Sector Report
2026.02.04

반도체
손인준
02)6260-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

RA
김지은
02)739-5938
qet3474@heungkuksec.co.kr

(Overweight)

반도체

신세계를 향해

Heungkuk
흥국증권

Contents

3p I. Summary

1. Executive Summary
2. Key Charts
3. 분석대상 기업 요약

9p Ⅱ. DRAM 수급 전망

1-(1). DRAM 수요: AI 비중 53% → 58%

1-(2). HBM 수요: +91%, +62%YoY

2. DRAM 공급: 증설 가속화에도 범용 DRAM Capa 확대는 제한적

3. DRAM Sufficiency Ratio: -3.9% → -5.3%

21p Ⅲ. NAND 수급 전망

1. NAND 수요: ICMS가 얹어진 eSSD 수요

2. NAND 공급: 종합 메모리 업체 vs. 퓨어 NAND 업체

3. NAND Sufficiency Ratio: -6.8% → -7.0%

29p IV. 메모리 지위 변화

1. 메모리 업종, AI HW 업종 내 저평가 해소 전망

2. 소부장 역시 재평가 기회

30p V. 기업분석

1. 삼성전자 (005930): 돈방석에 앉다

2. SK하이닉스 (000660): 2단계 진화 시작

I. Summary

1. Executive Summary

- 2027년까지 DRAM과 NAND의 공급 부족이 장기화될 것으로 전망한다. 가격 상승은 4Q25~2Q26에 집중되며 이후 수요의 장기 가시성 확보 및 고객 관계 등을 고려한 LTA 체결 가능성이 높아질 것으로 판단한다. 이는 가격 상승 압력의 완화로 이어지겠으나, 2027년 가격이 flat으로 유지된다 가정하더라도 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 영업이익은 2026년 362조원(+298%YoY), 2027년 469조원(+30%YoY)을 기록할 것으로 예상한다. 이 또한 보수적 1Q26~2Q26 가격 전망에 근거해 추가 상향 가능성 높다고 판단된다. AI HW 업종 내 현저한 저평가를 받고 있는 메모리 업종은 2027년 실적 가시성 확보 및 LTA 등을 통한 장기 사업 안정성 강화를 통해 구조적 벨류에이션 재평가를 받게 될 것으로 전망한다.

- DRAM Sufficiency Ratio는 2026년 -3.9%, 2027년 -5.3%를 기록할 것으로 전망한다. 서버 DRAM 수요가 +39%, +30%YoY, HBM 수요가 +91%, +62%YoY 증가함에 따라 전체 DRAM 내 AI 수요 규모는 2027년 58%까지 늘어날 것으로 전망한다. 반면 인프라 제약 및 HBM의 Capa 잠식 등으로 인해 DRAM 공급은 2026년과 2027년 각각 +20%, +22%YoY 증가에 그칠 것으로 보인다. 특히 2026년 삼성전자, SK하이닉스의 증설 물량은 HBM에 집중되어 범용 DRAM의 쇼티지가 해소되기 어려운 상황이다. DRAM 산업의 보다 광범위한 증설은 2027년부터 시작되며 이는 출하 관점에선 2027년 말~2028년부터 본격 반영될 수 있다.

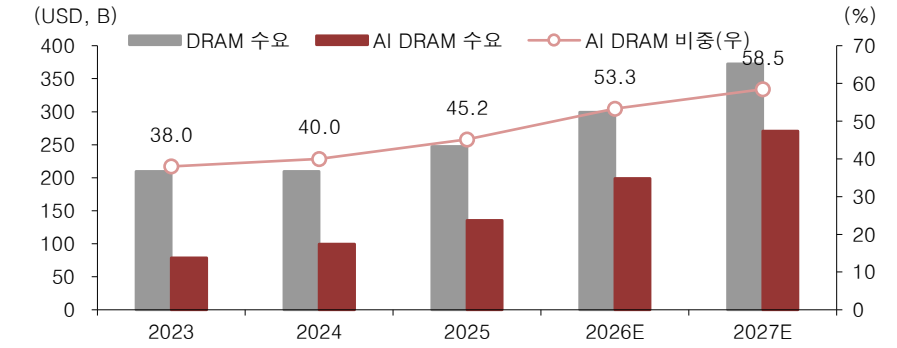
- NAND Sufficiency Ratio는 2026년 -6.8%, 2027년 -7.0%를 기록할 것으로 전망한다. eSSD 수요가 +67%, +50%YoY 급증하며 전체 수요를 이끌 것으로 보인다. NVIDIA가 Rubin 플랫폼부터 도입 예정인 ICMS는 2026년과 2027년 각각 전체 NAND 수요의 4%, 8% 차지할 전망이다. 한편 종합 메모리 업체(삼성전자, SK하이닉스, Micron)는 수익성 우위의 DRAM 위주로 CapEx를 집행하며 2028년 이전까진 NAND 증설 움직임을 보이지 않을 것으로 예상된다. Kioxia/Sandisk의 경우 2026년 하반기부터 LTA 계약에 근거한 증설 움직임을 보일 가능성이 있으며, YMTC는 우한 3공장 증설을 통해 2026년, 2027년 +48, +50%YoY의 출하량 증가세를 보일 것으로 예상한다. 다만 업계 내 보수적 기조, YMTC의 DRAM 진출 가능성 등을 감안하면 NAND 쇼티지를 해소할 만큼 급격한 공급 증가는 나타나기 어려울 것으로 보인다.

- 삼성전자와 SK하이닉스 모두 비중 확대 의견 제시하며, SK하이닉스를 대형주 Top Pick으로 유지한다. 향후 막대한 이익에 기반한 추가 주주환원 정책, 장기 수요 가시성 확보에 근거한 안정적 사업 구조로의 탈바꿈 등이 기대되며, 메모리 업종의 벨류에이션 재평가와 함께 주가 강세가 지속될 것으로 보인다.

- 소부장 업종 내에선 1) 삼성전자, SK하이닉스의 DRAM 증설 수혜, 2) NAND 업계 전환 투자 가속화 및 글로벌 퓨어 NAND 업체의 증설 수혜에 주목한다. 1)의 경우 테스, 브이엠, 이오테크닉스, 2)의 경우 티씨케이의 수혜가 기대되며 소부장 Top Pick으로 매수 추천한다.

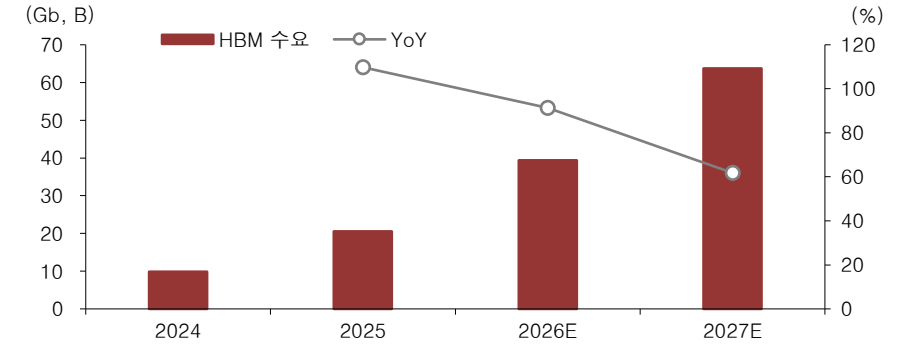
2. Key charts

그림 1 DRAM 수요 전망: AI DRAM(서버 DRAM+HBM)의 비중 확대



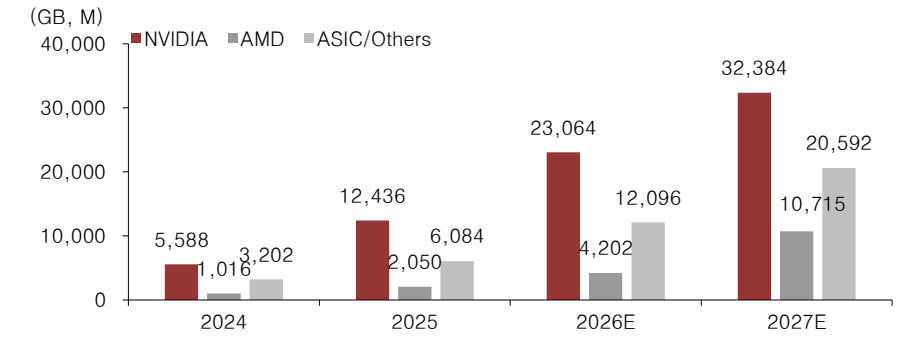
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 2 HBM 수요 전망



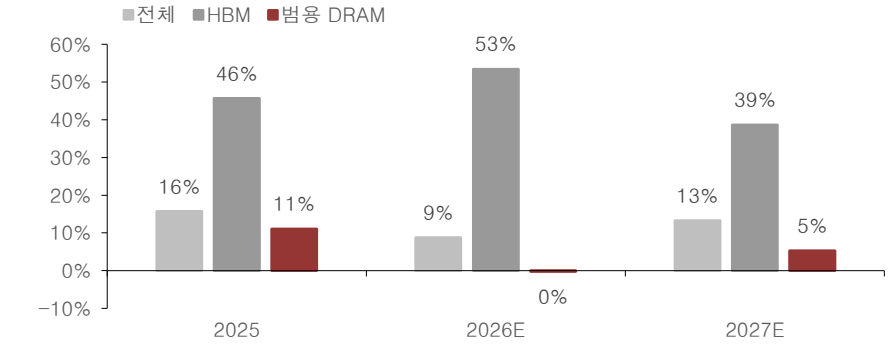
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 업체별 HBM 수요 추정



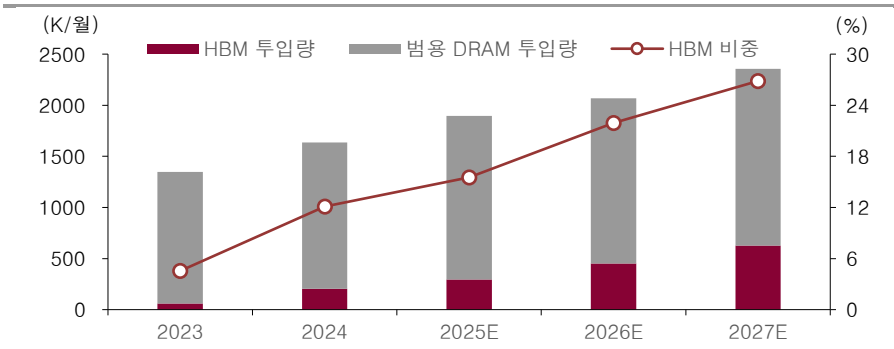
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 연평균 DRAM 웨이퍼 투입량 증감율



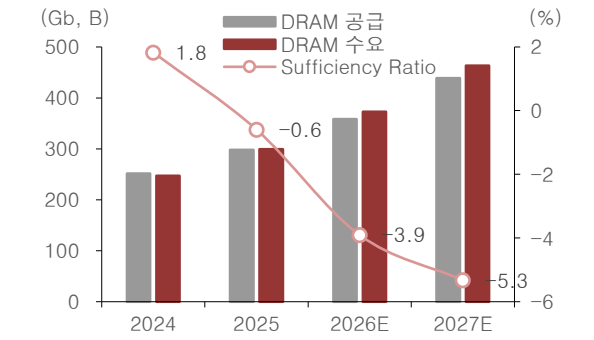
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 DRAM 웨이퍼 투입량 전망



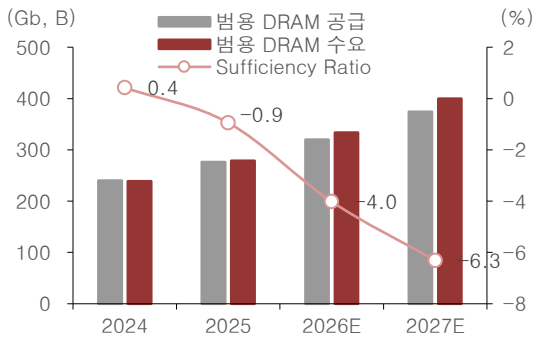
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 6 DRAM 수급 전망



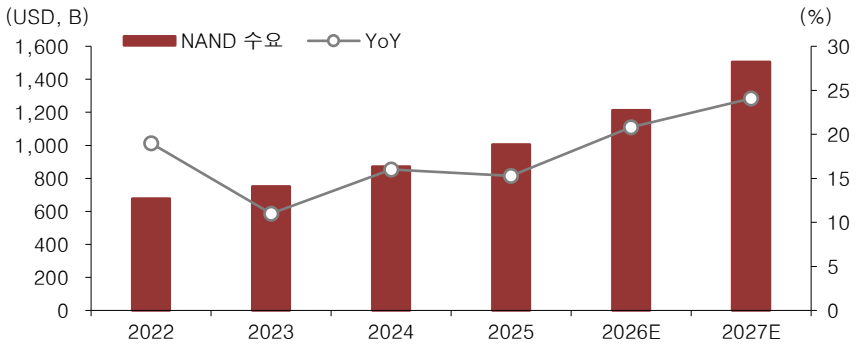
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 7 범용 DRAM 수급 전망



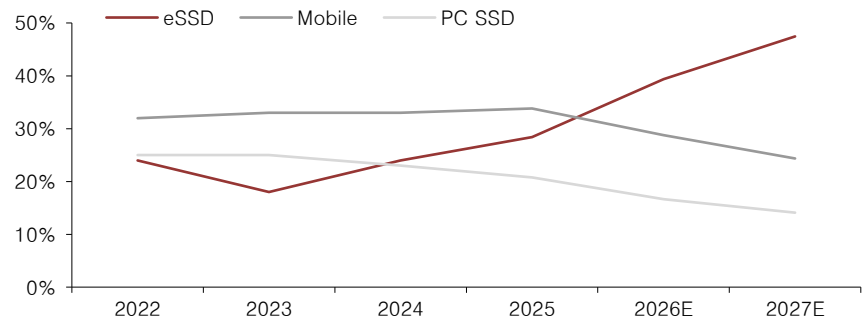
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 8 NAND 수요 추이 및 전망



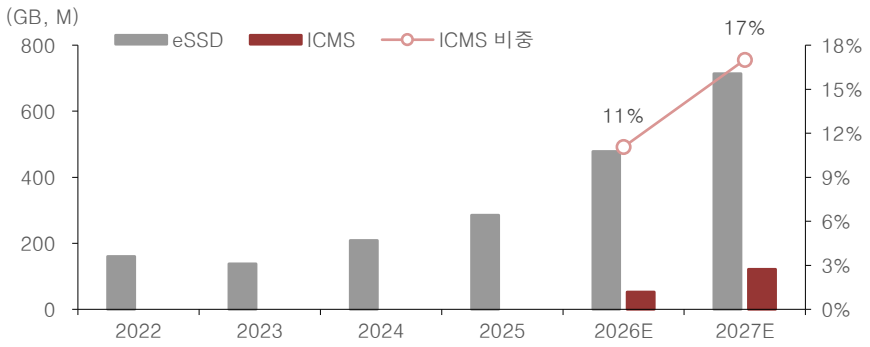
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 9 NAND 응용처별 비중 추이



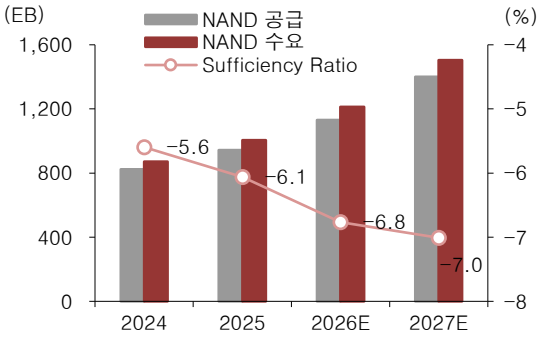
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 10 eSSD 수요 내 ICMS 비중 추정



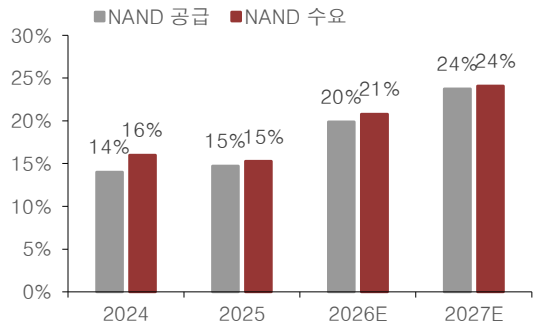
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 11 NAND 수급 전망



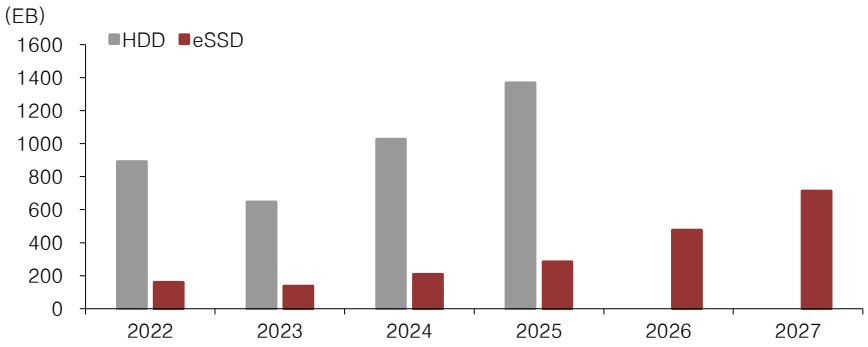
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 12 NAND 수요, 공급 YoY 증감율



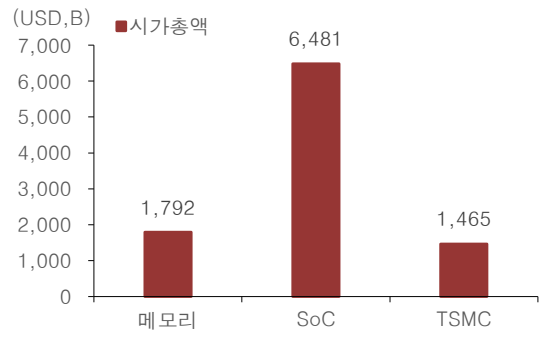
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 13 HDD vs. eSSD 출하량 추이 및 전망



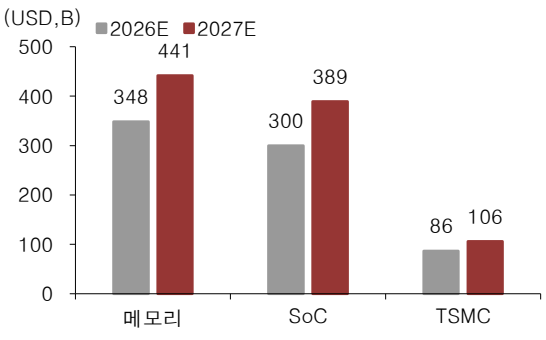
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 14 업종별 시가총액 합산



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
주: 메모리 업종은 삼성전자, SK하이닉스, Micron, Kioxia, Sandisk. 합산.
SoC 업종은 NVIDIA, Broadcom, AMD 합산

그림 15 업종별 영업이익 합산 비교



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
주: 메모리 업종은 삼성전자, SK하이닉스, Micron, Kioxia, Sandisk. 합산.
SoC 업종은 NVIDIA, Broadcom, AMD 합산

3. 분석대상 기업 요약

구분		삼성전자 (005930)	SK하이닉스 (000660)
투자의견		Buy (유지)	Buy (유지)
목표주가(원)		230,000	1,250,000
현재주가(원)		167,500	907,000
상승여력(%)		37.3	37.8
절대수익률(%)	1M	30.4	34.0
	3M	50.8	46.3
	6M	143.1	251.6
	12M	228.4	375.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	1M	7.6	11.3
	3M	25.5	21.0
	6M	73.6	182.0
	12M	112.9	259.6
매출액증가율(%)	2025E	10.9	46.8
	2026E	51.1	143.7
	2027E	11.8	30.3
영업이익증가율(%)	2025E	33.2	101.2
	2026E	341.1	258.6
	2027E	28.8	30.7
순이익증가율(%)	2025E	23.2	110.5
	2026E	280.9	223.1
	2027E	28.6	32.9
PER(배)	2025E	24.3	15.0
	2026E	6.3	4.6
	2027E	4.9	3.5
PBR(배)	2025E	2.7	5.8
	2026E	2.0	2.7
	2027E	1.5	1.6
ROE(%)	2025E	10.3	44.6
	2026E	32.1	75.1
	2027E	31.0	54.2
배당수익률(%)	2025E	1.0	0.3
	2026E	2.4	1.7
	2027E	2.5	1.7

주: 2026 년 2 월 3 일 종가 기준
자료: 흥국증권 리서치센터

Ⅱ. DRAM 수급 전망

1-(1). DRAM 수요: AI 비중 53% → 58%

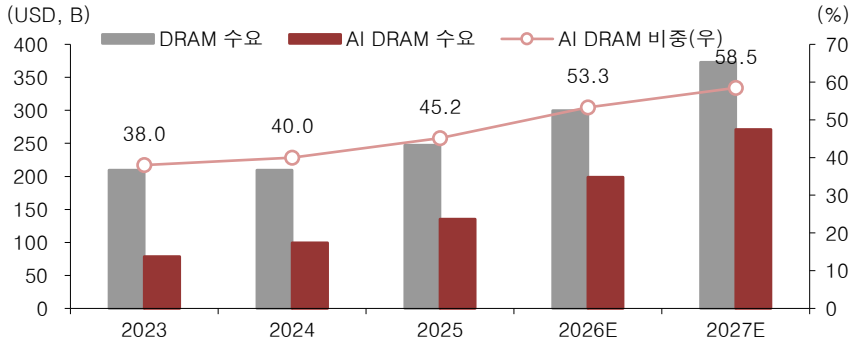
DRAM 수요가 2026년과 2027년 모두 +24%YoY 증가할 것으로 전망한다. 메모리 가격 급등을 감안해 2026년 스마트폰과 PC 출하량 전망치는 -4%, -7%YoY 감소로 하향 조정했음에도 서버 출하량 +13%YoY 증가, HBM 출하량 +91%YoY 증가에 힘입어 높은 성장세 보일 것으로 전망한다. 2027년 또한 서버 DRAM 수요가 +30%YoY, HBM 수요가 +62%YoY 증가하며 전체 수요 성장을 이끌 전망이다.

주요 하이퍼스케일러의 CapEx 전망치 상향 조정을 감안해 2026년 서버 출하량 전망치를 +13%YoY로 상향 조정했다(기존 +10%YoY). SK하이닉스의 경우 올해 서버 출하량 전망치를 +10%대 후반으로 전망하고 있어, 추정치의 추가 상향 가능성 역시 존재한다. 2026년 CoWoS Capacity가 빠른 속도로 확장 중임을 감안하면 HBM 수요의 추가 성장 가능성 역시 존재한다고 판단된다.

반면 메모리 가격 상승에 따른 원가 부담, 공급 업체의 서버 제품 위주 공급 전략 등으로 인해 모바일과 PC 디램의 수요는 향후 2년간 전체 수요 대비 부진한 모습을 보일 것으로 전망한다. 2026년과 2027년 각각 모바일 DRAM은 +8%, +12%YoY 증가하며 PC DRAM은 -2%, +7%YoY의 증감률 기록할 것으로 예상한다.

이를 감안한 AI DRAM(서버 DRAM+HBM)의 수요 비중은 2026년 53%, 2027년 58%를 기록할 것으로 전망한다. 연간 단위의 공급 계약을 체결 중인 HBM에 이어, 서버 DRAM도 주요 하이퍼스케일러와 LTA 계약 체결을 위한 논의가 활발히 진행 중임을 감안하면 장기 수요 가시성 확보 측면에서 DRAM 산업의 체질적 변화가 나타날 것으로 예상된다. DRAM 산업은 기존의 시클리컬 특성을 극복하고 장기 산업 성장이 가능한 구조로 변화하고 있다.

그림 16 DRAM 수요 전망: AI DRAM(서버 DRAM+HBM)의 비중 확대



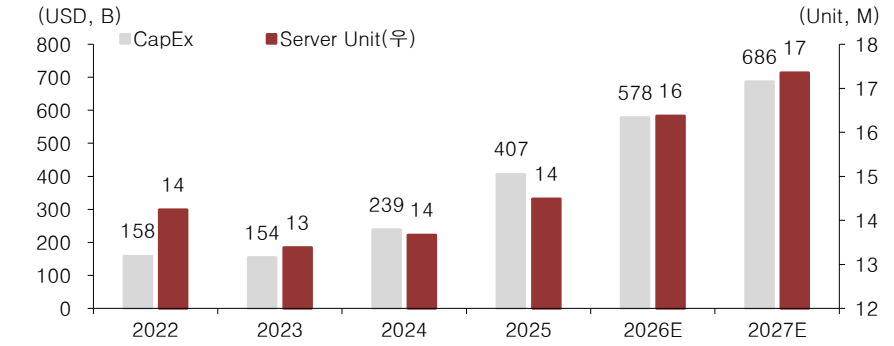
자료: 흥국증권 리서치센터

표 1 DRAM 수요 전망

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total (Gb, M)	194,130	209,527	247,250	299,539	372,724	463,307
YoY	12%	8%	18%	21%	24%	24%
Conv.DRAM (excl.HBM)	193,146	207,727	238,786	278,970	333,361	399,616
YoY	12%	8%	15%	17%	19%	20%
% of Total DRAM	99%	99%	97%	93%	89%	86%
AI DRAM (Server+HBM)	70,785	78,732	99,342	135,244	198,749	270,893
YoY	20%	11%	26%	36%	47%	36%
% of Total DRAM	36%	38%	40%	45%	53%	58%
Server (Gb, M)	69,801	76,932	90,878	114,675	159,386	207,202
YoY	18%	10%	18%	26%	39%	30%
% of Total DRAM	36%	37%	37%	38%	43%	45%
Unit(Unit, K)	14,241	13,380	13,663	14,619	16,520	17,181
YoY	5%	-6%	2%	7%	13%	4%
Contents(Gb)	4,901	5,750	6,651	7,844	9,648	12,060
YoY	13%	17%	16%	18%	23%	25%
HBM (Gb, M)	984	1,800	8,464	20,569	39,362	63,691
YoY		83%	370%	143%	91%	62%
% of Total DRAM	1%	1%	3%	7%	11%	14%
Mobile (Gb, M)	73,014	78,945	92,669	104,966	113,867	127,759
YoY	8%	8%	17%	13%	8%	12%
% of Total DRAM	38%	38%	37%	35%	31%	28%
Unit(Unit, K)	1,218,170	1,151,090	1,191,040	1,227,030	1,177,949	1,201,508
YoY	-12%	-6%	3%	3%	-4%	2%
Contents(Gb)	60	69	78	86	97	106
YoY	23%	14%	16%	10%	13%	10%
PC (Gb, M)	24,850	24,570	26,092	29,762	29,063	31,126
YoY	7%	-1%	6%	10%	-2%	7%
% of Total DRAM	13%	12%	11%	10%	8%	7%
Unit(Unit, K)	252,277	228,911	234,213	252,950	235,244	239,948
YoY	-23%	-9%	2%	8%	-7%	2%
Contents(Gb)	99	107	111	118	124	130
YoY	39%	9%	4%	6%	5%	5%
Others (Gb, M)	25,481	27,280	29,148	29,567	31,045	33,529
YoY	6%	7%	7%	1%	5%	8%
% of Total DRAM	13%	13%	12%	10%	8%	7%

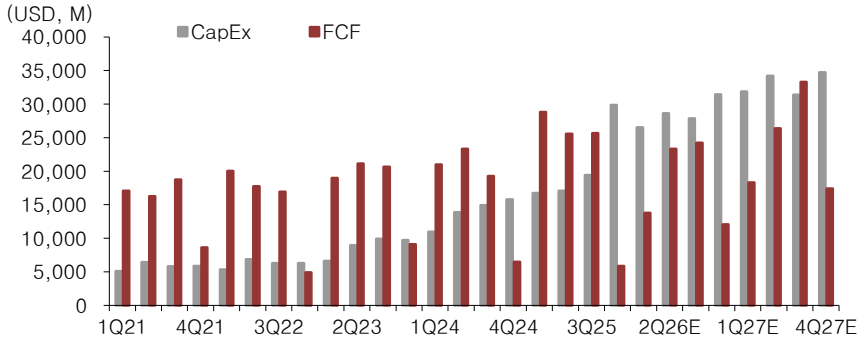
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 17 하이퍼스케일러 CapEx vs. 서버 unit 출하량 전망치



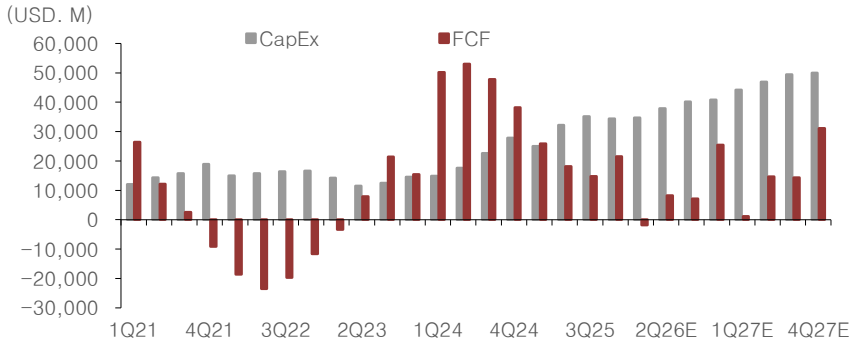
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
주: Microsoft, Amazon, Google., Meta, Oracle의 CapEx 총합

그림 18 Microsoft CapEx vs. FCF 추이 및 전망



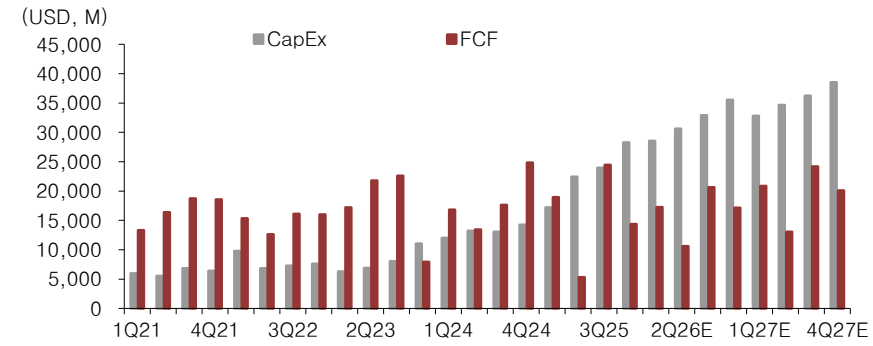
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 19 Amazon CapEx vs. FCF 추이 및 전망



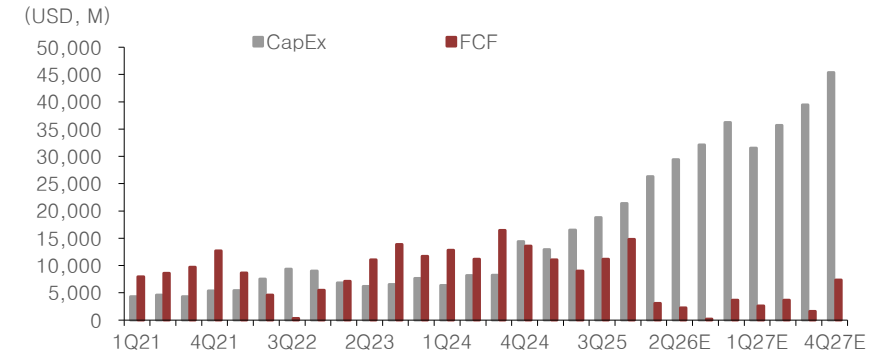
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 20 Google CapEx vs. FCF 추이 및 전망



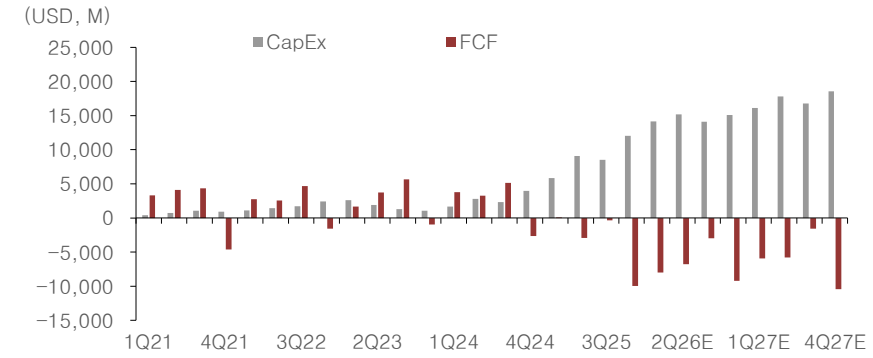
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 21 Meta CapEx vs. FCF 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 22 Oracle CapEx vs. FCF 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

1-(2). HBM 수요: +91%, +62%YoY

TSMC의 CoWoS Capacity 증설 가속화, ASE/Amkor 아웃소싱 확대 등을 감안해 2026년 전체 CoWoS Capacity를 1,400K로 상향 조정했다(기존 1,170K). TSMC는 최근 실적 컨퍼런스 콜에서 2029년까지 CapEx를 크게 늘릴 것이라 전망한 바 있다. TSMC의 Advanced Packaging CapEx가 2026년 $8.0B, 2027년 $9.0B을 기록할 것으로 추정하며 이에 따라 2027년 CoWoS Capacity는 2300K로 전망한다.

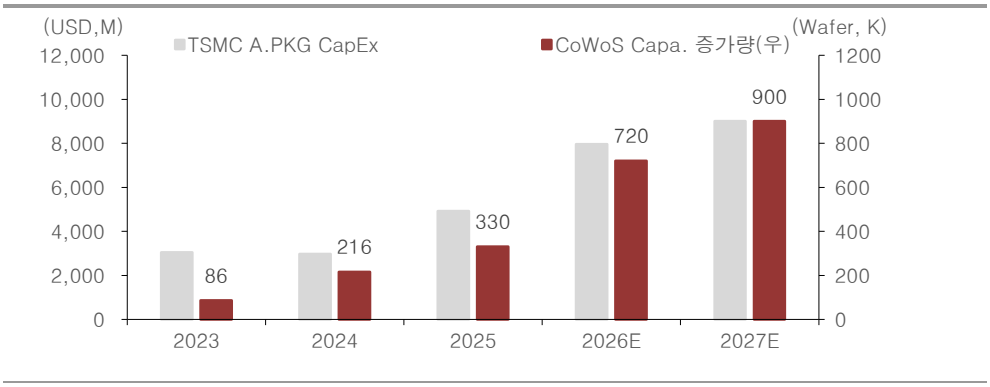
NVIDIA의 CoWoS Capa 점유율은 2026년 61%, 2027년 55%를 기록할 것으로 전망한다. 웨이퍼당 가속기 생산량이 Blackwell(15개), Rubin(8개), Rubin Ultra(4개)에서 점차 감소함에 따라 총 가속기 생산량은 2027년 감소할 것으로 보인다. 한편 AMD는 Rack Scale 솔루션이 적용되는 MI400부터 본격적인 점유율 확대가 나타날 것으로 보이며 CoWoS Capa 점유율은 2026년 9%, 2027년 14%로 증가할 것으로 보인다. ASIC은 Google, Amazon이 각각 60%, 30% 수준의 점유율 유지하며 30~31% 수준의 CoWoS capa 점유율 유지할 것으로 보인다.

표 2 Total CoWoS Capacity 할당량 추정

	2024	2025	2026E	2027E
전체 (Wafer, K)	**350**	**680**	**1400**	**2300**
NVIDIA	195	425	860	1265
Hopper	95%	10%		
Blackwell	5%	90%	52%	
Rubin			48%	50%
Rubin Ultra				50%
AMD	40	60	120	320
MI300/325	100%	55%		
MI350		45%	20%	
MI400			80%	40%
MI500				60%
ASIC/Others	115	195	420	715
가속기 수 (K)	**9,494**	**13,000**	**19,754**	**22,508**
NVIDIA	5,519	6,970	10,010	7,590
Hopper	5,372	1,233		
Blackwell	146	5,738	6,708	0
Rubin			3,302	5,060
Rubin Ultra				2,530
AMD	640	960	1,344	2,048
MI300/325	640	528		
MI350		432	384	
MI400			960	1,280
MI500				768
ASIC/Others	3,335	5,070	8,400	12,870

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 23 TSMC Adavanced Packaging CapEx vs. CoWoS Capacity 증가량 추정



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 3 AI 가속기 로드맵

		2024				2025				2026				2027			
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
NVIDIA	H200		HBM3E 8h 141GB (24GB*6), 4nm														
	B200					HBM3E 8h 192GB (24GB*8), 4nm											
	B300							HBM3E 12h 288GB (36GB*8), 4nm									
	R200											HBM4 12h 288GB (36GB*8), 3nm					
	R300															HBM4E 1TB	
AMD	MI300X	HBM3 8h 192GB (24GB*8), 5/6nm															
	MI325X				HBM3E 12h 256GB (32~36GB*8), 5/6nm												
	MI350X							HBM3E 12h 288GB (36GB*8), 3nm									
	MI400											HBM4 12h 432GB (36GB*12), 3nm					
	MI500															HBM4E 1TB?	
Google	TPU v6	HBM3 8h 32GB (16GB*2), 5nm															
	v7p							HBM3E 8h 192GB (24GB*8), 3nm									
	v8AX											HBM3E 12h 288GB (36GB*8), 3nm					
	v8X											HBM3E 12h 216GB (36GB*6), 3nm					
AWS	T2			HBM3E 12h 288GB (36GB*8), 5nm													
	T2 Ultra				HBM3E 8h 96GB (24GB*4), 5nm												
	T3									HBM3E 12h 144GB(36GB*4), 3nm							
	T4															HBM4 288GB	
Meta	MTIA v2	LPDDR5 128GB, 5nm															
	MTIA v3									HBM3E 12h 216GB(36GB*6), 3nm							
Microsoft	Maia 1	HBM2E 8h 64GB (16GB*4), 5nm															
	Maia 2									HBM3E 12h 216GB(36GB*6), 3nm							
ByteDance	Gen 1							5nm									
	Gen 2											3nm					
OpenAI	Gen 1									3nm							

자료: 업계 종합, 흥국증권 리서치센터, 주: AWS는 Trainium, Microsoft는 Maia 100, 200의 줄임말로 표시

CoWoS 전망 모델에 근거해 HBM 수요가 2026년 +91%, 2027년 +62% 증가할 것으로 전망한다. 2026년 HBM4 수요 비중은 28%, 2027년 HBM4와 HBM4E의 수요는 각각 33%, 42%를 기록할 것으로 예상한다.

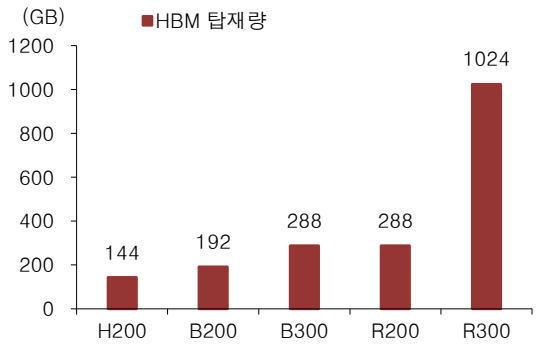
HBM4의 경우 상당 부분 NVIDIA로 귀속됨에 따라 동사 내 높은 점유율 확보한 SK하이닉스에게 유리한 환경이 조성될 것으로 보인다. 한편 ASIC 고객사는 2027년까지 HBM3E 수요가 높은 비중을 차지할 것으로 보인다. ASIC 내 가장 높은 점유율을 차지하는 Google은 TPU v8에서 HBM3E를 탑재하며, 2027년까지 유의미한 비중을 차지하는 ASIC 중 HBM4를 탑재하는 경우는 AWS의 Trainum 4가 유일할 것으로 예상된다. 2027년 1TB HBM4E를 탑재하는 NVIDIA Rubin Ultra 출시에 따라, 상대적으로 AI GPU 진영에서의 HBM 수요가 높은 성장세를 유지할 것으로 보인다.

표 4 HBM 수요 세부 추정

	2024	2025	2026E	2027E
HBM 수요(Gb, M)	9,806	20,569	39,362	63,691
YoY		110%	91%	62%
HBM3	3,432	385		
비중	35%	2%		
HBM3E	4,422	20,184	28,436	15,444
비중	45%	98%	72%	24%
HBM4			10,926	21,230
비중			28%	33%
HBM4E				27,017
비중				42%
NVIDIA	5,588	12,436	23,064	32,384
YoY		123%	85%	40%
Hopper	5,364	1,420		
HBM3	1,031			
HBM3e	4,332	1,420		
Blackwell	225	11,016	15,455	
HBM3E	225	11,016	15,455	
Rubin	0	0	7,609	11,658
HBM4			7,609	11,658
Rubin Ultra				20,726
HBM4E				20,726
AMD	1,016	2,050	4,202	10,715
YoY		102%	105%	155%
MI300/325	1,016	1,054		
HBM3	885	81		
HBM3E	131	973		
MI350	0	995	885	0
HBM3E	0	995	885	0
MI400	0	0	3,318	4,424
HBM4			3,318	4,424
MI500				6,291
HBM4				6,291
ASIC/Others	3,202	6,084	12,096	20,592
YoY		90%	99%	70%

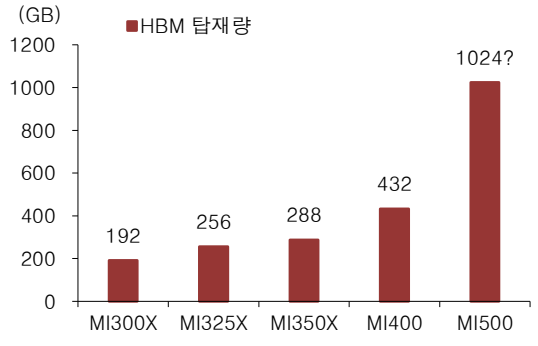
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 24 NVIDIA GPU HBM 탑재량



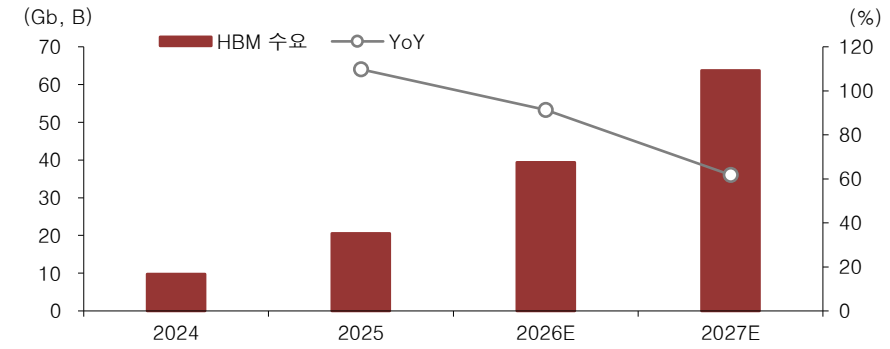
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 25 AMD GPU HBM 탑재량



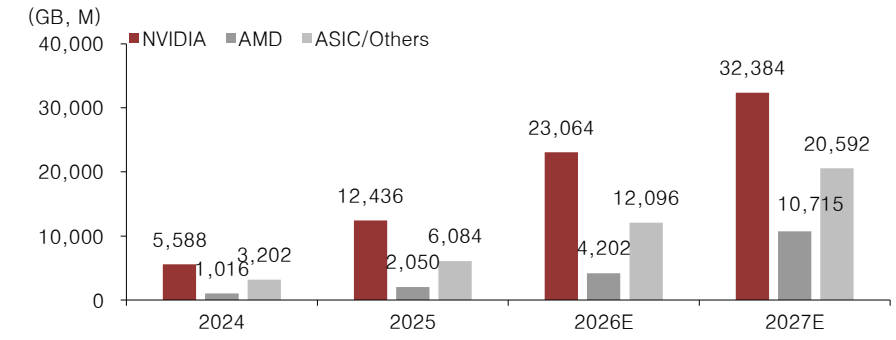
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 26 HBM 수요 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 27 업체별 HBM 수요 추정



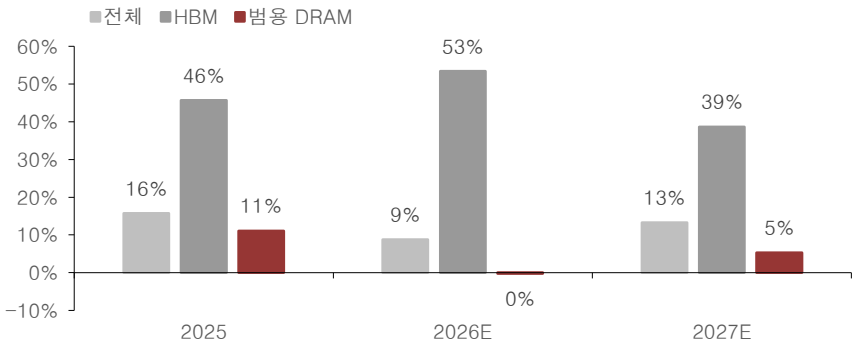
자료: 흥국증권 리서치센터

2. DRAM 공급: 증설 가속화에도 범용 DRAM Capa 확대는 제한적

2026년과 2027년의 DRAM 공급 증가율은 각각 +20%, +22%YoY를 기록할 것으로 전망한다. 2023~2024년 투자 축소로 인해 2026년 공급 증가가 제한적인 가운데, 삼성전자 P4와 SK하이닉스 M15X의 증설 효과가 2027년부터 점진적으로 나타나기 시작할 전망이다. 다만 해당 증설 또한 HBM 생산에 초점이 맞춰져 있어, 범용 DRAM의 웨이퍼 투입량 증가는 계속해서 제한적인 수준을 유지할 것으로 보인다(2026년 flat, 2027년 +5%YoY).

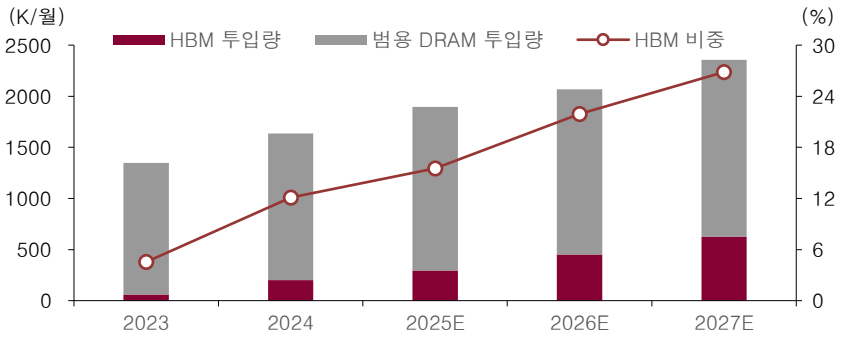
2027년엔 삼성전자 P4 Phase 2, 4와 SK하이닉스의 Y1, Micron 의 ID1, CXMT의 Beijing Fab3 등이 개소되며 본격적인 웨이퍼 투입 증가가 가능할 것으로 보인다. 다만 해당 팹 모두 연중 점진적인 증설이 진행될 것이며 HBM 비중 확대(2025년 16%, 2026년 22%, 2027년 27%)가 예상됨에 따라 업계 전반의 공급 증가 속도는 계속해서 제한적일 것으로 보인다.

그림 28 **연평균 DRAM 웨이퍼 투입량 증감율**



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 29 **DRAM 웨이퍼 투입량 전망**



자료: 흥국증권 리서치센터

표 5 DRAM 공급 전망

(Gb, M)	2023	2024	2025	2026E	2027E
전체 DRAM	207,674	251,765	297,760	358,162	438,644
YoY	8%	21%	18%	20%	22%
범용 DRAM	205,563	239,793	276,334	319,962	374,393
YoY	8%	17%	15%	16%	17%
전체 공급량 대비 비중	99%	95%	93%	89%	85%
삼성전자	91,729	103,543	113,197	130,570	152,356
YoY	11%	13%	9%	15%	17%
점유율	45%	43%	41%	41%	41%
SK하이닉스	63,409	68,134	80,230	94,374	113,401
YoY	10%	7%	18%	18%	20%
점유율	31%	28%	29%	29%	30%
Micron	38,836	47,785	53,100	59,472	66,989
YoY	-7%	23%	11%	12%	13%
점유율	19%	20%	19%	19%	18%
CXMT	5,340	13,118	21,150	25,592	30,198
YoY	70%	146%	61%	21%	18%
점유율	3%	5%	8%	8%	8%
Others	6,249	7,214	8,657	9,955	11,448
YoY	11%	15%	20%	15%	15%
점유율	3%	3%	3%	3%	3%
HBM	2,112	11,972	21,426	38,200	64,251
YoY	117%	467%	79%	78%	68%
전체 공급량 대비 비중	1%	5%	7%	11%	15%
삼성전자	1,280	4,634	4,893	11,363	21,961
YoY	164%	262%	6%	132%	93%
점유율	61%	39%	23%	30%	34%
SK하이닉스	832	6,538	12,043	18,714	28,142
YoY	70%	686%	84%	55%	50%
점유율	39%	55%	56%	49%	44%
Micron		800	4,489	8,123	13,449
YoY			461%	81%	66%
점유율		7%	21%	21%	21%
CXMT					700
YoY					
점유율					1%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 6 DRAM 웨이퍼 투입량 추정 (단위: K/월)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
삼성전자	**535**	**600**	**650**	**670**	**645**	**645**	**655**	**655**	**630**	**655**	**675**	**705**	**725**	**755**	**780**	**815**
HBM 투입	8%	10%	17%	19%	11%	14%	17%	20%	24%	24%	27%	27%	30%	30%	31%	31%
HBM 비중	45	60	110	130	70	90	110	130	150	160	180	190	220	230	240	250
Line13	30	30	20	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Line15	160	170	180	180	175	175	170	170	170	175	175	185	170	175	175	185
Line17	100	130	150	150	140	130	120	100	95	90	85	80	95	90	85	80
P1L	100	100	105	110	110	110	120	125	120	120	120	120	120	120	120	120
P2L	80	90	100	110	110	120	130	140	140	140	140	140	140	140	140	140
P3L	65	80	95	110	110	110	110	110	95	105	110	110	110	110	110	110
P4L	0	0	0	0	0	0	5	10	10	25	45	70	90	120	150	180
SK하이닉스	**368**	**380**	**435**	**480**	**500**	**515**	**530**	**545**	**565**	**585**	**605**	**625**	**645**	**665**	**705**	**730**
HBM 투입	16%	22%	28%	27%	26%	27%	28%	31%	32%	32%	33%	34%	34%	35%	34%	34%
HBM 비중	60	85	120	130	130	140	150	170	180	190	200	210	220	230	240	250
Wuxi (C2)	150	150	165	180	185	185	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
M10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
M14	138	145	160	170	170	170	170	170	165	155	145	135	145	155	165	170
M16	80	85	110	130	145	160	170	185	200	220	230	240	240	240	240	240
M15X									10	20	40	60	70	80	90	100
Y1															20	30
Micron	**320**	**310**	**310**	**315**	**320**	**330**	**340**	**340**	**340**	**345**	**355**	**355**	**355**	**355**	**375**	**395**
HBM 투입	3%	5%	6%	8%	9%	12%	15%	19%	21%	23%	24%	25%	28%	31%	32%	33%
HBM 비중	10	15	20	25	30	40	50	65	70	80	85	90	100	110	120	130
Dominion Fab6	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Fab15 (MMJ)	105	100	100	100	100	100	100	100	100	100	105	105	105	105	105	105
OMT	195	190	190	195	200	210	220	220	220	225	230	230	230	230	230	230
P5															10	20
ID1															10	20
CXMT	**140**	**155**	**185**	**210**	**230**	**250**	**255**	**260**	**290**	**300**	**300**	**300**	**320**	**330**	**340**	**350**
HBM 투입				0%	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	3%	9%	12%	15%	14%
HBM 비중				0	0	0	0	5	5	5	5	10	30	40	50	50
Phase1	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Phase2	5	15	35	50	60	80	85	90	100	100	100	100	100	100	100	100
Beijing Fab1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Beijing Fab2	5	10	20	30	40	40	40	40	60	70	70	70	70	70	70	70
Beijing Fab3													20	30	40	50

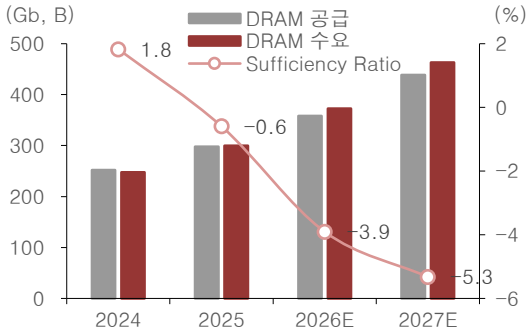
자료: 흥국증권 리서치센터

3. DRAM Sufficiency Ratio: -3.9% → -5.3%

위 수급 전망을 기준으로, DRAM의 Sufficiency Ratio는 2026년 -3.9%, 2027년 -5.3%를 기록할 것으로 전망한다. 서버 DRAM과 HBM 중심의 수요 성장으로 인해, DRAM 공급 부족 강도가 2027년 심화될 것으로 예상된다. DRAM 수요 증가율은 2025년~2027년 3년 연속으로 공급 증가율을 상회할 것으로 보인다.

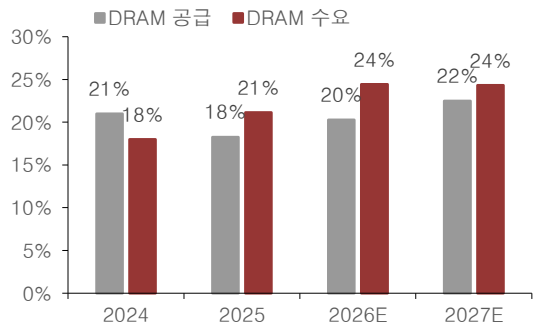
특히 연간 공급 계약을 기준으로 생산량이 계획되는 HBM의 비중이 증가함에 따라 범용 DRAM의 쇼티지 강도가 더욱 확대되고 있다. 범용 DRAM의 Sufficiency Ratio는 2026년 -4.0%, 2027년 -6.3%을 기록할 것으로 보인다. 범용 DRAM 가격 강세가 2026년 지속될 것으로 보이며, 2027년에도 하락 전환하기 어려운 환경이 조성되고 있다.

그림 30 DRAM 수급 전망



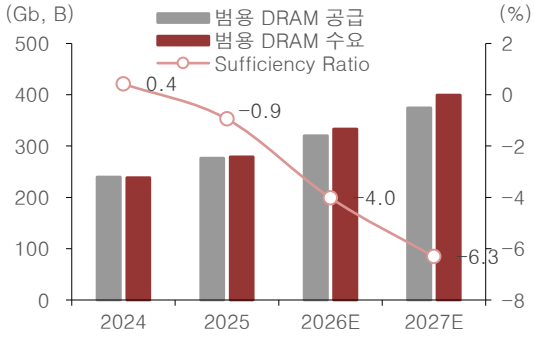
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 31 DRAM 수요, 공급 YoY 증감율



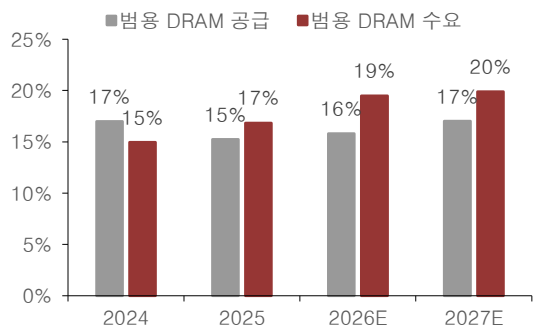
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 32 범용 DRAM 수급 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 33 범용 DRAM 수요, 공급 YoY 증감율



자료: 흥국증권 리서치센터

Ⅲ. NAND 수급 전망

1. NAND 수요: ICMS 가 얹어진 eSSD 수요

NAND 수요는 2026년과 2027년 각각 +67%, +50%YoY 증가할 것으로 전망한다. HDD 공급 부족에 따른 QLC eSSD 수요 증가에 이어 KV 캐시 오프로드용 고성능 TLC eSSD 수요까지 급증함을 감안해 2026년 eSSD 수요 증가율을 +67%YoY로 상향 조정했다. 최근 실적 발표한 Sandisk 역시 올해 데이터센터향 NAND 수요가 +60%후반 증가할 것으로 전망한 바 있다.

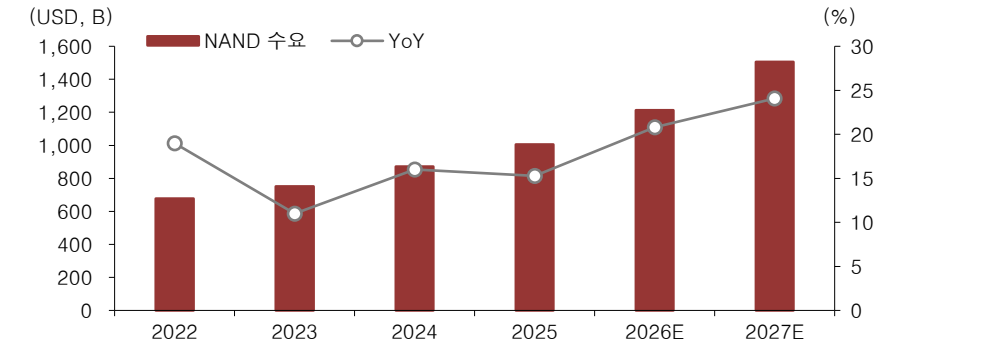
Mobile과 PC의 경우 수요 부진과 NAND 공급 부족 등을 감안해 시장 성장률을 크게 하회하는 부진한 흐름 보일 것으로 전망한다. 이에 NAND 시장 내 eSSD의 비중은 2026년 39%, 2027년 47%로 급증할 전망이다. NAND 역시 장기 수요 가시성 확보에 따른 체질 변화의 초입에 들어섰다.

표 7 NAND 수요 전망

	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total (GB, M)	751,665	871,199	1,004,205	1,212,979	1,504,982
YoY	11%	16%	15%	21%	24%
eSSD (GB, M)	137,805	208,387	285,337	477,657	714,140
YoY	-14%	51%	37%	67%	50%
% of Total NAND	18%	24%	28%	39%	47%
Unit(Unit, K)	35,781	42,630	46,700	59,670	68,621
YoY	-25%	19%	13%	19%	15%
Contents(GB)	3,851	4,888	6,110	8,004	10,405
YoY	15%	27%	25%	31%	30%
ICMS (GB, M)				52,838	121,440
YoY					130%
% of Total NAND				4%	8%
Rubin GPU (Unit, K)				3,302	7,590
Contents(GB)				16,000	16,000
Mobile (GB, M)	250,493	285,557	339,517	348,752	366,399
YoY	17%	14%	19%	3%	5%
% of Total NAND	33%	33%	34%	29%	24%
Unit(Unit, K)	1,151,090	1,191,040	1,227,030	1,177,949	1,201,508
YoY	-6%	3%	3%	-4%	2%
Contents(GB)	217	243	277	296	305
YoY	23%	12%	14%	7%	3%
PC SSD (GB, M)	186,006	202,794	208,379	201,920	212,096
YoY	10%	9%	3%	-3%	5%
% of Total NAND	25%	23%	21%	17%	14%
Unit(Unit, K)	303,479	303,073	303,760	288,572	291,458
YoY	0%	0%	0%	-5%	1%
Contents(GB)	613	669	686	700	728
YoY	10%	9%	3%	2%	4%
Others (GB, M)	177,361	174,461	170,972	184,650	212,347
YoY	34%	-2%	-2%	8%	15%
% of Total NAND	24%	20%	18%	16%	16%

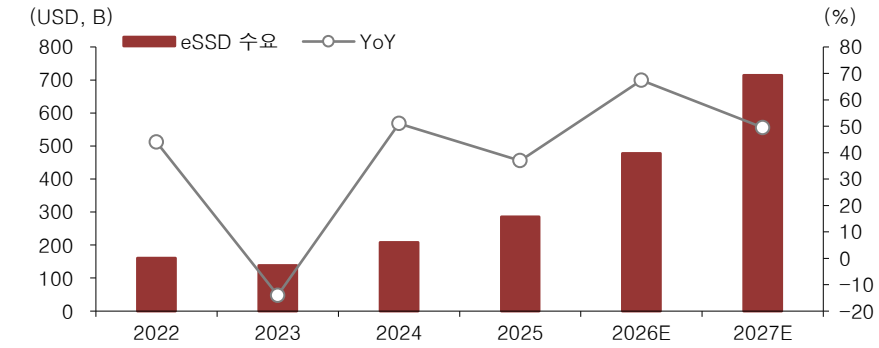
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 34 NAND 수요 추이 및 전망



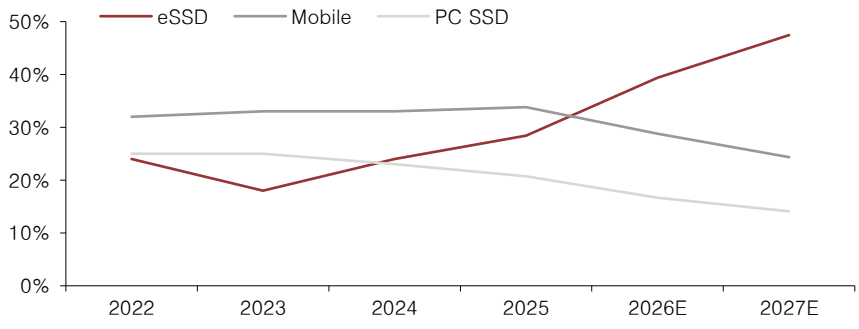
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 35 eSSD 수요 추이 및 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 36 NAND 응용처별 비중 추이



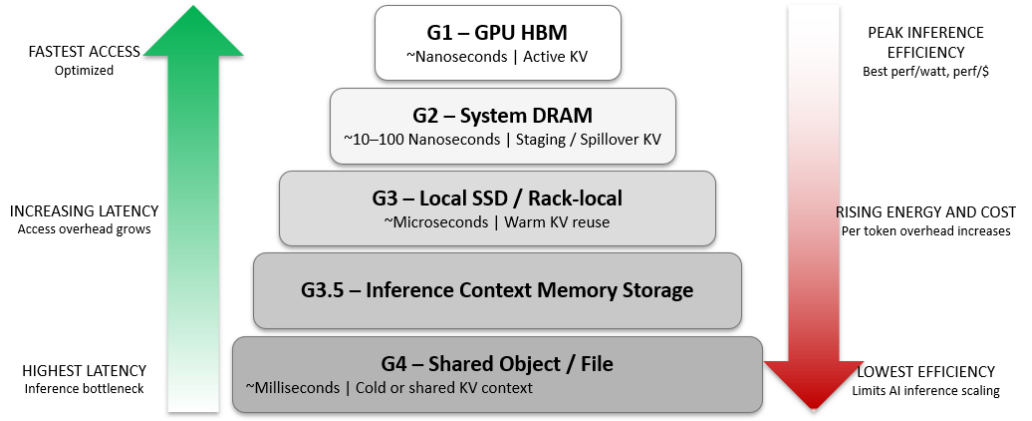
자료: 흥국증권 리서치센터

한편 NVIDIA가 최근 발표한 ICMS(Inference Context Memory Storage)는 NAND의 추가 수요로 직결되는 신규 시스템이다. 특수 메모리 계층을 위한 eSSD용 랙이 VR200 NVL72에 추가됨에 따라, GPU당 16TB의 신규 수요가 발생하는 것으로 알려져 있다. Rubin 생산이 모두 랙스케일 시스템으로 구성된다는 가정 하에, 기존 GPU 생산 추정에 근거한 ICMS 수요 규모는 2026년 52EB, 2027년 121EB에 이를 것으로 보인다. 기존 NAND 수요에 4~8% 규모가 추가되는 수준이다.

AI 시스템의 메모리는 크게 4개 층으로 나뉘며, 데이터 접근 속도가 빠른 HBM이 G1, HBM의 KV 캐시를 오프로드해주는 일반 DRAM이 G2, Warm Data 저장용으로 사용되는 Local SSD가 G3, 상대적으로 접근 빈도가 낮은 고용량 Cold Data를 저장하는 스토리지가 G4를 이루게 된다. G1은 속도, G4는 확장성 극대화에 초점이 맞춰져 있다.

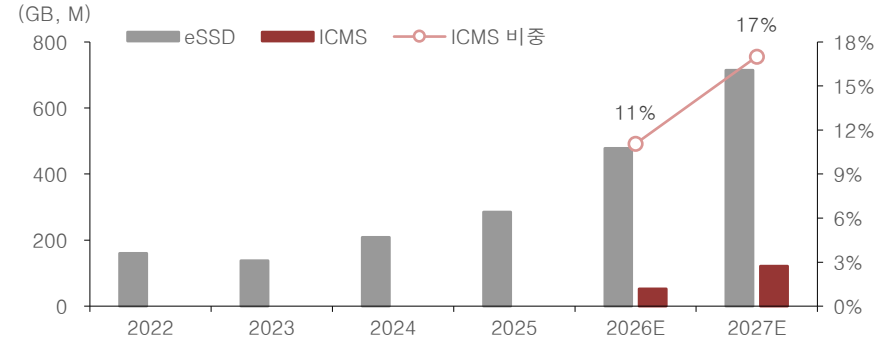
AI 에이전트의 기반이 되는 모델 매개 변수가 크게 확장됨에 따라 KV 캐시 요구량도 급증 중이며, 이에 따라 GPU 시스템이 한 번에 부담해야 하는 데이터 규모가 성능의 병목으로 작용하고 있다. NVIDIA는 BlueField-4 DPU 기반의 특수 메모리 계층, ICMS를 Rubin 플랫폼부터 적용함으로써 시스템의 동시 사용 가능 데이터 규모를 확장했다.

그림 37 ICMS(Inference Context Memory Storage): 기존 메모리 계층(G1~4)에 G3.5를 추가



자료: NVIDIA, 흥국증권 리서치센터

그림 38 eSSD 수요 내 ICMS 비중 추정



자료: 흥국증권 리서치센터

2. NAND 공급: 종합 메모리 업체 vs. 퓨어 NAND 업체

NAND 공급은 2026년과 2027년 각각 +20%, +24%YoY 증가할 것으로 전망한다. 클린룸 여력을 확보한 Kioxia/Sandisk와 YMTC의 상대적으로 공격적인 증설 가능성을 염두에 두어 2027년 공급 증가율이 전년 대비 확대될 것으로 추정했다. 다만 그럼에도 수급 불균형은 2027년까지 해소되지 않을 것으로 보임에 염두할 필요가 있다.

현재 NAND 업계는 크게 2가지 진영으로 나뉜다. 하나는 DRAM과 NAND 사업을 모두 영위하는 종합 메모리 업체(삼성전자, SK하이닉스, Micron), 또 하나는 NAND 사업만을 영위하는 퓨어 NAND 업체(Kioxia/Sandisk, YMTC)이다. 종합 메모리 업체의 경우 상대적으로 OPm이 낮은 NAND 사업에 CapEx를 투입하길 꺼리고, 전환 투자 위주의 공급량 확대 기조가 유지될 전망이다. 3사 모두 2028년부터 NAND 증설이 가능한 클린룸 확보가 가능할 것으로 보인다.

반면 퓨어 NAND 업체의 경우 공급 부족이 극심해진 현 상황을 점유율 확대의 기회로 삼을 만한 동인이 커질 것으로 보인다. YMTC의 경우 올해 우한 3공장이 개소됨에 따라 50K 이상의 추가 Capa 확보가 가능할 것으로 보인다. 다만 해당 공장의 절반 가량을 활용해 DRAM 사업 진출을 꾀하고 있다는 소식이 전해지고 있어, NAND 증설 폭이 우려 대비 크지 않을 가능성이 있을 것으로 추정한다. Kioxia/Sandisk의 경우 제한적 Capa 기조를 유지하겠다고 반복 강조 중이나, 최근 체결된 LTA와 같이 선지급금 기반의 빅테크 장기 공급 계약이 체결될 경우 Capa 할당 조건의 증설 움직임이 시작될 가능성이 높다고 판단된다.

표 8 NAND 생산량 전망

(GB, M)	2023	2024	2025	2026E	2027E
전체 NAND	721,454	822,450	943,344	1,130,904	1,399,496
YoY	-3%	14%	15%	20%	24%
삼성전자	233,442	245,032	272,099	300,468	341,882
YoY	-11%	5%	11%	10%	14%
점유율	32%	30%	29%	27%	24%
SK하이닉스/Solidigm	158,940	174,131	184,956	212,875	245,188
YoY	5%	10%	6%	15%	15%
점유율	22%	21%	20%	19%	18%
Kioxia/Sandisk	204,307	247,949	265,198	321,477	405,062
YoY	1%	21%	7%	21%	26%
점유율	28%	30%	28%	28%	29%
Micron	80,802	93,923	103,563	122,256	146,707
YoY	-2%	16%	10%	18%	20%
점유율	11%	11%	11%	11%	10%
YMTC	43,540	60,989	117,183	173,362	260,043
YoY	-3%	40%	92%	48%	50%
점유율	6%	7%	12%	15%	19%
Others	424	425	345	465	614
YoY	51%	0%	-19%	35%	32%
점유율	0%	0%	0%	0%	0%

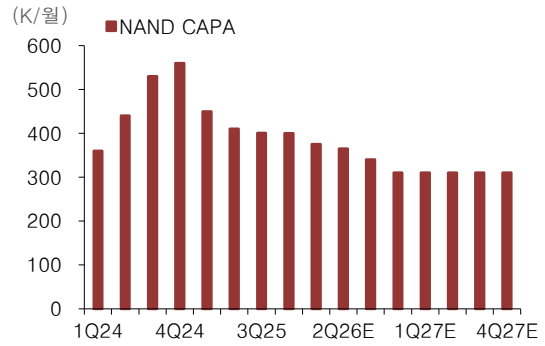
자료: 흥국증권 리서치센터

표 9 NAND 웨이퍼 투입량 추정 (단위: K/월)

(K/월)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
삼성전자	**360**	**440**	**530**	**560**	**450**	**410**	**401**	**400**	**375**	**365**	**340**	**310**	**310**	**310**	**310**	**310**
Line12	100	100	100	100	100	100	100	95	70	60	30	_	_	_	_	_
XiAn1	50	75	90	100	80	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
XiAn2	50	75	90	100	80	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
P1L	90	120	170	170	100	100	100	100	100	100	90	90	90	90	90	90
P2L	60	60	70	70	70	70	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
P3L	10	10	10	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
P4L							1	5	5	5	20	20	20	20	20	20
SKH/Solidigm	**195**	**200**	**230**	**235**	**230**	**230**	**230**	**240**	**235**	**235**	**235**	**235**	**235**	**235**	**235**	**235**
M11	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23	23
M11(2/M12)	33	33	33	33	33	33	33	33	30	30	30	30	30	30	30	30
M14	24	24	24	24	24	24	24	24	22	22	22	22	22	22	22	22
M15	55	60	70	70	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
DaLian	60	60	80	85	85	85	85	95	95	95	95	95	95	95	95	95
Kioxia/Sandisk	**390**	**460**	**460**	**460**	**400**	**400**	**400**	**400**	**400**	**405**	**418**	**418**	**430**	**445**	**445**	**455**
Yokkaichi Fab2(New)	80	95	95	95	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Yokkaichi Fab3	60	70	70	70	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Yokkaichi Fab4	70	100	100	100	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Yokkaichi Fab5	70	70	70	70	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Yokkaichi Fab6	60	70	70	70	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Yokkaichi Fab7											3	3	5	10	10	20
Iwate Fab1(K1)	50	55	55	55	55	55	55	55	55	55	60	60	60	60	60	60
Iwate Fab2(K2)										5	10	10	20	30	30	30
Micron	**130**	**130**	**155**	**155**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**	**130**
Manassas	32	32	32	32	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
Fab 10	52	52	63	63	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43	43
Fab 7(Tech)	23	23	25	25	25	25	25	25	20	20	20	20	20	20	20	20
Fab 10(Alpha)	23	23	35	35	35	35	35	35	40	40	40	40	40	40	40	40
YMTC	**120**	**125**	**125**	**130**	**140**	**140**	**150**	**160**	**160**	**170**	**190**	**200**	**210**	**220**	**230**	**230**
Wuhan Fab1	95	95	95	95	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Wuhan Fab2	25	30	30	35	40	40	50	60	60	60	60	60	60	70	80	80
Wuhan Fab3										10	30	40	50	50	50	50

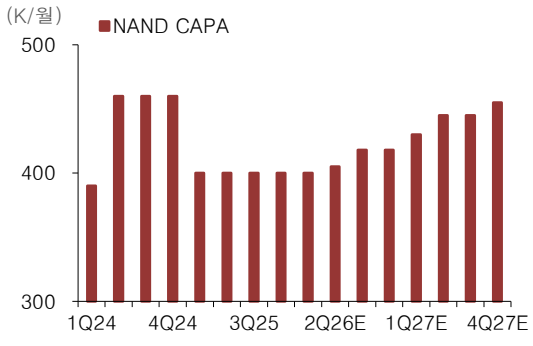
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 39 삼성전자 NAND Capa



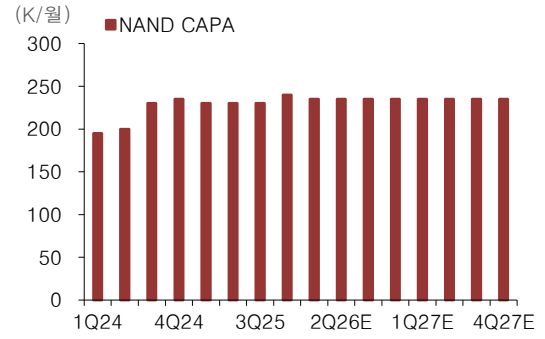
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 40 Kioxia/Sandisk NAND Capa



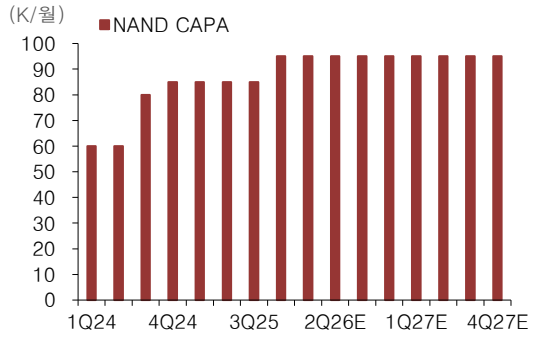
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 41 SK하이닉스 NAND Capa



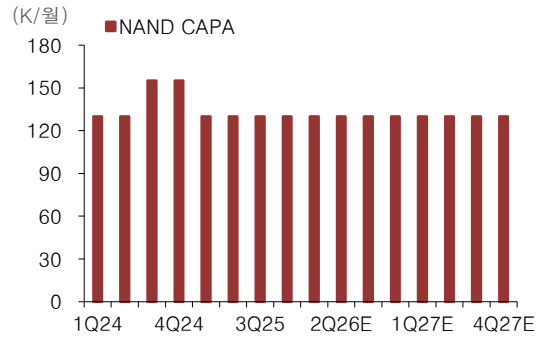
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 42 Solidigm NAND Capa



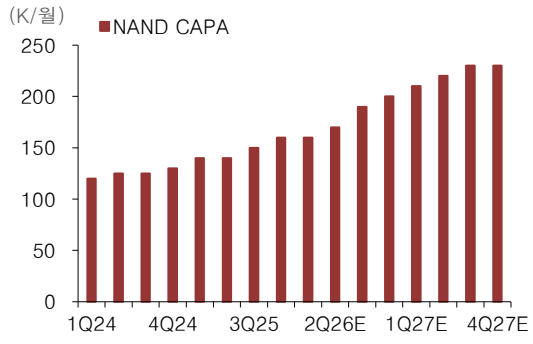
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 43 Micron NAND Capa



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 44 YMTC NAND Capa



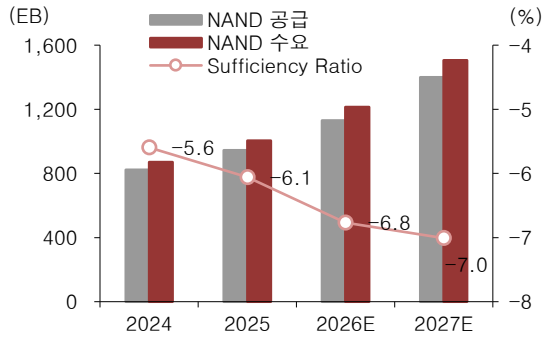
자료: 흥국증권 리서치센터

3. NAND Sufficiency Ratio: -6.8% → -7.0%

위 수급 전망을 기준으로, NAND의 Sufficiency Ratio는 2026년 -6.8%, 2027년 -7.0%를 기록할 것으로 전망한다. KV 캐시 오프로드용 고성능 TLC eSSD와 Nearline QLC eSSD의 수요 확대로 인해 NAND 공급 부족 강도가 2027년에 심화될 것으로 예상된다. DRAM 수요 증가율은 2025년~2027년 3년 연속으로 공급 증가율을 상회할 것으로 보인다. 2027년부터 나타날 것으로 보이는 NAND 공급 증가에도 쇼티지의 강도는 해소되기 어려울 것으로 보인다.

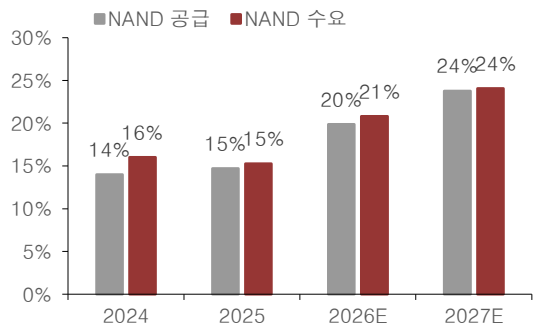
이러한 수급 불균형은 하이퍼스케일러 등 주요 고객사의 LTA 요구로 이어지고 있다. 공급 업체는 단기 수익성 극대화와 장기 사업 안정성 확보의 사이에서 저울질하며 선지급금을 포함한 조건의 LTA 계약이 순차적으로 체결될 것으로 보인다. LTA 체결은 단기적인 가격 급등세를 진정시키는 효과는 있겠으나, NAND 역시 과거 공급 과잉에 취약했던 시클리컬 특성을 벗어나 장기 성장 기대감을 가질 수 있는 구조적 변화가 가능할 것이라 예상한다. 과거 HDD 업체가 1년 이상의 수요 가시성을 확보 가능한 Build-to-Order 전략을 도입한 뒤 가파른 주가 상승세를 보였던 점을 상기해볼 필요가 있다.

그림 45 NAND 수급 전망



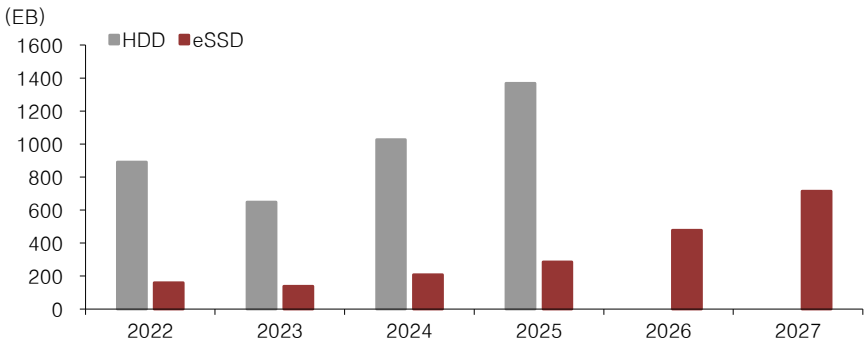
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 46 NAND 수요, 공급 YoY 증감율



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 47 HDD vs. eSSD 출하량 추이 및 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

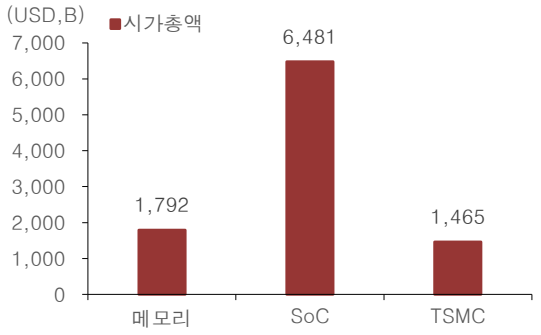
IV. 메모리 지위 변화

1. 메모리 업종, AI HW 업종 내 저평가 해소 전망

2027년 메모리 가격의 하락 가능성이 낮은 상황에서, 당사의 삼성전자, SK하이닉스 실적 추정치를 대입하면 글로벌 메모리 업종의 2026년, 20227년 영업이익은 각각 $348B, $441B으로 전망된다. 1Q26의 가격 협상 상황을 반영해 향후 해외 업체의 실적 추정치가 상향될 가능성이 높다는 점을 감안하면, 이 숫자는 향후 더욱 커질 것이다.

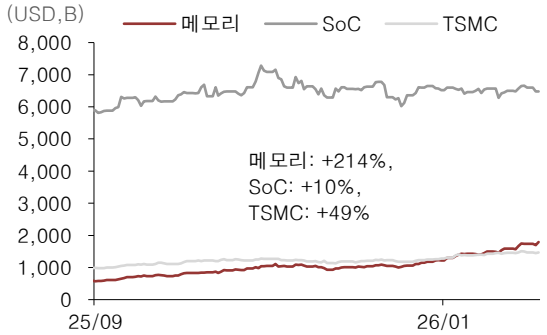
메모리 업종은 2025년 9월 슈퍼사이클에 진입한 이후 가파른 주가 급등세를 보여 합산 시가 총액 기준, TSMC의 시가 총액을 지난 달 역전했다. 향후 실적 컨센서스의 추가 상향 조정 가능성이 높고, 2027년까지의 쇼티지 장기화가 예상되는 상황에서, 이익 체력 대비 크게 저평가 받고 있는 메모리 업종의 주가 상승이 지속될 것으로 보인다.

그림 48 **업종별 시가총액 합산**



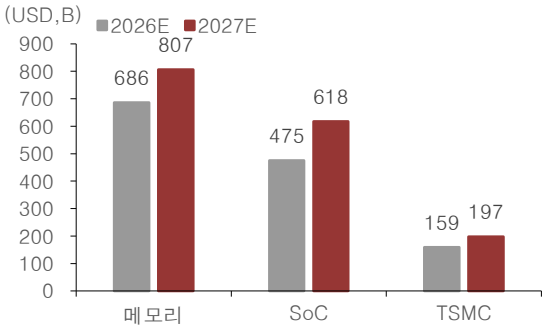
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
주: 메모리 업종은 삼성전자, SK하이닉스, Micron, Kioxia, Sandisk. 합산.
SoC 업종은 NVIDIA, Broadcom, AMD 합산

그림 49 **메모리 슈퍼사이클 진입 후 업종별 시가총액 추이**



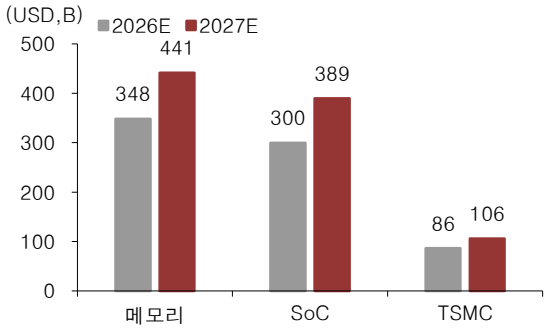
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
주: 메모리 업종은 삼성전자, SK하이닉스, Micron, Kioxia, Sandisk. 합산.
SoC 업종은 NVIDIA, Broadcom, AMD 합산

그림 50 **업종별 매출액 합산 비교**



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
주: 삼성전자, SK하이닉스는 당사 추정치 적용

그림 51 **업종별 영업이익 합산 비교**



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터
삼성전자, SK하이닉스는 당사 추정치 적용

2. 소부장 역시 재평가 기회

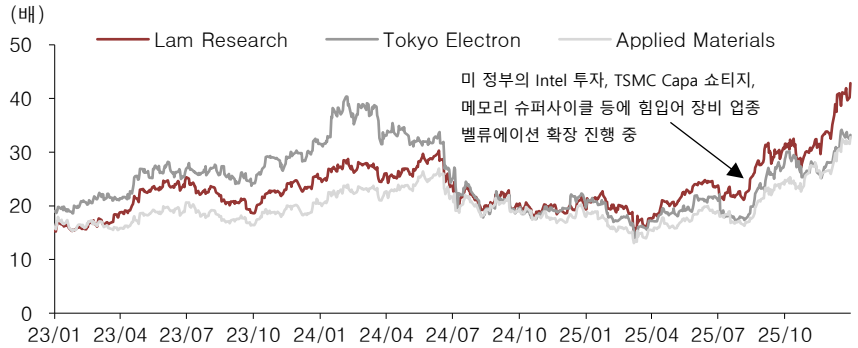
(1) DRAM CapEx 확대 기조의 장기화: 테스, 브이엠, 이오테크닉스

Lam Research 등 주요 글로벌 장비사의 주가는 최근 강세를 이어가고 있다. 이는 파운드리와 DRAM 투자 확대에 기인한 것으로, 삼성전자와 SK하이닉스의 CapEx 증가 수혜가 기대되는 국내 전공정 장비 업종에도 동일하게 적용될 논리다. 2026~2027년 삼성전자 P4와 SK하이닉스 M15X, SK하이닉스 Y1 증설을 통해 테스와 브이엠의 실적 업사이클이 이어질 것으로 전망한다.

(2) NAND 공급 부족 심화, 퓨어 NAND 업체의 증설 전망: 티씨케이

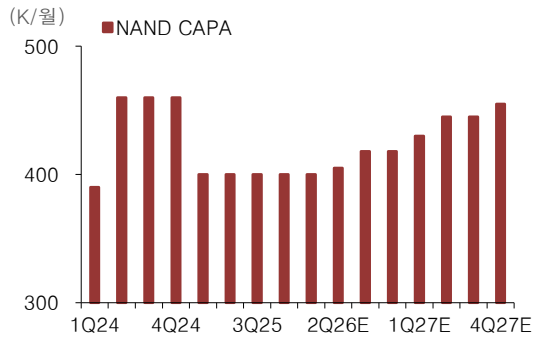
AI 인프라 투자 강세로 eSSD 수요가 급증하는 가운데, ICMS라는 신규 수요처까지 가세하며 NAND 쇼티지의 장기화 조짐이 나타나고 있다. 이에 따라 업계 전반에서 전환 투자가 가속화되고 있으며, 향후 퓨어 NAND 업체 중심의 증설 재개 가능성도 높다고 판단한다. 이 경우 Kioxia/Sandisk, YMTC 등 글로벌 칩메이커의 증설 사이클에서 고르게 수혜를 받을 수 있는 티씨케이의 수혜 흐름도 이어질 것으로 전망한다.

표 52 **글로벌 종합 장비사 12개월 선행 PER 추이**



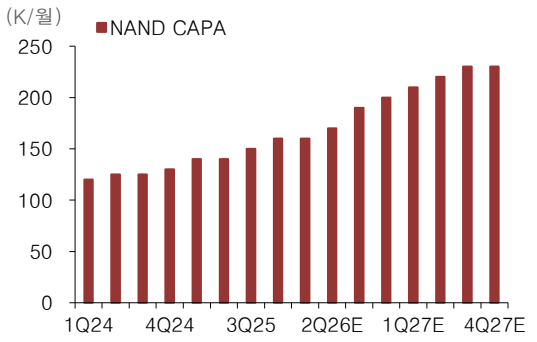
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 53 **Kioxia/Sandisk NAND Capa**



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 54 **YMTC NAND Capa**



자료: 흥국증권 리서치센터

V. 기업분석

1. 삼성전자 (005930) 돈방석에 앉다 31p

2. SK하이닉스 (000660) 2단계 진화 시작 36p

반도체
손인준
02)6742-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(005930)

삼성전자

돈방석에 앉다

BUY(유지)

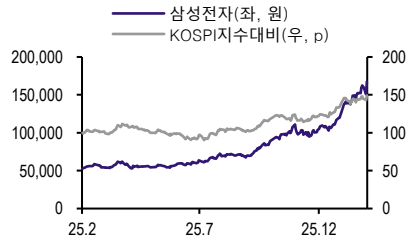
목표주가	230,000원(상향)
현재주가(02/03)	167,500원
상승여력	37.3%
시가총액	991,539십억원
발행주식수	5,919,638천주
52주 최고가 / 최저가	167,500 / 51,000원
3개월 일평균거래대금	3,077십억원
외국인 지분율	51.6%
주요주주	
삼성생명보험 (외 16인)	19.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.8%
BlackRock Fund Advisors (외 16인)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	30.4	50.8	143.1	228.4
상대수익률(KOSPI)	7.6	25.5	73.6	112.9

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	258,935	300,871	333,563	503,913
영업이익	6,567	32,726	43,599	192,332
EBITDA	45,234	75,357	90,410	242,575
지배주주순이익	14,473	33,621	41,433	157,814
EPS	2,225	5,433	6,886	26,542
순차입금	-79,086	-93,285	-94,095	-156,403
PER	35.3	9.8	24.3	6.3
PBR	1.5	0.9	2.7	2.0
EV/EBITDA	9.7	3.5	11.0	3.8
배당수익률	1.8	2.7	1.0	2.4
ROE	4.1	9.0	10.3	32.1
컨센서스 영업이익	-	-	42,860	166,822
컨센서스 EPS	-	-	6,305	20,633

주가추이



1Q26 메모리 가격 폭등 조짐

삼성전자의 1Q26 실적이 매출액 113.9조원(+21%QoQ), 영업이익 37.7조원(+88%QoQ)을 기록할 것으로 전망한다. 최근 1Q26 계약가 급등 조짐을 반영해 범용 DRAM, NAND의 ASP 상승률을 +56%, +53%QoQ로 상향 조정했다. 해당 수치 또한 보수적으로 향후 실적 전망치의 추가 상향 가능성이 높다고 판단된다. 메모리 사업부가 전사 영업이익의 95.2%를 차지할 것으로 보인다.

2026년 영업이익 192.3조원 전망

2026년 실적은 매출액 503.9조원(+51%YoY), 영업이익 192.3조원(+341%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 1Q26, 2Q26의 메모리 가격 상승률이 당사 추정치를 크게 상회할 조짐을 보이고 있어 연간 영업이익 추정치 역시 상향 조정 가능성이 높다고 판단된다. 2027년까지의 수급 부족 장기화를 감안 시 지속적인 가격 상승도 가능한 상황이다. 다만 수요의 장기 가시성 확보 및 고객 관계 등을 고려한 LTA 체결 가능성이 높아지고 있다고 판단되며, 이로 인해 2H26 이후 가격 상승세는 안정화될 것으로 전망한다. 이에 2027년 분기별 가격 움직임이 flat으로 유지된다 하더라도 영업이익은 248조원(+29%YoY)을 기록할 것으로 보인다.

삼성전자 투자의견 BUY/TP 230,000원 상향

실적 추정치 상향을 반영해 삼성전자 목표주가를 230,000원으로 상향 조정한다. 삼성전자는 2026~2027년 범용 DRAM/NAND 가격 상승에 힘입어 막대한 이익 창출이 예상되며, HBM4를 기점으로 DRAM 본연의 경쟁력 회복 역시 나타나고 있다. 또한 TSMC Capa의 쇼티지가 심화되는 가운데 테슬라 수주를 기점으로 삼성 파운드리의 턴어라운드 가시성도 높아지고 있다. 3개년 주주환원 정책에 근거해 올해 기대되는 주주환원 규모(연간 FCF의 50%) 역시 매우 클 것으로 보인다. 업황 강세 및 종합적인 경쟁력 회복, 주주환원 확대 여력 등으로 주가 상승세가 당분간 지속될 것으로 보인다. 나아가 2027년 실적 가시성 확보와 LTA 등을 통한 장기 사업 안정성 강화는 메모리 업종의 구조적 벨류에이션 재평가를 촉발할 수 있으며, 이는 추가적인 주가 업사이드로 이어질 것으로 보인다.

표 1 삼성전자 분기별 실적 추이 및 전망 (단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	**79.1**	**74.6**	**86.1**	**93.8**	**113.9**	**119.9**	**134.3**	**135.7**	**300.9**	**333.6**	**503.9**
QoQ(%)	4%	-6%	15%	9%	21%	5%	12%	1%	-	-	-
YoY(%)	10%	1%	9%	24%	44%	61%	56%	45%	16%	11%	51%
DS	**25.1**	**27.9**	**33.1**	**44.0**	**63.3**	**75.4**	**83.8**	**90.4**	**111.1**	**130.2**	**312.9**
Memory	19.2	21.2	26.7	37.1	56.6	68.5	76.2	82.2	84.4	104.1	283.6
DRAM	13.2	14.1	18.6	27.8	42.0	51.0	57.4	63.2	53.1	73.6	213.6
HBM	1.3	1.3	2.7	3.3	4.0	5.2	7.8	9.4	8.5	8.6	26.5
NAND	6.0	7.1	8.1	9.4	14.6	17.5	18.8	19.0	31.2	30.6	70.0
Foundry/LSI	5.9	6.7	6.4	6.9	6.7	6.9	7.5	8.2	26.7	26.0	29.3
DX	**51.0**	**43.6**	**48.4**	**44.3**	**48.9**	**43.4**	**48.6**	**41.9**	**173.7**	**186.4**	**182.8**
MX / Networks	36.5	29.2	34.1	29.3	35.2	29.8	34.9	27.4	117.2	129.1	127.3
VD / DA	14.5	14.1	13.9	14.8	13.7	13.6	13.7	14.5	56.4	57.3	55.5
SDC	**5.5**	**6.4**	**8.1**	**9.5**	**7.6**	**7.5**	**9.3**	**10.6**	**29.3**	**29.6**	**35.0**
Harman	**3.4**	**3.8**	**4.0**	**4.6**	**3.7**	**4.0**	**4.0**	**4.3**	**14.3**	**15.9**	**16.0**
영업이익	**6.7**	**4.7**	**12.2**	**20.1**	**37.7**	**46.2**	**52.6**	**55.8**	**32.7**	**43.6**	**192.3**
QoQ(%)	3%	-30%	160%	65%	88%	22%	14%	6%	-	-	-
YoY(%)	1%	-55%	32%	209%	464%	888%	333%	178%	398%	33%	341%
DS	**1.1**	**0.4**	**7.0**	**16.4**	**34.9**	**44.0**	**49.5**	**53.6**	**15.2**	**25.0**	**181.9**
Memory	3.3	3.0	7.6	17.9	35.9	45.0	50.5	55.0	21.8	31.9	186.4
DRAM	3.9	3.2	6.7	15.7	29.0	35.7	40.5	44.9	17.0	29.6	150.1
NAND	-0.6	-0.2	0.9	2.2	6.9	9.3	10.0	10.1	4.8	2.3	36.3
Foundry/LSI	-2.3	-2.6	-0.6	-1.5	-1.0	-1.0	-1.0	-1.4	-6.6	-6.9	-4.5
DX	**4.7**	**3.3**	**3.5**	**1.3**	**1.6**	**1.0**	**1.2**	**0.2**	**12.4**	**12.8**	**4.0**
MX / Networks	4.3	3.1	3.6	1.9	1.9	1.0	1.2	0.5	10.7	13.0	4.7
VD / DA	0.3	0.2	-0.1	-0.6	-0.3	0.0	0.0	-0.3	1.8	-0.2	-0.6
SDC	**0.5**	**0.5**	**1.2**	**2.0**	**1.0**	**0.9**	**1.5**	**1.7**	**3.8**	**4.2**	**5.0**
Harman	**0.3**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.2**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**1.3**	**1.5**	**1.4**
영업이익률	**8%**	**6%**	**14%**	**21%**	**33%**	**39%**	**39%**	**41%**	**11%**	**13%**	**38%**
DS	**4%**	**2%**	**21%**	**37%**	**55%**	**58%**	**59%**	**59%**	**14%**	**19%**	**58%**
Memory	17%	14%	29%	48%	63%	66%	66%	67%	26%	31%	66%
DRAM	29%	23%	36%	57%	69%	70%	71%	71%	32%	40%	70%
NAND	-9%	-3%	11%	24%	47%	53%	53%	53%	15%	8%	52%
Foundry/LSI	-38%	-38%	-9%	-22%	-15%	-15%	-13%	-17%	-25%	-27%	-15%
DX	**9%**	**8%**	**7%**	**3%**	**3%**	**2%**	**3%**	**0%**	**7%**	**7%**	**2%**
MX / Networks	12%	11%	11%	6%	6%	3%	4%	2%	9%	10%	4%
VD / DA	2%	1%	-1%	-4%	-2%	0%	0%	-2%	3%	0%	-1%
SDC	**9%**	**8%**	**14%**	**21%**	**13%**	**12%**	**16%**	**16%**	**13%**	**14%**	**14%**
Harman	**8%**	**12%**	**11%**	**7%**	**6%**	**9%**	**11%**	**9%**	**9%**	**9%**	**9%**

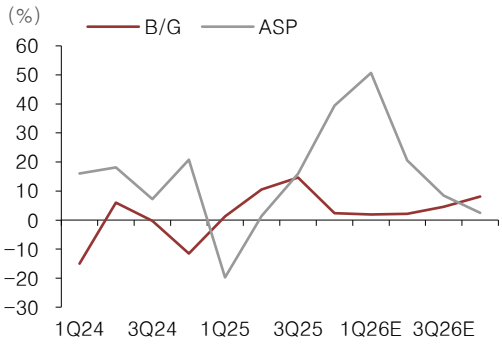
자료: 삼성전자, 흥국증권 리서치센터

표 2 삼성전자 주요 가정

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM	B/G (%)	1	11	15	2	2	2	5	8	16	9	20
	ASP (%)	-20	1	16	39	51	21	8	2	61	22	145
HBM	B/G (%)	-66	30	85	9	18	20	25	20	262	6	132
	ASP (%)	-15	-15	12	6	5	10	20	1	51	-7	34
DRAM (HBM 제외)	B/G (%)	7	10	12	2	1	1	3	7	13	9	15
	ASP (%)	-6	2	11	45	56	21	6	2	47	28	153
NAND	B/G (%)	-10	28	10	-10	3	5	2	1	6	2	10
	ASP (%)	-15	-4	5	24	53	16	6	1	66	-8	110
스마트폰	출하량(백만대)	61	58	61	60	60	58	62	59	224	240	238
	ASP($)	326	270	304	244	318	276	301	252	294	286	287
디스플레이	OLED(백만장)	66	93	107	112	78	79	94	103	404	378	354
	OLED ASP($)	52	45	52	56	64	63	67	72	54	51	67

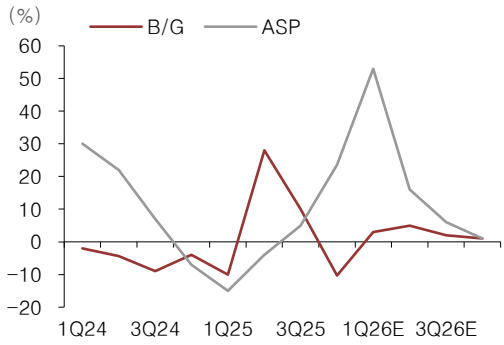
자료: 흥국증권 리서치센터
주: DRAM, NAND의 B/G, ASP는 QoQ/YoY 증감률

그림 1 삼성전자 DRAM B/G, ASP QoQ 증감률



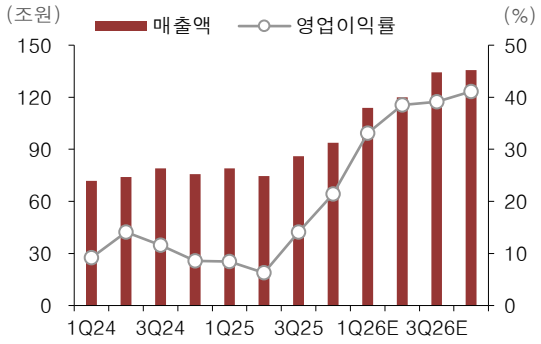
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 2 삼성전자 NAND B/G, ASP QoQ 증감률



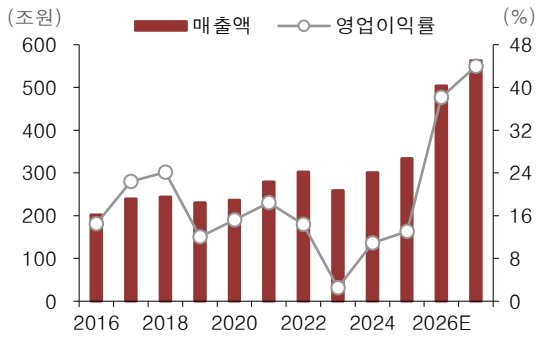
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 흥국증권 리서치센터

그림 4 삼성전자 연간 실적 추이 및 전망

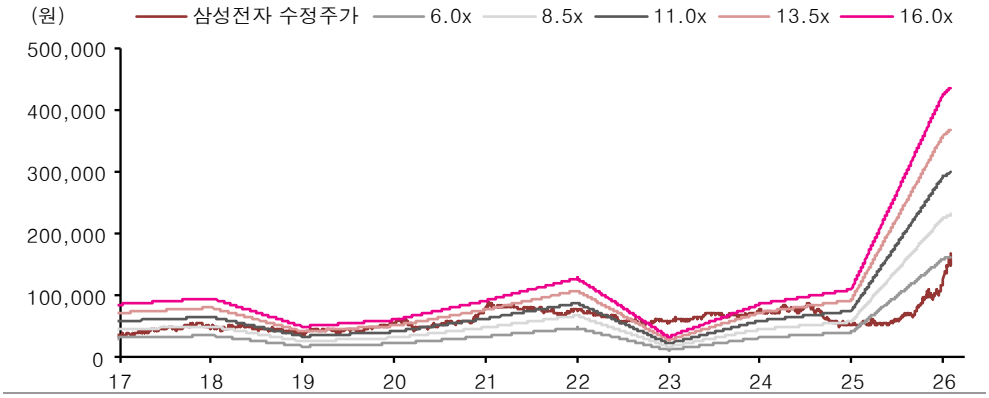


자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 삼성전자 12개월 선행 PBR Band

자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 6 삼성전자 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

삼성전자(005930) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**258,935**	**300,871**	**333,563**	**503,913**	**563,353**
증가율 (Y-Y,%)	(14.3)	16.2	10.9	51.1	11.8
영업이익	**6,567**	**32,726**	**43,599**	**192,332**	**247,738**
증가율 (Y-Y,%)	(84.9)	398.3	33.2	341.1	28.8
EBITDA	45,234	75,357	90,410	242,575	302,267
영업외손익	4,439	4,804	5,933	6,727	8,228
순이자수익	3,592	4,050	4,045	5,142	6,198
외화관련손익	(102)	(363)	50	(590)	(667)
지분법손익	888	751	864	1,642	1,836
세전계속사업손익	11,006	37,530	49,531	199,059	255,966
당기순이익	**15,487**	**34,451**	**42,427**	**161,636**	**207,844**
지배기업당기순이익	**14,473**	**33,621**	**41,433**	**157,814**	**202,930**
증가율 (Y-Y,%)	(73.6)	132.3	23.2	280.9	28.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.0	2.5	3.3	24.8	23.3
영업이익증가율(3Yr)	(43.3)	(14.1)	0.2	208.2	96.4
EBITDA증가율(3Yr)	(12.0)	(4.3)	3.1	75.0	58.9
순이익증가율(3Yr)	(16.3)	(4.8)	(8.6)	118.5	82.0
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	38.2	44.0
EBITDA마진(%)	17.5	25.0	27.1	48.1	53.7
순이익률 (%)	6.0	11.5	12.7	32.1	36.9
NOPLAT	**4,761**	**30,042**	**37,346**	**156,174**	**201,163**
(+) Dep	38,667	42,631	46,811	50,243	54,530
(-) 운전자본투자	5,290	(368)	14,360	55,417	43,400
(-) Capex	57,611	51,406	47,523	60,115	76,000
OpFCF	(19,474)	21,634	22,274	90,885	136,292

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	195,937	227,062	240,194	357,249	500,365
현금성자산	91,772	112,615	109,917	170,528	271,697
매출채권	43,281	53,246	61,270	88,655	102,761
재고자산	51,626	51,755	55,506	77,340	103,394
비유동자산	259,969	287,470	300,046	343,711	377,174
투자자산	49,971	57,786	68,539	99,173	107,724
유형자산	187,256	205,945	205,121	218,318	243,123
무형자산	22,742	23,739	26,386	26,220	26,327
자산총계	**455,906**	**514,532**	**540,239**	**700,960**	**877,539**
유동부채	75,719	93,326	89,443	86,940	84,923
매입채무	53,550	61,523	60,312	52,802	48,966
유동성이자부채	8,423	15,380	10,027	6,497	5,932
비유동부채	16,509	19,014	24,588	34,820	38,841
비유동이자부채	4,262	3,950	5,795	7,628	9,304
부채총계	**92,228**	**112,340**	**114,031**	**121,761**	**123,764**
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	399,313	546,122	721,229
자본조정	1,280	15,873	10,094	16,275	15,745
자기주식	0	(1,812)	(6,569)	0	0
자본총계	**363,678**	**402,192**	**426,209**	**579,199**	**753,776**
투하자본	263,912	284,559	300,067	376,426	446,947
순차입금	(79,086)	(93,285)	(94,095)	(156,403)	(256,461)
ROA	3.2	6.9	7.9	25.4	25.7
ROE	4.1	9.0	10.3	32.1	31.0
ROIC	1.9	11.0	12.8	46.2	48.9

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	2,225	5,433	6,886	26,542	34,277
BPS	52,002	57,663	61,569	84,283	110,202
DPS	1,444	1,446	1,661	4,095	4,200
Multiples(x,%)					
PER	35.3	9.8	24.3	6.3	4.9
PBR	1.5	0.9	2.7	2.0	1.5
EV/ EBITDA	9.7	3.5	11.0	3.8	2.8
배당수익율	1.8	2.7	1.0	2.4	2.5
PCR	10.3	4.7	13.0	5.3	4.4
PSR	2.1	1.2	3.4	2.2	2.0
재무건전성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	26.8	21.0	16.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	258.8	243.3	268.5	410.9	589.2
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1
자산구조					
투하자본(%)	65.1	62.5	62.7	58.3	54.1
현금+투자자산(%)	34.9	37.5	37.3	41.7	45.9
자본구조					
차입금(%)	3.4	4.6	3.6	2.4	2.0
자기자본(%)	96.6	95.4	96.4	97.6	98.0

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**44,137**	**72,983**	**73,523**	**159,321**	**214,488**
당기순이익	15,487	34,451	42,427	161,636	207,844
자산상각비	38,667	42,631	46,811	50,243	54,530
운전자본증감	(5,459)	(1,568)	(11,573)	(55,417)	(43,400)
매출채권감소(증가)	236	(3,139)	(7,999)	(27,385)	(14,106)
재고자산감소(증가)	(3,207)	2,541	(6,679)	(21,834)	(26,055)
매입채무증가(감소)	1,104	(1,539)	1,981	(7,510)	(3,836)
투자현금	**(16,923)**	**(85,382)**	**(60,078)**	**(119,003)**	**(93,561)**
단기투자자산감소	45,559	(31,923)	2,035	(26,813)	(7,484)
장기투자증권감소	4,520	4,121	(1,959)	(12,681)	(2,162)
설비투자	(57,611)	(51,406)	(47,523)	(60,115)	(76,000)
유무형자산감소	(2,813)	(2,163)	(3,953)	(3,083)	(3,362)
재무현금	**(8,593)**	**(7,797)**	**(16,860)**	**(6,521)**	**(27,242)**
차입금증가	1,281	4,912	(4,191)	(1,698)	1,112
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(9,864)	(10,889)	(9,781)	(11,004)	(27,823)
현금 증감	19,400	(15,375)	(3,778)	33,798	93,685
총현금흐름(Gross CF)	**52,007**	**77,398**	**86,601**	**214,738**	**257,888**
(-) 운전자본증가(감소)	5,290	(368)	14,360	55,417	43,400
(-) 설비투자	57,611	51,406	47,523	60,115	76,000
(+) 자산매각	(2,813)	(2,163)	(3,953)	(3,083)	(3,362)
Free Cash Flow	(13,708)	24,197	20,765	96,123	135,125
(-) 기타투자	(4,520)	(4,121)	1,959	12,681	2,162
잉여현금	(9,187)	28,318	18,806	83,442	132,964

반도체
손인준
02)6742-2470
sij96@heungkuksec.co.kr

(000660)

SK하이닉스

2단계 진화 시작

BUY(유지)

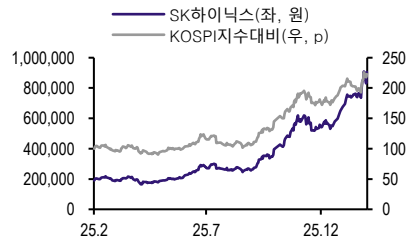
목표주가	1,250,000원(상향)
현재주가	907,000원
상승여력	37.8%
시가총액	660,298십억원
발행주식수	728,002천주
52주 최고가 / 최저가	909,000 / 164,800원
3개월 일평균거래대금	2,817십억원
외국인 지분율	53.2%
주요주주	
에스케이스퀘어 (외 8인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
Capital Research and Management Company (외 4인)	6.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	34.0	46.3	251.6	375.1
상대수익률(KOSPI)	11.3	21.0	182.0	259.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	32,766	66,193	97,153	236,728
영업이익	-7,730	23,467	47,207	169,293
EBITDA	5,943	36,049	61,905	188,885
지배주주순이익	-9,112	19,789	41,659	134,584
EPS	-12,517	27,182	60,459	195,321
순차입금	25,821	13,554	3,519	-76,773
PER	n/a	6.4	15.0	4.6
PBR	1.9	1.7	5.8	2.7
EV/EBITDA	21.7	3.9	10.7	3.1
배당수익률	0.8	1.3	0.3	1.7
ROE	-15.6	31.1	44.6	75.1
컨센서스 영업이익	-	-	45,049	141,223
컨센서스 EPS	-	-	57,116	161,111

주가추이



1Q26 메모리 가격 폭등 조짐

SK하이닉스의 1Q26 실적이 매출액 46.0조원(+40%QoQ), 영업이익 31.5조원(+64%QoQ)을 기록할 것으로 전망한다. 최근 1Q26 계약가 급등 조짐을 반영해 범용 DRAM, NAND의 ASP 상승률을 +61%, +50%QoQ로 상향 조정했다. 해당 수치 또한 보수적으로, 향후 실적 전망치의 추가 상향 가능성이 높다고 판단된다. 전사 영업이익률 69%에 도달, 2Q26부터 70% 이상 기록할 전망이다.

2026년 영업이익 169.3조원 전망

2026년 실적은 매출액 236.7조원(+144%YoY), 영업이익 169.3조원(+259%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 1Q26, 2Q26의 메모리 가격 상승률이 당사 추정치를 크게 상회할 조짐을 보이고 있어 연간 영업이익 추정치 역시 상향 조정 가능성이 높다고 판단된다. 2027년까지의 수급 부족 장기화를 감안 시 지속적인 가격 상승도 가능한 상황이다. 다만 수요의 장기 가시성 확보 및 고객 관계 등을 고려한 LTA 체결 가능성이 높아지고 있다고 판단되며, 이로 인해 2H26 이후 가격 상승세가 안정화될 것으로 전망한다. 이에 2027년 분기별 가격 움직임이 flat으로 유지된다 하더라도 영업이익은 221조원(+31%YoY)을 기록할 것으로 보인다.

SK하이닉스 투자의견 BUY/TP 1,250,000원 상향

실적 추정치 상향을 반영해 SK하이닉스 목표주가를 1,250,000원으로 상향 조정한다. SK하이닉스는 AI 사이클에서 HBM 리더십을 기반으로 경쟁사 대비 실적과 주가를 모두 아웃퍼폼해 왔다. 여기에 더해 2027년 실적 가시성 확보와 LTA 등을 통한 장기 사업 안정성 강화는 메모리 업종 전반의 구조적 밸류에이션 재평가를 촉발할 수 있으며, 이 경우 업계 내 수익성이 가장 높은 퓨어 메모리 업체인 SK하이닉스의 주가 업사이드가 가장 클 것으로 보인다. 2026~2027년 대규모 현금 흐름 창출을 바탕으로 ADR 상장 등 추가 주주환원 정책 역시 기대할만 하다. HBM 시장 개화에 이어 범용 DRAM, NAND의 체질 개선이 진행되며 AI 사이클 2단계에 진입하고 있다. 추가적인 주가 업사이드가 기대된다.

표 1 SK하이닉스 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**32,833**	**45,952**	**55,272**	**63,885**	**71,619**	**66,193**	**97,148**	**236,728**
QoQ(%)	-11%	26%	10%	34%	40%	20%	16%	12%			
YoY(%)	42%	35%	39%	66%	161%	149%	161%	118%	102%	47%	144%
DRAM	14,034	17,470	19,441	25,379	35,231	42,863	50,735	58,491	45,322	76,323	187,321
HBM	6,020	6,716	7,358	8,001	7,809	9,122	13,237	17,462	13,373	28,094	47,629
NAND	3,170	4,763	5,008	7,454	10,721	12,409	13,150	13,128	19,332	20,394	49,407
영업이익	**7,441**	**9,213**	**11,383**	**19,170**	**31,480**	**38,843**	**46,008**	**52,962**	**23,467**	**47,207**	**169,293**
QoQ(%)	-8%	24%	24%	68%	64%	23%	18%	15%			
YoY(%)	158%	68%	62%	137%	323%	322%	304%	176%	-404%	101%	259%
DRAM	6,962	9,232	11,169	16,979	25,886	32,461	39,265	46,147	20,581	44,341	143,759
HBM	3,636	4,122	4,692	5,181	4,749	5,473	8,339	11,015	7,302	17,631	29,575
NAND	-202	-18	213	2,191	5,594	6,382	6,743	6,815	3,121	2,185	25,534
영업이익률(%)	**42%**	**41%**	**47%**	**58%**	**69%**	**70%**	**72%**	**74%**	**35%**	**49%**	**72%**
DRAM(%)	50%	53%	57%	67%	73%	76%	77%	79%	45%	58%	77%
HBM(%)	60%	61%	64%	65%	61%	60%	63%	63%	55%	63%	62%
NAND(%)	-6%	0%	4%	29%	52%	51%	51%	52%	16%	11%	52%

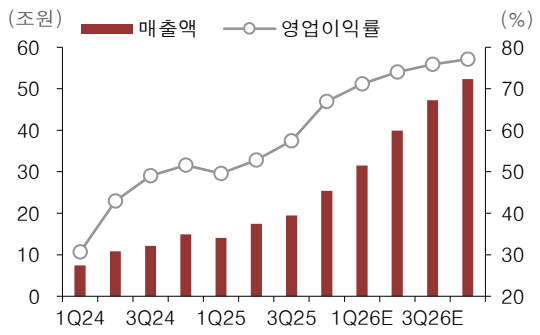
자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 SK하이닉스 주요 가정

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM	B/G (%)	-7	26	7	1	-3	10	8	8	16	24	22
	ASP (%)	-1	3	5	24	30	17	10	3	83	32	87
HBM	B/G (%)	-5	11	2	5	3	15	25	15	686	84	45
	ASP (%)	0	5	8	0	-7	2	16	3	12	12	9
DRAM (HBM 제외)	B/G (%)	-7	28	7	1	-4	9	6	7	7	18	18
	ASP (%)	-3	9	5	38	45	21	6	2	51	24	126
NAND	B/G (%)	-18	72	-5	10	-2	20	-2	10	0	12	15
	ASP (%)	-20	-9	11	31	46	15	4	3	88	-9	107

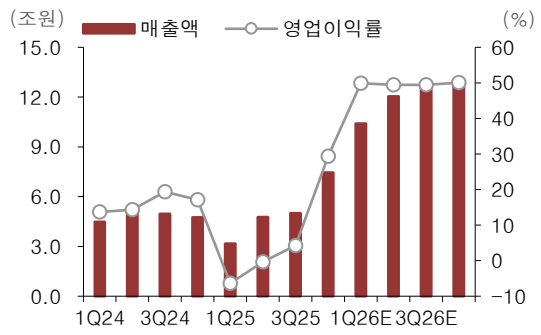
자료: 흥국증권 리서치센터
주: QoQ/YoY 증감률

그림 1 SK하이닉스 DRAM 분기 실적 추이 및 전망



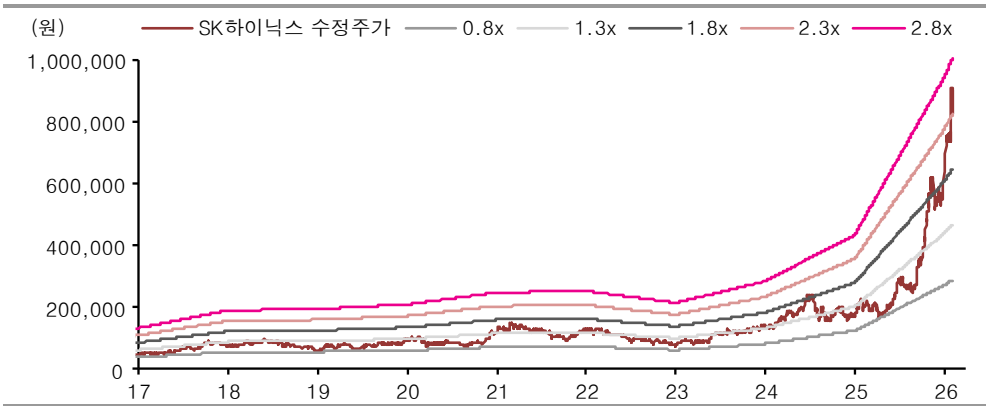
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 2 SK하이닉스 NAND 분기 실적 추이 및 전망



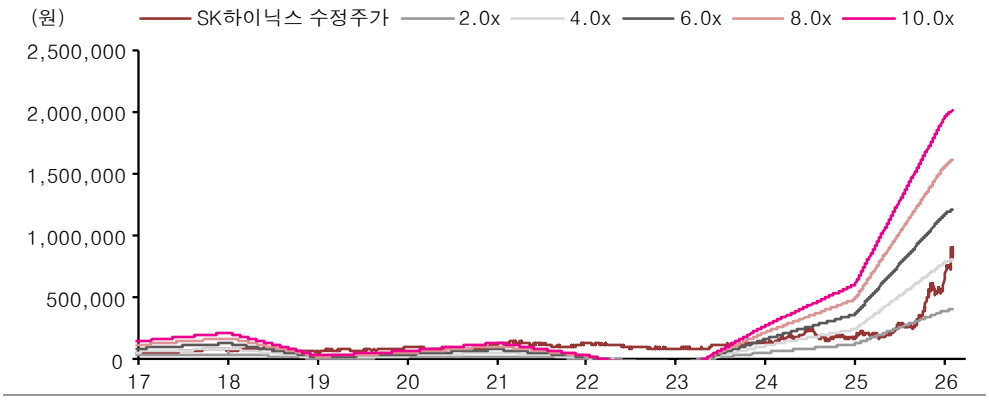
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 SK하이닉스 12개월 선행 PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

그림 4 SK하이닉스 12개월 선행 PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

SK하이닉스(000660) 요약 재무제표

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**32,766**	**66,193**	**97,153**	**236,728**	**308,427**
증가율 (Y-Y,%)	(26.6)	102.0	46.8	143.7	30.3
영업이익	**(7,730)**	**23,467**	**47,207**	**169,293**	**221,330**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	101.2	258.6	30.7
EBITDA	5,943	36,049	61,905	188,885	247,220
영업외손익	(3,928)	418	3,289	1,195	5,331
순이자수익	(1,238)	(971)	(436)	151	312
외화관련손익	(319)	269	370	2,111	2,416
지분법손익	15	(2)	(70)	(93)	(93)
세전계속사업손익	(11,658)	23,885	50,496	170,488	226,661
당기순이익	**(9,138)**	**19,797**	**41,672**	**134,685**	**179,062**
지배기업당기순이익	**(9,112)**	**19,789**	**41,659**	**134,584**	**178,928**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	110.5	223.1	32.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	0.9	15.5	29.6	93.3	67.0
영업이익증가율(3Yr)	n/a	23.7	90.7	n/a	111.3
EBITDA증가율(3Yr)	(26.2)	16.0	43.5	216.8	90.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	27.2	164.9	n/a	108.4
영업이익률(%)	(23.6)	35.5	48.6	71.5	71.8
EBITDA마진(%)	18.1	54.5	63.7	79.8	80.2
순이익률 (%)	(27.9)	29.9	42.9	56.9	58.1
NOPLAT	**(5,604)**	**19,450**	**38,958**	**133,742**	**174,851**
(+) Dep	13,674	12,582	14,698	19,592	25,890
(-) 운전자본투자	2,081	(2,018)	8,565	33,593	6,266
(-) Capex	8,325	15,946	27,519	39,800	52,000
OpFCF	(2,337)	18,105	17,572	79,940	142,475

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	59,549	180,892	333,616
현금성자산	8,160	13,646	20,982	100,296	240,374
매출채권	6,942	13,299	17,991	40,420	49,169
재고자산	13,481	13,314	13,673	25,116	26,880
비유동자산	69,862	77,576	99,101	120,969	148,753
투자자산	13,254	13,053	19,261	20,044	20,857
유형자산	52,705	60,157	75,816	96,647	123,399
무형자산	3,835	4,019	4,024	4,278	4,497
자산총계	**100,330**	**119,855**	**158,650**	**301,861**	**482,369**
유동부채	21,008	24,965	26,271	29,858	35,882
매입채무	7,026	13,386	11,186	10,682	14,724
유동성이자부채	11,968	7,582	7,518	2,670	2,314
비유동부채	25,819	20,974	19,481	26,302	31,873
비유동이자부채	22,013	19,617	16,984	20,853	25,652
부채총계	**46,826**	**45,940**	**45,752**	**56,160**	**67,754**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757
이익잉여금	46,729	65,418	105,650	238,167	406,759
자본조정	(1,255)	341	(1,187)	(902)	(580)
자기주식	(2,273)	(2,221)	(2,141)	(2,141)	(2,141)
자본총계	**53,504**	**73,916**	**112,898**	**245,700**	**414,615**
투하자본	73,783	81,141	105,384	157,446	190,259
순차입금	25,821	13,554	3,519	(76,773)	(212,408)
ROA	(8.9)	18.0	29.9	58.4	45.6
ROE	(15.6)	31.1	44.6	75.1	54.2
ROIC	(7.5)	25.1	41.8	101.8	100.6

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(12,517)	27,182	60,459	195,321	259,677
BPS	73,495	101,515	155,050	337,471	569,495
DPS	1,200	2,204	3,000	15,000	15,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	6.4	15.0	4.6	3.5
PBR	1.9	1.7	5.8	2.7	1.6
EV/ EBITDA	21.7	3.9	10.7	3.1	1.8
배당수익율	0.8	1.3	0.3	1.7	1.7
PCR	17.5	3.4	12.6	4.3	3.2
PSR	3.1	1.9	6.8	2.8	2.1
재무건전성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	40.5	22.9	16.3
Net debt/Equity	48.3	18.3	3.1	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	434.4	37.6	5.7	n/a	n/a
유동비율	145.0	169.3	226.7	605.8	929.8
이자보상배율	n/a	24.2	108.3	n/a	n/a
이자비용/매출액	4.5	2.0	1.0	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	77.5	75.2	72.4	56.7	42.1
현금+투자자산(%)	22.5	24.8	27.6	43.3	57.9
자본구조					
차입금(%)	38.8	26.9	17.8	8.7	6.3
자기자본(%)	61.2	73.1	82.2	91.3	93.7

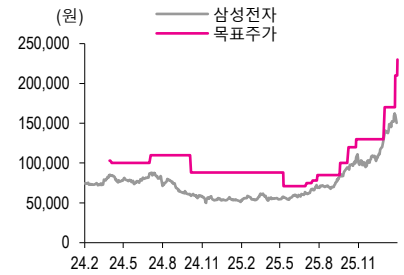
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**4,278**	**29,796**	**41,385**	**118,946**	**199,280**
당기순이익	(9,138)	19,797	41,672	134,685	179,062
자산상각비	13,674	12,582	14,698	19,592	25,890
운전자본증감	794	(5,600)	(5,826)	(33,593)	(6,266)
매출채권감소(증가)	(1,406)	(5,098)	(5,340)	(22,430)	(8,748)
재고자산감소(증가)	2,288	167	(303)	(11,443)	(1,765)
매입채무증가(감소)	83	(1,103)	(1,286)	(504)	4,042
투자현금	**(7,335)**	**(18,005)**	**(49,816)**	**(62,880)**	**(59,284)**
단기투자자산감소	140	(1,415)	(18,591)	(21,418)	(5,601)
장기투자증권감소	(14)	(3)	(131)	(541)	(559)
설비투자	(8,325)	(15,946)	(27,519)	(39,800)	(52,000)
유무형자산감소	1,086	(650)	(763)	(788)	(776)
재무현금	**5,697**	**(8,704)**	**169**	**1,831**	**(5,519)**
차입금증가	6,507	(7,977)	1,656	3,870	4,799
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(826)	(826)	(1,520)	(2,067)	(10,336)
현금 증감	2,610	3,618	(8,353)	57,896	134,477
총현금흐름(Gross CF)	**5,895**	**36,851**	**52,310**	**152,539**	**205,546**
(-) 운전자본증가(감소)	2,081	(2,018)	8,565	33,593	6,266
(-) 설비투자	8,325	15,946	27,519	39,800	52,000
(+) 자산매각	1,086	(650)	(763)	(788)	(776)
Free Cash Flow	(3,425)	22,273	15,462	78,358	146,503
(-) 기타투자	14	3	131	541	559
잉여현금	(3,439)	22,270	15,332	77,817	145,944

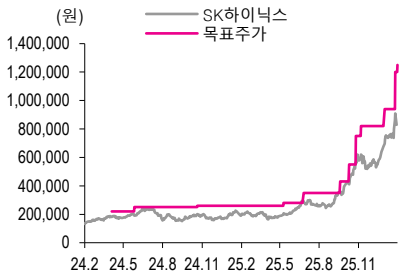
삼성전자 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-04-03	Buy	103,000	(17.8)	(17.2)
2024-04-08	Buy	100,000	(21.0)	(12.9)
2024-07-08	Buy	110,000	(32.0)	(20.2)
2024-10-10	Buy	88,000	(36.5)	(29.8)
2025-05-14	담당자변경			
2025-05-14	Buy	71,000	(17.9)	(10.1)
2025-07-07	Buy	75,000	(12.0)	(3.2)
2025-08-01	Buy	85,000	(15.2)	(1.8)
2025-09-23	Buy	100,000	(13.7)	(5.6)
2025-10-13	Buy	120,000	(18.4)	(13.3)
2025-10-31	Buy	130,000	(18.9)	(1.2)
2026-01-05	Buy	170,000	(13.7)	(4.5)
2026-01-30	Buy	210,000	(26.0)	(23.6)
2026-02-04	Buy	230,000		

SK하이닉스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-04-08	Buy	220,000	(16.2)	(8.0)
2024-05-31	Buy	250,000	(21.9)	(3.6)
2024-10-25	Buy	260,000	(27.1)	(13.3)
2025-05-14	담당자변경			
2025-05-14	Buy	280,000	(18.1)	4.6
2025-06-30	Buy	350,000	(19.9)	0.9
2025-09-23	Buy	430,000	(13.8)	(0.5)
2025-10-14	Buy	550,000	(12.1)	1.5
2025-10-30	Buy	750,000	(21.8)	(17.3)
2025-11-11	Buy	820,000	(30.5)	(17.4)
2026-01-05	Buy	940,000	(19.3)	(8.4)
2026-01-30	Buy	1,200,000	(27.5)	(24.3)
2026-02-04	Buy	1,250,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Profile

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02)6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02)739-6286