| Harman     | 9.0    | 11.7   | 10.7   | 8.7    | 12.5   | 10.7   | 13.7   | 6.6    | 9.2     | 10.1    | 10.9    |

# 삼성전자 (005930) \_ 기대가 많아지는 하반기

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

|             | 1Q25   | 2Q25P  | 3Q25E  | 4Q25E  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2024    | 2025E   | 2026E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액 (십억원)   | 79,141 | 74,582 | 82,342 | 78,913 | 81,001 | 78,879 | 86,762 | 82,403 | 300,871 | 314,977 | 329,044 |
| DS          | 25,098 | 27,882 | 29,835 | 32,002 | 30,157 | 32,919 | 32,714 | 31,933 | 111,081 | 114,816 | 127,723 |
| DRAM        | 12,543 | 13,677 | 15,279 | 16,526 | 15,617 | 16,726 | 16,539 | 16,026 | 51,371  | 58,025  | 64,908  |
| NAND        | 6,549  | 7,546  | 7,735  | 8,520  | 8,162  | 9,118  | 9,171  | 8,880  | 33,411  | 30,350  | 35,331  |
| LSI/Foundry | 6,006  | 6,659  | 6,821  | 6,955  | 6,379  | 7,075  | 7,004  | 7,027  | 26,299  | 26,441  | 27,485  |
| DX          | 51,717 | 42,528 | 47,102 | 41,566 | 48,073 | 42,255 | 48,540 | 44,794 | 174,888 | 182,913 | 183,662 |
| VD/CE       | 15,833 | 14,078 | 13,652 | 13,768 | 13,415 | 13,823 | 13,853 | 13,794 | 57,658  | 57,331  | 54,886  |
| MX/네트워크     | 35,884 | 28,450 | 33,450 | 27,798 | 34,658 | 28,432 | 34,687 | 31,000 | 117,230 | 125,582 | 128,777 |
| SDC         | 5,867  | 6,405  | 7,703  | 7,927  | 5,517  | 6,314  | 7,988  | 8,219  | 29,158  | 27,902  | 28,038  |
| Harman      | 3,419  | 3,791  | 3,731  | 3,672  | 3,743  | 3,770  | 3,755  | 3,734  | 14,275  | 14,613  | 15,003  |
| 영업이익 (십억원)  | 6,685  | 4,637  | 8,225  | 8,618  | 8,770  | 9,780  | 11,537 | 9,081  | 32,726  | 28,166  | 39,168  |
| DS          | 1,106  | 398    | 3,485  | 5,080  | 3,707  | 5,832  | 5,997  | 5,202  | 15,094  | 10,069  | 20,739  |
| DRAM        | 3,740  | 3,153  | 5,382  | 6,397  | 4,865  | 5,832  | 5,858  | 5,219  | 15,238  | 18,673  | 21,774  |
| NAND        | -419   | -315   | -63    | 37     | 317    | 805    | 961    | 791    | 4,990   | -760    | 2,875   |
| LSI/Foundry | -2,215 | -2,441 | -1,834 | -1,354 | -1,474 | -806   | -822   | -808   | -5,134  | -7,844  | -3,910  |
| DX          | 4,722  | 3,294  | 3,114  | 2,471  | 4,120  | 3,006  | 3,695  | 2,798  | 12,440  | 13,600  | 13,620  |
| VD/CE       | 374    | 207    | 445    | 209    | 402    | 472    | 488    | 210    | 1,752   | 1,235   | 1,572   |
| MX/네트워크     | 4,347  | 3,087  | 2,669  | 2,262  | 3,718  | 2,534  | 3,207  | 2,588  | 10,688  | 12,365  | 12,048  |
| SDC         | 462    | 501    | 1,229  | 746    | 475    | 540    | 1,332  | 833    | 3,733   | 2,938   | 3,181   |
| Harman      | 307    | 444    | 398    | 321    | 467    | 402    | 513    | 247    | 1,308   | 1,470   | 1,629   |
| 영업이익률 (%)   | 8.4    | 6.2    | 10.0   | 10.9   | 10.8   | 12.4   | 13.3   | 11.0   | 10.9    | 8.9     | 11.9    |
| DS          | 4.4    | 1.4    | 11.7   | 15.9   | 12.3   | 17.7   | 18.3   | 16.3   | 13.6    | 8.8     | 16.2    |
| DRAM        | 29.8   | 23.1   | 35.2   | 38.7   | 31.1   | 34.9   | 35.4   | 32.6   | 29.7    | 32.2    | 33.5    |
| NAND        | -6.4   | -4.2   | -0.8   | 0.4    | 3.9    | 8.8    | 10.5   | 8.9    | 14.9    | -2.5    | 8.1     |
| LSI/Foundry | -36.9  | -36.7  | -26.9  | -19.5  | -23.1  | -11.4  | -11.7  | -11.5  | -19.5   | -29.7   | -14.2   |
| DX          | 9.1    | 7.7    | 6.6    | 5.9    | 8.6    | 7.1    | 7.6    | 6.2    | 7.1     | 7.4     | 7.4     |
| VD/CE       | 2.4    | 1.5    | 3.3    | 1.5    | 3.0    | 3.4    | 3.5    | 1.5    | 3.0     | 2.2     | 2.9     |
| MX/네트워크     | 12.1   | 10.9   | 8.0    | 8.1    | 10.7   | 8.9    | 9.2    | 8.3    | 9.1     | 9.8     | 9.4     |
| SDC         | 7.9    | 7.8    | 16.0   | 9.4    | 8.6    | 8.6    | 16.7   | 10.1   | 12.8    | 10.5    | 11.3    |
| Harman      | 9.0    | 11.7   | 10.7   | 8.7    | 12.5   | 10.7   | 13.7   | 6.6    | 9.2     | 10.1    | 10.9    |

# 삼성전자 (005930) \_ 기대가 많아지는 하반기

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

| 재무상태표       | 2022           | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산        | 218,471        | 195,937        | 227,062        | 246,994        | 279,192        |
| 현금 및 현금성자산  | 49,681         | 69,081         | 53,706         | 65,903         | 89,216         |
| 매출채권 및 기타채권 | 41,871         | 43,281         | 53,246         | 55,008         | 55,989         |
| 재고자산        | 52,188         | 51,626         | 51,755         | 52,752         | 55,086         |
| 기타          | 74,731         | 31,949         | 68,356         | 73,331         | 78,902         |
| 비유동자산       | 229,954        | 259,969        | 287,470        | 295,893        | 304,614        |
| 관계기업투자등     | 23,696         | 20,680         | 24,349         | 25,337         | 26,366         |
| 유형자산        | 168,045        | 187,256        | 205,945        | 213,130        | 220,354        |
| 무형자산        | 20,218         | 22,742         | 23,739         | 22,631         | 21,686         |
| <b>자산총계</b> | <b>448,425</b> | <b>455,906</b> | <b>514,532</b> | <b>542,887</b> | <b>583,806</b> |
| 유동부채        | 78,345         | 75,719         | 93,326         | 117,330        | 128,893        |
| 매입채무 및 기타채무 | 58,747         | 53,550         | 61,523         | 64,860         | 67,728         |
| 단기금융부채      | 6,236          | 8,423          | 15,380         | 35,380         | 43,380         |
| 기타유동부채      | 13,362         | 13,746         | 16,424         | 17,091         | 17,785         |
| 비유동부채       | 15,330         | 16,509         | 19,014         | 19,292         | 19,846         |
| 장기금융부채      | 4,097          | 4,262          | 3,950          | 3,841          | 3,991          |
| 기타비유동부채     | 11,233         | 12,246         | 15,063         | 15,451         | 15,855         |
| <b>부채총계</b> | <b>93,675</b>  | <b>92,228</b>  | <b>112,340</b> | <b>136,623</b> | <b>148,739</b> |
| 자배주주지분      | 345,186        | 353,234        | 391,688        | 395,760        | 424,563        |
| 자본금         | 898            | 898            | 898            | 898            | 898            |
| 자본잉여금       | 4,404          | 4,404          | 4,404          | 4,404          | 4,404          |
| 이익잉여금       | 337,946        | 346,652        | 370,513        | 390,332        | 419,135        |
| 비지배주주지분(연결) | 9,563          | 10,444         | 10,504         | 10,504         | 10,504         |
| <b>자본총계</b> | <b>354,750</b> | <b>363,678</b> | <b>402,192</b> | <b>406,264</b> | <b>435,067</b> |

| 현금흐름표              | 2022           | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>   | <b>62,181</b>  | <b>44,137</b>  | <b>72,983</b>  | <b>59,885</b>  | <b>84,637</b>  |
| 당기순이익(손실)          | 55,654         | 15,487         | 34,451         | 30,297         | 39,493         |
| 비현금수익비용가감          | 33,073         | 36,520         | 42,947         | 29,409         | 46,297         |
| 유형자산감가상각비          | 35,952         | 35,532         | 39,650         | 42,340         | 43,841         |
| 무형자산상각비            | 3,156          | 3,134          | 2,981          | 3,741          | 3,578          |
| 기타현금수익비용           | -6,034         | -4,131         | -1,349         | -17,906        | -2,356         |
| <b>영업활동 자산부채변동</b> | <b>-16,999</b> | <b>-5,459</b>  | <b>-1,568</b>  | <b>178</b>     | <b>-1,153</b>  |
| 매출채권 감소(증가)        | 6,332          | 236            | -3,139         | -1,762         | -981           |
| 재고자산 감소(증가)        | -13,311        | -3,207         | 2,541          | -998           | -2,333         |
| 매입채무 증가(감소)        | -6,742         | 1,104          | -1,539         | 3,337          | 2,869          |
| 기타자산, 부채변동         | -3,278         | -3,592         | 568            | -399           | -708           |
| <b>투자활동 현금</b>     | <b>-31,603</b> | <b>-16,923</b> | <b>-85,382</b> | <b>-57,797</b> | <b>-59,691</b> |
| 유형자산처분(취득)         | -49,213        | -57,513        | -36,241        | -49,525        | -51,065        |
| 무형자산 감소(증가)        | -3,673         | -2,911         | -2,319         | -2,633         | -2,633         |
| 투자자산 감소(증가)        | 26,121         | 50,079         | -27,801        | -4,281         | -4,580         |
| 기타투자활동             | -4,838         | -6,578         | -19,020        | -1,358         | -1,413         |
| <b>재무활동 현금</b>     | <b>-19,390</b> | <b>-8,593</b>  | <b>-7,797</b>  | <b>10,109</b>  | <b>-1,632</b>  |
| 차입금의 증가(감소)        | -9,576         | 1,281          | 4,912          | 19,891         | 8,150          |
| 자본의 증가(감소)         | -9,814         | -9,809         | -11,621        | -9,782         | -9,782         |
| 배당금의 지급            | 9,814          | 9,809          | 9,809          | 9,782          | 9,782          |
| 기타재무활동             | 0              | -64            | -1,088         | 0              | 0              |
| <b>현금의 증가</b>      | <b>10,649</b>  | <b>19,400</b>  | <b>-15,375</b> | <b>12,197</b>  | <b>23,314</b>  |
| 기초현금               | 39,031         | 49,681         | 69,081         | 53,706         | 65,903         |
| 기말현금               | 49,681         | 69,081         | 53,706         | 65,903         | 89,216         |
| NOPLAT             | 31,448         | 4,761          | 30,042         | 24,283         | 33,728         |
| FCF                | 40,126         | 29,625         | -9,551         | 2,088          | 24,946         |

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

| 손익계산서           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025F          | 2026F          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>      | <b>302,231</b> | <b>258,935</b> | <b>300,871</b> | <b>314,977</b> | <b>329,044</b> |
| 매출원가            | 190,042        | 180,389        | 186,562        | 202,555        | 200,232        |
| <b>매출총이익</b>    | <b>112,190</b> | <b>78,547</b>  | <b>114,309</b> | <b>112,423</b> | <b>128,812</b> |
| 판매비 및 관리비       | 68,813         | 71,980         | 81,583         | 84,257         | 89,644         |
| <b>영업이익</b>     | <b>43,377</b>  | <b>6,567</b>   | <b>32,726</b>  | <b>28,166</b>  | <b>39,168</b>  |
| (EBITDA)        | 82,484         | 45,234         | 75,357         | 74,247         | 86,587         |
| 금융손익            | 2,372          | 3,592          | 4,050          | 5,799          | 5,512          |
| 이자비용            | 763            | 930            | 904            | 1,426          | 2,118          |
| 관계기업등 투자손익      | 1,091          | 888            | 751            | 617            | 617            |
| 기타영업외손익         | -399           | -40            | 3              | 560            | 566            |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>46,440</b>  | <b>11,006</b>  | <b>37,530</b>  | <b>35,142</b>  | <b>45,863</b>  |
| 계속사업법인세비용       | -9,214         | -4,481         | 3,078          | 4,845          | 6,370          |
| 계속사업이익          | 55,654         | 15,487         | 34,451         | 30,297         | 39,493         |
| 중단사업이익          | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>당기순이익</b>    | <b>55,654</b>  | <b>15,487</b>  | <b>34,451</b>  | <b>30,297</b>  | <b>39,493</b>  |
| 지배주주            | 54,730         | 14,473         | 33,621         | 29,601         | 38,585         |
| 총포괄이익           | 59,721         | 15,487         | 34,451         | 30,297         | 39,493         |
| 매출총이익률 (%)      | 37.1           | 30.3           | 38.0           | 35.7           | 39.1           |
| 영업이익률 (%)       | 14.4           | 2.5            | 10.9           | 8.9            | 11.9           |
| EBITDA마진률 (%)   | 27.3           | 17.5           | 25.0           | 23.6           | 26.3           |
| 당기순이익률 (%)      | 18.4           | 6.0            | 11.5           | 9.6            | 12.0           |
| ROA (%)         | 12.5           | 3.2            | 6.9            | 5.6            | 6.8            |
| ROE (%)         | 17.1           | 4.1            | 9.0            | 7.5            | 9.4            |
| ROIC (%)        | 15.5           | 1.9            | 11.0           | 8.4            | 11.4           |

| 주요투자지표          | 2022     | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F    |
|-----------------|----------|---------|---------|---------|----------|
| <b>투자지표 (x)</b> |          |         |         |         |          |
| P/E             | 6.2      | 35.3    | 9.8     | 14.7    | 11.2     |
| P/B             | 1.1      | 1.5     | 0.9     | 1.2     | 1.1      |
| P/S             | 1.2      | 2.1     | 1.2     | 1.5     | 1.4      |
| EV/EBITDA       | 3.2      | 9.7     | 3.5     | 5.0     | 4.1      |
| P/CF            | 4.2      | 10.3    | 4.7     | 8.0     | 5.5      |
| 배당수익률 (%)       | 2.6      | 1.8     | 2.7     | 2.1     | 2.1      |
| <b>성장성 (%)</b>  |          |         |         |         |          |
| 매출액             | 8.1      | -14.3   | 16.2    | 4.7     | 4.5      |
| 영업이익            | -16.0    | -84.9   | 398.3   | -13.9   | 39.1     |
| 세전이익            | -13.0    | -76.3   | 241.0   | -6.4    | 30.5     |
| 당기순이익           | 39.5     | -72.2   | 122.5   | -12.1   | 30.4     |
| EPS             | 40.7     | -75.2   | 144.2   | -12.4   | 31.6     |
| <b>안정성 (%)</b>  |          |         |         |         |          |
| 부채비율            | 26.4     | 25.4    | 27.9    | 33.6    | 34.2     |
| 유동비율            | 278.9    | 258.8   | 243.3   | 210.5   | 216.6    |
| 순차입금/자기자본(x)    | -29.4    | -21.7   | -23.2   | -22.0   | -25.0    |
| 영업이익/금융비용(x)    | 56.8     | 7.1     | 36.2    | 19.8    | 18.5     |
| 총차입금 (십억원)      | 10,333   | 12,686  | 19,330  | 39,221  | 47,371   |
| 순차입금 (십억원)      | -104,450 | -79,086 | -93,285 | -89,500 | -108,832 |
| <b>주당지표(원)</b>  |          |         |         |         |          |
| EPS             | 8,969    | 2,225   | 5,433   | 4,760   | 6,265    |
| BPS             | 50,817   | 52,002  | 57,663  | 58,263  | 62,503   |
| SPS             | 44,494   | 38,120  | 44,293  | 46,370  | 48,441   |
| CFPS            | 13,062   | 7,656   | 11,394  | 8,790   | 12,630   |
| DPS             | 1,444    | 1,440   | 1,440   | 1,440   | 1,440    |

# 투자의견 및 목표주가 변동추이

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## SK하이닉스 (000660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견  | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|------------|-------|---------|--------|------------|
|            |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-11-06 | 담당자변경 |         |        |            |
| 2023-11-06 | 매수    | 153,000 | -12.3  | -6.8       |
| 2023-11-13 | 매수    | 153,000 | -12.1  | -6.8       |
| 2024-01-23 | 매수    | 153,000 | -8.6   | -7.5       |
| 2024-01-26 | 매수    | 168,000 | -9.4   | 2.3        |
| 2024-03-20 | 매수    | 210,000 | -15.0  | -10.3      |
| 2024-04-26 | 매수    | 230,000 | -13.8  | 3.3        |
| 2024-06-24 | 매수    | 290,000 | -30.4  | 3.5        |
| 2024-07-26 | 매수    | 290,000 | -31.2  | 3.5        |
| 2024-08-09 | 매수    | 290,000 | -30.9  | 3.5        |
| 2024-09-24 | 매수    | 290,000 | -29.7  | 3.5        |
| 2024-10-25 | 매수    | 290,000 | -28.9  | 3.5        |
| 2025-01-10 | 매수    | 290,000 | -25.2  | 3.5        |
| 2025-01-23 | 매수    | 290,000 | -25.0  | 3.5        |
| 2025-02-11 | 매수    | 290,000 | -24.6  | 3.5        |
| 2025-03-20 | 매수    | 290,000 | -22.8  | 3.5        |
| 2025-04-15 | 매수    | 290,000 | -20.0  | 3.5        |
| 2025-04-25 | 매수    | 290,000 | -17.5  | 3.5        |
| 2025-06-09 | 매수    | 290,000 | -7.1   | 3.5        |
| 2025-07-28 | 매수    | 310,000 | -14.6  | -10.3      |
| 2025-08-19 | 매수    | 310,000 |        |            |



# 투자의견 및 목표주가 변동추이

De-rating이 아닌 구조적 Re-rating

## 삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자       | 투자의견  | 목표주가(원) | 과리율(%) |            |
|------------|-------|---------|--------|------------|
|            |       |         | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-11-06 | 담당자변경 |         |        |            |
| 2023-11-06 | 매수    | 92,000  | -20.5  | -13.5      |
| 2023-11-13 | 매수    | 92,000  | -20.1  | -13.5      |
| 2024-01-05 | 매수    | 99,000  | -24.1  | -13.8      |
| 2024-01-10 | 매수    | 99,000  | -24.2  | -13.8      |
| 2024-02-01 | 매수    | 99,000  | -23.6  | -13.8      |
| 2024-03-20 | 매수    | 99,000  | -18.1  | -13.8      |
| 2024-04-05 | 매수    | 109,000 | -28.2  | -19.5      |
| 2024-04-30 | 매수    | 109,000 | -28.5  | -19.5      |
| 2024-06-25 | 매수    | 109,000 | -28.5  | -19.5      |
| 2024-07-05 | 매수    | 109,000 | -29.1  | -19.5      |
| 2024-08-01 | 매수    | 109,000 | -33.0  | -23.8      |
| 2024-09-24 | 매수    | 93,000  | -38.9  | -30.4      |
| 2024-10-08 | 매수    | 93,000  | -39.7  | -34.4      |
| 2024-11-01 | 매수    | 93,000  | -41.0  | -36.9      |
| 2025-01-06 | 매수    | 77,000  | -29.2  | -25.6      |
| 2025-01-08 | 매수    | 77,000  | -29.4  | -25.6      |
| 2025-01-31 | 매수    | 71,000  | -20.8  | -13.0      |
| 2025-03-20 | 매수    | 71,000  | -14.2  | -13.0      |
| 2025-03-28 | 매수    | 76,000  | -26.4  | -20.8      |
| 2025-04-08 | 매수    | 76,000  | -27.2  | -25.5      |
| 2025-05-02 | 매수    | 71,000  | -15.1  | 2.3        |
| 2025-07-02 | 매수    | 71,000  | -8.0   | 2.3        |
| 2025-07-08 | 매수    | 71,000  | -7.1   | 2.3        |
| 2025-08-01 | 매수    | 81,000  | -12.9  | -11.2      |
| 2025-08-19 | 매수    | 81,000  |        |            |



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 추가 등락 기준)

| 기업 |                               | 산업   |                            |
|----|-------------------------------|------|----------------------------|
| 매수 | + 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우       | 비중확대 | 업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견 |
| 중립 | - 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우 | 중립   |                            |
| 매도 | -20% 이하의 추가하락이 예상되는 경우        | 비중축소 |                            |

## 투자의견 비율

|       |      | 기준일 2025.06.30 |  |
|-------|------|----------------|--|
| 매수    | 중립   | 매도             |  |
| 98.7% | 0.6% | 0.6%           |  |

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

