

반도체

I'm still hungry

3Q25 Pre: 추정치 상향, Cycle goes on

3Q25 영업이익은 삼성전자 10.3조원(+121% QoQ, OPM 12%), SK하이닉스 10.9조원(+18% QoQ, OPM 46%)으로 추정한다. 기존 추정치 대비 삼성전자는 25%, SK하이닉스는 2% 상향 조정했다. 메모리 업체는 삼성전자, SK하이닉스 모두 비중확대를 지속해야 하는 시점이며 Top-pick은 SK하이닉스를 유지한다.

소부장은 여전히 DRAM 밸류체인을 최선호하며 가동률 상승 시기임을 감안할 때 소재를 장비보다 선호한다. NAND 밸류체인은 300단대 NAND 전환을 지속 중인 SK하이닉스 관련 밸류체인을 추천한다. 이엔에프테크놀로지 Top pick, 하나마이크론, 한솔아이윈스, 피에스케이 관심종목으로 추천한다.

DRAM: 일반 서버 수요에 SOCAMM, GDDR7 가세하며 공급부족 지속

최근 감지되는 일반 서버 수요 영향으로 2026년까지 DRAM 상승 사이클이 지속될 것으로 전망한다. DDR4의 ASP 역전 현상은 고객사들의 신규 서버 증설 시 DDR5 전환 속도를 가속화시킬 것이다. 2026년 컨벤셔널 DRAM 공급 부족은 심화될 것으로 예상되는 와중 일반 서버의 교체가 이어질 전망이다. 1) DDR4 EoL 시점 연기로 인해 선단공정 공급 증가가 지연될 전망이다. 2) SK하이닉스는 2026년 TSV Capa를 50K 수준 증설할 전망이며 이를 반영 시 DRAM Capa 내 HBM Capa 비중은 2025년 28%에서 2026년 33%까지 증가한다. 3) 또한 2026년 Rubin 플랫폼에 탑재가 예정된 SOCAMM2로 인해 LPDDR5 공급 역시 타이트해질 가능성이 높다는 판단이다.

NAND: DRAM 대비 수요 가시성은 떨어지나 업황 개선세 뚜렷

NAND는 최근 HDD 공급 부족으로 인해 대용량 QLC eSSD가 대체재로 떠오르며 단기적인 가격 상승이 나타나고 있다. 전반적인 수요 가시성이 아직은 DRAM 만큼 높지는 않으나 NAND 공급업체들의 보수적인 공급 전략이 지속됨을 감안할 때 HDD 쇼티지가 장기화되면 QLC eSSD의 수요 역시 크게 증가할 것으로 전망된다. 삼성전자의 V9 QLC 제품 출시가 지연된 것 역시 업황 측면에서는 긍정적이라고 볼 수 있다.

파운드리에 대한 관심도 지속 필요

3분기 삼성전자 실적 추정치 상향의 가장 주요한 원인은 파운드리 적자 축소이다. 가동률 상승에 따른 고정비 부담 감소를 전망한다. 2분기는 파운드리 적자 -2.4조원에서 3분기 -0.7조원까지 적자 폭을 축소할 것으로 전망한다. 6~7월부터 삼성 파운드리 가동률 상승 신호가 감지되기 시작했는데 중국 고객사 및 엑시노스 양산 등이 긍정적으로 작용한 것으로 판단한다.

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

김진형 연구원
02-709-2664
jh.kim@ds-sec.co.kr

2025.09.26

비중확대 (유지)

Top Picks

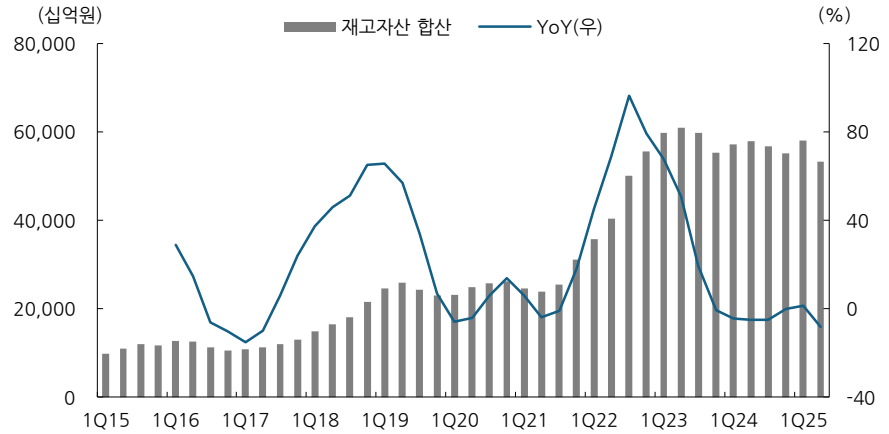
삼성전자 005930

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	106,000원
상승여력	23.1%

SK하이닉스 000660

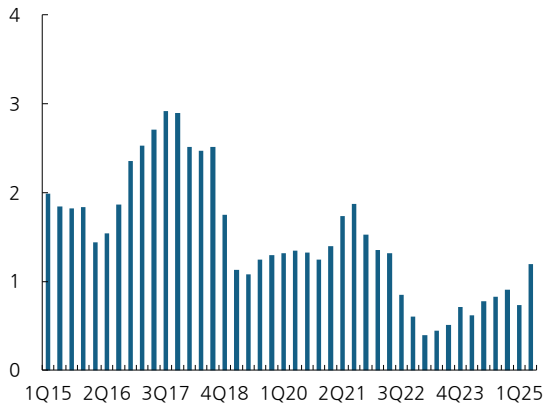
투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	430,000원
상승여력	20.6%

그림1 메모리 3사 합산 재고자산 추이



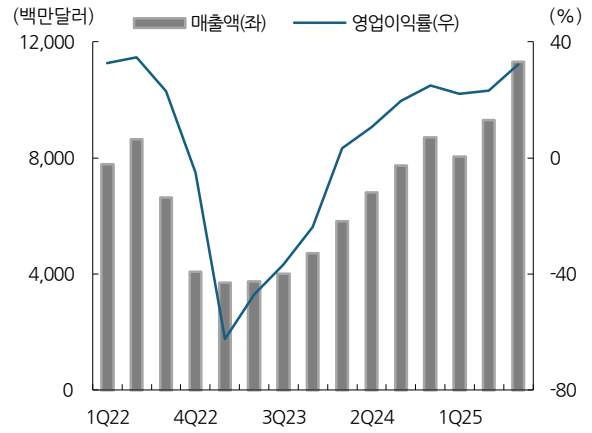
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림2 메모리 3사 합산 매출액/재고자산 비율



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림3 마이크론 사상 최대 분기별 매출 달성



자료: Micron, DS투자증권 리서치센터

주: GAAP 기준

Micron FY 4Q25 실적발표 주요 Comment

주요 Comment

1) 전방시장 전망

- 전통 서버와 AI 서버 모두의 성장이 당사 DRAM 제품에 대한 강한 수요를 촉발
- CY 2025의 전통 서버 성장 전망 상향 (Flat → 한 자릿수 중반 성장)
- AI가 스토리지 수요를 자극하고 있으며, AI 서버 성장은 대용량 SSD 수요를 견인
- CY 2025 DRAM B/G 10% 후반 성장으로 소폭 상향
- CY 2025 NAND B/G 10% 초중반 성장으로 소폭 상향
- CY 2026 DRAM 공급 타이트 심화와 NAND 시장 환경의 지속적 개선을 예상

2) HBM 관련

- 2.8TB/s 이상의 대역폭과 11 Gb/s 이상의 핀 속도를 제공하는 HBM4 고객 샘플 출하
- HBM4는 마이크론의 자체 로직 다이(CMOS)를 사용. HBM4e에 대해서는 표준 제품과 함께 베이스 로직 다이의 커스터마이징 옵션(TSMC와 협력)도 제공 예정
- HBM은 현재 6개 고객이며 CY 2026 HBM3e 물량 대다수에 대해 가격 합의 완료. 향후 몇 달 내 CY 2026 HBM 총 공급의 잔여분에 대해서도 공급 계약 마무리 예상

3) Tech Node 관련

- 1c DRAM 성숙 수율 도달까지 이전 세대 대비 50% 이상 빨랐으며 당분기에 주요 하이퍼스케일러향으로 매출 인식
- G9 NAND 램프업 시장 수요에 맞춰 순조롭게 진행 중
- TLC와 QLC 모두에서 G9 노드 확대 및 G9 QLC의 eSSD 고객인증 완료

주요 QnA

Q. 가이던스 내 DRAM과 NAND의 비중과 마진을 설명

- 1분기에는 DRAM 비중이 NAND보다 더 높고, 성장도 DRAM이 더 클 것으로 예상
- 마진을 상승에는 믹스·가격·비용 절감 실행이 고르게 기여
- DRAM 공급은 타이트, NAND는 크게 개선 중으로 가격 환경은 매우 건전
- 공급은 구조적으로 타이트한 상황이며 수요도 모든 전방시장에서 계속 증가 중

Q. HBM3e에서 HBM4로의 크로스오버 예상 시점

- 고객 타이밍에 맞춰서 램프업할 것
- CY 2Q26 최초 양산, 2H26 내내 램프업 예상
- DRAM 수급은 타이트하며, 이는 HBM과 비-HBM 모두의 수익성에 긍정적

Q. 마진율이 51.5%에서 추후 더 상승할 여력이 있는지

- FY 2Q26으로 넘어가면서 마진을 추가 개선 예상
- 이는 타이트한 DRAM 공급, NAND의 지속적 개선, 고부가 시장으로 Bit 스티어, 비용 성과가 복합적으로 작용한 결과

Q. 전통적으로 계절성이 약한 2월 분기이지만 공급 제약 탓에 계절성 완화 가능성은 없는지

- AI 트렌드는 강력함, 훈련뿐 아니라 추론에서도 강함
- AI서버가 DRAM 전반 수요를 강하게 견인하고 있으며 전통 서버 수요도 증가
- 2026년 전반에 걸쳐 강한 수요와 타이트한 공급을 전망

Q. CAPEX 내 장비 vs. 클린룸 비중

- 26년 지출의 대다수는 DRAM에 투입

Q. 이번 분기 말 DRAM 및 총 재고 전망

- 재고일수 4분기 수준과 같거나 더 낮은 수준 전망
- DRAM은 매우 타이트하여 재고일수 목표 이하로 계속 유지될 것
- NAND도 재고일수 하락 예상

삼성전자

005930

3Q25 Pre: 파운드리 힘입어 큰 폭의 실적 개선

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

2025.09.26

매수(유지)

목표주가(상향)	106,000원
현재주가(09/25)	86,100원
상승여력	23.1%

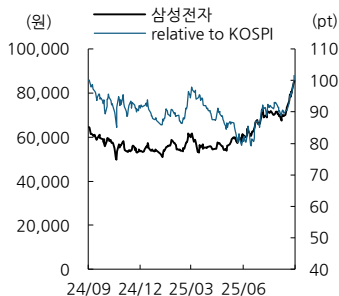
Stock Data

KOSPI	3,471.1pt
시가총액(보통주)	509,681십억원
발행주식수	5,919,638천주
액면가	100원
자본금	898십억원
60일 평균거래량	18,224천주
60일 평균거래대금	1,275,990백만원
외국인 지분율	51.3%
52주 최고가	86,200원
52주 최저가	49,900원
주요주주	
삼성생명보험(외 16인)	20.2%
국민연금공단(외 1인)	7.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	20.4	12.3
3M	40.5	28.8
6M	44.0	11.3

주가차트



3Q25 Pre: 반가운 컨센션 상회!

3Q25 영업이익은 10.3조원(+121% QoQ, +12% YoY, OPM 12%)으로 시장 컨센서스(9.6조원)를 상회할 것으로 추정한다. 파운드리 부문의 적자 폭 축소와 메모리 부문의 실적 개선을 반영하여 추정치를 상향하였다. 파운드리 부문은 기존 -1.8조원 적자를 예상했으나 -0.7조원 수준으로 적자 폭을 축소했을 것으로 전망한다. DRAM은 2분기 시장 컨센서스를 상회하는 B/G 기록했음에도 DDR4 계약 가격 상승과 종산을 앞둔 수요가 지속되며 B/G와 ASP 모두 기존 추정치를 상회하는 10%를 기록했을 것으로 추정한다. NAND 역시 기존 추정 대비 가격과 출하 모두 양호했을 것이다. 원달러 환율 역시 긍정적으로 작용했다.

일반 서버 수요에 SOCAMM, GDDR7 가세하며 DRAM 공급부족 지속

최근 감지되는 일반 서버 수요 영향으로 2026년까지 DRAM 상승 사이클이 지속될 것으로 전망한다. DDR4의 ASP 역전 현상은 고객사들의 신규 서버 증설 시 DDR5 전환 속도를 가속화시킬 것이다. 2026년 컨벤셔널 DRAM 공급 부족은 심화될 것으로 예상되는 와중 일반 서버의 교체가 이어질 전망이다. 1) DDR4 EoL 시점 연기로 인해 선단공정 공급 증가가 지연될 전망이다. 2) SK하이닉스는 2026년 TSV Capa를 50K 수준 증설할 것으로 전망하는데, 전체 DRAM Capa 내 HBM Capa 비중은 2025년 28%에서 2026년 33%까지 증가한다. 3) 또한 2026년 Rubin 플랫폼에 탑재가 예정된 SOCAMM2로 인해 LPDDR5 공급 역시 타이트해질 가능성이 높다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 106,000원으로 상향

2026년 추정 BPS 64,493원에 2H20~1H21 업사이클 당시의 P/B 1.7배를 적용하여 목표주가를 106,000원으로 상향한다. HBM은 3e보다는 4의 인증 여부가 중요할 것이나 3e 12hi의 통과 여부 역시 주가에 긍정적으로 반영될 수 있다. 2025년 영업이익 추정치를 32.3조원(-1% YoY, OPM 10%)으로 상향하고 2026년 영업이익 추정치는 51.1조원(+58% YoY, OPM 15%)으로 상향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	302,231	258,935	300,871	319,704	340,478
영업이익	43,377	6,567	32,726	32,336	51,063
영업이익률(%)	14.4	2.5	10.9	10.1	15.0
세전이익	46,440	11,006	37,530	39,313	57,758
지배주주지분순이익	54,730	14,473	33,621	33,105	48,595
EPS(원)	8,969	2,225	5,433	5,347	7,941
증감률(%)	40.7	-75.2	144.2	-1.6	48.5
ROE(%)	17.1	4.1	9.0	8.4	11.6
PER(배)	6.2	35.3	9.8	16.1	10.8
PBR(배)	1.1	1.5	0.9	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	3.2	9.7	3.5	6.1	4.5

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표1 삼성전자 주요 가정

Key Assumptions	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM B/G (%)	2	12	10	4	-10	5	3	2	12	7	5
DRAM ASP (%)	-20	3	10	4	5	2	-4	-5	65	8	11
NAND B/G (%)	-10	27	6	8	-7	14	-6	3	13	7	15
NAND ASP (%)	-16	-4	3	2	3	-2	7	-6	65	-14	5
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	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,364	1,395	1,380

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 삼성전자 요약 실적

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	79,141	74,566	84,130	81,867	83,795	81,468	89,631	85,584	300,871	319,704	340,478
DS	25,098	27,882	31,983	34,770	32,788	35,523	35,607	34,978	111,081	119,733	138,896
DX	51,717	42,528	47,102	42,068	48,670	42,765	49,142	45,340	174,888	183,415	185,917
SDC	5,867	6,405	7,703	8,043	5,598	6,407	8,105	8,340	29,158	28,019	28,451
Harman	3,419	3,830	3,731	3,672	3,748	3,775	3,760	3,739	14,275	14,652	15,021
영업이익 (십억원)	6,685	4,676	10,318	10,657	11,585	12,533	14,658	12,287	32,726	32,336	51,063
DS	1,106	350	5,137	7,026	6,402	8,487	8,994	8,297	15,094	13,619	32,180
DX	4,722	3,326	3,514	2,504	4,176	3,045	3,745	2,836	12,440	14,066	13,802
SDC	462	473	1,229	746	475	540	1,332	833	3,733	2,910	3,181
Harman	307	484	438	380	532	461	587	321	1,308	1,609	1,901
영업이익률 (%)	8.4	6.3	12.3	13.0	13.8	15.4	16.4	14.4	10.9	10.1	15.0
DS	4.4	1.3	16.1	20.2	19.5	23.9	25.3	23.7	13.6	11.4	23.2
DX	9.1	7.8	7.5	6.0	8.6	7.1	7.6	6.3	7.1	7.7	7.4
SDC	7.9	7.4	16.0	9.3	8.5	8.4	16.4	10.0	12.8	10.4	11.2
Harman	9.0	12.6	11.7	10.4	14.2	12.2	15.6	8.6	9.2	11.0	12.7

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 삼성전자 부문별 상세실적

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	79,141	74,566	84,130	81,867	83,795	81,468	89,631	85,584	300,871	319,704	340,478
DS	25,098	27,882	31,983	34,770	32,788	35,523	35,607	34,978	111,081	119,733	138,896
DRAM	12,543	13,677	16,309	17,899	16,915	18,116	17,913	17,358	51,371	60,428	70,301
NAND	6,549	7,546	8,120	9,076	8,694	9,713	9,770	9,459	33,411	31,291	37,636
LSI/Foundry	6,006	6,659	7,554	7,794	7,179	7,694	7,925	8,162	26,299	28,014	30,959
DX	51,717	42,528	47,102	42,068	48,670	42,765	49,142	45,340	174,888	183,415	185,917
VD/CE	15,833	14,078	13,652	13,873	13,515	13,929	13,960	13,900	57,658	57,436	55,304
MX/네트워크	35,884	28,450	33,450	28,195	35,155	28,836	35,182	31,440	117,230	125,979	130,613
SDC	5,867	6,405	7,703	8,043	5,598	6,407	8,105	8,340	29,158	28,019	28,451
Harman	3,419	3,830	3,731	3,672	3,748	3,775	3,760	3,739	14,275	14,652	15,021
영업이익 (십억원)	6,685	4,676	10,318	10,657	11,585	12,533	14,658	12,287	32,726	32,336	51,063
DS	1,106	350	5,137	7,026	6,402	8,487	8,994	8,297	15,094	13,619	32,180
DRAM	3,740	3,189	5,691	6,972	6,195	7,251	7,281	6,575	15,238	19,592	27,302
NAND	-419	-355	189	762	867	1,410	1,586	1,382	4,990	176	5,245
LSI/Foundry	-2,215	-2,484	-742	-708	-661	-174	128	340	-5,134	-6,149	-367
DX	4,722	3,326	3,514	2,504	4,176	3,045	3,745	2,836	12,440	14,066	13,802
VD/CE	374	239	445	211	405	476	492	212	1,752	1,269	1,586
MX/네트워크	4,347	3,087	3,069	2,293	3,771	2,569	3,252	2,624	10,688	12,797	12,216
SDC	462	473	1,229	746	475	540	1,332	833	3,733	2,910	3,181
Harman	307	484	438	380	532	461	587	321	1,308	1,609	1,901
영업이익률 (%)	8.4	6.3	12.3	13.0	13.8	15.4	16.4	14.4	10.9	10.1	15.0
DS	4.4	1.3	16.1	20.2	19.5	23.9	25.3	23.7	13.6	11.4	23.2
DRAM	29.8	23.3	34.9	39.0	36.6	40.0	40.6	37.9	29.7	32.4	38.8
NAND	-6.4	-4.7	2.3	8.4	10.0	14.5	16.2	14.6	14.9	0.6	13.9
LSI/Foundry	-36.9	-37.3	-9.8	-9.1	-9.2	-2.3	1.6	4.2	-19.5	-22.0	-1.2
DX	9.1	7.8	7.5	6.0	8.6	7.1	7.6	6.3	7.1	7.7	7.4
VD/CE	2.4	1.7	3.3	1.5	3.0	3.4	3.5	1.5	3.0	2.2	2.9
MX/네트워크	12.1	10.9	9.2	8.1	10.7	8.9	9.2	8.3	9.1	10.2	9.4
SDC	7.9	7.4	16.0	9.3	8.5	8.4	16.4	10.0	12.8	10.4	11.2
Harman	9.0	12.6	11.7	10.4	14.2	12.2	15.6	8.6	9.2	11.0	12.7
매출비중 (%)											
DS	31.7	37.4	38.0	42.5	39.1	43.6	39.7	40.9	36.9	37.5	40.8
DRAM	15.8	18.3	19.4	21.9	20.2	22.2	20.0	20.3	17.1	18.9	20.6
NAND	8.3	10.1	9.7	11.1	10.4	11.9	10.9	11.1	11.1	9.8	11.1
LSI/Foundry	7.6	8.9	9.0	9.5	8.6	9.4	8.8	9.5	8.7	8.8	9.1
DX	65.3	57.0	56.0	51.4	58.1	52.5	54.8	53.0	58.1	57.4	54.6
VD/CE	20.0	18.9	16.2	16.9	16.1	17.1	15.6	16.2	19.2	18.0	16.2
MX/네트워크	45.3	38.2	39.8	34.4	42.0	35.4	39.3	36.7	39.0	39.4	38.4
SDC	7.4	8.6	9.2	9.8	6.7	7.9	9.0	9.7	9.7	8.8	8.4
Harman	4.3	5.1	4.4	4.5	4.5	4.6	4.2	4.4	4.7	4.6	4.4

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표1 삼성전자 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)	3Q25E			2025E		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액 (십억원)	84,130	82,342	2.2	319,704	314,977	1.5
DS	31,983	29,835	7.2	119,733	114,816	4.3
DX	47,102	47,102	0.0	183,415	182,913	0.3
SDC	7,703	7,703	0.0	28,019	27,902	0.4
영업이익 (십억원)	10,318	8,225	25.5	32,336	28,166	14.8
DS	5,137	3,485	47.4	13,619	10,069	35.3
DX	3,514	3,114	12.8	14,066	13,600	3.4
SDC	1,229	1,229	0.0	2,910	2,938	-0.9
영업이익률 (%)	12.3	10.0	2.3	10.1	8.9	1.2
DS	16.1	11.7	4.4	11.4	8.8	2.6
DX	7.5	6.6	0.9	7.7	7.4	0.2
SDC	16.0	16.0	0.0	10.4	10.5	-0.1

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

*사업부별 실적은 당사 추정에 근거

표2 삼성전자 목표주가 산정 Table

구분	2026F	비고
BPS (원)	64,493	
Target Multiple (배)	1.7	2H20~1H21 업사이클 PBR
주당기업가치 (원)	106,413	
목표주가 (원)	106,000	
현재주가 (원)	86,100	2025.09.25 종가
상승여력	23.1%	

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

[삼성전자 005930]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	218,471	195,937	227,062	252,655	294,620	매출액	302,231	258,935	300,871	319,704	340,478
현금 및 현금성자산	49,681	69,081	53,706	67,529	100,356	매출원가	190,042	180,389	186,562	202,192	197,329
매출채권 및 기타채권	41,871	43,281	53,246	57,067	58,150	매출총이익	112,190	78,547	114,309	117,512	143,149
재고자산	52,188	51,626	51,755	54,728	57,212	판매비 및 관리비	68,813	71,980	81,583	85,176	92,086
기타	74,731	31,949	68,356	73,331	78,902	영업이익	43,377	6,567	32,726	32,336	51,063
비유동자산	229,954	259,969	287,470	296,165	305,314	(EBITDA)	82,484	45,234	75,357	78,170	97,963
관계기업투자등	23,696	20,680	24,349	25,337	26,366	금융손익	2,372	3,592	4,050	5,799	5,512
유형자산	168,045	187,256	205,945	213,402	221,054	이자비용	763	930	904	1,426	2,118
무형자산	20,218	22,742	23,739	22,631	21,686	관계기업등 투자손익	1,091	888	751	617	617
자산총계	448,425	455,906	514,532	548,819	599,934	기타영업외손익	-399	-40	3	560	566
유동부채	78,345	75,719	93,326	119,759	131,507	세전계속사업이익	46,440	11,006	37,530	39,313	57,758
매입채무 및 기타채무	58,747	53,550	61,523	67,288	70,343	계속사업법인세비용	-9,214	-4,481	3,078	5,429	8,020
단기금융부채	6,236	8,423	15,380	35,380	43,380	계속사업이익	55,654	15,487	34,451	33,884	49,738
기타유동부채	13,362	13,746	16,424	17,091	17,785	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	15,330	16,509	19,014	19,292	19,846	당기순이익	55,654	15,487	34,451	33,884	49,738
장기금융부채	4,097	4,262	3,950	3,841	3,991	지배주주	54,730	14,473	33,621	33,105	48,595
기타비유동부채	11,233	12,246	15,063	15,451	15,855	총포괄이익	59,721	15,487	34,451	33,884	49,738
부채총계	93,675	92,228	112,340	139,051	151,353	매출총이익률 (%)	37.1	30.3	38.0	36.8	42.0
지배주주지분	345,186	353,234	391,688	399,264	438,076	영업이익률 (%)	14.4	2.5	10.9	10.1	15.0
자본금	898	898	898	898	898	EBITDA마진률 (%)	27.3	17.5	25.0	24.5	28.8
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404	당기순이익률 (%)	18.4	6.0	11.5	10.6	14.6
이익잉여금	337,946	346,652	370,513	393,836	432,648	ROA (%)	12.5	3.2	6.9	6.2	8.5
비지배주주지분(연결)	9,563	10,444	10,504	10,504	10,504	ROE (%)	17.1	4.1	9.0	8.4	11.6
자본총계	354,750	363,678	402,192	409,768	448,581	ROIC (%)	15.5	1.9	11.0	9.6	14.8

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	62,181	44,137	72,983	61,535	94,060	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	55,654	15,487	34,451	33,884	49,738	P/E	6.2	35.3	9.8	16.1	10.8
비현금수익비용가감	33,073	36,520	42,947	29,079	45,542	P/B	1.1	1.5	0.9	1.5	1.3
유형자산감가상각비	35,952	35,532	39,650	42,093	43,322	P/S	1.2	2.1	1.2	1.8	1.7
무형자산감가상각비	3,156	3,134	2,981	3,741	3,578	EV/EBITDA	3.2	9.7	3.5	6.1	4.5
기타현금수익비용	-6,034	-4,131	-1,349	-17,989	-2,591	P/CF	4.2	10.3	4.7	9.3	6.1
영업활동 자산부채변동	-16,999	-5,459	-1,568	-1,428	-1,220	배당수익률 (%)	2.6	1.8	2.7	1.7	1.7
매출채권 감소(증가)	6,332	236	-3,139	-3,821	-1,083	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-13,311	-3,207	2,541	-2,973	-2,484	매출액	8.1	-14.3	16.2	6.3	6.5
매입채무 증가(감소)	-6,742	1,104	-1,539	5,765	3,055	영업이익	-16.0	-84.9	398.3	-1.2	57.9
기타자산 부채변동	-3,278	-3,592	568	-399	-708	세전이익	-13.0	-76.3	241.0	4.8	46.9
투자활동 현금	-31,603	-16,923	-85,382	-57,821	-59,600	당기순이익	39.5	-72.2	122.5	-1.6	46.8
유형자산처분(취득)	-49,213	-57,513	-36,241	-49,549	-50,974	EPS	40.7	-75.2	144.2	-1.6	48.5
무형자산 감소(증가)	-3,673	-2,911	-2,319	-2,633	-2,633	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	26,121	50,079	-27,801	-4,281	-4,580	부채비율	26.4	25.4	27.9	33.9	33.7
기타투자활동	-4,838	-6,578	-19,020	-1,358	-1,413	유동비율	278.9	258.8	243.3	211.0	224.0
재무활동 현금	-19,390	-8,593	-7,797	10,109	-1,632	순차입금/자기자본(x)	-29.4	-21.7	-23.2	-22.2	-26.7
차입금의 증가(감소)	-9,576	1,281	4,912	19,891	8,150	영업이익/금융비용(x)	56.8	7.1	36.2	22.7	24.1
자본의 증가(감소)	-9,814	-9,809	-11,621	-9,782	-9,782	총차입금 (십억원)	10,333	12,686	19,330	39,221	47,371
배당금의 지급	9,814	9,809	9,809	9,782	9,782	순차입금 (십억원)	-104,450	-79,086	-93,285	-91,126	-119,973
기타재무활동	0	-64	-1,088	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	10,649	19,400	-15,375	13,823	32,828	EPS	8,969	2,225	5,433	5,347	7,941
기초현금	39,031	49,681	69,081	53,706	67,529	BPS	50,817	52,002	57,663	58,779	64,493
기말현금	49,681	69,081	53,706	67,529	100,356	SPS	44,494	38,120	44,293	47,066	50,124
NOPLAT	31,448	4,761	30,042	27,871	43,973	CFPS	13,062	7,656	11,394	9,269	14,027
FCF	40,126	29,625	-9,551	3,714	34,460	DPS	1,444	1,440	1,440	1,440	1,440

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

SK 하이닉스

000660

3Q25 Pre: 확신의 센터상

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

2025.09.26

매수(유지)

목표주가(상향)	430,000원
현재주가(09/25)	356,500원
상승여력	20.6%

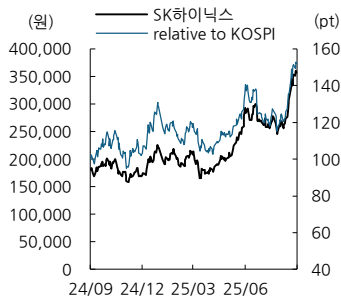
Stock Data

KOSPI	3,471.1pt
시가총액(보통주)	259,533십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
자본금	3,658십억원
60일 평균거래량	3,449천주
60일 평균거래대금	992,617백만원
외국인 지분율	55.8%
52주 최고가	364,000원
52주 최저가	157,600원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 8인)	20.1%
국민연금공단(외 1인)	7.4%

추가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	37.4	29.2
3M	24.7	13.0
6M	71.4	38.7

주가차트



3Q25 Pre: 물 들어왔다 노 젓자

3Q25 영업이익은 10.9조원(+18% QoQ, +55% YoY, OPM 46%)으로 시장 컨센서스(10.7조원)를 상회할 것으로 추정한다. DRAM B/G는 전분기 대비 7%, ASP는 2% 상승했을 것으로 추정하며 NAND는 B/G 2%, ASP 4% 상승했을 것으로 추정한다. B/G와 ASP 모두 기존 추정치를 상회할 전망이다. 특히 최근 HDD 공급 부족으로 인한 QLC eSSD 수요 증가로 인한 동사 수혜가 기대된다.

일반 서버 수요에 SOCAMM, GDDR7 가세하며 DRAM 공급부족 지속

최근 감지되는 일반 서버 수요 영향으로 2026년까지 DRAM 상승 사이클이 지속될 것으로 전망한다. DDR4의 ASP 역전 현상은 고객사들의 신규 서버 증설 시 DDR5 전환 속도를 가속화시킬 것이다. 2026년 컨벤셔널 DRAM 공급 부족은 심화될 것으로 예상되는 와중 일반 서버의 교체가 이어질 전망이다. 1) DDR4 EoL 시점 연기로 인해 선단공정 공급 증가가 지연될 전망이다. 2) SK하이닉스는 2026년 TSV Capa를 50K 수준 증설할 것으로 전망하는데, 전체 DRAM Capa 내 HBM Capa 비중은 2025년 28%에서 2026년 33%까지 증가한다. 3) 또한 2026년 Rubin 플랫폼에 탑재가 예정된 SOCAMM2로 인해 LPDDR5 공급 역시 타이트해질 가능성이 높다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 430,000원으로 상향

2026년 추정 BPS 192,351원에 역사적 멀티플 상단 2.2배를 적용하여 목표주가를 430,000원으로 상향한다. 컨벤셔널 DRAM의 회복은 공급 측 HBM 확장 경로를 제한하는 기술적 지연 장치로 가능하며 메모리 질적 전환을 지속시킬 전망이다. SK하이닉스는 HBM4에서도 가장 높은 M/S를 차지하며 경쟁우위를 지속할 것이고, 이에 따라 금번 상승 사이클에서 가장 높은 영업이익률을 유지할 전망이다. 2026년 SK하이닉스 HBM OPM 59~62% 수준 전망한다. 2025년 영업이익 추정치를 39.9조원(+70% YoY, OPM 45%)으로 상향하고 2026년 영업이익 추정치는 51.6조원(+29% YoY, OPM 49%)로 상향 조정한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	44,622	32,766	66,193	89,064	105,982
영업이익	6,809	-7,730	23,467	39,910	51,602
영업이익률(%)	15.3	-23.6	35.5	44.8	48.7
세전이익	4,003	-11,658	22,586	38,691	50,367
지배주주지분순이익	2,230	-9,112	19,789	30,156	39,256
EPS(원)	3,063	-12,517	27,182	41,423	53,924
증감률(%)	-76.8	적전	흑전	52.4	30.2
ROE(%)	3.6	-15.6	31.1	34.4	32.5
PER(배)	24.5	-11.3	6.4	8.6	6.6
PBR(배)	0.9	1.9	1.7	2.6	1.9
EV/EBITDA(배)	3.5	21.7	3.9	4.7	3.3

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

표3 SK하이닉스 주요 가정

Key Assumptions	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM B/G(%)	-8	25	7	2	-8	10	5	4	18	23	13
DRAM ASP(%)	0	3	2	3	1	3	2	1	79	23	9
NAND B/G(%)	-19	71	2	2	-14	10	8	3	0	13	11
NAND ASP(%)	-21	-9	4	2	-1	0	-3	2	93	-19	-1
환율(원/달러)	1,460	1,380	1,360	1,380	1,380	1,380	1,380	1,380	1,363	1,388	1,380

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 SK하이닉스 부문별 상세실적

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액 (십억원)	17,639	22,232	23,837	25,356	23,055	26,016	27,755	29,155	66,193	89,064	105,982
QoQ/YoY %	-11	26	7	6	-9	13	7	5	102	35	19
DRAM	14,111	17,119	18,413	19,629	18,240	20,665	22,133	23,248	45,172	69,273	84,286
NAND	3,175	4,669	4,881	5,153	4,387	4,826	5,055	5,311	19,103	17,878	19,580
Others	353	444	543	574	429	525	567	596	1,918	1,914	2,117
영업이익 (십억원)	7,441	9,213	10,865	12,392	10,932	12,421	13,688	14,562	23,467	39,910	51,602
QoQ/YoY %	-8	24	18	14	-12	14	10	6	흑전	70	29
DRAM	7,546	9,409	10,787	11,997	10,347	12,203	13,302	14,095	21,145	39,740	49,947
NAND	59	-78	100	347	689	330	484	560	2,613	429	2,063
Others	-164	-119	-23	47	-103	-112	-99	-93	-292	-259	-407
영업이익률 (%)	42.2	41.4	45.6	48.9	47.4	47.7	49.3	49.9	35.5	44.8	48.7
DRAM	53.5	55.0	58.6	61.1	56.7	59.1	60.1	60.6	46.8	57.4	59.3
NAND	1.9	-1.7	2.1	6.7	15.7	6.8	9.6	10.5	13.7	2.4	10.5
Others	-46.6	-26.8	-4.2	8.2	-24.1	-21.4	-17.5	-15.6	-15.2	-13.5	-19.2
매출비중 (%)											
DRAM	80.0	77.0	77.2	77.4	79.1	79.4	79.7	79.7	68.2	77.8	79.5
NAND	18.0	21.0	20.5	20.3	19.0	18.5	18.2	18.2	28.9	20.1	18.5
Others	2.0	2.0	2.3	2.3	1.9	2.0	2.0	2.0	2.9	2.1	2.0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

표5 SK하이닉스 추정치 변경

(단위: 십억원, %, %p)	3Q25E			2025E		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액 (십억원)	23,837	23,073	3.3	89,064	86,698	2.7
DRAM	18,413	18,248	0.9	69,273	68,277	1.5
NAND	4,881	4,282	14.0	17,878	16,507	8.3
Others	543	543	0.1	1,914	1,914	0.0
영업이익 (십억원)	10,865	10,689	1.6	39,910	38,321	4.1
DRAM	10,787	10,714	0.7	39,740	38,682	2.7
NAND	100	-101	흑전	429	-323	흑전
Others	-23	76	적전	-259	-38	적지
영업이익률 (%)	45.6	46.3	-0.7	44.8	44.2	0.6
DRAM	58.6	58.7	-0.1	57.4	56.7	0.7
NAND	2.1	-2.4	흑전	2.4	-2.0	흑전
Others	-4.2	14.0	적전	-13.5	-2.0	적지

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

*사업부별 실적은 당사 추정에 근거

표6 SK하이닉스 목표주가 산정 Table

구분	2026F	비고
BPS (원)	192,351	
Target Multiple (배)	2.2	역사적 멀티플 상단
주당기업가치 (원)	427,020	
목표주가 (원)	430,000	
현재주가 (원)	356,500	2025.09.25 종가
상승여력	20.6%	

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

[SK 하이닉스 000660]

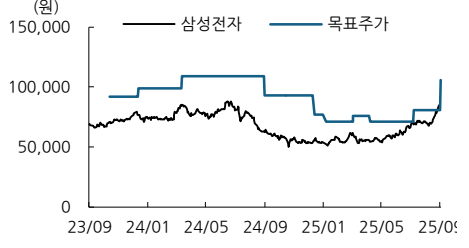
재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	28,733	30,468	42,279	54,420	80,733	매출액	44,622	32,766	66,193	89,064	105,982
현금 및 현금성자산	4,977	7,587	11,205	26,867	52,692	매출원가	28,994	33,299	34,365	38,042	44,080
매출채권 및 기타채권	5,444	6,942	13,299	9,971	10,072	매출총이익	15,628	-533	31,828	51,022	61,903
재고자산	15,665	13,481	13,314	12,940	13,138	판매비 및 관리비	8,818	7,197	8,361	11,112	10,300
기타	2,647	2,458	4,461	4,642	4,831	영업이익	6,809	-7,730	23,467	39,910	51,602
비유동자산	75,138	69,862	77,230	89,038	98,654	(EBITDA)	20,961	5,943	36,049	54,213	68,364
관계기업투자등	7,086	5,473	5,982	6,225	6,478	금융손익	-441	-1,238	-971	-1,021	-1,036
유형자산	60,229	52,705	60,157	72,154	81,814	이자비용	533	1,468	1,345	1,228	1,251
무형자산	3,512	3,835	4,019	3,301	2,705	관계기업등 투자손익	131	15	-2	-65	-65
자산총계	103,872	100,330	119,508	143,459	179,387	기타영업외손익	-2,497	-2,704	93	-134	-135
유동부채	19,844	21,008	24,965	20,838	18,300	세전계속사업이익	4,003	-11,658	22,586	38,691	50,367
매입채무 및 기타채무	10,807	7,026	13,386	9,975	9,268	계속사업법인세비용	1,761	-2,520	2,790	8,512	11,081
단기금융부채	7,705	11,968	7,582	6,703	4,703	계속사업이익	2,242	-9,138	19,797	30,179	39,286
기타유동부채	1,332	2,015	3,997	4,160	4,329	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	20,737	25,819	20,974	21,008	21,043	당기순이익	2,242	-9,138	19,797	30,179	39,286
장기금융부채	17,092	22,013	19,617	19,617	19,617	지배주주	2,230	-9,112	19,789	30,156	39,256
기타비유동부채	3,645	3,806	1,357	1,390	1,425	총포괄이익	2,465	-9,138	19,797	30,179	39,286
부채총계	40,581	46,826	45,940	41,846	39,342	매출총이익률 (%)	35.0	-1.6	48.1	57.3	58.4
지배주주지분	63,266	53,504	73,903	101,601	140,032	영업이익률 (%)	15.3	-23.6	35.5	44.8	48.7
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658	EBITDA마진률 (%)	47.0	18.1	54.5	60.9	64.5
자본잉여금	4,336	4,373	4,487	4,487	4,487	당기순이익률 (%)	5.0	-27.9	29.9	33.9	37.1
이익잉여금	56,685	46,729	65,418	94,749	133,180	ROA (%)	2.2	-8.9	18.0	22.9	24.3
비지배주주지분(연결)	24	-1	12	12	12	ROE (%)	3.6	-15.6	31.1	34.4	32.5
자본총계	63,291	53,504	73,916	101,613	140,044	ROIC (%)	5.3	-7.5	26.6	35.9	41.3

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14,781	4,278	43,920	45,354	55,196	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	2,242	-9,138	19,797	30,179	39,286	P/E	24.5	-11.3	6.4	8.6	6.6
비현금수익비용가감	19,532	15,033	24,123	14,804	16,832	P/B	0.9	1.9	1.7	2.6	1.9
유형자산감가상각비	13,372	13,121	11,985	13,460	16,079	P/S	1.2	3.1	1.9	2.9	2.4
무형자산상각비	780	553	596	843	683	EV/EBITDA	3.5	21.7	3.9	4.7	3.3
기타현금수익비용	5,380	-288	11,302	215	-217	P/CF	2.5	17.5	2.9	5.8	4.6
영업활동 자산부채변동	-2,690	794	0	371	-922	배당수익률 (%)	1.6	0.8	0.7	0.3	0.3
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-5,098	3,328	-101	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	167	374	-198	매출액	3.8	-26.6	102.0	34.6	19.0
매입채무 증가(감소)	141	83	-1,103	-3,411	-707	영업이익	-45.1	적전	흑전	70.1	29.3
기타자산 부채변동	399	-171	6,035	80	84	세전이익	-70.2	적전	흑전	71.3	30.2
투자활동 현금	-17,884	-7,335	-30,243	-27,988	-26,545	당기순이익	-76.7	적전	흑전	52.4	30.2
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-16,127	-25,457	-25,739	EPS	-76.8	적전	흑전	52.4	30.2
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-697	-124	-88	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	2,420	126	-1,418	-406	-420	부채비율	64.1	87.5	62.2	41.2	28.1
기타투자활동	-880	-221	-12,000	-2,000	-299	유동비율	144.8	145.0	169.3	261.2	441.2
재무활동 현금	2,822	5,697	-10,059	-1,704	-2,825	순차입금/자기자본(x)	30.6	48.3	18.3	-3.0	-22.1
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-9,477	-879	-2,000	영업이익/금융비용(x)	12.8	-5.3	17.4	32.5	41.2
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-582	-825	-825	총차입금 (십억원)	24,797	33,981	27,200	26,321	24,321
배당금의 지급	1,681	825	825	825	825	순차입금 (십억원)	19,390	25,821	13,554	-3,086	-31,014
기타재무활동	0	-10	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-81	2,610	3,618	15,662	25,825	EPS	3,063	-12,517	27,182	41,423	53,924
기초현금	5,058	4,977	7,587	11,205	26,867	BPS	86,904	73,495	101,515	139,561	192,351
기말현금	4,977	7,587	11,205	26,867	52,692	SPS	61,293	45,008	90,924	122,341	145,579
NOPLAT	3,813	-5,604	20,569	31,130	40,250	CFPS	29,909	8,098	60,329	61,790	77,085
FCF	1,200	-646	13,677	17,366	28,650	DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200

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

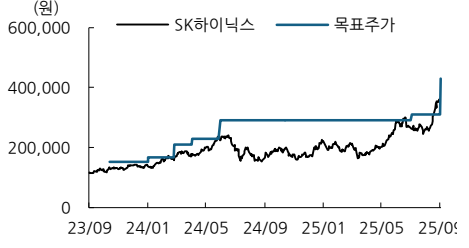
삼성전자 (005930) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			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	-10.2	5.4	
2025-08-19	매수	81,000	-9.0	5.4	
2025-09-26	매수	106,000			



SK하이닉스 (000660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			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	-8.8	16.5	
2025-08-19	매수	310,000	-5.5	16.5	
2025-09-26	매수	430,000			



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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