

Industry Analysis
2025-09-17

반도체

Supercycle, All Buy

반도체. 한동희
해외주식. 박제민

 SK 증권

반도체

Supercycle, All Buy

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

donghee.han@sks.co.kr
3773-8826



Analyst
박제민

jeminwa@sks.co.kr
3773-8881

반도체 업종, 한국 주도 섹터 전망

2023~2025년 글로벌 주도 섹터는 AI와 반도체였다. 하지만 한국 주도 섹터는 반도체가 아닌, SK 하이닉스 단 하나였다. 삼성전자의 HBM 시장 진입 본격화 실패와 메모리의 양대 축 중 하나인 NAND의 부진 지속 때문이었다. 이 두 가지 요소가 해소된다면, 반도체 업종은 한국 주도 섹터가 될 수 있다는 의미이다. SK 증권은 AI 사이클이 AI 서버와 더불어 일반 서버로 확장되며 HBM, 범용 DRAM, NAND 수요를 구조적으로 견인할 것으로 전망한다. AI-Powered Memory Cycle이 다가온다.

2026년 HBM4: SK 하이닉스, 삼성전자의 2강 체제 전망

2026년 HBM4 시장은 SK 하이닉스와 삼성전자의 2강 체제가 될 것이다. 엔비디아의 HBM4 속도 상향은 전력 효율 중심의 마이크론에 불리하다. 이는 원가 열위를 감수하며 1c (Core-die), 4nm 파운드리 (Logic-die) 적용을 통해 절치부심한 삼성전자의 진입을 더욱 가시적으로 만든다. SK 하이닉스는 선제적 계약과 차별화 된 양산, 신뢰성을 바탕으로 점유율 1위 수성과 수익성 차별화를 지속할 것이다.

이제 SSD와 서버 DRAM도 AI 수혜

SSD와 서버 DRAM도 이제 AI 사이클 기반으로 성장할 것이다. AI 수익화를 위한 서비스는 일반 서버 투자를 반드시 수반하기 때문이다. 또한 AI 사이클에서의 누적 데이터 급증과 Hot/Warm 데이터 계층의 중요성 증가, HDD의 공급 부족 현상 장기화 전망은 Nearline SSD (고용량 QLC)수요를 구조적으로 견인할 것이다.

글로벌에서 가장 싼 AI 주식: 한국 반도체

글로벌 주식 시장에서 가장 싼 AI 주식은 한국 반도체 업종이라고 판단한다. AI 사이클이 HBM과 더불어 DRAM, SSD의 수요를 견인한다는 점은 메모리 강자들의 구조적인 AI 수혜 상승을 의미한다. 지금은 그 초입 구간에 불과하다.

Supercycle, All Buy

SK 증권은 Supercycle의 점증을 전망한다. 범용 메모리로의 AI 수혜 확산은 이익 극대화를 위한 옵션 다양화를 의미하며, 우리는 HBM의 사례에서 그 효과를 확인했다. 투자 절제 지속에 따른 재고 하락세, 생산 증가를 제한과 맞물린 공급자 우위 사이클의 장기화를 예상한다. 이는 대형주 뿐 아니라 소부장의 실적 개선 기대감 지속을 의미한다. 시장을 지배해왔던 극단적인 선별 논리의 희석을 전망한다.

Contents

1. AI 사이클, 이제 시작	3
2. AI-Powered Supercycle	15
3. HBM 업황 호조 지속	21
4. 공급자 우위 사이클 장기화	25
5. Supercycle, All Buy	30
6. 기업분석	32

삼성전자 (BUY, TP: 110,000 원): 이제는 나도

SK 하이닉스 (BUY, TP: 480,000 원): 여전히 아름다운 너

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 17일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. AI 사이클, 이제 시작

AI 인프라에 다시 주목이 필요하다. 1) 인프라 투자의 기울기가 급등 중이며 2) 견조한 전방 수요가 확인되고 3) 엔비디아 TAM 제시로 투자 가시성이 높아졌다. 2분기 실적 발표 기간 빅테크 4사의 Capex 상향에 이어 Oracle의 수주 잔고 급등, 네오클라우드 업체들의 수십억 달러 규모 계약 등이 나타나면서 AI 투자 기울기의 증가가 감지된다. AI 인프라의 대표 index로 볼 수 있는 AI Token 사용량, 주요 챗봇 서비스들의 WAU 등도 견조하게 증가 중이다. 엔비디아는 8월 실적 발표에서 향후 5년간 AI Capex 수준을 \$3,000B~4,000B 수준으로 전망했다. 이는 FY2024년 대비 2030년 매출액이 3.8배 성장하는 확장을 의미한다.

기술적으로도 AI는 아직 개화 초기이다. 2025년 출시된 AI 서비스들은 멀티모달 단계 초입 수준이다. 기술 고도화에 따라 Agent, 온디바이스 AI, Physical AI 등의 단계로 진화할 전망이다. Scaling Law 지속 및 AI 모델 사업자들의 경쟁 심화로 고지능 모델들이 지속 강화되는 국면이다. 더 많은 투자가 더 고지능 모델을 만들고 더 많은 서비스로 확산되는 AI 시대는 이제 출발 단계에 불과하다.

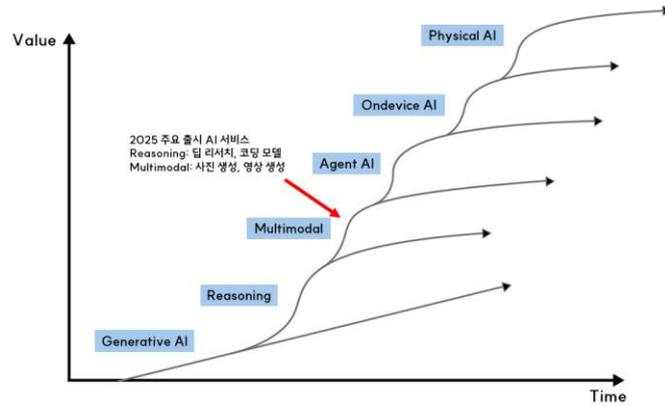
AI 랠리는 인프라로 끝나지 않을 것이다. 신규 기술의 확산은 그 쓰임에 대한 시장의 기대치가 모일 때까지 지속될 것으로 판단된다. 과거 인터넷 확산 시기 초기에 시장을 주도했던 것은 시스코, 델, 인텔 등의 HW 기업들이었으나 이내 오라클, 이베이, 아마존 등 인터넷을 활용하는 SW 기업들에게 관심이 확산됐다. 연내 시작이 예상되는 금리 인하기에 맞추어 AI에 대한 시장의 관심이 더 강화될 수 있다. 현재는 downside 보다는 upside risk를 고민해야 하는 시기다.

AI 섹터별 주가 흐름, AI 인프라 우세기



자료: Bloomberg, SK증권 / 주: AI Infra: 엔비디아, 브로드컴, SK하이닉스, TSMC, 버티브, 델, 아리스타 / B2BSW: 팔란티어, 세일즈포스, 워크데이, 서비스나우, 어도비, SAP / B2CSW: 메타, 구글, 넷플릭스, 로블록스, 레딧

AI 서비스 개화 단계



자료: SK 증권

1995년~ 닷컴 버블 당시 주가 흐름: HW 상승 후 SW 강세, 이후 버블 형성



자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: Infra: 시스코, 인텔, HPQ, 쉘컴, 델 / SW: 오라클, 마이크로소프트, 이베이, 아마존

(1) 훈련 수요: GPT-5 도, Grok-4 도 더 많은 인프라를 소비 중

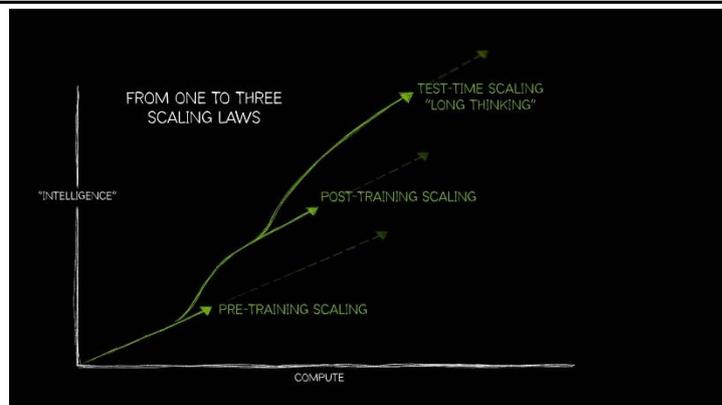
훈련 수요는 Scaling Law 의 지속 핵심이다. 더 많은 Compute 가 더 높은 Intelligence 로 이어진다는 믿음과 방법론이 있을 때 기업들은 더 좋은 모델을 위한 투자를 지속한다. 올해 동안 Scaling Law 는 지속됐을 뿐 아니라 다변화됐고, 다변화되는 과정에서 결국 더 많은 인프라(GPU, 메모리, 네트워크, 전력 등)를 요구하는 방향으로 변화했다.

1) Pre-training: 최신 모델들이 더 높은 연산량을 요구 중이다. GPT-5 의 파라미터는 635B 로 추정되며 GPT-4o 대비 2 배이상 증가했다. 높은 파라미터는 곧 더 많은 데이터와 더 많은 AI 인프라 활용을 의미한다. xAI가 자체 LLM인 Grok에 소모 중인 GPU는 3세대 H100 3만개 → 4세대 H100 10만개(25.07.10 출시) → 5세대 GB200 칩 10만개로 지속 증가 중이다.

2) Inferencing: Reasoning 모델의 등장으로 같은 파라미터의 모델이라도 더 높은 성능을 낼 수 있게됐다. Reasoning 모델은 일반 답변 대비 10 배 수준의 토큰을 답변을 내놓기 위한 사고 과정에 사용 중이다. 최근에는 단순 Test-time scaling 에서 Best of N, 최적점 Verify 등의 방식으로 더 고도화되는 중이다.

3) Post-Training: Reinforcement Learning(RL)이 여러 모델들의 훈련에 사용 중이다. 특히 정답이 정해져있는 코딩, 수학 등의 분야에서 효과가 크다. 가상 디지털 환경에서 RL 모델 훈련이 실시되어 Compute 요구치가 높아진다. 8 월 출시된 GPT-5 역시 RL 컨셉의 추가로 코딩 능력이 크게 향상되었다.

AI의 Scaling Law 곡선

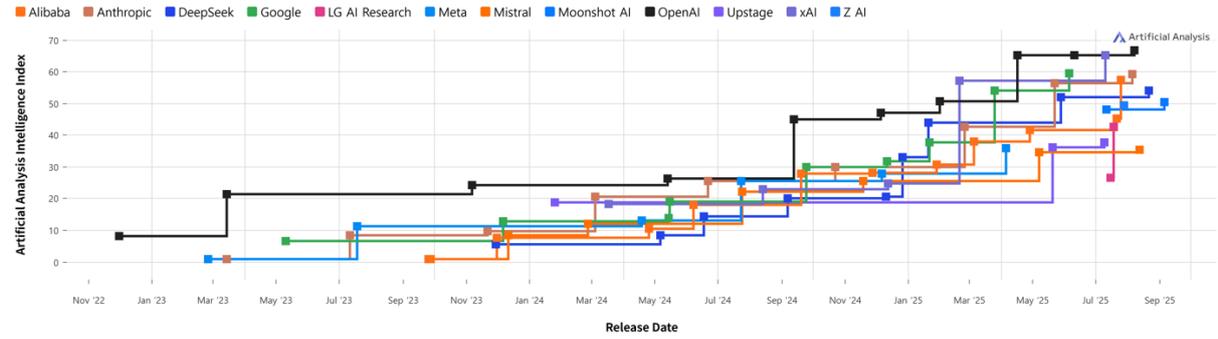


자료: NVIDIA, SK 증권

신규 출시 AI 모델들의 Index 추이: 최근까지도 상승을 보여주는 중

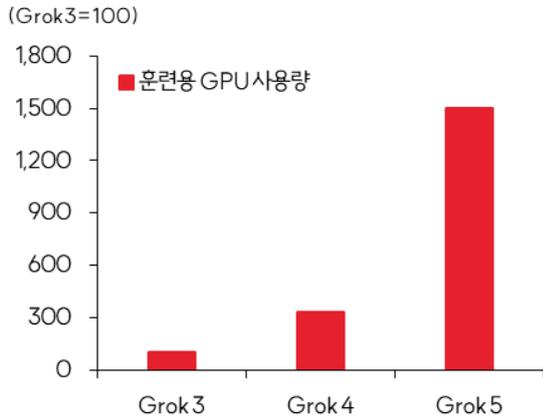
Frontier Language Model Intelligence, Over Time

Artificial Analysis Intelligence Index v3.0 incorporates 10 evaluations: MMLU-Pro, GPQA Diamond, Humanity's Last Exam, LiveCodeBench, SciCode, AIME 2025, IFBench, AA-LCR, Terminal-Bench Hard, r²-Bench Telecom



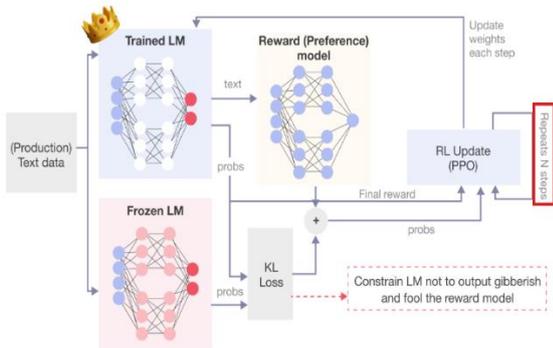
자료: Artificial Intelligence, SK 증권

Grok 세대별 요구 GPU 양 (FP8 기준)



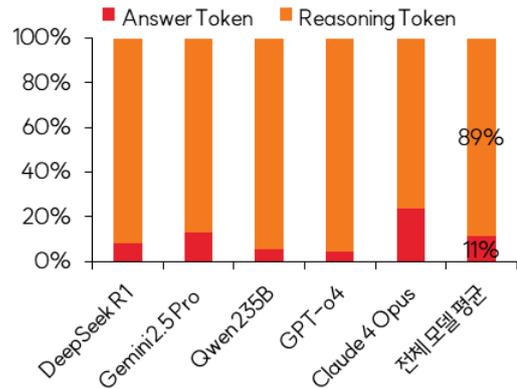
자료: 언론자료, SK 증권

Post-training에 Reinforcement Learning 확산



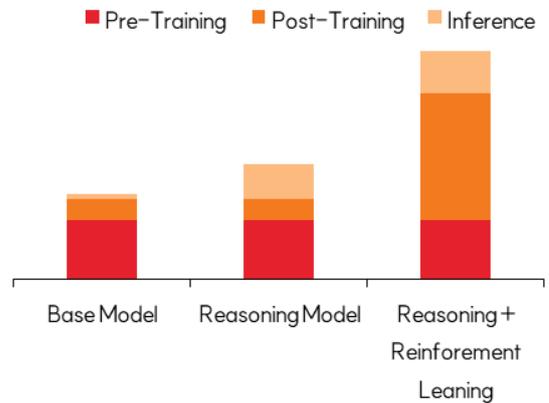
자료: Simform, SK 증권

Reasoning 모델의 Token 사용량 분포



자료: Artificial Analysis, SK 증권

Scaling Law 다변화에 따른 Compute 요구량 변화



자료: 산업자료, SK 증권

(2) 추론 수요: 히트 제품 견조, 신규 제품 폭증

훈련 단계에서 Scaling Law 를 지키면서 똑똑해진 AI가 서비스로 치환되는 단계다. 2024 년말 기준 엔비디아 GPU의 90%는 AI 훈련에 사용됐다. 올해는 AI 서비스가 확산되면서 추론 쪽으로 무게중심이 이동 중이다. 서비스 확산에는 지능 고도화와 더불어 추론 비용(서비스 사업자의 원가) 감소도 기여했다. 향후에도 멀티모달, 온디바이스, 행동 토큰을 활용하는 로봇까지 서비스 확산이 지속될 전망이다.

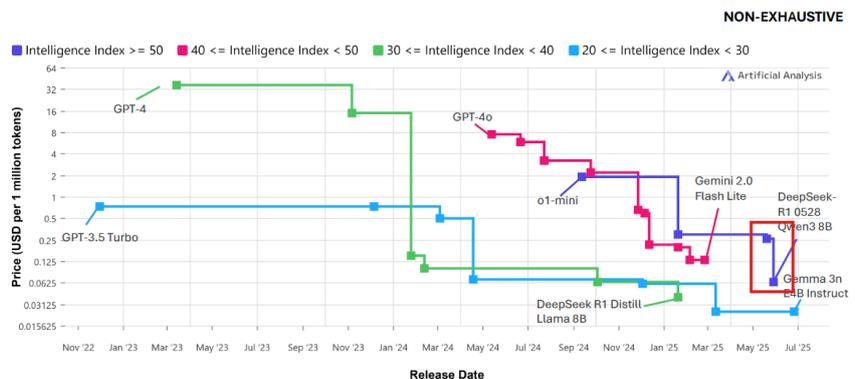
1) 대표 서비스 토큰 사용량 증가: 대표 서비스의 사용량이 증가 중이다. ChatGPT 의 WAU 는 7 억명을 달성했고, Gemini 앱도 빠르게 고객을 늘리는 중이다. Microsoft 는 Foundry API 토큰 사용량이 +300% QoQ, Google 은 전사 서비스를 모두 아우르는 토큰 사용량이 +200% QoQ 속도로 증가 중이다.

2) 신규 서비스, 코딩 에이전트 등장: 2025년 들어 신규 코딩 에이전트가 부상했다. 2Q25 내 12 개의 주요 코딩 에이전트가 등장했으며, Cursor, OpenAI, Gemini 와 같은 프론티어 연구소 제품도 다수 포함됐다. 2025년 Stackoverflow 에서 개발자 3.3만명을 대상으로 실시한 설문 조사에서 AI Tool을 매일 활용하는 개발자는 전체의 47%, 주에 1번 이상 사용을 합산하면 65% 이다.

3) 멀티모달 서비스 확산: 텍스트에서 추론에 더 많은 연산량을 요구하는 사진, 동영상으로 AI 서비스가 확산 중이다. 상반기까지는 ChatGPT 의 이미지 생성이 주류였다면, 이제는 영상 생성 모델도 보편화 단계다. 현재 SOTA 모델로 불리는 Veo3(Google)은 5월 출시 이후 3개월만에 7천만개 이상의 비디오를 생성했으며 6 백만개는 기업 고객들이 생성한 것이었다. Nano Banana 의 경우 8월 출시 이후 Gemini 앱 사용자 수를 1,000 만명 이상 유입했을 것으로 추정되고 있다.

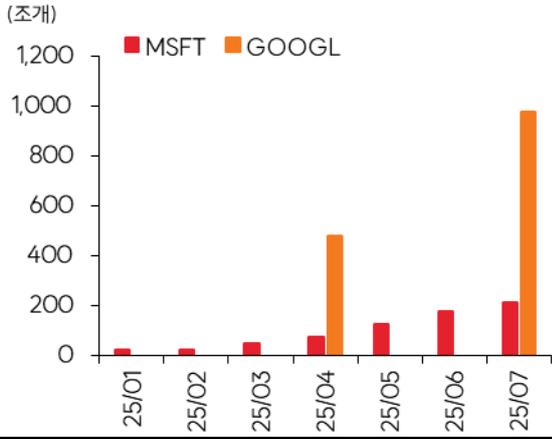
추론비용 감소 추이: Index 50 상회를 위한 추론 비용이 2Q25 간 75% 하락

Price in USD per 1 million tokens (blended input to output token price 3:1) ; Artificial Analysis Intelligence Index v2 (incorporates 7 evaluations)



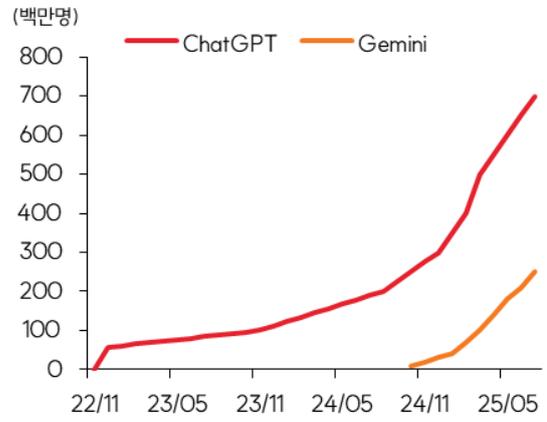
자료: Artificial Intelligence, SK 증권 추정

Google, Microsoft Token 사용량 추이



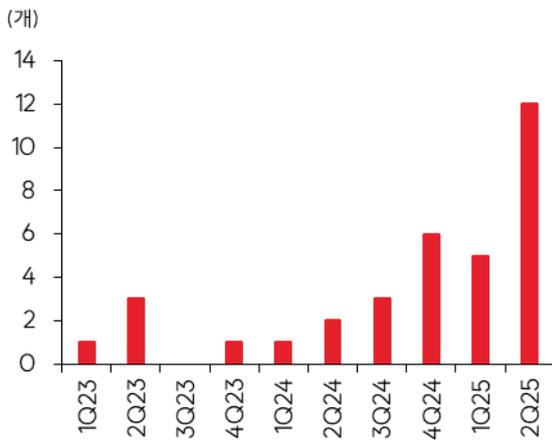
자료: 각 사, SK 증권

ChatGPT, Gemini WAU 추이



자료: 산업자료, SK 증권

코딩 AI 서비스 출시 수



자료: Artificial Intelligence, SK 증권

Veo3로 생성한 Kalshi 광고: 2025년 NBA Finals 중간 타임에 삽입



자료: Kalshi, SK 증권

2025년 출시 주요 AI 서비스 분류

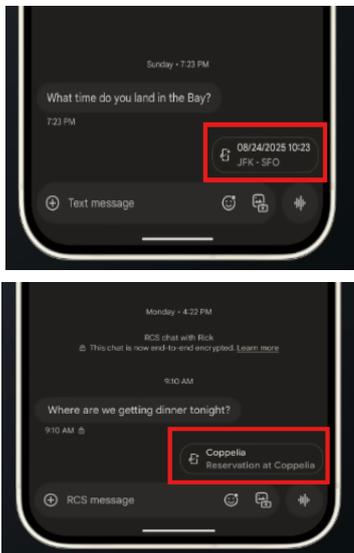
Domain	Illustrative products & players	Frontier lab product
A Coding	GitHub Copilot, Cursor, OpenAI Codex, replit, GEMINI, Jules	CLAUDE CODE
B Deep research	Gemini, perplexity, Claude, Grok, Mistral AI, Qwen3	
C Computer use	ADEPT, SURFER, comet, Browser Use, AI	
D Customer support	Fin, odo, SIERRA, Lorikeet, freshworks, Decagon, zendesk	
E Sales	11x, AIsDR, PersanaAI, Relevance AI, ARTISAN, salesforce	

자료: Artificial Intelligence, SK 증권

4) 온디바이스 서비스 확장: 클라우드에서 온디바이스로 서비스가 확장되는 초기다. 최근 발표된 구글 Pixel 10 은 AI Assistant 에 준하는 성능을 상용화했다. Magic Que 기능은 AI 를 통해 문자, 전화 상황에서 필요한 데이터를 제안한다. 이는 메신저 Agent 화의 시초로 볼 수 있다.

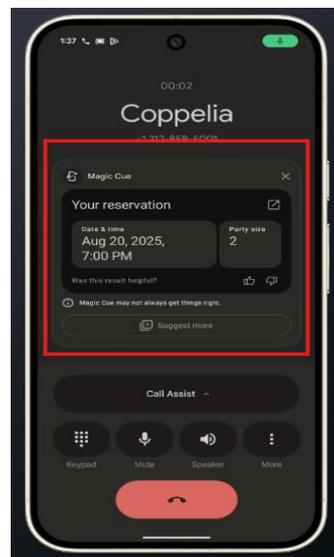
5) 수익화 일부 실현 국면: 투자를 가장 적극적으로 집행한 빅테크들은 AI 서비스를 토대로 수익화를 실현하는 국면이다. 빅테크 4 사의 주요 AI 수혜 사업부의 매출액 YoY 성장률의 평균은 AI 투자 초기인 1Q23 17%에서 2Q25 25%까지 상승했다. 성장률 상승을 지켜본 빅테크들은 Capex 전망치를 상향하는 국면이다.

Magic Que: 문자로 온 질문 대한 예상 답변 제안



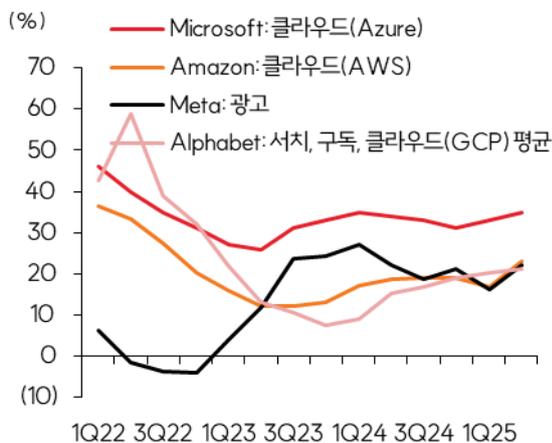
자료: Google, SK 증권

Magic Que: 식당에 전화를 걸자 Gmail 내 예약 정보 노출



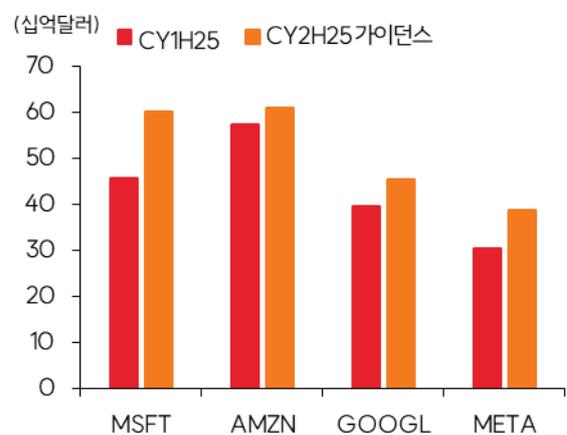
자료: Google, SK 증권

빅테크 주요 AI 사업부 매출액 성장률



자료: Bloomberg, SK 증권

빅테크 Capex 추이 및 전망



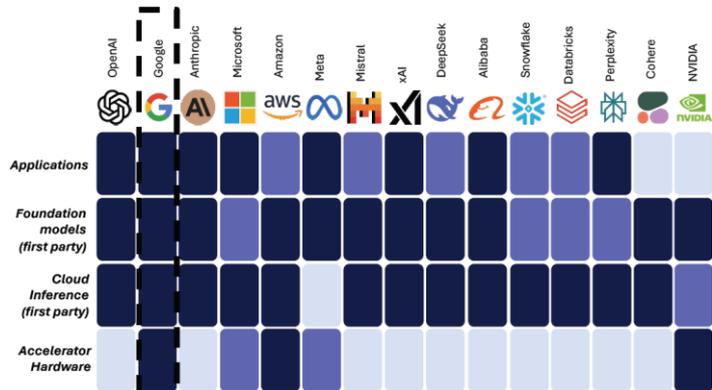
자료: 각사, SK 증권

(3) AI 투자 주체 확산: 경쟁 심화 국면

전방 수요와 더불어 투자 주체간 경쟁 심화가 AI 투자를 크게 증가시키는 국면이다. AI는 전 Layer를 확보할 때 비로소 최적화된 인프라-최적화된 서비스의 연결을 토대로 추론비용을 낮출 수 있다. 추론 비용이 낮아져야 경쟁사보다 더 낮은 금액의 서비스를 더 이른 시기에 구현 가능하다.

OpenAI는 서비스 Layer의 확보를 위한 헬스케어, 구인-구직 플랫폼 등의 신규 서비스 출시를 진행 중이다. 동시에 공격적 자금 조달을 통한 인프라 투자를 진행 중이다. 언론 보도에 따르면 OpenAI는 최근 투자자들에게 2030년 \$100B를 상회하는 서버 투자를 집행할 것을 전망했다. Meta는 서비스 Layer가 충분하지만 Frontier 모델이 부족하다. 공격적 증설 및 인력 확충으로 Llama 5.0의 출시를 준비 중이다. Meta는 최근 2028년까지 최소 \$600B 규모의 인프라 및 운영비용을 투자할 것을 약속했다.

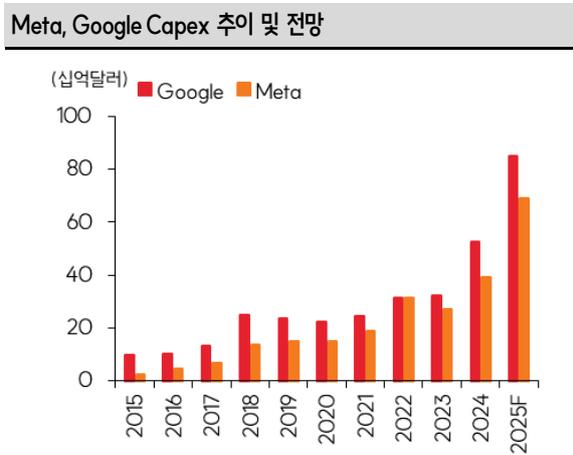
AI 경쟁 구도 및 Layer 확보 현황



자료: Artificial Intelligence, SK 증권

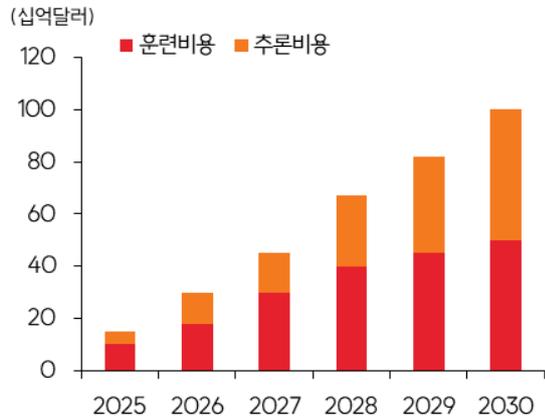
기업명	2025 누적 조달 금액 (십억달러)	최신 Valuation (십억달러)
OpenAI	40	500
Anthropic	16.5	183
xAI	30 (20 논의중)	220

자료: 산업자료, SK 증권 / Valuation은 Post-money 기준



자료: 산업자료, SK 증권

OpenAI, 서버 비용 전망



자료: TheInformation, SK 증권

Meta의 \$600B 규모 투자 약속

Meta CFO: Zuckerberg's '\$600B by 2028' investment in US refers to total planned US investment envelope from 2025 through 2028

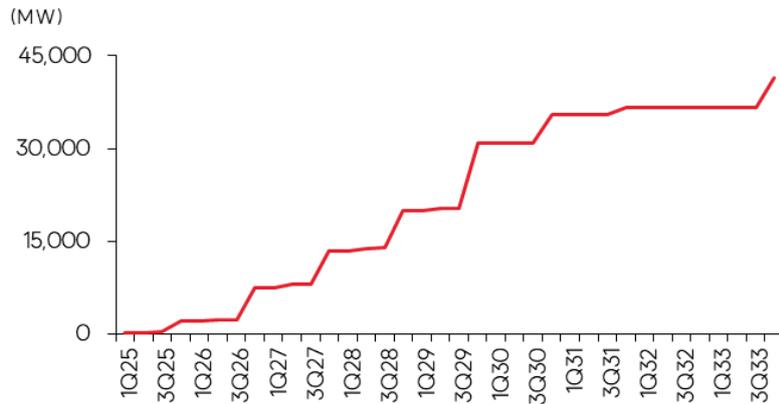
Alinvest · Tuesday, Sep 9, 2025 1:03 pm ET

1 min read

Meta CFO: Zuckerberg's '\$600B by 2028' investment in US refers to total planned US investment envelope from 2025 through 2028

자료: 언론 자료, SK 증권

2025.09 기준 가동 예정 데이터센터 GW 규모 (분기별 누적)



자료: 언론 종합, SK 증권 추정 / 주: Meta 신규 3.5GW 등 가동 시기 미정인 DC 12GW 추가 존재

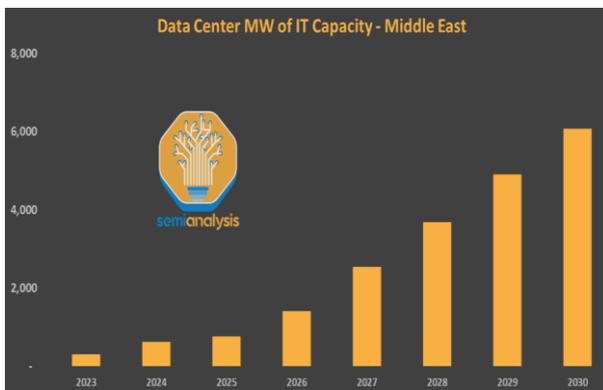
(4) 정부 움직임도 호의적, 소버린 AI, AI Action Plan, OBBB

1) **소버린 AI**: 민간 Capex 증가에 이어 공공 부문의 투자 모멘텀도 지속 중이다. 가장 큰 주체는 중동과 유럽이다. 사우디는 \$600B, UAE 는 \$200B, EU 는 € 200B 이상 규모의 AI 투자 계획을 발표했다. UAE 는 2027 년까지 매년 첨단 GPU 50 만개를 확보할 수 있는 권한을 추진 중이다. 이는 엔비디아 연간 생산량의 약 10% 수준으로 추정된다. 유럽은 GTC 유럽 기간 독일 1만, 프랑스 1.8만, 영국 1.4 만으로 GPU 총 4.2 만대 주문에 그쳤으나 장기 성장 잠재력이 크다. 추후 기가 팩토리 구축을 위한 제안서에서 총 300 만개의 최신 세대 AI GPU 구매 의향이 확인됐으며, 이는 4년 사업 계획 기준 연간 약 75만개 수요를 의미한다.

2) **OBBBA**: 트럼프 정부는 2025년 7월 OBBBA(One Big Beautiful Bill Act)를 통과시키며 신규 세법 개정안이 적용됐다. AI 투자에서 주목할 부분은 1) 즉시 비용 처리 복원과 2) 2022~2024 미상각분의 즉시 공제 이다. 사실상 절세안을 통해 빅테크들의 FCF 를 보존해주는 개정안으로 볼 수 있다. 빅테크 4사의 R&D DTA(이연법인세 자산)은 총 \$76B 수준이며, 3년 평균 R&D 비용은 총 \$190B 수준이다.

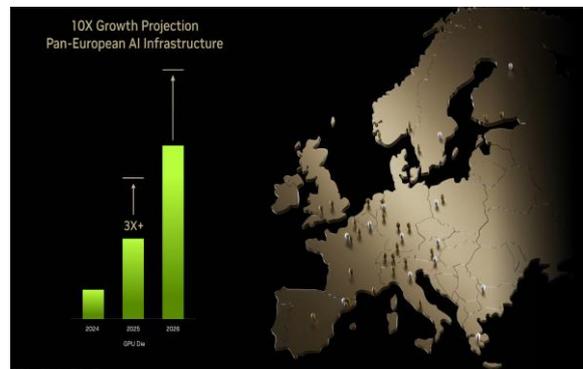
3) **AI Action Plan**: 2025년 7월 트럼프 정부가 발표한 불필요한 규제를 없애고 AI 인프라 구축을 가속화하는 정책을 도입하기 위한 청사진이다. 1) 인프라 규제 완화 2) 윤리, 데이터 등 AI 학습 허들 완화 3) AI 도입 샌드박스로 추론 수요 긍정적 등의 효과가 기대된다. 지침 발표 후 5거래일간 엔비디아, AMD, 브로드컴 등의 인프라 주식들이 3~10% 가량 상승을 보였으며, 젠슨황은 'AI 와 에너지 중요성 가장 먼저 인식한 대통령이 트럼프' 라고 발언하였다.

중동 데이터센터 투자 규모 추정



자료: semianalysis, SK 증권

GTC 유럽: 향후 10 배 이상의 소버린 AI 수요 전망



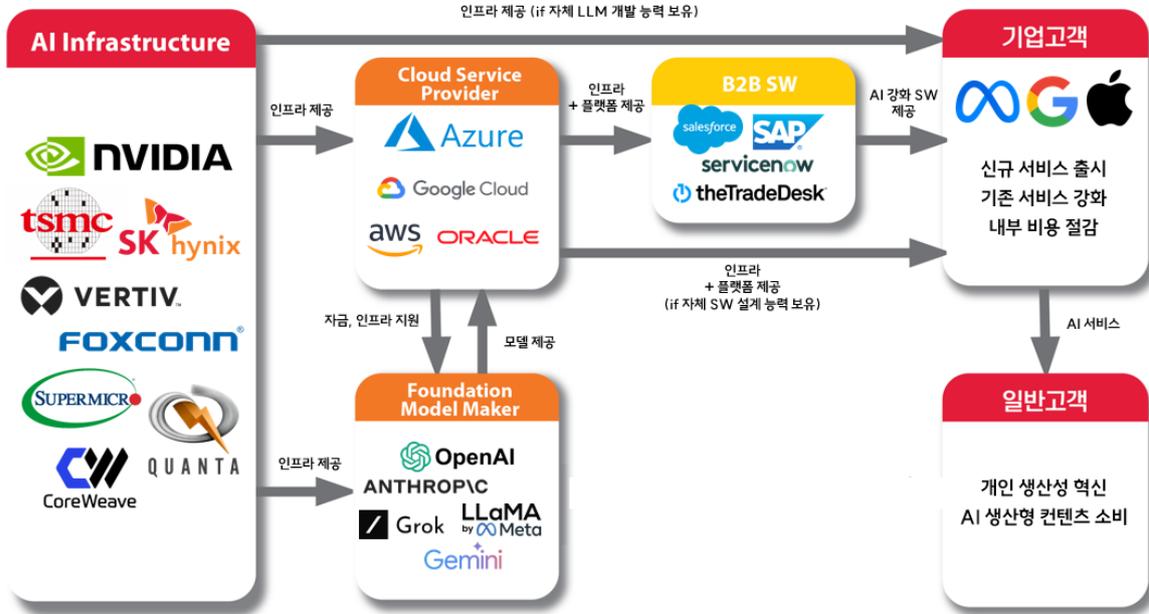
자료: 엔비디아, SK 증권

OBBBA 로 인한 빅테크 FCF 절감 효과 정리

기업명 / \$B	3년 평균 R&D 비용	R&DDTA (이연법인세 자산)	FCF 절감 효과 (올해 즉시 공제 효과 +DTA 공제)	FY2024 FCF 대비 %
Alphabet	44.4	22.7	30.2	41%
Amazon	82.4	25.9	39.7	104%
Meta	37.9	16.7	23.1	31%
Microsoft	27.1	11.4	15.9	31%
총합	191.8	76.7	108.9	46%

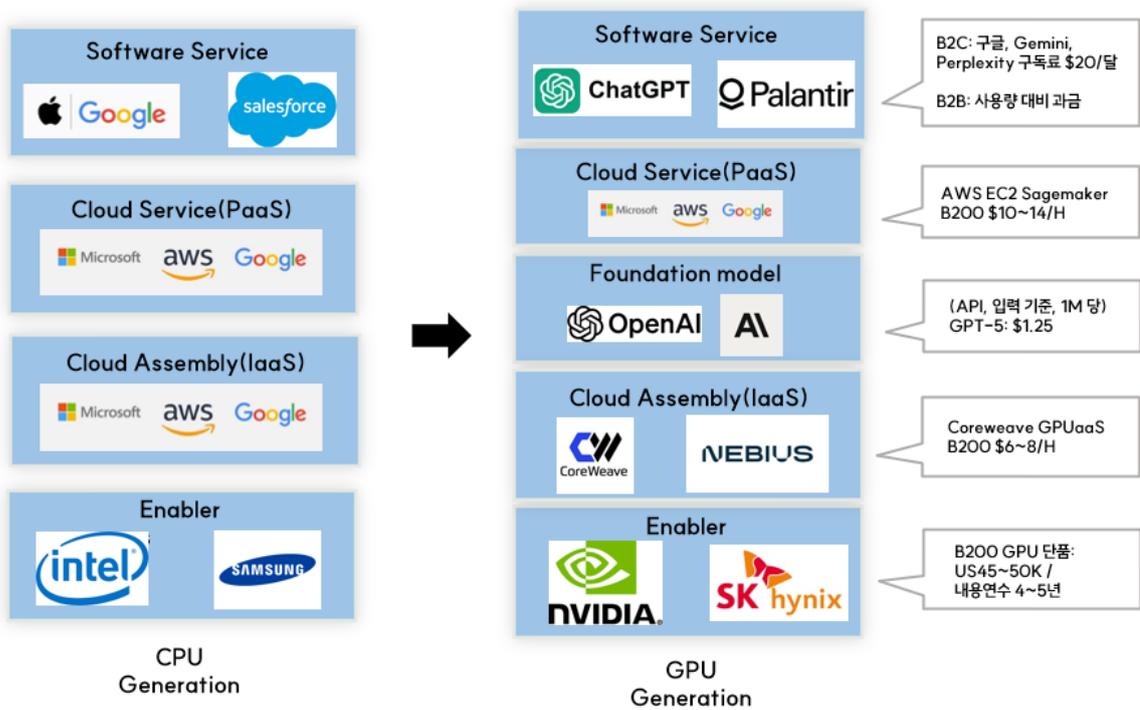
자료: 각 사, SK증권

AI 산업 주요 밸류체인 그림



자료: SK 증권

AI 산업 전환 밸류체인 및 Layer 별 비즈니스 모델



자료: 산업 자료, SK 증권

2. AI-Powered Supercycle

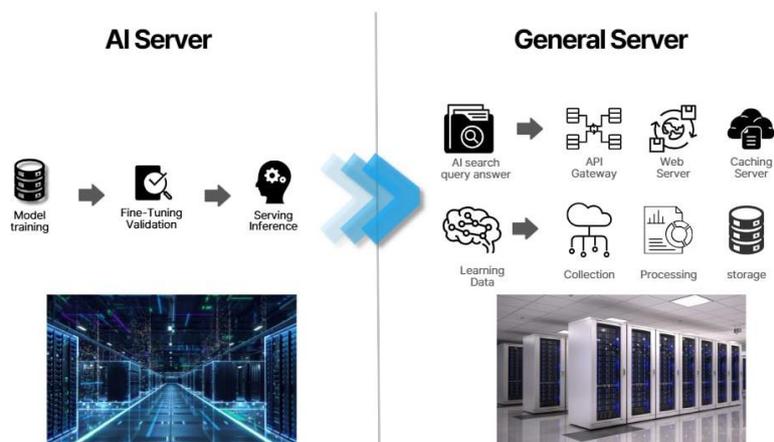
(1) AI 서버에서 일반 서버까지

AI 사이클은 AI 서버와 더불어 일반 서버의 수요 역시 확대시킬 것으로 전망한다. AI 서버는 대규모 학습과 추론을 위한 연산 전용 인프라이며, AI 운영을 통한 수익화를 위해서는 일반 서버 투자를 통해 서비스 인프라를 구축해야 하기 때문이다. 서비스를 통한 '수익화'가 AI CapEx의 명분과 성장성 차별화, 시장 선점을 결정한다.

AI 투자의 단계는 다음과 같다.

- 1) 모델 학습/파인튜닝 클러스터 (AI 서버): GPU Farm 설치 통해 모델 학습, 튜닝 AI CapEx가 집중적으로 투입되는 시기. 사용자 서비스는 제한적
- 2) 데이터 파이프라인 증설 (일반 서버): 학습 및 추론 데이터 수집, 정제, 업데이트 데이터 스캔 및 샘플링을 CPU와 대용량 스토리지가 처리. AI 서버의 유휴시간을 줄이기 위한 데이터의 파이프라인을 강화하는 과정
- 3) 서비스화 (일반 서버): 모델을 API/제품으로 묶어 사용자 트래픽을 받기 시작 라우팅, 세션, 권한, 결제, 로그 등 웹서비스 기능. 수익화의 과정
- 4) 추론 Scale-out, 후처리 강화 (일반 서버): 검색 결합, 벡터 DB, 프롬프트 등 요청 분류, 정책 필터링, 응답 포매팅 및 검증 등 후처리 기능. 품질 및 안정성, 보안 요건 충족으로 사용자 규모의 확장 목적
- 5) 운영/최적화 (일반 서버): 큐 관리, 캐시 전략, 모델 버전/가중치 배포 등

AI 서버 투자 이후 일반 서버 투자 후행의 구조



자료: SK 증권

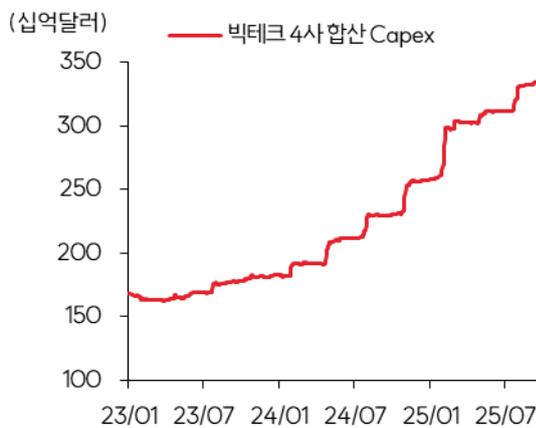
AI 서버에 대한 투자 역시 지속될 것으로 전망한다.

AI 적용처 다변화에 따른 외형 성장 국면에 수익성 제고와 경쟁사 대비 장기적 해자의 구축을 유리하게 만들기 때문이다. GPU, HBM 등 최신 H/W 인프라 구축을 통한 TFLOPS, 토큰 당 비용 절감 효과와 파인튜닝/재강화학습을 통한 모델 성능의 누적 개선 효과를 기대할 수 있다.

또한 대규모 모델 및 추론 용량의 선점이 수요 피크 구간의 흡수와 생태계 조성에 유리하고, On-Premise, Sovereign AI 수요는 자체적인 GPU Farm 을 통해서만 충족이 가능하다는 점도 AI 서버 투자 강세 지속의 명분이 된다고 판단한다.

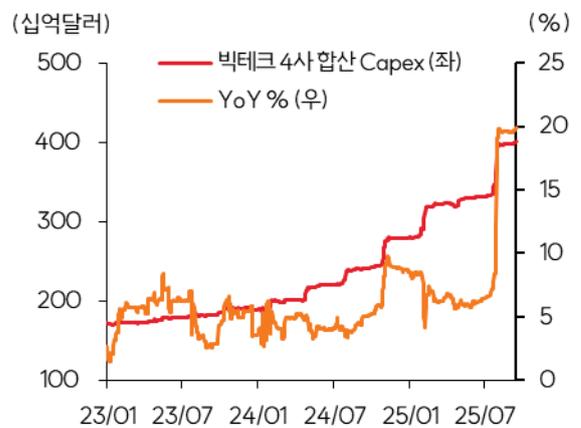
On-Device AI, Agent AI, Physical AI 등으로의 AI 발전 과정에서 요구될 컴퓨팅 파워의 급증을 감안하면, AI 서버에 대한 투자 사이클의 종료 명분은 낮다.

2025년 빅테크 4사 합산 Capex 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2026년 빅테크 4사 합산 Capex 컨센서스 및 YoY 성장률



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) AI 수혜 메모리의 다변화: HBM에서 범용 메모리까지

AI 서버 투자 지속과 AI 수익화를 위한 일반 서버의 필요성은 HBM 뿐 아니라 범용 메모리까지 AI 사이클에 기반한 성장이 가능하다는 점을 암시한다. AI 서버와 일반 서버의 목적 차이 상 하드웨어 구성이 상이하기 때문이다.

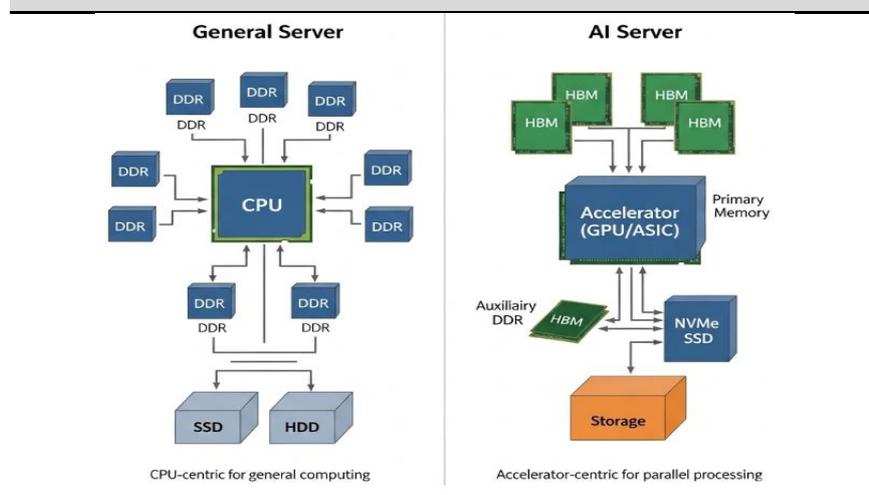
AI 서버는 훈련 (거대 모델의 파라미터 업데이트를 위한 대규모 행렬연산), 추론 (사용자 요청에 대한 모델의 실행 및 토큰 생성)을 위한 병렬 연산 중심이므로 GPU/ASIC 등의 가속기와 HBM 중심의 메모리 (DDR 은 보조), NVMe SSD (로컬; TLC/QLC)와 외부 스토리지 계층 (HDD, 대용량 데이터) 중심으로 구성된다.

일반 서버의 경우 데이터 파이프라인, API 게이트웨이, 저장 및 검색 등 AI 서비스 운영을 위한 인프라이다. 이는 병렬성을 가진 대규모 행렬 연산보다는 일반적 제어 및 I/O 작업 중심이므로 CPU의 단일 스레드 성능의 강점과 범용성이 적합하다. 이에 대응하는 메모리는 DDR, 스토리지는 SSD와 HDD 혼합 구조이다.

이를 감안하면, 거시경제를 역행하는 AI 사이클은 HBM을 넘어 범용 DRAM, SSD, HDD 까지 전이될 가능성이 높다고 판단한다. 이미 시작된 HDD의 공급 부족 현상과 Nearline SSD 수요 강세 시작, DDR4 서버 구축을 위한 인텔 Icelake CPU 등의 판매 증가는 이를 암시한다고 판단한다.

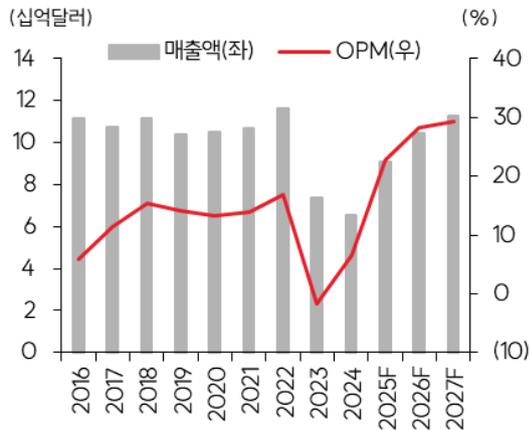
SK 증권은 AI 사이클을 기반으로 한 메모리 업종의 수혜 범위의 확장을 전망한다.

AI 서버와 일반 서버의 H/W 구성 차이



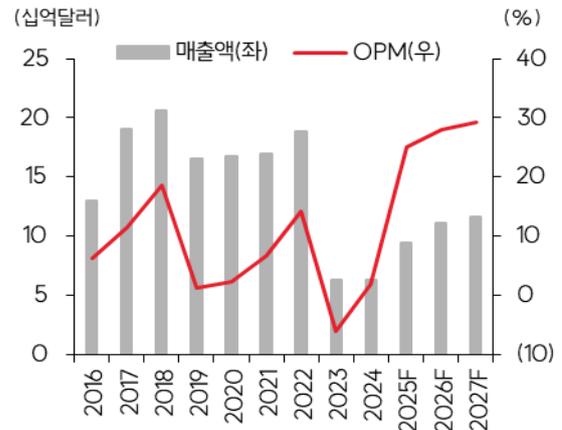
자료: 산업자료, SK 증권

Seagate 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

Western Digital 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

Seagate, Western Digital 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

(3) AI 사이클이 견인하는 스토리지 수요 증가

AI 사이클 내 스토리지 수요의 확장을 전망한다.

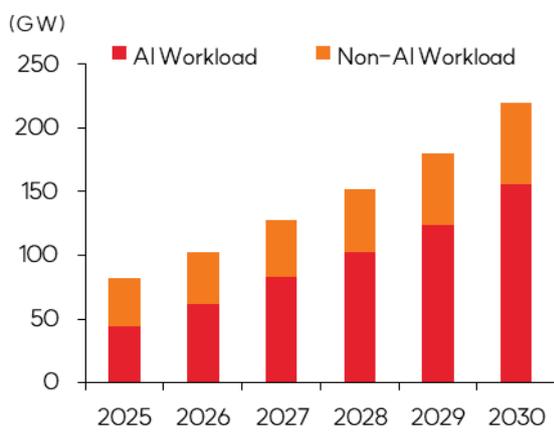
AI 사이클이 견인하는 스토리지 수요의 성격은 데이터의 누적 총량과 데이터 계층의 중요성 변화 관점에서 과거 스마트폰, 서버/클라우드 사이클과 차별적이다.

데이터의 총량 관점에서 AI 의 지속적인 학습 및 추론은 데이터의 총량을 기하급수적으로 누적시킨다. 즉, 신규 생성되는 데이터와 가공된 데이터, 구/신버전의 데이터가 쌓이며 EB (엑사바이트) 단위 수요가 증가하게 되므로, Cold data 영역에서 HDD 의 용량 당 가격 및 대용량 단품의 강점이 부각되는 구조이다. 이는 AI 스토리지 사이클에서 HDD 가 가장 먼저 부각받게 된 이유이기도 하다.

또한 데이터 계층의 중요성 변화 관점에서 SSD 역시 주목받기 시작할 것이다. 과거 사이클은 데이터는 '보관' 목적의 Cold data 중심이었지만, AI 사이클에서는 다르다. AI 학습 및 추론은 대용량 데이터의 반복 재사용을 수반하고, AI 서비스 본격화는 검색, 로그 리플레이, 미세튜닝 데이터의 Re-loading 이 필요해 Hot/Warm data 의 중요성이 높아지게 된다. GPU 의 유희시간을 줄여야 하므로, Cold data 계층 대비 Tail latency (상위 1%이하의 지연)가 중요한 지표가 되는 구조이다.

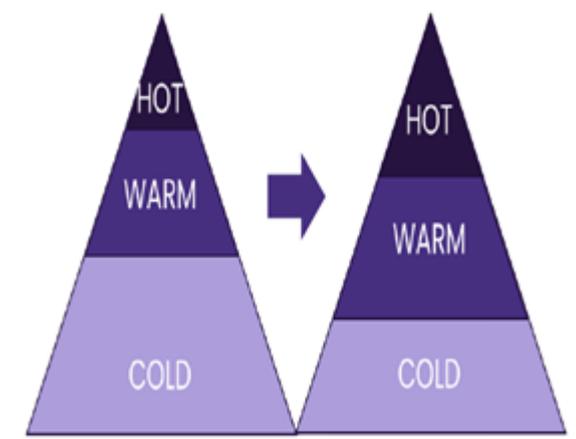
Tail latency 제어 관점에서 SSD 가 HDD 보다 유리하다. 반도체 기반의 SSD와 달리 HDD는 기계식 헤드의 이동과 회전을 수반하므로 탐색 및 회전 지연이 불가피하기 때문이다. 또한 SSD 는 여러 Que, 병렬성으로 동시 세션에서 성능 하락이 완만하지만, HDD 는 랜덤/혼합, 동시성 상승 국면에서 대역폭이 급락하는 특성을 가지고 있다. 즉, Hot/Warm data 계층에서 HDD 보다 SSD 의 강점이 부각될 것이다.

Data 용량 전망

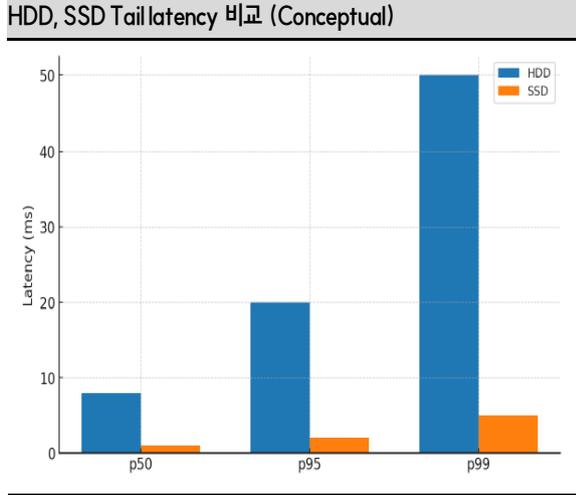


자료: Mckinsey, SK 증권

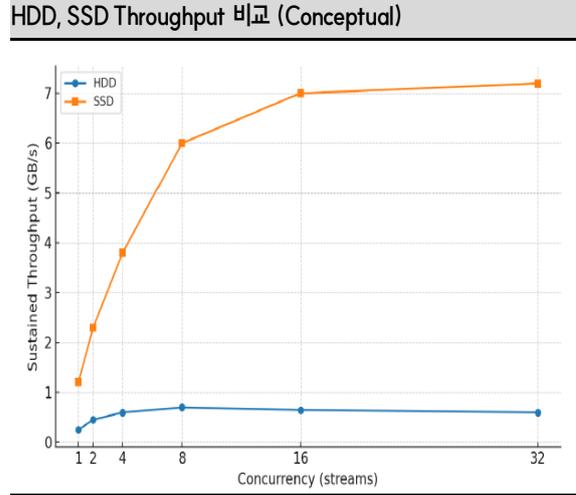
AI 사이클에서의 Data 계층 중요도 변화



자료: SK 증권



자료: 산업자료, SK 증권



자료: 산업자료, SK 증권

AI 사이클 내 HDD의 타이트한 수급은 단기 해소되기 어렵다고 판단한다. 사실상 Seagate, Western Digital의 2강 체제로 재편된 공급자, Media/Head 등 핵심 부품의 긴 Lead-time, Hyperscaler들과의 장기공급계약 구조, 반도체 기반의 SSD와 달리 Migration에 따른 용량 관점의 B/G 상승 효과가 부재하기 때문이다. 이는 AI 사이클의 강세와 HDD의 낮은 공급탄력성이 맞물려 발생하는 수급의 타이트 함과 안정적 실적과 수익성의 근간이 된다.

HDD의 공급 부족은 Nearline SSD 수요 진작 효과로도 작용할 것으로 전망한다. HDD 공급 부족은 '용량 당 가격'이라는 HDD의 최대 강점과 SSD의 최대 약점을 희석시킨다. 또한 '용량 당 전력', '랙 당 용량' 등의 SSD의 강점을 부각시킬 수 있다. 이는 QLC 기반 고용량 SSD 수요 상승의 추가 요소가 될 것으로 전망한다.

3. HBM 업황 호조 지속

(1) 경쟁 논리의 퇴색: 2026년 SK 하이닉스, 삼성전자 2강 체제 전망

SK 증권은 HBM 업황 호조 지속과 경쟁 심화 우려의 완화를 전망한다.

엔비디아의 HBM4 12H 요구 속도 상향: 경쟁 강도의 완화, 기대 공급량 하향

AI Infra Summit 에서 발표된 VR200 NVL144 는 1.4PB/s 의 대역폭을 갖췄다는 점에서 VR2001개는 약 20TB/s 를 의미한다. 사실상 HBM4 12H 의 요구 속도 상향이 기정 사실화 된 것이다. 마이크론의 경우 전력 효율 중심 설계와 자체 설계 기반의 Base die 를 활용했다는 점을 감안하면, 가장 불리한 위치에 놓이게 되었다.

업계 전반의 수율 저하 가능성도 배제할 수 없다.

Rubin 의 출시 일정을 고려하면, HBM4 12H 의 출하는 늦어도 1Q26 말에는 시작되어야 하는데 속도 상향은 최근의 일이다. 재설계를 통한 대응 시간이 부족하므로, 업계는 소비 전력 상승과 Wafer binning 을 통해 상위 Die 의 선별이 추가로 필요하다. 이는 기존 9.0Gbps 대비 생산 능력 당 업계 전반 기대 공급량의 하향을 의미한다.

이 두 가지 요소는 삼성전자의 HBM4 12H 시장 진입 가능성을 높이는 요소이다.

삼성전자는 원가 열위를 감내하며 1c 공정 (Core-die), 4nm 파운드리 공정 (Logic-die) 를 적용하며 절치부심했고, 속도에서 일정 수준 우위를 점할 수 있는 조건을 갖췄기 때문이다. 다만, 양산성과 신뢰성에서의 검증이 필요하다는 점과 SK 하이닉스 대비 샘플 일정이 늦다는 점, Rubin 의 정상적 출시를 위해 벤더 선정에 무한정 미루기 어려운 상황을 고려하면 SK 하이닉스는 선제적 계약과 점유율 1 위, 원가 경쟁력 우위에 기반한 차별화 된 수익성을 증명할 것이다.

2026 년 HBM4 12H 시장은 SK 하이닉스, 삼성전자의 2 강 체제로 재편될 것으로 전망한다. 한국 HBM 이 주도하는 사이클이다.

25.03.19 GTC 2025 VR200 스펙 발표: VR200 당 13TB/s



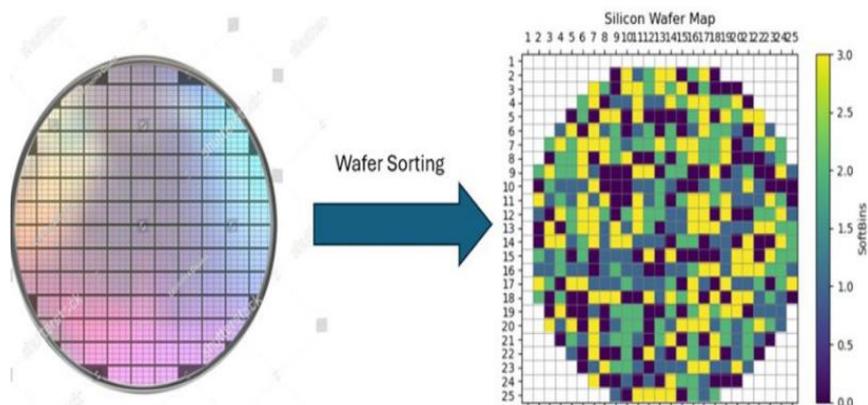
자료: NVIDIA, SK 증권

25.09.11 AI Infra Summit VR200 스펙 발표: VR200 당 20TB/s



자료: NVIDIA, SK 증권

Wafer binning: 업계 전반의 수율 저하 요소로 작용



자료: CMMMagazine, SK 증권

(2) 이익 극대화 옵션 다변화에 따른 배분

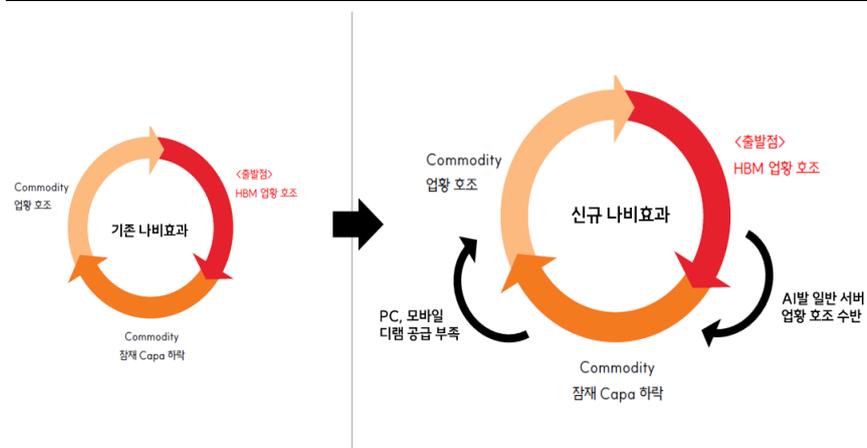
AI 사이클이 견인하는 일반 서버로의 수요 확장은 HBM 업황에도 긍정적이다. HBM 경쟁 심화에 따른 가격 하락, 초과 공급에 대한 우려는 AI 사이클에서의 성장 동력이 HBM 단일 품목에 한정되어 있다는 논리에 기반하기 때문이다.

HBM 강세 지속과 일반 서버 수요 확대 국면에서의 서버 DRAM에 대한 수요를 감안하면, 이제 HBM 3사는 한정된 DRAM 생산 능력 (HBM 포함) 내에서 이익 극대화를 추구하기 시작할 것으로 전망한다.

HBM 과 범용 DRAM이라는 양자 택일의 관점은 그 동안의 논리와 같다. 다만 AI 사이클 내 범용 DRAM 사이클은 제한적 수요 내 공급 제약이 만들어내는 가격 반등 사이클이었다. 이는 범용 DRAM의 생산 능력 1위인 삼성전자의 가치 제고가 제한적이었던 이유 중 하나였다. 생산 능력의 강점은 수요 강세에서 빛나기 때문이다.

AI 수요가 일반 서버까지 확장될 이번 사이클은 근본적으로 다르다. 서버 DRAM의 수요 강세가 동반되며 제한된 생산 능력을 적극적으로 배분할 유인이 생기기 때문이다. 수요 강세 수준에 따라 업체마다 HBM의 수익성과의 격차가 상이할 것이므로, 각자의 이익 극대화를 추구하기 위한 믹스는 상이할 것이다. 서버 DRAM으로 집중될 경우 모바일, PC DRAM의 타이트한 수급으로 전이되며, 최근 3년간의 사이클보다 더욱 안정적 이익 성장의 기반이 마련될 것으로 전망한다.

AI 발 일반 서버 수요 증가로 신규 나비효과 발생



자료: SK 증권

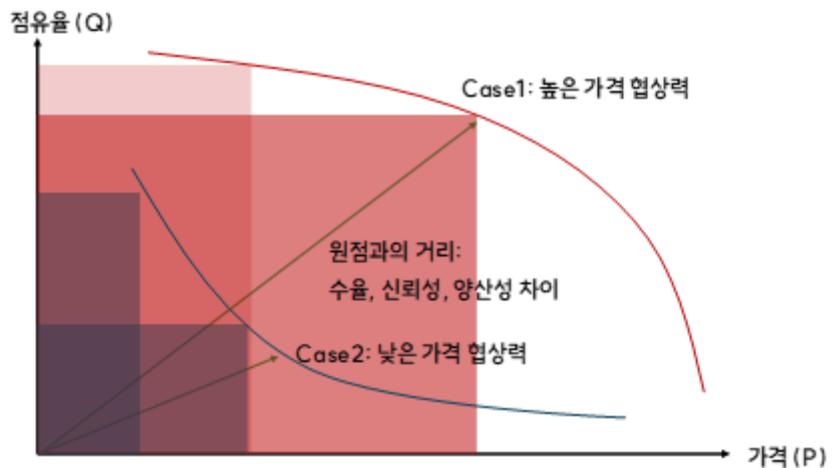
(3) HBM 가치 평가의 척도: 이익과 수익성

SK 증권은 HBM에 대한 가치 평가의 핵심은 이익과 수익성 차별화이다. AI 사이클 내 메모리 업종의 핵심은 거시경제를 역행하는 차별화 된 실적이었고, 이는 부가가치 창출 수준이 결정했다고 판단하기 때문이다. 이는 HBM 경쟁력의 척도가 물량, 매출액 점유율이 아닌, 이익 점유율로 전환되어야 한다는 것을 의미한다.

업체 간 상이한 가격 협상력은 이익 극대화를 추구하기 위한 물량 점유율의 차이를 만든다. 높은 물량 점유율의 SK 하이닉스와 점유율 상승을 목표로 하는 삼성전자 모두 단위 점유율의 상승을 위해 가격을 크게 양보해야 하는 구조이다. 이는 절대적으로 고객사에 유리하다. 다만, 업체간 상이한 원가 구조와 '적시성, 신뢰성, 양산성'이 핵심인 HBM의 구조상 상위 벤더의 협상력이 높을 수 밖에 없다. 고객사 입장에서 같은 시점에 같은 제품을 같은 수량으로 납품 받을 수 있다는 확신이 없기 때문이다.

즉, 업체간 이익 극대화를 위한 물량 점유율과 가격은 상이할 것이다. 가격 협상력이 높을 수록, 물량 관점의 점유율 상승이 HBM 이익 제고의 필요 충분 조건이 아니라는 의미이다. 삼성전자의 HBM4 12H 시장 진입 가시성은 매우 높고, 그 결과 SK 하이닉스의 물량 점유율은 필연적으로 하락하나, 다른 가격과 원가를 기반으로 한 이익, 수익성 차별화 논리는 지속될 것으로 전망한다.

HBM 이익 극대화를 위한 Case 별 점유율과 가격 목표 설정



자료: SK 증권

4. 공급자 우위 사이클 장기화

(1) 삼성전자의 DRAM 생산능력 배분 1순위: HBM

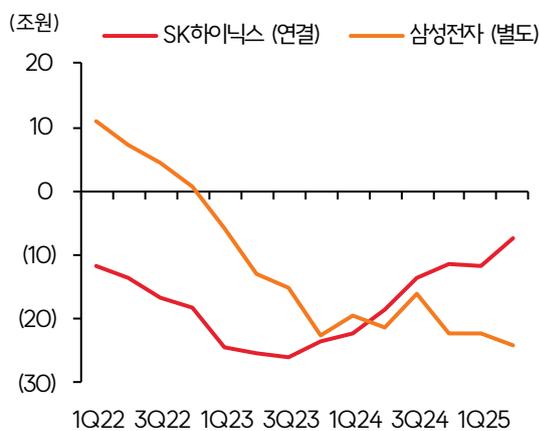
2026년 일반 서버 수요 확대 국면에서도 삼성전자의 DRAM 생산 능력 배분의 1순위는 여전히 HBM이 될 것이다. 삼성전자 메모리 전략의 목표는 경쟁사와의 이익 격차 축소와 HBM4e 시장 진입을 위한 기반 형성이기 때문이다.

2023년 AI 사이클 본격화 이후 삼성전자는 HBM 경쟁 열위에 따른 시장 진입 본격화 실패, 가격 반등 중심 Commodity DRAM의 제한적 업황 개선, QLC 기반 초고용량 SSD 로드맵 지연 등으로 외형, 수익성 모두 경쟁사에 역전을 허용했다.

기술 열위의 결과는 재무구조 역전, 생산능력 격차 축소 등 현재 및 다음 사이클에서의 전략적 옵션을 더욱 제한적으로 만들고 있다. 2Q25 삼성전자의 별도기준 순부채는 24조원 (SK하이닉스 7조원)으로 AI 사이클에서 역전을 허용한 후 격차가 확대되고 있으며, SK하이닉스의 HBM을 포함한 DRAM 전체 생산 능력은 2Q25 삼성전자의 80% 수준까지 도달했다.

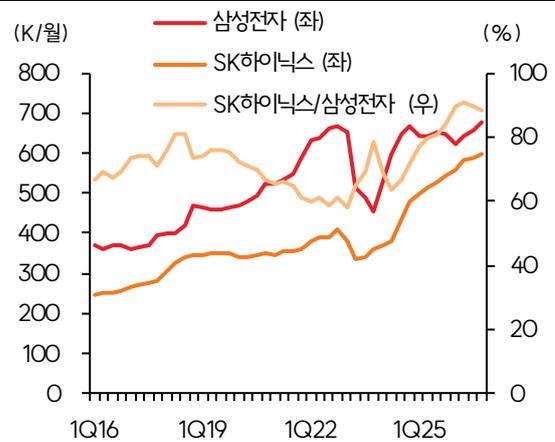
메모리 업종 내 CapEx Discipline 속 HBM 중심의 호조, 생산능력 배분 구조가 지속될 수록 HBM 기술 격차 축소 없이 상황은 변하지 않는다. 명분없는 생산능력 확대는 초과 공급의 위험이, 근원적 기술 경쟁력 회복은 시간이 필요하다. 결국 재무 격차의 축소로부터 출발해야 하며, 이는 이익 격차를 좁히기 위한 전략을 암시한다.

삼성전자 별도, SK하이닉스 연결 순현금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

삼성전자, SK하이닉스 DRAM 생산능력 격차 추이 및 전망



자료: FnGuide, SK 증권 추정

(2) 이익'격차' 축소의 조건과 전략

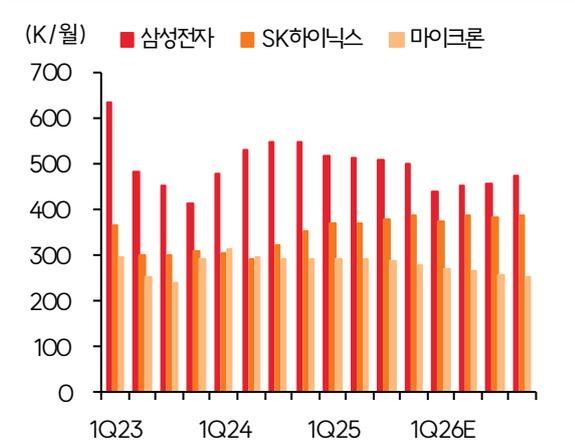
이익 '격차' 축소의 조건은 HBM 점유율 확대와 Commodity 호조의 '동반'이다. SK 하이닉스와 이익 격차는 HBM 점유율, HBM과 Commodity DRAM의 수익성 차이가 핵심이다. HBM 생산 능력은 유사, Commodity 생산 능력은 우위에 있다는 점에서 HBM 점유율 확대 없이 목표 달성 가시성은 낮다. 또한 HBM의 높은 프리미엄을 감안하면, Commodity 업황 호조만으로는 충분치 않다.

HBM4 12H 시장 내 삼성전자의 원가 열위는 확정적이다. Core-die 기술 격차 축소를 위한 Redundancy 확대 등에 따른 Die size 상승, 1c (For HBM4) 투자, Logic-die 4n 공정 도입 때문이다. 경쟁 업체들의 Core-die는 1b 공정으로 유지되고 있으며, Logic-die 역시 12nm 파운드리 및 선단 DRAM 공정이 활용되고 있다. 또한 TC-NCF의 양산성은 여전히 MR-MUF 대비 상대적으로 낮다.

이는 삼성전자의 HBM4 12H가 압도적 성능을 기반으로 가장 차별화된 가격을 받지 못할 경우 HBM 수익성 열위에서 벗어날 수 없다는 점을 의미한다. 이익 '격차' 축소를 위해 매우 높은 HBM 점유율 목표를 설정해야 하는데, 이는 불확실하다. 결국 HBM 점유율 확보 외 경쟁업체의 수익성 훼손이 동반되어야 하므로, 공격적인 HBM 가격 정책을 통한 가격 하락 유도의 명분이 된다.

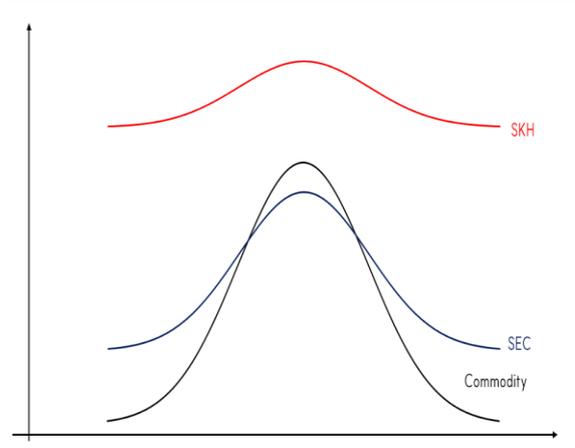
반면, Commodity 업황은 반드시 타이트하게 유지되어야 한다. 삼성전자 메모리 실적의 근간이며, 가장 높은 생산능력을 통한 대응력은 DRAM 3사 중 가장 높다는 점에서 2026년 범용 메모리 수요 호조에 선제적으로 대응할 유인은 제한적이다. 가격 상승 사이클을 누린 후 대응해도 상대적으로 늦지 않기 때문이다.

DRAM 3사 범용 DRAM 생산능력 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권 추정

DRAM, HBM 수익성 (Conceptual)



자료: SK 증권

(3) 점점 타이트 해질 재고

메모리 공급자 재고는 점점 타이트 해 질 것이다. 업계의 CapEx discipline 속 HBM 강세에 따른 생산 능력의 배분 지속 때문이다. 2Q25 말 삼성전자, SK 하이닉스의 DRAM 재고는 4~5 주 수준, 2025 년 삼성전자, SK 하이닉스의 DRAM 생산 B/G 각각 +5%, +21%, 출하 B/G +9%, +23% 가정시, 연말 DRAM 재고는 3~4 주에 진입한다. 2026 년을 대비한 재고 축적이 가능하나, 본질은 변하지 않는다.

공급 증가의 변수가 될 삼성전자의 이익 격차 축소 전략 상 HBM 점유율 확보는 반드시 필요하므로, HBM Core-die 생산 능력을 Commodity 로 전환하기 어렵다. Wafer input 을 시작하면, 중간에 변경할 수 없기 때문이다. 또한 삼성전자, SK 하이닉스는 D4 등 Legacy 대응을 위한 생산 여력의 확보가 필요하다. EoL (End of Line) 스케줄 연장보다는 생산 확대를 통한 재고 축적으로 대응될 것으로 전망한다. HBM4 Core-die 에 따른 Die penalty 17~19% 역시 중요한 공급 제약 요소가 될 것이다. 즉, 선단 공정은 점점 타이트 해 지고, Legacy 의 추가 수익화를 전망한다.

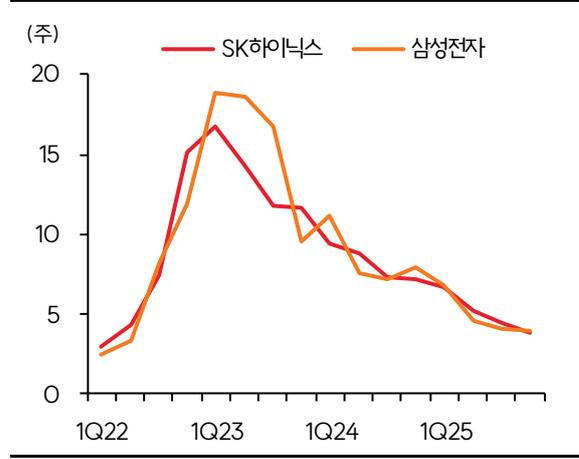
NAND 재고 역시 2Q25 말 10~11 주 수준에서 4Q25 말 6~7 주 수준으로 축소되며 정상 재고 수준에 도달하기 시작할 것으로 전망한다. 여전히 감산 사이클이 지속되고 있으나, AI 수요 강세에 따른 SSD 의 수요 회복이 시작되고 있기 때문이다. 삼성전자의 V9 전환 지연, 업계 전반의 CapEx discipline 지속이 타이트 한 재고 상황을 지속시킬 것이다. 이는 AI 사이클이 AI 서버와 더불어 일반 서버로 확장되는 국면에서 업황의 상승 탄력성을 높이는 요소로 작용할 것이다.

2025년 DRAM 주요 업체 생산 B/G



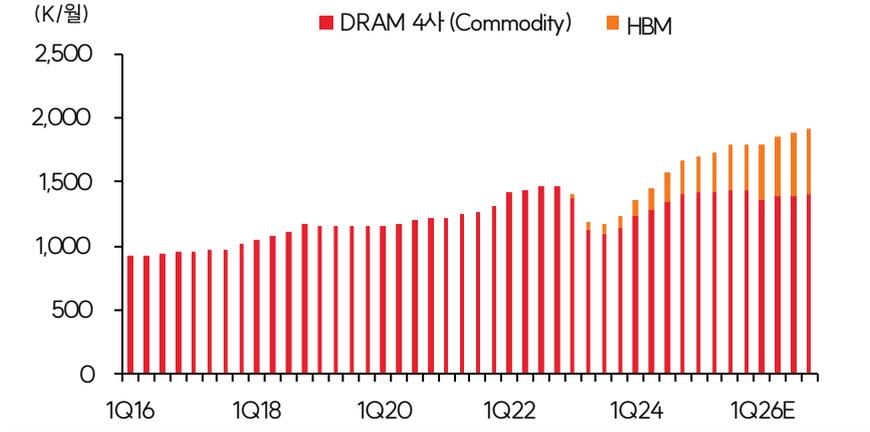
자료: SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스의 DRAM 재고주수



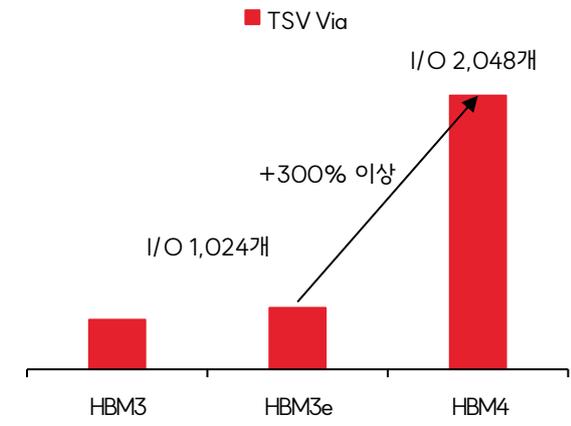
자료: SK 증권 추정

DRAM 주요 업체 생산능력 추이 및 전망



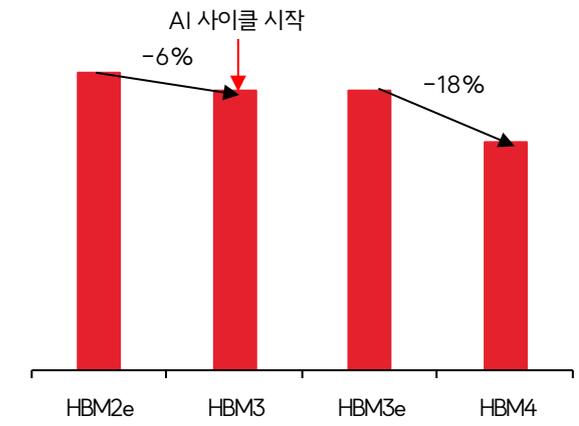
자료: Trendforce, SK 증권 추정

HBM 세대별 TSV 수량 추이



자료: SK 증권 추정

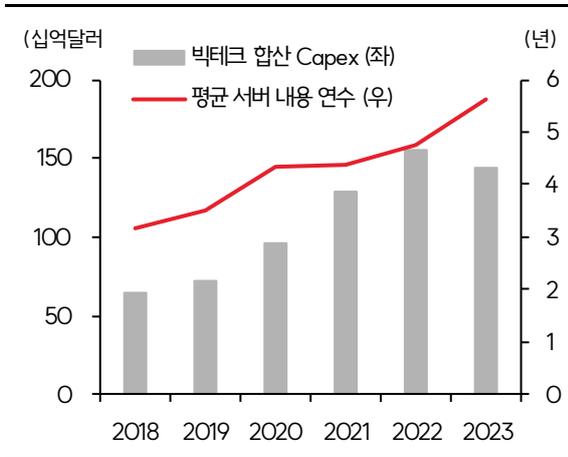
HBM 세대별 Die-penalty 추이



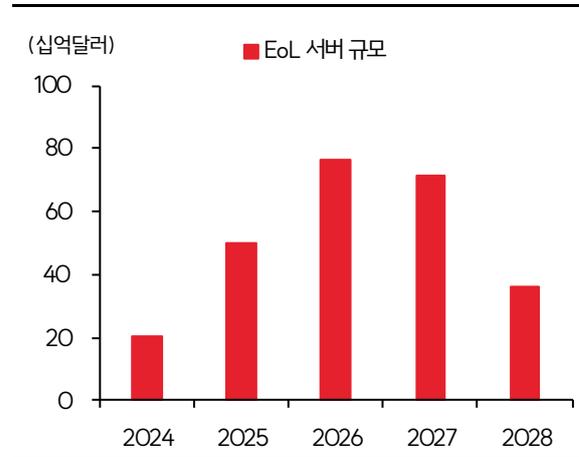
자료: SK 증권 추정

2018년 이후 미국 빅테크 4사 합산 서버 CapEx 추이

EoL 서버 규모 추정

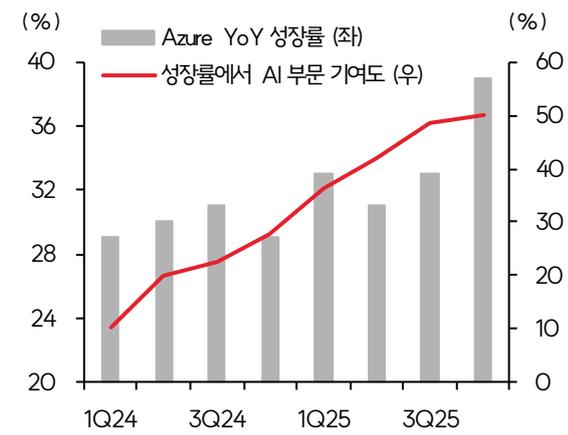


자료: Bloomberg, SK 증권



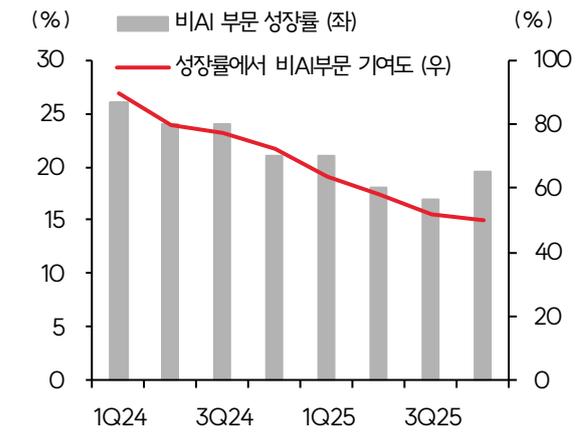
자료: SK 증권 추정

Azure의 성장률과 AI 부문의 기여도 추이



자료: Microsoft, SK 증권

MS의 비시 성장률과 비시 기여도 추이



자료: Microsoft, SK 증권

5. Supercycle, All Buy

SK 증권은 반도체 업종이 한국의 주도 섹터가 될 것으로 전망한다.

2023~2025년 글로벌 주도 섹터가 AI와 반도체였으나, 한국의 주도 섹터는 반도체가 아닌, SK하이닉스 단 하나였다. 이는 AI 사이클 내 메모리의 구조적 성장은 오직 HBM인 상황에서 삼성전자의 HBM 시장 진입 본격화와 실패와 메모리의 양대 축 중 하나인 NAND의 부진 지속 때문이었다. 소부장 관점에서도 HBM 관련주만 주목받았고, 전통 소부장은 소외되었다. 증설의 명분이 없었기 때문이다. 이 구조가 해소된다면, 반도체 업종은 한국의 주도 섹터가 될 수 있다.

2026년 HBM 시장은 SK하이닉스와 삼성전자의 2강 체제가 될 것이다.

엔비디아의 HBM4 속도 상향은 전력 효율 중심의 마이크론에 불리하다. 이는 원가 열위를 감수하며 절치부심한 삼성전자의 진입을 더욱 가시적으로 만든다. 또한 속도 향상을 위한 단기 대응은 상위 Die의 선별이므로 업종 전반의 수율 하락 가능성을 배제할 수 없다. 삼성전자의 진입에도 SK하이닉스는 선제적 계약과 양산, 신뢰성을 기반으로 점유율 1위 수성과 수익성 차별화를 재차 증명할 것으로 전망한다.

SSD와 서버 DRAM도 AI 사이클 기반의 성장을 전망한다.

AI 수익화를 위해서 일반 서버 투자는 필연적이다. 또한 AI 사이클에서 누적되는 데이터의 급증과 Hot/Warm 데이터 계층의 중요성 증가, HDD의 공급 부족 현상 장기화 전망은 Nearline SSD(고용량 QLC) 수요를 구조적으로 견인할 것이다.

전세계 AI 주식 중 한국 반도체가 가장 싸다

AI 사이클이 HBM과 더불어 범용 DRAM, SSD 수요를 견인한다는 점은 메모리 강자들의 구조적 AI 수혜 강도 상승을 의미한다. 지금은 그 초입 구간에 불과하다.

Supercycle, All Buy

SK증권은 Supercycle 논리의 점증을 전망한다. 범용 메모리로의 AI 수혜 확산은 DRAM 관점에서 이익 극대화의 옵션 다양화를 의미한다. 극단적인 선별 논리의 희석을 전망한다. 또한 투자 절제 지속에 따른 재고 하락, 생산 B/G 병목과 맞물린 공급자 우위의 장기화를 예상한다. 대형주, 소부장 전반의 기대감 지속을 의미한다.

반도체 업종에 대한 비중확대 의견을 유지하고, 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 각각 110,000 원, 480,000 원으로 상향 조정한다. 적용 BPS의 시점을 2026년으로 변경, Target P/B를 AI 사이클 상단인 1.6X와 2.3X를 적용했다. 단기 주가 변동성보다는 방향성에 집중할 것을 권고한다.

Company Analysis

삼성전자 (005930/KS)

이제는 나도

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 110,000 원(상향)
 현재주가: 79,400 원
 상승여력: 38.5%



Analyst
한동희

donghee.han@sk.com
 3773-8826



Analyst
박제민

donghee.han@sk.com
 3773-8826

Company Data

발행주식수	591,964 만주
시가총액	470,019 십억원
주요주주	
삼성생명보험(와15)	20.15%
국민연금공단	7.75%

Stock Data

주가(25/09/16)	79,400 원
KOSPI	3,449.62pt
52주 최고가	79,400 원
52주 최저가	49,900 원
60일 평균 거래대금	1,216 십억원

주가 및 상대수익률



목표주가 110,000 원으로 상향 조정

SK 증권은 삼성전자에 대한 목표주가를 110,000 원으로 상향 조정한다. 기준 BPS 를 2026 년으로 변경, Target P/B 1.6X (AI 사이클 내 고점 수준)를 적용했다. 아래의 이유로 2026 년 업황에 대한 가시성 확보와 더 강한 사이클을 전망한다.

수요에 대한 눈높이가 제고될 것이다. AI 서버 중심의 투자가 서비스 인프라 구축을 위한 일반 서버로 확산 될 전망이다. AI 사이클 내 메모리의 구조적 성장이 HBM 단독에서 서버 DRAM, SSD 까지 확대된다. HBM의 성패가 메모리 이익에 미치는 영향은 완화될 것이다. GDDR7 등 삼성전자 우위 제품의 수요 역시 긍정적이다.

수요 확장 국면 내 이익 극대화 옵션의 다양화는 초과공급 리스크를 완화한다. 각 업체들의 생산 능력이 단일 품목에 집중될 유인이 낮다. 그동안의 AI 사이클 내 범용 메모리 업황은 제한적 수요 속 생산 능력 하락에 따른 가격 반등의 미니 사이클이었다. 이는 상대적 수요 대응력 우위의 강점이 퇴색되는 결과를 낳았으나, 수요 확장 국면이라면 부각될 수 있는 가치이다.

공급자 우위 사이클의 장기화를 전망한다. 지속된 업계의 CapEx Discipline 과 HBM 중심의 생산 능력 배분에 따른 재고의 구조적인 하락은 수요 대비 상대적으로 후행할 공급을 암시하기 때문이다. 이 과정에서 업황의 상승 탄력성이 제고될 것이다.

HBM4 시장 진입을 전망한다. 속도 상향 이슈에 따른 마이크론의 열위 상황과 1c 공정 (Core-die), 4nm 파운드리 공정 (Logic-die)을 적용한 절치부심은 시장 진입 가시성을 높인다고 판단한다. 상대적으로 낮은 가격 협상력과 불리한 원가는 불가피하지만, 진입을 통한 저변 확대로도 충분하다.

이를 반영해 2026 년 영업이익 55 조원 (+69% YoY)의 고성장을 전망한다. 2026 년 메모리는 영업이익 36 조원 (+80% YoY)으로 최대 이익을 경신할 것이다. 주가 상승이 단기 부담일 수 있지만, 중장기 주가는 이익의 흐름에 순응할 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	302,231	258,935	300,871	323,493	364,585	375,522
영업이익	십억원	43,377	6,567	32,726	32,357	54,550	56,328
순이익(지배주주)	십억원	54,730	14,473	33,621	32,189	46,007	47,489
EPS	원	8,057	2,131	4,950	4,779	6,830	7,050
PER	배	6.9	36.8	10.7	16.6	11.6	11.3
PBR	배	1.1	1.5	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.4	10.0	3.6	5.7	4.2	4.0
ROE	%	17.1	4.1	9.0	8.1	10.9	10.4

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79.1	74.6	85.0	84.8	86.1	85.4	96.3	96.8	301.0	323.5	364.6
YoY %	10%	1%	7%	12%	9%	15%	13%	14%	16%	7%	13%
QoQ %	4%	-6%	14%	0%	2%	-1%	13%	1%			
DX	51.5	43.3	48.4	43.7	52.0	47.1	51.4	47.4	173.6	186.9	197.9
VD/CE	14.5	14.1	14.4	14.6	14.2	14.6	15.1	15.6	56.4	57.6	59.5
MX/NW	37.0	29.2	34.0	29.1	37.7	32.5	36.3	31.8	117.2	129.3	138.4
DS	25.1	27.9	31.9	34.8	31.8	35.5	40.2	43.0	111.1	119.7	150.5
Memory	19.1	21.2	24.4	27.1	24.8	27.8	31.5	34.0	84.5	91.8	118.1
DRAM	12.5	13.9	16.4	17.7	16.8	18.8	21.7	23.0	50.9	60.6	80.3
NAND	6.2	7.3	7.9	8.6	7.7	9.0	9.8	10.2	31.5	30.1	36.7
Foundry/LSI	6.0	6.7	7.5	7.7	7.0	7.8	8.7	9.0	26.6	27.9	32.4
SDC	5.9	6.4	7.4	7.9	6.3	6.7	7.9	8.5	29.1	27.6	29.4
Harman	3.4	3.8	3.8	3.8	3.4	3.9	4.0	4.1	14.3	14.8	15.5
영업이익	6.7	4.7	10.5	10.5	10.9	12.5	15.7	15.4	32.7	32.4	54.5
YoY %	2%	-55%	14%	62%	64%	166%	50%	46%	393%	-1%	69%
QoQ %	2%	-29%	122%	1%	4%	15%	25%	-2%			
DX	4.7	3.3	3.6	2.4	4.0	3.4	3.8	2.5	12.4	13.9	13.7
VD/CE	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	0.2	1.8	1.1	1.1
MX/NW	4.3	3.1	3.3	2.1	3.8	3.1	3.3	2.3	10.7	12.9	12.6
DS	1.1	0.4	5.4	6.6	6.1	8.1	10.3	11.2	15.1	13.6	35.7
Memory	3.4	2.9	6.3	7.4	6.8	8.4	10.0	10.7	20.2	20.0	36.0
DRAM	3.7	3.2	6.2	7.2	6.5	7.7	9.2	9.8	16.4	20.3	33.3
NAND	(0.3)	(0.3)	0.1	0.3	0.2	0.7	0.9	1.0	4.0	(0.2)	2.8
Foundry/LSI	(2.3)	(2.5)	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.4)	0.3	0.4	(5.0)	(6.4)	(0.3)
SDC	0.5	0.5	1.1	1.2	0.6	0.6	1.2	1.3	3.8	3.2	3.6
Harman	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	1.3	1.5	1.7
영업이익률	8%	6%	12%	12%	13%	15%	16%	16%	11%	10%	15%
DX	9%	8%	7%	5%	8%	7%	7%	5%	7%	7%	7%
VD/CE	2%	1%	2%	2%	1%	2%	3%	1%	3%	2%	2%
MX/NW	12%	11%	10%	7%	10%	9%	9%	7%	9%	10%	9%
DS	4%	1%	17%	19%	19%	23%	26%	26%	14%	11%	24%
Memory	18%	14%	26%	27%	27%	30%	32%	32%	24%	22%	30%
DRAM	29%	23%	38%	41%	39%	41%	42%	43%	32%	33%	41%
NAND	-4%	-4%	1%	3%	3%	8%	9%	9%	13%	-1%	8%
Foundry/LSI	-39%	-38%	-11%	-10%	-9%	-5%	3%	5%	-19%	-23%	-1%
SDC	8%	8%	14%	15%	9%	9%	15%	15%	13%	12%	12%
Harman	8%	13%	10%	10%	8%	13%	13%	10%	9%	10%	11%
지배순이익	8.0	4.9	9.6	9.7	9.5	10.6	13.2	12.8	33.6	32.2	46.2

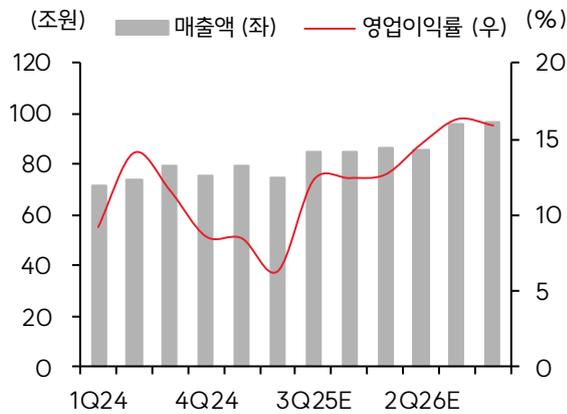
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 실적 전망의 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	24,564	27,824	31,086	32,183	29,734	32,424	36,517	37,140	106,020	115,657	135,815
Bit growth (QoQ %)	1%	13%	12%	4%	-8%	9%	13%	2%	15%	9%	17%
ASP (USD)	0.35	0.36	0.38	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47	0.35	0.37	0.44
ASP Change (QoQ %)	-20%	2%	7%	5%	4%	3%	3%	6%	62%	6%	19%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	69,784	89,184	94,535	102,098	89,847	104,222	113,602	119,282	328,914	355,603	426,952
Bit growth (QoQ %)	-10%	28%	6%	8%	-12%	16%	9%	5%	14%	8%	20%
ASP (USD)	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06
ASP Change (QoQ %)	-15%	-4%	3%	2%	3%	2%	1%	0%	62%	-14%	7%
Display											
Shipments (mn Unit)	87	98	110	119	101	108	121	126	416	415	456
Change (QoQ %)	-25%	13%	12%	8%	-15%	6%	12%	5%	9%	0%	10%
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	61	52	61	56	63	59	62	57	225	231	241
Change (QoQ %)	17%	-10%	11%	-10%	13%	-7%	6%	-8%	0%	5%	4%
ASP (USD)	326	285	306	277	346	302	324	294	293	300	317
Change (QoQ %)	25%	-13%	7%	-9%	25%	-13%	7%	-9%	2%	2%	6%

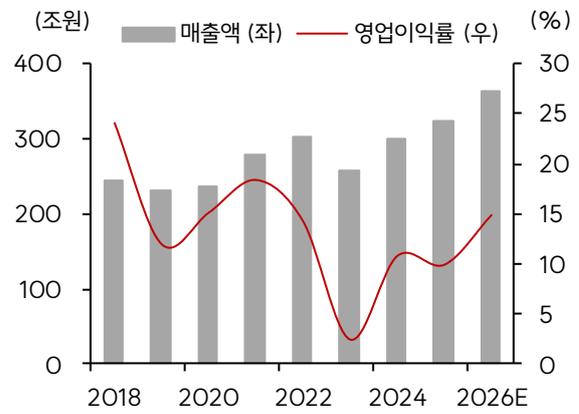
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



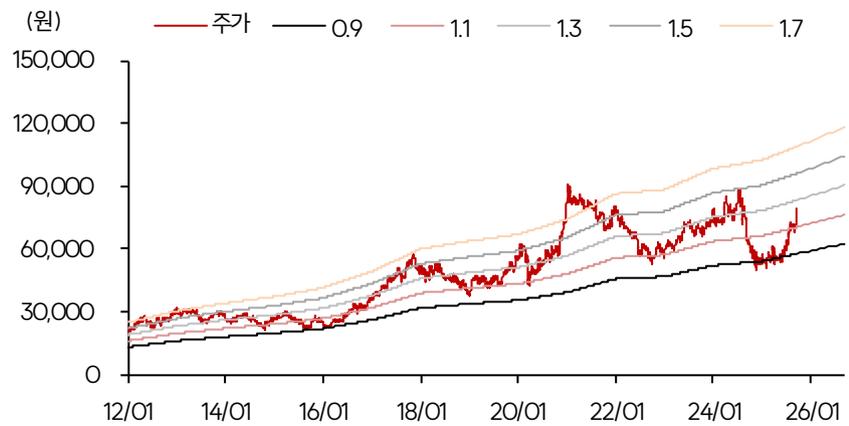
자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 목표주가 산정

	2026E	비고
BPS	65,644	
Target P/B	1.6	AI 사이클 고점 P/B 적용 (12m Fwd. P/B 상단 영역)
Target Price	110,000	
Current Price	79,400	
Upside	39%	

자료: SK 증권 추정

삼성전자 12M Fwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	195,937	227,062	219,700	266,836	294,055
현금및현금성자산	69,081	53,706	26,138	45,855	65,100
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	59,321	67,725	65,429
재고자산	51,626	51,755	59,260	67,656	65,362
비유동자산	259,969	287,470	323,887	330,108	335,727
장기금융자산	13,818	14,846	15,720	16,209	16,328
유형자산	187,256	205,945	231,929	236,987	244,124
무형자산	22,742	23,739	25,570	24,249	22,130
자산총계	455,906	514,532	543,587	596,944	629,782
유동부채	75,719	93,326	107,137	121,233	119,623
단기금융부채	8,423	15,380	17,202	19,639	20,228
매입채무 및 기타채무	26,644	30,918	68,777	78,521	75,858
단기충당부채	6,525	8,216	9,190	10,492	10,807
비유동부채	16,509	19,014	21,800	23,018	17,886
장기금융부채	4,262	3,950	5,917	5,622	5,322
장기매입채무 및 기타채무	5,488	5,510	5,198	5,198	5,198
장기충당부채	2,878	3,120	3,490	3,984	4,104
부채총계	92,228	112,340	128,937	144,251	137,508
지배주주지분	353,234	391,688	403,071	439,414	477,238
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	99	-1,725	-2,532	-2,532	-2,532
자기주식	0	-1,812	-2,742	-2,742	-2,742
이익잉여금	346,652	370,513	389,982	426,325	464,150
비지배주주지분	10,444	10,504	11,579	13,279	15,035
자본총계	363,678	402,192	414,650	452,693	492,273
부채외자본총계	455,906	514,532	543,587	596,944	629,782

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	44,137	72,983	74,082	89,302	93,012
당기순이익(손실)	15,487	34,451	33,277	47,708	49,245
비현금성항목등	36,520	42,947	49,425	51,050	50,620
유형자산감가상각비	35,532	39,650	42,884	42,942	40,864
무형자산상각비	3,134	2,981	3,146	2,942	2,619
기타	-2,147	316	3,395	5,166	7,137
운전자본감소(증가)	-5,459	-1,568	-5,936	-3,628	2,446
매출채권및기타채권의감소(증가)	236	-3,139	-9,030	-8,404	2,296
재고자산의감소(증가)	-3,207	2,541	-11,269	-8,396	2,294
매입채무및기타채무의증가(감소)	1,104	-1,539	12,909	9,744	-2,663
기타	-9,031	-9,298	-9,576	-15,599	-19,386
법인세납부	-6,621	-6,450	-6,892	-9,771	-10,086
투자활동현금흐름	-16,923	-85,382	-90,472	-60,787	-49,196
금융자산의감소(증가)	44,817	-31,810	-8,695	-9,335	-2,257
유형자산의감소(증가)	-57,513	-51,250	-73,561	-48,000	-48,000
무형자산의감소(증가)	-2,911	-2,319	-4,978	-1,621	-500
기타	-1,316	-2	-3,237	-1,831	1,561
재무활동현금흐름	-8,593	-7,797	-10,508	-7,523	-9,375
단기금융부채의증가(감소)	2,145	5,871	2,872	2,437	589
장기금융부채의증가(감소)	-865	-960	730	-296	-300
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-9,864	-10,889	-9,832	-9,664	-9,664
기타	-9	-1,820	-4,278	0	0
현금의 증가(감소)	19,400	-15,375	-27,567	19,716	19,245
기초현금	49,681	69,081	53,706	26,138	45,855
기말현금	69,081	53,706	26,138	45,855	65,100
FCF	-13,376	21,732	521	41,302	45,012

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

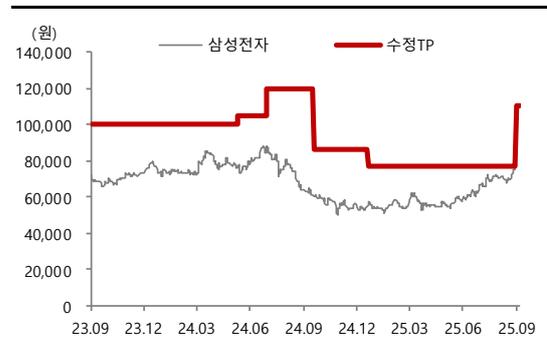
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	258,935	300,871	323,493	364,585	375,522
매출원가	180,389	186,562	202,801	218,751	221,558
매출총이익	78,547	114,309	120,692	145,834	153,964
매출총이익률(%)	30.3	38.0	37.3	40.0	41.0
판매비와 관리비	71,980	81,583	88,334	91,284	97,636
영업이익	6,567	32,726	32,357	54,550	56,328
영업이익률(%)	2.5	10.9	10.0	15.0	15.0
비영업손익	4,439	4,804	5,736	2,929	3,003
순금융손익	3,428	3,915	3,675	3,944	787
외환관련손익	-102	-363	-207	-2,750	1,391
관계기업등 투자손익	888	751	616	658	771
세전계속사업이익	11,006	37,530	38,093	57,479	59,331
세전계속사업이익률(%)	4.3	12.5	11.8	15.8	15.8
계속사업법인세	-4,481	3,078	4,816	9,771	10,086
계속사업이익	15,487	34,451	33,277	47,708	49,245
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	33,277	47,708	49,245
순이익률(%)	6.0	11.5	10.3	13.1	13.1
지배주주	14,473	33,621	32,189	46,007	47,489
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	11.2	10.0	12.6	12.6
비지배주주	1,014	830	1,088	1,701	1,756
총포괄이익	18,837	51,296	25,919	47,708	49,245
지배주주	17,846	50,048	26,354	49,325	50,915
비지배주주	992	1,248	-435	-1,618	-1,670
EBITDA	45,234	75,357	78,387	100,434	99,811

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-14.3	16.2	7.5	12.7	3.0
영업이익	-84.9	398.3	-1.1	68.6	3.3
세전계속사업이익	-76.3	241.0	1.5	50.9	3.2
EBITDA	-45.2	66.6	4.0	28.1	-0.6
EPS	-73.6	132.3	-3.4	42.9	3.2
수익성 (%)					
ROA	3.4	7.1	6.3	8.4	8.0
ROE	4.1	9.0	8.1	10.9	10.4
EBITDA마진	17.5	25.0	24.2	27.5	26.6
안정성 (%)					
유동비율	258.8	243.3	205.1	220.1	245.8
부채비율	25.4	27.9	31.1	31.9	27.9
순차입금/자기자본	-21.9	-23.2	-16.6	-21.2	-23.8
EBITDA/이자비용(배)	48.6	83.4	100.9	114.0	175.8
배당성향	67.8	29.2	30.2	21.0	20.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,131	4,950	4,779	6,830	7,050
BPS	52,002	57,930	60,249	65,644	71,260
CFPS	7,823	11,226	11,613	13,643	13,506
주당 현금배당금	1,444	1,446	1,456	1,456	1,456
Valuation지표 (배)					
PER	36.8	10.7	16.6	11.6	11.3
PBR	1.5	0.9	1.3	1.2	1.1
PCR	10.0	4.7	6.8	5.8	5.9
EV/EBITDA	10.0	3.6	5.7	4.2	4.0
배당수익률	1.8	2.7	1.9	1.9	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.09.17	매수	110,000원	6개월		
2025.01.06	매수	77,000원	6개월	-21.68%	3.12%
2024.10.04	매수	86,000원	6개월	-34.74%	-29.07%
2024.07.16	매수	120,000원	6개월	-38.39%	-27.58%
2024.05.27	매수	105,000원	6개월	-23.35%	-16.38%
2023.10.04	매수	100,000원	6개월	-25.51%	-14.70%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 17일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK 하이닉스 (000660/KS)

여전히 아름다운 너

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 480,000 원(상향)
 현재주가: 348,000 원
 상승여력: 37.9%



Analyst
한동희

donghee.han@sks.co.kr
 3773-8826



Analyst
박제민

donghee.han@sks.co.kr
 3773-8826

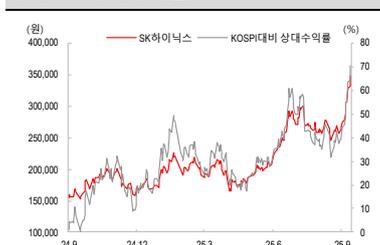
Company Data

발행주식수	72,800 만주
시가총액	253,345 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외7)	20.07%
국민연금공단	7.35%

Stock Data

주가(25/09/16)	348,000 원
KOSPI	3,449.62pt
52주 최고가	348,000 원
52주 최저가	152,800 원
60일 평균 거래대금	966 십억원

주가 및 상대수익률



목표주가 480,000 만원으로 상향 조정

SK 증권은 SK 하이닉스에 대한 목표주가를 480,000 원으로 상향 조정한다. 기준 BPS 를 2026 년으로 변경, Target P/B 2.3X (AI 사이클 내 고점 수준)를 적용했다. 아래의 이유로 2026 년 업황에 대한 가시성 확보와 더 강한 사이클을 전망한다.

수요에 대한 눈높이가 제고될 것이다. AI 서버 중심의 투자가 서비스 인프라 구축을 위한 일반 서버로 확산 될 전망이기 때문이다. AI 사이클 내 메모리의 구조적 성장이 HBM 단독에서 서버 DRAM, SSD 까지 확대된다.

SSD 업종 내 차별화를 예상한다. AI 사이클에서 누적되는 데이터의 급증과 Hot/Warm 데이터 계층의 중요성 증가, HDD 의 공급 부족 현상 장기화는 고용량 QLC 기반 SSD 의 구조적 수요 확대를 의미하기 때문이다.

수요 확장 국면 내 이익 극대화 옵션의 다양화는 초과공급 리스크를 완화한다. 각 업체들의 생산 능력이 단일 품목에 집중될 유인이 낮다. 그동안의 AI 사이클 내 범용 메모리 업황은 제한적 수요 속 생산 능력 하락에 따른 가격 반등의 미니 사이클이었다.

공급자 우위 사이클의 장기화를 전망한다. 지속된 업계의 CapEx Discipline 과 HBM 중심의 생산 능력 배분에 따른 재고의 구조적인 하락은 수요 대비 상대적으로 후행할 공급을 암시하기 때문이다. 이 과정에서 업황의 상승 탄력성이 제고될 것이다.

HBM4 경쟁력이 재차 증명될 것이다. 속도 상향 이슈에 따른 마이크론의 열위 상황에서 높은 양산성 및 신뢰성을 바탕으로 업계 내 샘플 일정이 가장 빠르다. 경쟁사 진입 가능성이 높지만, 선제적 계약을 통한 점유율 1 위 수성과 높은 가격 협상력과 원가 경쟁력에 기반한 공고한 이익 점유율과 수익성 차별화 논리의 지속을 전망한다.

이를 반영해 2026 년 영업이익 56 조원 (+43% YoY)의 고성장 지속을 전망한다. 주가 급등이 단기 부담일 수 있지만, 중장기 주가는 이익의 흐름에 순응할 것이다.

영업실적 및 투자지표

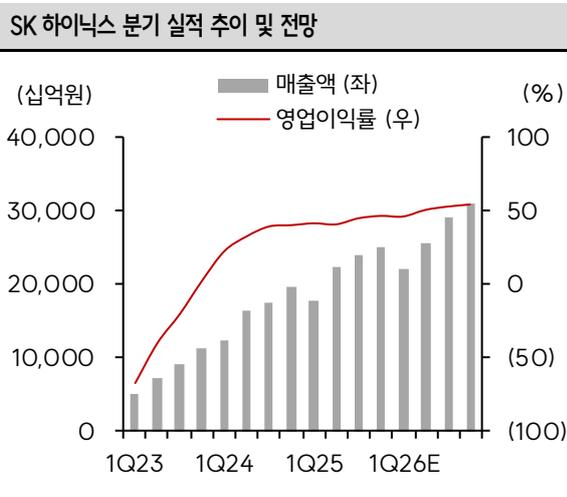
구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	44,622	32,766	66,193	88,840	107,901	115,454
영업이익	십억원	6,809	-7,730	23,467	39,385	56,151	58,304
순이익(지배주주)	십억원	2,230	-9,112	19,789	33,580	46,271	43,154
EPS	원	3,063	-12,517	27,182	46,126	63,559	59,277
PER	배	24.5	-11.3	6.4	7.5	5.5	5.9
PBR	배	0.8	1.8	1.7	2.4	1.7	1.3
EV/EBITDA	배	3.5	21.5	3.9	4.5	2.9	2.3
ROE	%	3.6	-15.6	31.1	37.5	36.2	25.2

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	23,931	25,039	22,129	25,720	29,094	30,958	66,122	88,840	107,901
QoQ %	-10%	26%	8%	5%	-12%	16%	13%	6%	102%	34%	21%
YoY %	42%	35%	36%	27%	25%	16%	22%	24%			
DRAM	14,005	17,013	18,554	19,134	17,189	20,140	22,995	24,560	44,998	68,706	84,885
NAND	3,179	4,685	4,864	5,155	4,491	5,087	5,669	5,716	19,103	17,882	20,963
영업이익	7,441	9,210	10,908	11,823	10,351	13,190	15,586	17,024	23,468	39,383	56,151
QoQ %	-8%	24%	18%	8%	-12%	27%	18%	9%	흑전	68%	43%
YoY %	158%	68%	55%	46%	39%	43%	43%	44%			
DRAM	7,510	9,438	11,001	11,815	10,365	13,032	15,132	16,508	21,044	39,764	55,037
NAND	4	(121)	(17)	121	54	233	518	618	2,864	(13)	1,422
지배순이익	8,107	6,997	8,734	9,742	8,571	10,927	12,678	14,095	19,789	33,580	46,172
QoQ %	1%	-14%	25%	12%	-12%	27%	16%	11%	흑전	70%	37%
YoY %	322%	70%	52%	22%	6%	56%	45%	45%			
영업이익률	42%	41%	46%	47%	47%	51%	54%	55%	35%	44%	52%
DRAM	54%	55%	59%	62%	60%	65%	66%	67%	47%	58%	65%
NAND	0%	-3%	0%	2%	1%	5%	9%	11%	15%	0%	7%
지배순이익률	46%	31%	36%	39%	39%	42%	44%	46%	30%	38%	43%

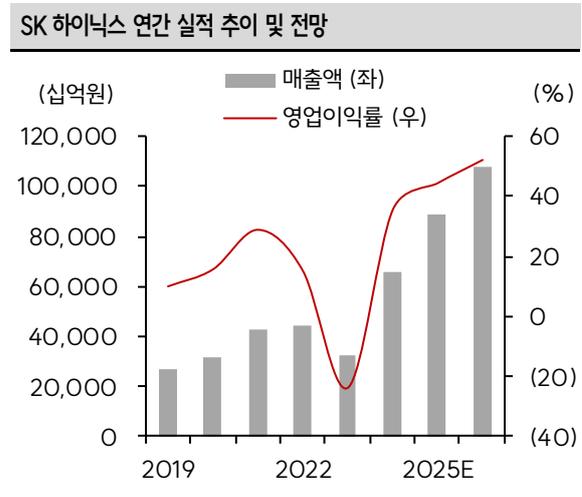
자료: 전자공시, SK 증권 추정

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,791	26,253	23,926	27,654	29,942	31,181	76,919	94,958	112,703
QoQ %	-7%	24%	8%	2%	-9%	16%	8%	4%	15%	23%	19%
ASP (\$)	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53	0.55	0.58	0.60	0.43	0.52	0.57
QoQ %	0%	2%	2%	2%	0%	2%	6%	4%	80%	20%	10%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	53,876	56,570	49,216	55,614	60,619	60,619	172,930	193,513	226,069
QoQ %	-19%	70%	3%	5%	-13%	13%	9%	0%	-1%	12%	17%
ASP (\$)	0.07	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.07	0.07
QoQ %	-20%	-9%	2%	2%	2%	1%	3%	2%	91%	-19%	6%

자료: SK 증권 추정



자료: 전자공시, SK 증권 추정

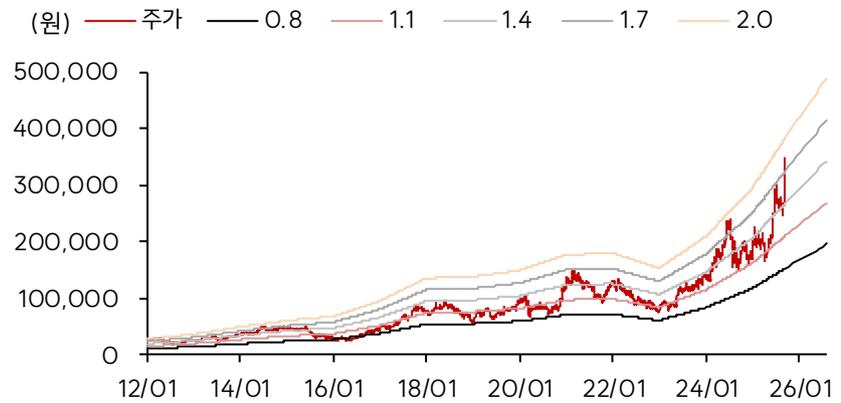


자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 목표주가 설정		
	2026E	비고
BPS	209,428	
Target P/B	2.3	AI 사이클 내 고점 P/B 수준. 더 강한 사이클 전망
Target Price	480,000	
Current Price	348,000	
Upside	38%	

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 12m Fwd. P/B Band Chart



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	50,963	89,616	122,547
현금및현금성자산	7,587	11,205	16,024	46,865	80,154
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	13,187	16,304	15,778
재고자산	13,481	13,314	12,519	15,479	14,979
비유동자산	69,862	77,576	94,953	106,983	117,368
장기금융자산	5,845	5,736	7,977	8,687	8,873
유형자산	52,705	60,157	73,398	84,792	95,313
무형자산	3,835	4,019	3,564	2,910	2,375
자산총계	100,330	119,855	145,916	196,599	239,915
유동부채	21,008	24,965	25,504	30,710	32,616
단기금융부채	11,968	7,582	8,921	11,030	11,802
매입채무 및 기타채무	5,139	9,244	12,120	14,985	16,034
단기충당부채	287	265	330	408	437
비유동부채	25,819	20,974	15,314	15,562	14,861
장기금융부채	22,013	19,617	13,824	13,824	13,474
장기매입채무 및 기타채무	3,240	529	442	442	412
장기충당부채	2	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	40,818	46,272	47,477
지배주주지분	53,504	73,903	105,085	150,321	192,439
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
기타자본구성요소	-2,269	-2,192	-2,104	-2,104	-2,104
자기주식	-2,273	-2,221	-2,143	-2,143	-2,143
이익잉여금	46,729	65,418	97,316	142,552	184,669
비지배주주지분	-1	12	13	6	-0
자본총계	53,504	73,916	105,098	150,327	192,438
부채외자본총계	100,330	119,855	145,916	196,599	239,915

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	4,278	29,796	46,613	59,926	61,476
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	33,578	46,265	43,147
비현금성항목등	15,033	17,054	19,459	27,626	31,908
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,448	15,606	16,479
무형자산상각비	553	596	807	655	534
기타	1,359	4,472	5,204	11,365	14,894
운전자본감소(증가)	794	-5,600	1,831	-2,732	2,251
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,406	-5,098	-962	-3,117	527
재고자산의감소(증가)	2,288	167	578	-2,960	500
매입채무및기타채무의증가(감소)	83	-1,103	1,756	2,865	1,049
기타	-3,795	-2,007	-16,063	-22,648	-31,511
법인세납부	-1,384	-552	-7,809	-11,416	-15,682
투자활동현금흐름	-7,335	-18,005	-38,080	-30,249	-26,709
금융자산의감소(증가)	140	-1,415	-5,755	-1,954	-276
유형자산의감소(증가)	-6,785	-15,898	-26,541	-27,000	-27,000
무형자산의감소(증가)	-454	-697	-353	0	0
기타	-235	6	-5,432	-1,294	567
재무활동현금흐름	5,697	-8,704	-5,017	1,073	-614
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-1,735	2,109	772
장기금융부채의증가(감소)	6,507	-7,977	-1,634	0	-350
자본의증가(감소)	36	115	238	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,677	-1,036	-1,036
기타	-21	-15	-210	0	-0
현금의 증가(감소)	2,610	3,618	4,819	30,841	33,290
기초현금	4,977	7,587	11,205	16,024	46,865
기말현금	7,587	11,205	16,024	46,865	80,154
FCF	-2,507	13,897	20,072	32,926	34,476

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

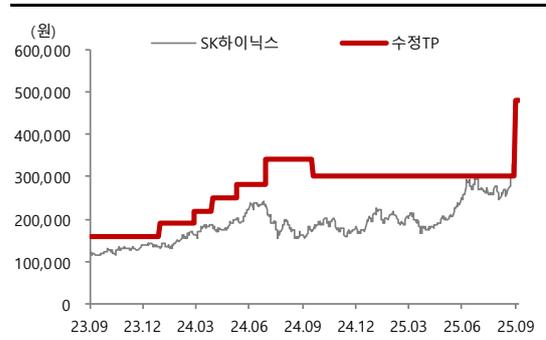
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	88,840	107,901	115,454
매출원가	33,299	34,365	39,310	41,968	43,873
매출총이익	-533	31,828	49,530	65,933	71,582
매출총이익률(%)	-1.6	48.1	55.8	61.1	62.0
판매비와 관리비	7,197	8,361	10,146	9,782	13,277
영업이익	-7,730	23,467	39,385	56,151	58,304
영업이익률(%)	-23.6	35.5	44.3	52.0	50.5
비영업손익	-3,928	418	1,669	1,530	525
순금융손익	-1,252	-1,000	-445	171	-162
외환관련손익	-319	269	-552	1,175	966
관계기업등 투자손익	15	-38	-17	11	15
세전계속사업이익	-11,658	23,885	41,053	57,681	58,829
세전계속사업이익률(%)	-35.6	36.1	46.2	53.5	51.0
계속사업법인세	-2,520	4,088	7,476	11,416	15,682
계속사업이익	-9,138	19,797	33,578	46,265	43,147
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	33,578	46,265	43,147
순이익률(%)	-27.9	29.9	37.8	42.9	37.4
지배주주	-9,112	19,789	33,580	46,271	43,154
지배주주귀속 순이익률(%)	-27.8	29.9	37.8	42.9	37.4
비지배주주	-25	8	-3	-7	-6
총포괄이익	-9,037	21,044	32,532	46,265	43,147
지배주주	-9,015	21,033	32,532	46,269	43,151
비지배주주	-22	11	-0	-4	-4
EBITDA	5,943	36,049	53,640	72,412	75,318

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	34.2	21.5	7.0
영업이익	적전	흑전	67.8	42.6	3.8
세전계속사업이익	적전	흑전	71.9	40.5	2.0
EBITDA	-71.6	506.5	48.8	35.0	4.0
EPS	적전	흑전	69.7	37.8	-6.7
수익성 (%)					
ROA	-8.9	18.0	25.3	27.0	19.8
ROE	-15.6	31.1	37.5	36.2	25.2
EBITDA마진	18.1	54.5	60.4	67.1	65.2
안정성 (%)					
유동비율	145.0	169.3	199.8	291.8	375.7
부채비율	87.5	62.2	38.8	30.8	24.7
순차입금/자기자본	46.7	17.6	-2.1	-21.7	-34.1
EBITDA/이자비용(배)	4.0	26.8	61.2	95.1	185.7
배당성향	-9.1	7.7	3.1	2.2	2.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-12,517	27,182	46,126	63,559	59,277
BPS	76,616	104,567	147,291	209,428	267,282
CFPS	6,265	44,464	65,708	85,895	82,647
주당 현금배당금	1,200	2,204	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER	-11.3	6.4	7.5	5.5	5.9
PBR	1.8	1.7	2.4	1.7	1.3
PCR	22.6	3.9	5.3	4.1	4.2
EV/EBITDA	21.5	3.9	4.5	2.9	2.3
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.5	0.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.09.17	매수	480,000원	6개월		
2024.10.04	매수	300,000원	6개월	-28.14%	16.00%
2024.07.16	매수	340,000원	6개월	-47.40%	-35.15%
2024.05.27	매수	280,000원	6개월	-20.57%	-13.93%
2024.04.15	매수	250,000원	6개월	-27.32%	-20.00%
2024.03.14	매수	220,000원	6개월	-19.73%	-14.36%
2024.01.15	매수	190,000원	6개월	-21.94%	-9.53%
2023.10.10	매수	160,000원	6개월	-18.23%	-11.00%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 17일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------