

삼성전자 / SK하이닉스

IBKS 실적 Review 4Q25

흔들리지 않는 편안함

IT/반도체 김운호

02) 6915-5656 / unokim88@ibks.com



*사진 제작된 이미지입니다.



IBK투자증권에서 반도체 담당하고 있는 김운호입니다.

메모리업체들의 실적 고공행진이 그칠 줄을 모르고 있습니다. 주가도 사상 최고 수준을 갱신하고 있는 중입니다. 실적이 좋으니 주가가 좋은 것이 당연한데 제목에 쓴 것처럼 아직은 불안함 보다는 편안함이 앞섭니다.

이 편안함은 엄청난 실적이 받쳐주고 있어서 가능한 것 같습니다. 물론 확정 숫자는 아니지만 2026년 삼성전자 영업이익은 180조원을 넘길 것으로 보이고, SK하이닉스 영업이익은 160조원을 넘길 것 같습니다.

지난 26년간 IT산업을 분석하면서 이전 보고서와 신규 보고서 간에 숫자 차이가 이리 빠르고 크게 벌어진 경험이 많지는 않은 것 같습니다. 실제 규모로 보면 사상 초유의 일인 것 같기도 합니다. 가격 움직임이 매번 상향 조정된 게 주요 이유입니다.

왜 이런 일이 생길까요. 최근 제 보고서(“AI는 메모리 먹는 하마” 25/10/23 발간, “Shortage! Shortage! Shortage!” 26/01/02 발간)에 언급한 대로 수요는 AI로 인해 전례 없이 많은 메모리를 원하고 있는 반면, 공급은 제한되어 있는 상황 때문입니다.

언제까지 이런 상황이 지속될지에 대한 의문이 들기 시작할 수 있습니다. 주가도 많이 올랐고, 영업이익률도 역대 최대 수준까지 높아진 영향입니다.

가격 상승폭 둔화, 가격 하락 등이 주가의 방향성을 바꾸는 변수로 생각할 수 있습니다. 현재 예상되는 범위 안에서는 연내 가격 하락은 없을 것으로 보고 있습니다. 수요를 공급이 못 맞추는 상황은 적어도 2027년까지 지속될 것으로 전망하기 때문입니다.

가격 상승률은 2분기부터 둔화될 것으로 보고 있습니다. 26년 1분기가 가격이 급격히 상승한 영향으로 가격 상승폭이 둔화되는 것은 당연한 상황으로 보입니다. 하지만 이것을 주가 하락이나 업황의 변화 시그널로 해석할 건 아니라고 생각합니다.

늘 반복되는 질문이지만 얼마가 적정 주가 수준일까요? 아직까지는 시장이 여전히 메모리는 사이클 산업이라는 빌미로 밸류에이션에는 인색한 것 같습니다. 시장 평균 대비로도 낮고, 경쟁사인 마이크론 보다도 낮습니다.

제가 생각하는 최소한의 밸류에이션은 영업이익 PER 10배입니다. 이를 적용하면 삼성전자는 1,800조원, SK하이닉스도 1,600조원이 가능합니다. 시장이 판단할 문제이지만 현재 메모리 산업의 국면을 고려하면 과거의 사이클 프레임에 갇힐 필요는 없어 보입니다.

25년 4분기는 SK하이닉스, 26년 1분기는 삼성전자가 앞설 전망

25년 4분기 SK하이닉스
영업이익 더 크다

25년 4분기 삼성전자 영업이익 20.1조원, SK하이닉스 영업이익 19.2조원. 삼성전자 메모리 사업부 영업이익은 17.2조원

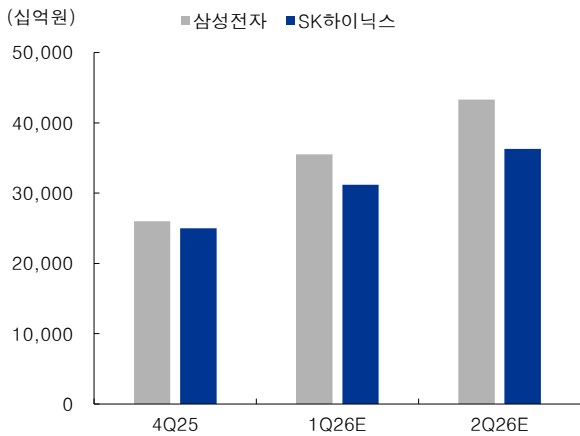
이전 전망대로 SK하이닉스 영업이익이 삼성전자 메모리 사업부 영업이익을 상회. 이는 아직 HBM 비중이 높은 SK하이닉스에게 유리한 구도에 따른 영향

26년 1분기 삼성전자가
앞설 전망

2026년 1분기 메모리 부문 삼성전자 영업이익은 33.1조원, SK하이닉스 영업이익은 31조원으로 예상. 가파른 Conventional DRAM, NAND 가격 상승으로 삼성전자 영업이익 개선 속도가 더 빠를 전망

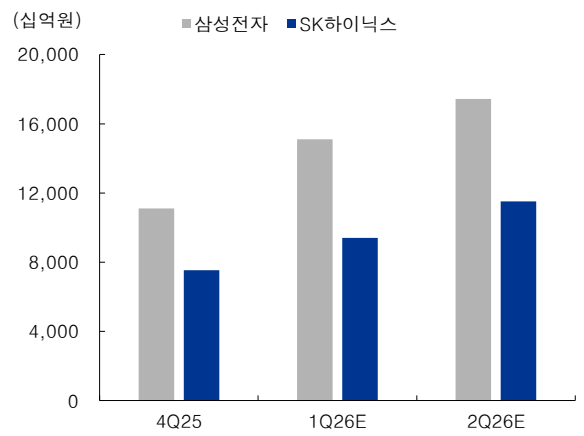
삼성전자, SK하이닉스 DRAM/NAND 매출액 비교

그림 1. DRAM 매출액 추정치 비교



자료: IBK투자증권

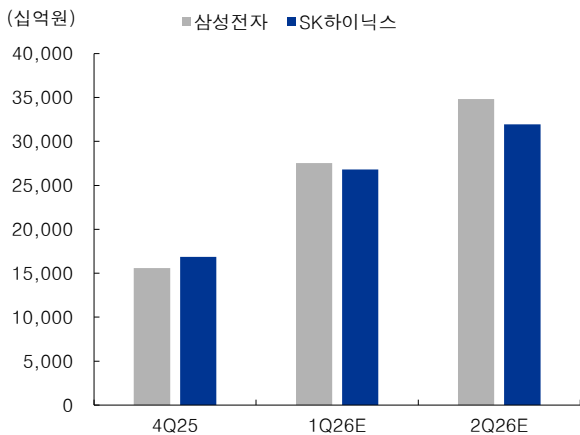
그림 2. NAND 매출액 추정치 비교



자료: IBK투자증권

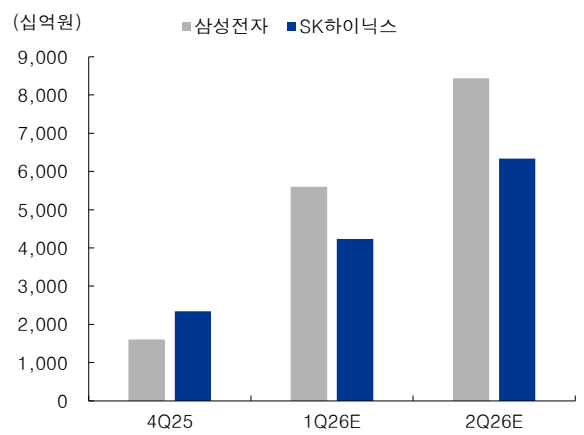
삼성전자, SK하이닉스 DRAM/NAND 영업이익 비교

그림 3. DRAM 영업이익 추정치 비교



자료: IBK투자증권

그림 4. NAND 영업이익 추정치 비교



자료: IBK투자증권

차별화된 Data(Bit Growth/ASP)

25.4Q DRAM ASP
상승률은 삼성전자가 높고

2025년 4분기 DRAM Bit Growth는 삼성전자 +2%, SK하이닉스 +1%. 2025년 4분기 DRAM ASP는 삼성전자 +40%, SK하이닉스는 +23%. 이는 HBM 비중에 따른 차이가 원인

25.4Q NAND ASP
상승률은 SK하이닉스가
우위

2025년 4분기 NAND Bit Growth는 삼성전자 -10%, SK하이닉스는 +9.8%. 지난 3분기 물량 차이가 원인. 2025년 4분기 NAND ASP는 삼성전자가 +25% 상승, SK하이닉스는 +30%이다. SK하이닉스의 SSD 비중이 상대적으로 낮았던 영향

26.1Q DRAM ASP
상승률은 삼성전자가 우위

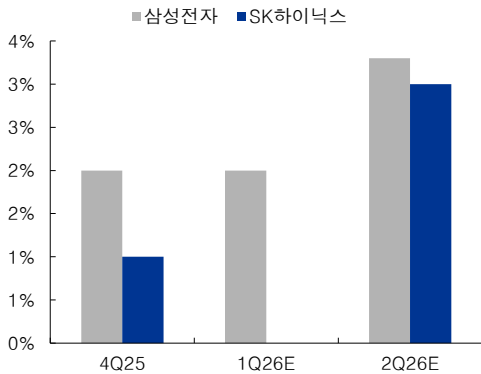
2026년 1분기 DRAM Bit Growth는 제한적. 삼성전자 +2%, SK하이닉스 0%, ASP는 삼성전자 +45%, SK하이닉스 +35%로 전망

26.1Q NAND ASP
상승률은 동일

2026년 1분기 NAND Bit Growth 삼성전자 +5%, SK하이닉스 -3%, ASP는 삼성전자 40%, SK하이닉스 40%로 추정

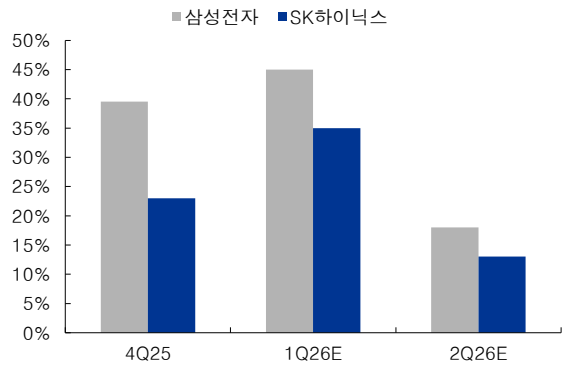
삼성전자, SK하이닉스 DRAM B/G, ASP QoQ

그림 5. DRAM B/G QoQ 증감 비교



자료: IBK투자증권

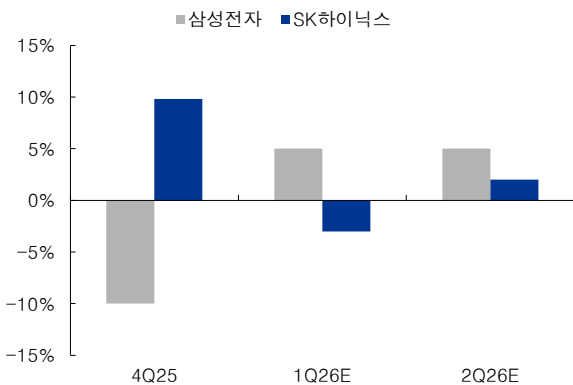
그림 6. DRAM ASP QoQ 증감 비교



자료: IBK투자증권

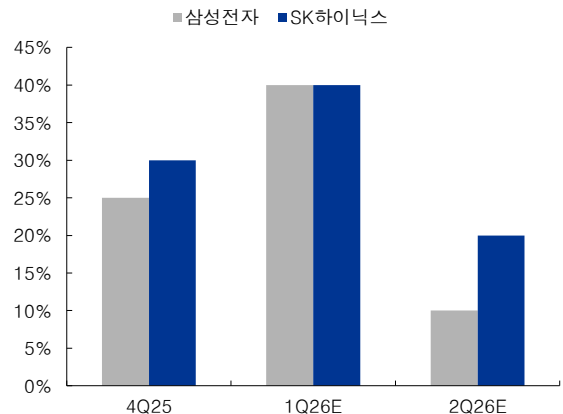
삼성전자, SK하이닉스 NAND B/G, ASP QoQ

그림 7. NAND B/G QoQ 증감 비교



자료: IBK투자증권

그림 8. NAND ASP QoQ 증감 비교



자료: IBK투자증권

매수 (유지)

목표주가 (상향) 240,000원
현재가 (1/29) 161,100원

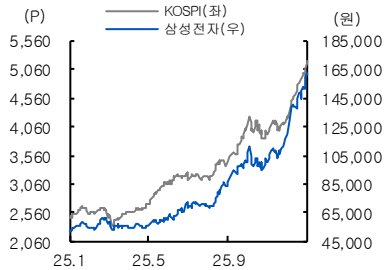
KOSPI (1/29)	5,221.25pt
시가총액	1,045,612십억원
발행주식수	6,735,613천주
액면가	100원
52주 최고가	162,400원
최저가	51,000원
60일 일평균거래대금	2,920십억원
외국인 지분율	51.9%
배당수익률 (2025F)	1.6%

주주구성	
삼성생명보험 외 15 인	19.83%
국민연금공단	7.75%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	9%	41%	45%
절대기준	34%	128%	199%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	240,000	180,000	▲
EPS(25F)	6,333	6,361	▼
EPS(26F)	24,632	20,903	▲

삼성전자 상대주가 (%)



삼성전자 (005930)

메모리가 끌고 가는 실적

25년 4분기, 압도적 메모리 실적

삼성전자의 2025년 4분기 매출액은 2025년 3분기 대비 9.1% 증가한 93.8조원이다. MX/네트워크를 제외한 전 사업부 매출액은 3분기 대비 증가하였다. DS는 가격 상승으로 증가, VD/가전은 연말 성수기 효과로 개선되었으나 MX 사업부는 물량 감소와 가격 하락의 복합적 영향으로 부진했거나, 디스플레이는 중소형, 대형 모두 물량이 개선된 영향으로 증가했다. 삼성전자의 2025년 4분기 영업이익은 2025년 3분기 대비 65.4% 증가한 20.1조원이다. DS, 디스플레이를 제외한 나머지 사업부 영업이익은 3분기 대비 감소하였다. DS는 큰 폭의 가격 상승으로 2배 이상 증가했고, 디스플레이는 소형, 대형 물량 증가로 66.7% 증가, MX는 원가 부담 및 ASP 하락으로 47.6% 감소, VD/가전은 적자폭이 확대되었다.

26년 1분기, DS가 주도

삼성전자의 2026년 1분기 매출액은 2025년 4분기 대비 9.8% 증가한 103.1조원으로 예상된다. DS와 MX 사업부 매출이 증가하고, 디스플레이, VD/가전은 감소할 것으로 예상된다. 삼성전자의 2026년 1분기 영업이익은 2025년 4분기 대비 75.7% 증가한 35.3조원으로 예상된다. DS, MX 사업부를 제외한 나머지 사업부 영업이익은 25년 4분기 대비 감소할 것으로 전망한다. DS는 큰 폭의 가격 상승으로 이익이 개선될 것으로 예상하고, MX는 신제품 효과에 따른 영향으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 240,000원으로 상향

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 메모리 영업이익 개선 속도가 가팔라 지고 있고, HBM의 영업환경이 개선될 것으로 기대하고, DS사업부의 경쟁력 강화가 점진적으로 진행될 것으로 기대하고, AI 시장 내에서 역할이 점진적으로 개선될 것으로 기대하기 때문이다. 목표주가는 180,000원에서 240,000원으로 33.3% 상향 조정한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,634	452,770	525,059
영업이익	6,567	32,726	43,651	184,513	245,865
세전이익	11,006	37,530	49,814	192,534	258,093
지배주주순이익	14,473	33,621	42,708	165,913	222,293
EPS(원)	2,131	4,950	6,333	24,632	33,003
증가율(%)	-73.6	132.3	28.0	288.9	34.0
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	40.8	46.8
순이익률(%)	6.0	11.5	13.1	37.6	43.4
ROE(%)	4.1	9.0	10.6	33.8	33.3
PER	36.8	10.7	18.9	6.5	4.9
PBR	1.5	0.9	1.9	1.9	1.4
EV/EBITDA	10.0	3.6	7.8	3.8	2.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

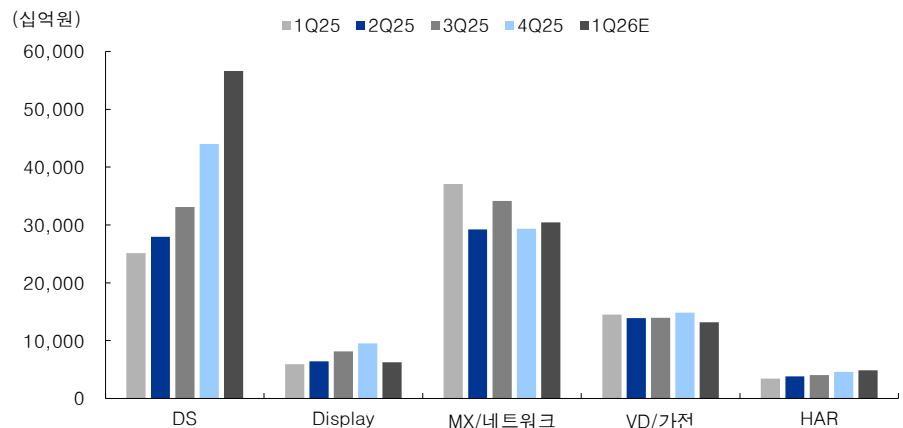
2025년 4분기 매출액은 93.8조원

MX 제외 전 사업부
증가. DS가 주도

삼성전자의 2025년 4분기 매출액은 2025년 3분기 대비 9.1% 증가한 93.8조원이다. MX/네트워크를 제외한 전 사업부 매출액은 3분기 대비 증가하였다. DS는 가격 상승으로 32.9% 증가, VD/가전은 연말 성수기 효과로 6.1% 증가, MX 사업부는 물량은 소폭 감소, ASP 하락 영향이 커서 14.1% 감소, 디스플레이는 중소형, 대형 모두 물량이 개선된 영향으로 17.4% 증가했다. 사업부별로는

- 1) DS 사업부 매출액은 2025년 3분기 대비 32.9% 증가한 44조원이다. 메모리는 25년 3분기 대비 38.9% 증가했다. 2025년 4분기 DRAM B/G(Bit Growth)는 +2.0%, ASP는 +39.5%로 추정한다. NAND B/G는 -10%, ASP는 +25.0%로 추정한다. DRAM ASP 상승은 Conventional 제품 가격 상승과 제품믹스 개선에 따른 영향이다. NAND는 eSSD 수요 확대로 가격이 큰 폭으로 상승하였다. 비메모리는 7.9% 증가했다. 파운드리 물량 증가 영향이다.
- 2) 디스플레이 사업부 매출액은 2025년 3분기 대비 17.4% 증가한 9.5조원이다. 해외 물량 성수기 영향과 국내 고객 물량의 조기 생산 영향, IT/Wearable 물량 증가로 3분기 대비 증가하였다. 대형 물량도 3분기 대비 증가했다.
- 3) MX/네트워크 사업부 매출액은 2025년 3분기 대비 15.6% 감소한 29.3조원이다. MX는 15.6% 감소하였다. 물량이 감소하고, ASP도 하락한 영향이다. 네트워크 사업부 매출액은 전분기 대비 70% 증가했다.
- 4) VD/가전 사업부 매출액은 2025년 3분기 대비 6.1% 증가한 14.8조원이다. VD 매출액은 25년 3분기 대비 20.5% 증가했고, 가전은 2025년 3분기 대비 9.8% 감소했다.

그림 9. 삼성전자 사업부별 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권

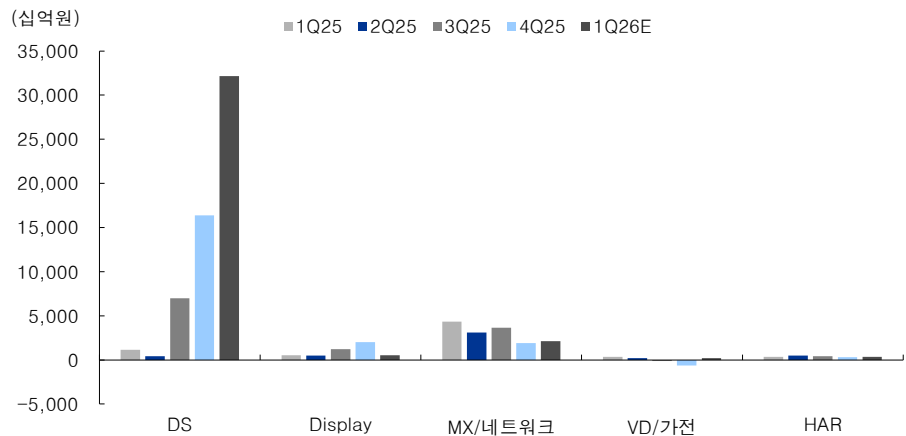
2025년 4분기 영업이익은 20.1조원

DS가 주도

삼성전자의 2025년 4분기 영업이익은 2025년 3분기 대비 65.4% 증가한 20.1조원이다. DS, 디스플레이를 제외한 나머지 사업부 영업이익은 3분기 대비 감소하였다. DS는 큰 폭의 가격 상승으로 2배 이상 증가했고, 디스플레이는 소형, 대형 물량 증가로 66.7% 증가, MX는 원가 부담 및 ASP 하락으로 47.6% 감소, VD/가전은 적자폭이 확대되었다. 사업부별로는

- 1) DS 사업부는 2025년 3분기 대비 134.4% 증가한 16.4조원이다. 메모리는 17.2조원, 비메모리는 0.8조원 수준의 영업적자이다. DRAM, NAND 모두 ASP 상승 영향을 크게 받을 것으로 분석된다. 비메모리는 물량 부진 및 충당금으로 전분기 대비 부진했다.
- 2) 디스플레이 사업부 영업이익은 2025년 3분기 대비 66.7% 증가한 2.0조원이다. 소형 수익성이 크게 개선되었고, 대형도 적자 규모가 축소되었을 것으로 추정한다.
- 3) MX/네트워크 사업부 영업이익은 2025년 3분기 대비 47.6% 감소한 1.9조원이다. 매출액 감소와 이익률 하락이 동반되었다. 물량 감소에 따른 가동률 하락, 원재료 가격 상승에 따른 비용 구조 악화 등 복합적 원인이 작용한 것으로 분석된다.
- 4) VD/가전 사업부 영업이익은 2025년 3분기 대비 영업적자가 확대된 0.6조원 적자이다. 경쟁 심화, 비수기에 따른 물량 감소 영향을 받은 것으로 분석된다.

그림 10. 삼성전자 사업부별 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 삼성전자, IBK투자증권

표 1. 삼성전자 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2025				2026				4분기 증감률		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	QoQ(%)	YoY(%)	
매출액	DS	25,126	27,935	33,098	43,983	56,633	67,768	73,008	74,604	32.9	46
	Display	5,931	6,419	8,119	9,528	6,230	6,509	7,991	7,611	17.4	17.5
	MX/네트워크	37,058	29,208	34,147	29,329	30,457	25,443	28,674	25,346	-14.1	13.8
	VD/가전	14,509	13,882	13,952	14,804	13,150	13,613	13,279	13,504	6.1	2.8
	HAR	3,409	3,818	4,009	4,610	4,841	5,083	5,337	5,604	15	17.7
	합계	79,141	74,566	86,062	93,865	103,089	110,358	120,392	118,931.00	9.1	23.9
영업이익	DS	1,128	405	6,988	16,383	32,154	42,466	47,710	48,694	134.4	462.7
	Display	525	506	1,207	2,012	514	612	1,253	1,155	66.7	123.2
	MX/네트워크	4,339	3,093	3,630	1,902	2,115	1,519	1,989	1,560	-47.6	-10.5
	VD/가전	334	209	-125	-623	190	129	396	415	396.9	-372.6
	HAR	340	500	400	300	350	400	400	380	-25	-25
	합계	6,685	4,676	12,166	20,123	35,350	45,154	51,777	52,232	65.4	209.9
영업이익률	DS	4.5%	1.5%	21.1%	37.2%	56.8%	62.7%	65.3%	65.3%		
	Display	8.8%	7.9%	14.9%	21.1%	8.2%	9.4%	15.7%	15.2%		
	MX/네트워크	11.7%	10.6%	10.6%	6.5%	6.9%	6.0%	6.9%	6.2%		
	VD/가전	2.3%	1.5%	-0.9%	-4.2%	1.4%	0.9%	3.0%	3.1%		
	HAR	10.0%	13.1%	10.0%	6.5%	7.2%	7.9%	7.5%	6.8%		
	합계	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	34.3%	40.9%	43.0%	43.9%		

자료: 삼성전자, IBK투자증권
 주: 매출액, 영업이익 합계는 내부거래 제외된 숫자임

표 2. 삼성전자 실적 변경 내용

(단위: 십억원)	2025년 4분기 실적			2025년 연간 실적		
	실적치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DS	43,983	44,286	-0.7%	130,142	130,445	-0.2%
Display	9,528	8,658	10.0%	29,997	29,127	3.0%
MX/네트워크	29,329	29,428	-0.3%	129,742	129,841	-0.1%
VD/가전	14,804	13,493	9.7%	57,147	55,836	2.3%
HAR	4,610	4,209	9.5%	15,846	15,445	2.6%
매출액	93,865	92,956	1.0%	333,634	332,725	0.3%
DS	16,383	17,029	-3.8%	24,905	25,551	-2.5%
Display	2,012	2,075	-3.0%	4,250	4,313	-1.5%
MX/네트워크	1,902	1,635	16.3%	12,963	12,697	2.1%
VD/가전	-623	-818	-23.8%	-205	-400	-48.8%
HAR	300	400	-25.0%	1,540	1,640	-6.1%
영업이익	20,123	20,348	-1.1%	43,651	43,876	-0.5%

자료: IBK투자증권
 주: 내부거래 제외자료

표 3. 삼성전자 실적 추정 주요 가정

(단위: 원)	2025				2026				2025	2026E	2027E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE				
원/달러	평균	1,453	1,401	1,387	1,460	1,435	1,420	1,460	1,470	1,425	1,446	1,450
	기말	1,474	1,355	1,405	1,470	1,425	1,410	1,450	1,480	1,470	1,480	1,450
DRAM	B/G	2.0%	11.0%	15.0%	2.0%	2.0%	3.3%	5.5%	3.1%	9.5%	20.3%	27.3%
	ASP	-19.5%	1.0%	16.0%	39.5%	45.0%	18.0%	8.0%	1.0%	22.4%	130.2%	8.4%
NAND	B/G	-10%	27%	10%	-10%	5%	5%	10%	0%	3.1%	16.9%	13.9%
	ASP	-15%	-5%	6%	25%	40%	10%	0%	-5%	-8%	78%	-3%
스마트폰	출하	61.0	58.0	61.0	60.0	62.0	57.0	61.0	55.0	240.0	235.0	229.0
	QoQ/YoY	17%	-5%	5%	-2%	3%	-8%	7%	-10%	7.3%	-2.1%	0%
OLED	출하	85.5	93.3	118.5	130.0	100.0	100.0	125.0	122.0	427.3	447.0	460.0
	QoQ/YoY	-27%	9%	27%	10%	-23%	0%	25%	-2%	19%	0%	0%
TV	출하	9.4	8.3	8.5	12.8	9.0	9.0	9.0	10.5	38.9	37.5	37.5
	QoQ/YoY	-11%	-11%	3%	51%	-30%	0%	0%	17%	6%	-4%	0%

자료: IBK투자증권

표 4. 삼성전자 주요 가정 변화

(단위: 원)	2025년 4분기			2025년 연간			
	실적치	기존 추정치	차이	신규 추정치	기존 추정치	변화폭	
원/달러	평균	1460	1460	-	1425	1425	-
	기말	1470	1470	-	1470	1470	-
DRAM	B/G	2.0%	2.0%	-	9.5%	9.5%	-
	ASP	39.5%	38.0%	1.5%p	22.4%	22.0%	0.4%p
NAND	B/G	-10%	-10%	-	3.1%	3.1%	-
	ASP	25%	22%	3.0%p	-8%	-8%	-
스마트폰	출하	60.0	53.0	13.2%	240.0	233.0	3.0%
	QoQ/YoY	-2%	-13%	11.0%p	7.3%	4.1%	3.2%p
OLED	출하	130.0	125.0	4.0%	427.3	422.3	1.2%
	QoQ/YoY	10%	5%	5.0%p	19%	14%	5.0%p
TV	출하	12.8	11.0	16.0%	38.9	37.1	4.9%
	QoQ/YoY	51%	29%	22.0%p	6%	1%	5.0%p

자료: IBK투자증권

2026년 1분기 매출액은 103.1조원으로 예상

DS, MX 증가
디스플레이, VD 감소

삼성전자의 2026년 1분기 매출액은 2025년 4분기 대비 9.8% 증가한 103.1조원으로 예상된다. DS와 MX 사업부 매출이 증가하고, 디스플레이, VD/가전은 감소할 것으로 예상된다. DS는 가격 상승이 실적 개선을 주도할 것으로 예상하고, MX 사업부는 물량 증가, ASP 상승이 동반되고, 디스플레이는 중소형 물량이 계절성으로 감소하는데 영향을 받을 전망이다. VD/가전도 TV 부진과 가전 성수기가 혼재된 영향을 받을 것으로 예상된다. 사업부별로는

- 1) DS 사업부 매출액은 2025년 4분기 대비 28.8% 증가한 56.6조원으로 예상된다. 메모리는 25년 4분기 대비 36.5% 증가할 전망이다. 2026년 1분기 DRAM B/G(Bit Growth)는 +2.0%, ASP는 +45.0%로 예상된다. NAND B/G는 +5%, ASP는 +40.0%로 예상된다. AI 수요 확대로 High End 비중이 높아질 전망이다.
- 2) 디스플레이 사업부 매출액은 2025년 4기 대비 34.6% 감소한 6.2조원으로 예상된다. 소형은 해외 물량 비수기 영향과 국내 고객 신제품 물량 영향이 혼재될 것으로 예상하나 해외 물량 영향이 더 클 전망이다. 대형도 물량이 감소할 것으로 예상된다.
- 3) MX/네트워크 사업부 매출액은 2025년 4분기 대비 3.8% 증가한 30.5조원으로 예상된다. MX는 4.5% 증가할 전망이다. 물량은 소폭 증가하고, ASP 상승폭도 크지 않을 것으로 전망한다. 네트워크 사업부 매출액은 전분기 대비 감소할 것으로 예상된다.
- 4) VD/가전 사업부 매출액은 2025년 4분기 대비 11.2% 감소한 13.1조원으로 예상된다. VD 매출액은 25년 4분기 대비 28.3% 감소할 것으로 전망하고, 가전은 2025년 4분기 대비 14.1% 증가할 것으로 예상된다.

2026년 1분기 영업이익은 35.3조원으로 예상

DS가 주도

삼성전자의 2026년 1분기 영업이익은 2025년 4분기 대비 75.7% 증가한 35.3조원으로 예상된다. DS, MX 사업부를 제외한 나머지 사업부 영업이익은 25년 4분기 대비 감소할 것으로 전망한다. DS는 큰 폭의 가격 상승으로 이익이 개선될 것으로 예상하고, MX는 신제품 효과에 따른 영향으로 판단한다. 사업부별로는

- 1) DS 사업부는 2025년 4분기 대비 2배 가까이 증가한 32.1조원으로 예상된다. 메모리는 33.1조원, 비메모리는 1조원 수준의 영업적자를 예상한다. DRAM, NAND 모두 ASP 상승 영향을 크게 받을 것으로 예상된다. DRAM, NAND 모두 영업이익률이 큰 폭으로 상승할 전망이다.
- 2) 디스플레이 사업부 영업이익은 2025년 4분기 대비 74.5% 감소한 0.5조원으로 예상된다. 물량 감소 및 가동률 하락으로 수익성이 부진할 전망이다.
- 3) MX/네트워크 사업부 영업이익은 2025년 4분기 대비 11.2% 증가한 2.1조원으로 예상된다. 원재료 가격 상승에 따른 비용 구조 악화로 수익성이 부진할 것으로 예상된다.
- 4) VD/가전 사업부 영업이익은 2025년 4분기 대비 영업흑자 전환할 것으로 예상된다.

Check Point

반도체: 가격 주도 성장 지속

가격 상승에 따른
수익성 제고 구간
지속될 것

2025년 4분기 실적 특징은 가격 상승에 따른 매출액 증가, 영업이익 증가가 동반되었다. DRAM 영업이익률이 60%, NAND 영업이익률은 10% 중반 수준으로 추정한다. 물량의 움직임은 제한적이었다.

HBM 물량은 전 분기 대비 50% 증가한 24억 Gb 수준으로 추정한다. 2025년 물량은 49억 Gb 수준일 것으로 예상하고 연간 HBM 시장 규모는 200억 Gb를 소폭 상회하는 수준일 것으로 추정한다.

2026년 1분기도 가격 상승이 실적 개선을 주도할 것으로 전망한다. DRAM, NAND 가격 상승폭이 지난 분기 수준을 상회할 것으로 예상된다. 이로 인해 영업이익률도 큰 폭으로 상승할 전망이다.

디스플레이: 예년보다 좋았던 25년 4분기

모바일 성수기 이후
비수기로 전환

25년 4분기 중소형 OLED는 해외 고객 물량 신제품, 국내 고객의 신제품 물량으로 3분기 대비 개선되었다. 대형도 3분기 대비 물량이 증가하였다. IT/Wearable 물량도 선전한 것으로 분석된다.

26년 1분기는 계절적으로 물량이 감소하는 시기이다. 해외 고객 물량 감소 구간이기 때문이다. 국내 고객 신제품 효과, IT/Wearable 비수기가 복합적으로 작용할 전망이다.

MX: 비용구조 악화

원재료 가격 부담 구간
지속될 것

2025년 4분기 MX는 영업이익이 예년에 비해서 부진한 실적이다. 시장 둔화로 물량 증가를 크게 기대하기 어려운 국면이지만 원재료 가격 상승이 수익성에 발목을 잡고 있다.

2026년 1분기는 물량 증가, ASP 상승으로 매출액과 영업이익 모두 25년 4분기 대비 개선될 전망이다. 다만 원재료 가격 상승으로 예년에 비해서 수익성은 크게 낮아질 것으로 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 240,000원으로 상향

주가가 실적을 못따라
가는 중

삼성전자에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는

- 1) 메모리 영업이익 개선 속도가 가팔라지고 있고
- 2) HBM의 영업환경이 개선될 것으로 기대하고
- 3) DS사업부의 경쟁력 강화가 점진적으로 진행될 것으로 기대하고
- 4) AI 시장 내에서 역할이 점진적으로 개선될 것으로 기대하기 때문이다.

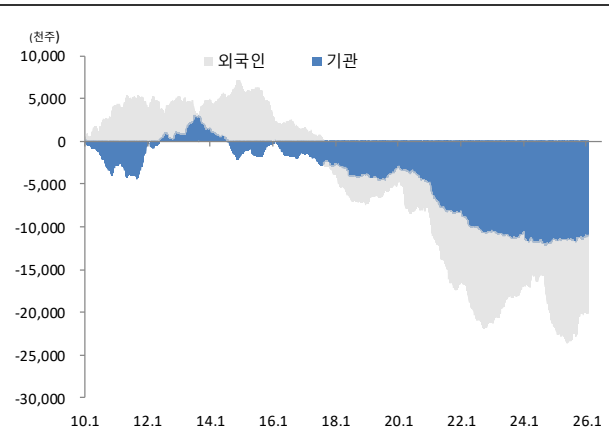
목표주가는 180,000원에서 240,000원으로 33.3% 상향 조정한다. 실적 개선이 빠르게 진행되고 있어서 상향 조정된 ROE, BPS를 반영한 수준이다. 메모리 가격 상승세가 지속되고, HBM 입지가 강화되고 있어서 추가적인 상승 여력은 충분한 것으로 판단한다.

표 5. 삼성전자 이론적 적정 주가는 248,302원

투자 지표	내용	비고
Rf(%)	3.1	
Rm(%)	10	Rf를 고려해 하향 조정
베타	1.2	52주(주간)
g(%)	0	
Ke(%)	11.4	$Ke=Rf+(Rm-Rf)*\text{베타}$
ROE(%)	33.7	2025년 ROE
적정 PBR	3	$PBR=(ROE-g)/(Ke-g)$
예상 BPS	83,848	2025년
적정 주가	248,302	

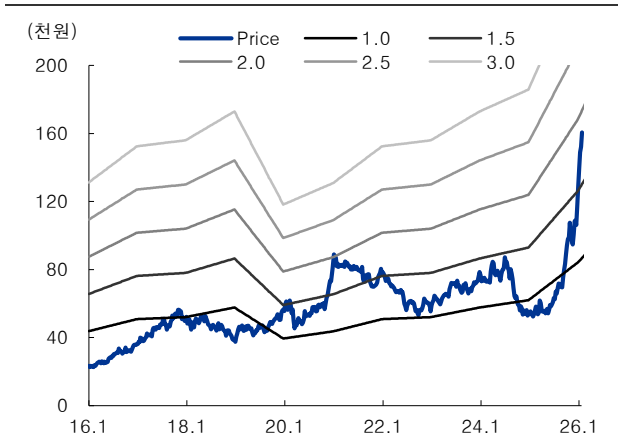
자료: IBK투자증권

그림 11. 투자주체별 매매동향



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 12. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

표 6. 삼성전자 사업부별 세부 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	79,141	74,566	86,062	93,865	103,089	110,358	120,392	118,931	333,634	452,770	525,059
반도체	25,126	27,935	33,098	43,983	56,633	67,768	73,008	74,604	130,142	272,014	333,280
메모리	19,126	21,249	26,714	37,092	50,634	60,754	65,998	67,038	104,181	244,424	301,208
DRAM	12,152	13,136	17,348	25,984	35,535	43,315	47,526	49,489	68,621	175,865	229,302
NAND	6,974	8,113	9,365	11,108	15,099	17,439	18,472	17,549	35,560	68,558	71,906
비메모리	6,000	6,686	6,385	6,891	6,000	7,014	7,010	7,567	25,961	27,590	32,072
Display	5,931	6,419	8,119	9,528	6,230	6,509	7,991	7,611	29,997	28,341	36,872
대형	300	500	600	800	500	700	800	900	2,200	2,900	13,400
중소형	5,631	5,919	7,519	8,728	5,730	5,809	7,191	6,711	27,797	25,441	23,472
IM	37,058	29,208	34,147	29,329	30,457	25,443	28,674	25,346	129,742	109,920	104,542
무선	36,225	28,499	33,545	28,305	29,587	24,660	27,774	24,355	126,574	106,376	101,112
NW/기타	833	708	602	1,024	870	783	901	991	3,168	3,544	3,430
CE	14,509	13,882	13,952	14,804	13,150	13,613	13,279	13,504	57,147	53,546	54,443
VD	7,824	7,067	7,327	8,827	6,331	6,457	6,522	7,228	31,045	26,538	26,492
가전/기타	6,686	6,815	6,625	5,977	6,819	7,155	6,757	6,276	26,102	27,008	27,951
HAR	3,409	3,818	4,009	4,610	4,841	5,083	5,337	5,604	15,846	20,864	25,361
기타	-6,892	-6,695	-7,264	-8,390	-8,222	-8,058	-7,897	-7,739	-29,240	-31,915	-29,437
영업이익	6,685	4,676	12,166	20,123	35,350	45,154	51,777	52,232	43,651	184,513	245,865
반도체	1,128	405	6,988	16,383	32,154	42,466	47,710	48,694	24,905	171,024	231,721
메모리	3,576	3,029	7,714	17,192	33,134	43,254	48,498	49,538	31,511	174,424	232,408
DRAM	3,902	3,336	7,048	15,584	27,535	34,815	39,026	40,989	29,871	142,365	195,302
NAND	-326	-307	665	1,608	5,599	8,439	9,472	8,549	1,640	32,058	37,106
SLSI	-2,448	-2,624	-725	-810	-980	-788	-788	-843	-6,606	-3,400	-687
Display	525	506	1,207	2,012	514	612	1,253	1,155	4,250	3,534	3,336
대형	-100	-120	-50	-50	0	0	10	50	-320	60	60
중소형	625	626	1,257	2,062	514	612	1,243	1,105	4,570	3,474	3,276
IM	4,339	3,093	3,630	1,902	2,115	1,519	1,989	1,560	12,963	7,183	8,039
무선	4,422	3,163	3,690	1,953	2,071	1,480	1,944	1,461	13,229	6,956	7,820
NW/기타	-83	-71	-60	-51	44	39	45	99	-266	227	219
가전	334	209	-125	-623	190	129	396	415	-205	1,130	1,137
VD	368	141	73	-265	190	129	261	289	318	869	868
가전/기타	-33	68	-199	-359	0	0	135	126	-523	261	270
HAR	340	500	400	300	350	400	400	380	1540	1530	1520
기타	19	-37	66	150	28	28	28	28	198	112	112
영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	34.3%	40.9%	43.0%	43.9%	13.1%	40.8%	46.8%
반도체	4.5%	1.5%	21.1%	37.2%	56.8%	62.7%	65.3%	65.3%	19.1%	62.9%	69.5%
메모리	18.7%	14.3%	28.9%	46.4%	65.4%	71.2%	73.5%	73.9%	30.2%	71.4%	77.2%
DRAM	32.1%	25.4%	40.6%	60.0%	77.5%	80.4%	82.1%	82.8%	43.5%	81.0%	85.2%
NAND	-4.7%	-3.8%	7.1%	14.5%	37.1%	48.4%	51.3%	48.7%	4.6%	46.8%	51.6%
SLSI	-40.8%	-39.2%	-11.4%	-11.7%	-16.3%	-11.2%	-11.2%	-11.1%	-25.4%	-12.3%	-2.1%
Display	8.8%	7.9%	14.9%	21.1%	8.2%	9.4%	15.7%	15.2%	14.2%	12.5%	9.0%
대형	-33.3%	-24.0%	-8.3%	-6.3%	0.0%	0.0%	1.3%	5.6%	-14.5%	2.1%	0.4%
중소형	11.1%	10.6%	16.7%	23.6%	9.0%	10.5%	17.3%	16.5%	16.4%	13.7%	14.0%
IM	11.7%	10.6%	10.6%	6.5%	6.9%	6.0%	6.9%	6.2%	10.0%	6.5%	7.7%
무선	12.2%	11.1%	11.0%	6.9%	7.0%	6.0%	7.0%	6.0%	10.5%	6.5%	7.7%
NW/기타	-10.0%	-10.0%	-10.0%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	10.0%	-8.4%	6.4%	6.4%
가전	2.3%	1.5%	-0.9%	-4.2%	1.4%	0.9%	3.0%	3.1%	-0.4%	2.1%	2.1%
VD	4.7%	2.0%	1.0%	-3.0%	3.0%	2.0%	4.0%	4.0%	1.0%	3.3%	3.3%
가전/기타	-0.5%	1.0%	-3.0%	-6.0%	0.0%	0.0%	2.0%	2.0%	-2.0%	1.0%	1.0%
HAR	10.0%	13.1%	10.0%	6.5%	7.2%	7.9%	7.5%	6.8%	9.7%	7.3%	6.0%

자료: IBK투자증권

삼성전자 (005930)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,634	452,770	525,059
증가율(%)	-14.3	16.2	10.9	35.7	16.0
매출원가	180,389	186,562	204,275	240,127	269,992
매출총이익	78,547	114,309	129,359	212,644	255,067
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	38.8	47.0	48.6
판매비	71,980	81,583	85,708	28,131	9,202
판매비율(%)	27.8	27.1	25.7	6.2	1.8
영업이익	6,567	32,726	43,651	184,513	245,865
증가율(%)	-84.9	398.3	33.4	322.7	33.3
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	40.8	46.8
순금융손익	3,455	3,718	4,883	7,022	11,327
이자손익	3,428	3,915	4,127	6,187	11,192
기타	27	-197	756	835	135
기타영업외손익	97	335	432	130	530
종속/관계기업손익	888	751	848	870	370
세전이익	11,006	37,530	49,814	192,534	258,093
법인세	-4,481	3,078	6,092	22,395	30,196
법인세율	-40.7	8.2	12.2	11.6	11.7
계속사업이익	15,487	34,451	43,722	170,139	227,897
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	43,722	170,139	227,897
증가율(%)	-72.2	122.5	26.9	289.1	33.9
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	13.1	37.6	43.4
지배주주당기순이익	14,473	33,621	42,708	165,913	222,293
기타포괄이익	3,350	16,845	588	0	0
총포괄이익	18,837	51,296	44,310	170,139	227,897
EBITDA	45,234	75,357	87,889	225,360	289,853
증가율(%)	-45.2	66.6	16.6	156.4	28.6
EBITDA마진율(%)	17.5	25.0	26.3	49.8	55.2

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	2,131	4,950	6,333	24,632	33,003
BPS	52,002	57,663	61,952	83,898	114,481
DPS	1,444	1,446	1,668	1,400	1,400
밸류에이션(배)					
PER	36.8	10.7	18.9	6.5	4.9
PBR	1.5	0.9	1.9	1.9	1.4
EV/EBITDA	10.0	3.6	7.8	3.8	2.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-14.3	16.2	10.9	35.7	16.0
EPS증가율	-73.6	132.3	28.0	288.9	34.0
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	2.7	1.6	1.3	1.3
ROE	4.1	9.0	10.6	33.8	33.3
ROA	3.4	7.1	8.2	26.2	26.5
ROIC	6.7	13.5	16.3	57.5	64.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	25.4	27.9	29.8	27.2	23.8
순차입금 비율(%)	-21.7	-23.2	-26.0	-37.1	-47.0
이자보상배율(배)	7.1	36.2	79.1	371.0	506.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.2	7.5	6.8	7.4	6.3
재고자산회전율	5.0	5.8	6.3	6.8	5.7
총자산회전율	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	256,766	404,172	621,973
현금및현금성자산	69,081	53,706	72,942	184,834	344,616
유가증권	22,691	58,909	55,595	47,093	43,437
매출채권	36,647	43,623	54,023	67,961	100,045
재고자산	51,626	51,755	53,637	79,287	103,495
비유동자산	259,969	287,470	300,401	335,275	359,872
유형자산	187,256	205,945	207,707	231,995	244,140
무형자산	22,742	23,739	26,480	26,443	26,411
투자자산	20,680	24,349	29,694	30,564	30,934
자산총계	455,906	514,532	557,166	739,447	981,845
유동부채	75,719	93,326	102,691	120,437	130,223
매입채무및기타채무	11,320	12,370	16,324	20,684	27,285
단기차입금	7,115	13,173	9,945	9,173	8,461
유동성장기부채	1,309	2,207	1,170	1,180	1,180
비유동부채	16,509	19,014	25,270	37,760	58,775
사채	538	15	64	54	64
장기차입금	0	7	2,002	2,102	2,202
부채총계	92,228	112,340	127,961	158,197	188,997
지배주주지분	353,234	391,688	417,287	565,107	771,100
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
자본조정등	99	-1,725	-6,292	-6,292	-6,292
기타포괄이익누계액	1,181	17,598	17,712	17,712	17,712
이익잉여금	346,652	370,513	400,565	548,385	754,378
비지배주주지분	10,444	10,504	11,918	16,144	21,748
자본총계	363,678	402,192	429,205	581,251	792,848
비이자부채	79,542	93,010	111,140	142,048	173,450
총차입금	12,686	19,330	16,821	16,149	15,547
순차입금	-79,086	-93,285	-111,716	-215,778	-372,507

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	79,533	174,989	222,482
당기순이익	15,487	34,451	43,722	170,139	227,897
비현금성 비용 및 수익	36,520	42,947	46,228	32,826	31,760
유형자산감가상각비	35,532	39,650	40,903	37,711	40,856
무형자산상각비	3,134	2,981	3,335	3,136	3,132
운전자본변동	-5,459	-1,568	-10,017	-34,163	-48,367
매출채권등의 감소	-90	-2,496	-9,769	-13,937	-32,085
재고자산의 감소	-3,207	2,541	-4,811	-25,650	-24,208
매입채무등의 증가	318	-2,574	3,514	4,359	6,601
기타 영업현금흐름	-2411	-2847	-400	6187	11192
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-53,950	-70,779	-69,941
유형자산의 증가(CAPEX)	-57,611	-51,406	-47,473	-62,000	-53,000
유형자산의 감소	98	156	170	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2,911	-2,319	-4,307	-3,100	-3,100
투자자산의 감소(증가)	-788	134	-4,396	0	0
기타	44,289	-31,947	2,056	-5,679	-13,841
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-5,982	7,682	7,241
차입금의 증가(감소)	355	405	1	100	100
자본의 증가	0	0	0	-1	7
기타	-8,948	-8,202	-5,983	7,583	7,134
기타 및 조정	779	4821	-364	0	0
현금의 증가	19,400	-15,375	19,237	111,892	159,782
기초현금	49,681	69,081	53,706	72,942	184,834
기말현금	69,081	53,706	72,942	184,834	344,616

매수 (유지)

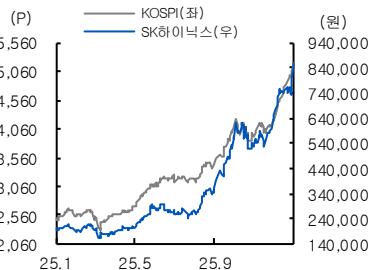
목표주가 (상향)	1,100,000원
현재가 (1/29)	855,000원
KOSPI (1/29)	5,221.25pt
시가총액	626,810십억원
발행주식수	712,702천주
액면가	5,000원
52주 최고가	861,000원
최저가	164,800원
60일 일평균거래대금	2,643십억원
외국인 지분율	53.6%
배당수익률 (2025F)	0.5%

주주구성	
에스케이스퀘어 외 7인	20.07%
국민연금공단	7.35%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	9%	103%	89%
절대기준	35%	228%	290%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,100,000	860,000	▲
EPS(25F)	58,966	60,561	▼
EPS(26F)	181,697	133,524	▲

SK하이닉스 상대주가 (%)



SK하이닉스 (000660)

가파르지만 편하다.

25년 4분기 예상치 상회

SK하이닉스의 2025년 4분기 매출액은 2025년 3분기 대비 34.3% 증가한 32조 8,270억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM은 큰 차이 없는 수준이나, NAND는 큰 폭으로 증가하였다. Bit Growth(이하 B/G), ASP 모두 예상치를 상회했다. 2025년 4분기 영업이익은 3분기 대비 68.5% 증가한 19.17조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다.

26년 1분기. 가격 효과

SK하이닉스의 2026년 1분기 매출액은 25년 4분기 대비 24.7% 증가한 40.9조원으로 예상된다. 가격은 25년 4분기 대비 큰 폭으로 상승할 것으로 예상하고 물량 증가는 제한적일 것으로 전망한다. 영업이익을 제품별 이익률 개선으로 25년 4분기 대비 크게 증가한 31조원으로 예상된다. DRAM 26.8조원, NAND 4.2조원이다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 1,100,000원으로 상향

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 2026년에도 AI 중심으로 메모리 시장은 성장할 것으로 기대하고 SK하이닉스는 DRAM, NAND에서 차별화된 실적이 가능할 것으로 예상하고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다. 목표주가는 860,000원에서 1,100,000원으로 27.9% 상향 조정한다. 2026년 예상 BPS 335,687원에 PBR 3.3배를 적용한 수준이다. 아직 체감 강도는 낮지만 HBM에서 시작해서 DRAM으로 수요가 확대된 것처럼 NAND 수요의 폭발적 성장 시점이 도래할 것을 고려하면 아직 메모리 시장 성장 여력은 충분한 것으로 판단한다.

(단위:십억원,배)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	204,994	275,233
영업이익	-7,730	23,467	47,206	158,710	201,104
세전이익	-11,658	23,885	50,458	158,816	203,657
지배주주순이익	-9,112	19,789	42,928	132,276	169,642
EPS(원)	-12,517	27,182	58,966	181,697	233,024
증가율(%)	-508.7	-317.2	116.9	208.1	28.2
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	77.4	73.1
순이익률(%)	-27.9	29.9	44.2	64.5	61.7
ROE(%)	-15.6	31.1	45.5	73.6	51.8
PER	-11.3	6.4	11.0	4.7	3.7
PBR	1.9	1.7	4.1	2.6	1.5
EV/EBITDA	21.3	3.8	7.7	3.1	1.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

25년 4분기 예상치 상회

가격 움직임 컸다

SK하이닉스의 2025년 4분기 매출액은 2025년 3분기 대비 34.3% 증가한 32조 8,270 억원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM은 큰 차이 없는 수준이나, NAND 는 큰 폭으로 증가하였다. Bit Growth(이하 B/G), ASP 모두 예상치를 상회했다.

DRAM 매출액은 25년 3분기 대비 30.8% 가했다. B/G는 +1.0%, ASP는 +23.0%로 추정한다. HBM은 3분기 대비 비중이 낮아졌고, HBM 가격도 3분기 대비 소폭 하락하였다. 이로 인해 경쟁사 대비 ASP 움직임은 크지 않았던 것으로 분석된다. HBM을 포함한 Graphic DRAM 매출 비중은 3분기 44%에서 35%로 하락했다.

NAND 매출액은 25년 3분기 대비 49.3% 증가했다. B/G는 +9.8%, ASP는 30%로 추정한다. 제품별 비중은 3분기와 크게 달라지지 않았다. SSD 비중은 64%이다. AI 수요 확대에 ASP가 크게 상승했고, 물량 증가도 예상 수준을 상회했다.

영업이익 19.17조원

2025년 4기 영업이익은 3분기 대비 68.5% 증가한 19.17조원이다. 이전 전망 대비 증가한 규모이다. DRAM 영업이익은 지난 분기 대비 47.0% 증가하였다. 영업이익률이 7.5%p 개선되었다. ASP 개선에 따른 영향이다.

NAND 영업이익은 지난 3분기 대비 영업흑자 전환하였다. 영업이익률은 31.0%로 추정한다. 가격 상승분이 충분히 반영된 수준인 것으로 분석된다. 급격한 가격 상승에 따른 일회성 수익이 반영된 것으로 추정한다.

표 7. SK하이닉스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		2025				2026				2025	2026E	2027E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	DRAM	14,124	17,123	19,098	24,975	31,176	36,285	43,433	46,039	75,320	156,934	217,676
	NAND	3,176	4,670	5,053	7,546	9,411	11,519	12,671	13,051	20,445	46,652	56,120
	기타	339	438	298	306	346	447	304	312	1,381	1,409	1,437
	합계	17,639	22,232	24,449	32,827	40,932	48,251	56,408	59,403	97,147	204,994	275,233
영업이익	DRAM	7,380	9,589	11,459	16,850	26,811	31,931	36,484	38,213	45,278	133,439	175,301
	NAND	81	-210	-51	2,339	4,235	6,335	7,603	7,178	2,160	25,351	25,882
	기타	-20	-166	-26	-20	-20	-20	-20	-20	-232	-80	-80
	합계	7,441	9,213	11,383	19,170	31,026	38,246	44,067	45,371	47,206	158,710	201,104
영업이익률	DRAM	52.3%	56.0%	60.0%	67.5%	86.0%	88.0%	84.0%	83.0%	60.1%	85.0%	80.5%
	NAND	2.6%	-4.5%	-1.0%	31.0%	45.0%	55.0%	60.0%	55.0%	10.6%	54.3%	46.1%
	합계	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	75.8%	79.3%	78.1%	76.4%	48.6%	77.4%	73.1%
EBITDA		10,786	12,667	14,943	22,728	35,606	43,006	47,977	49,571	61,124	176,160	221,636
세전이익		9,299	8,723	14,790	17,646	31,098	38,091	44,137	45,483	50,458	158,809	203,496
순이익		8,108	6,996	12,598	15,240	24,879	30,552	37,593	39,281	42,942	132,305	169,553

자료: SK하이닉스, IBK투자증권

표 8. SK하이닉스 실적 추정 변경 내용

(단위: 십억원)	2025년 4분기 실적			2025년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
DRAM	24,975	24,727	1.0%	75,320	75,073	0.3%
NAND	7,546	6,480	16.5%	20,445	19,379	5.5%
매출액	32,827	31,707	3.5%	97,147	96,027	1.2%
DRAM	16,850	17,309	-2.7%	45,278	45,737	-1.0%
NAND	2,339	713	228.1%	2,160	533	305.3%
영업이익	19,170	18,002	6.50%	47,206	46,038	2.5%
DRAM	67.5%	70.0%	-2.5%p	60.10%	60.90%	-0.8%p
NAND	31.0%	11.0%	20.0%p	10.60%	2.80%	7.8%p
영업이익률	58.4%	56.8%	1.6%p	48.60%	47.90%	0.7%p

자료: IBK투자증권

표 9. SK하이닉스 실적 추정 주요 가정

(단위: 원)		2025				2026				2025	2026E	2027E
		1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE			
원/달러	평균	1,453	1,401	1,387	1,460	1,435	1,420	1,460	1,470	1,425	1,446	1,450
	기말	1,474	1,355	1,405	1,470	1,425	1,410	1,450	1,480	1,470	1,480	1,450
DRAM	B/G	-7.4%	24.0%	7.5%	1.0%	0.0%	3.0%	5.0%	0.0%	22.3%	14.8%	19.7%
	ASP	0.0%	1.4%	4.8%	23.0%	35.0%	13.0%	14.0%	6.0%	35.4%	81.6%	15.9%
NAND	B/G	-17.3%	72.0%	-6.0%	9.8%	-3.0%	2.0%	0.0%	3.0%	9.6%	15.2%	12.0%
	ASP	-20.0%	-7.0%	11.0%	30.0%	40.0%	20.0%	10.0%	0.0%	-3.6%	98.0%	7.4%

자료: IBK투자증권

표 10. SK하이닉스 주요 가정 변화

(단위: 원)		2025년 4분기			2025년 연간		
		신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	변화폭
원/달러	평균	1,460	1,460	-	1,425	1,425	-
	기말	1,470	1,470	-	1,470	1,470	-
DRAM	B/G	1.0%	0.0%	1.0%p	22.0%	22.0%	-
	ASP	23.0%	23.0%	-	35.3%	35.3%	-
NAND	B/G	9.8%	3.0%	6.8%p	7.7%	7.7%	-
	ASP	30.0%	19.0%	11.0%p	-7.0%	-7.0%	-

자료: IBK투자증권

26년 1분기 가격 상승은 역대급

DRAM은 Conventional 제품 가격이 성장 주도

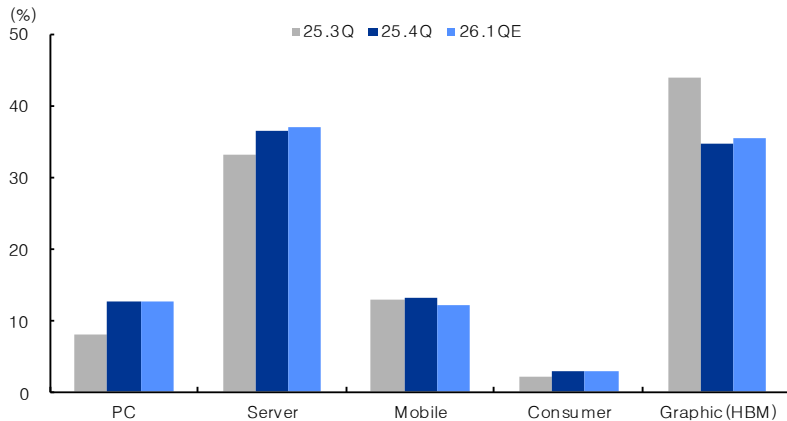
SK하이닉스의 2026년 1분기 매출액은 25년 4분기 대비 24.7% 증가한 40.9조원으로 예상된다. 가격은 25년 4분기 대비 큰 폭으로 상승할 것으로 예상하고 물량 증가는 제한적일 것으로 전망한다. 영업이익을 제품별 이익률 개선으로 25년 4분기 대비 크게 증가한 31조원으로 예상된다. DRAM 26.8조원, NAND 4.2조원이다.

DRAM 매출액은 25년 4분기 대비 24.8% 증가한 31.17조원으로 예상된다. ASP는 +35%, Bit Growth는 +0.0%로 가정하였다. HBM 출하는 지난 4분기와 유사할 것으로 예상하고, HBM3e 12H 비중도 큰 변화가 없는 80% 수준일 것으로 전망한다. Conventional 제품 가격 상승폭이 커서 ASP가 크게 높아지고 이로 인해 영업이익은 59.1% 증가한 26.81조원으로 전망한다.

NAND는 SSD 비중 확대

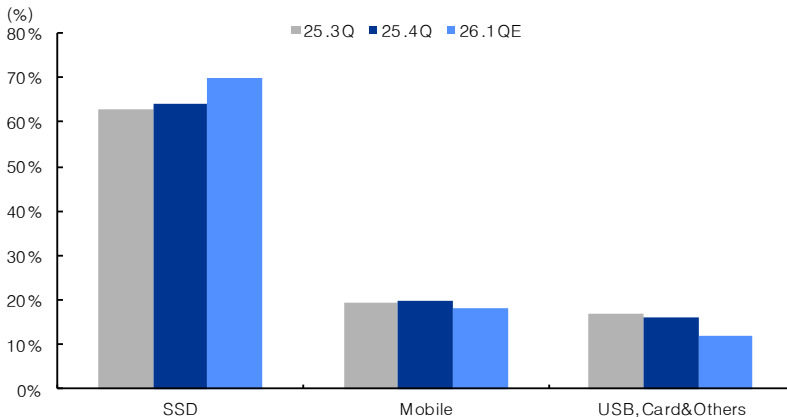
26년 1분기 NAND 매출액은 25년 4분기 대비 24.7% 증가할 것으로 예상된다. Bit Growth는 -3%로 전망한다. ASP는 +40%로 예상된다. SSD 비중은 좀 더 높아질 전망이다. eSSD가 성장을 주도할 것으로 예상된다.

그림 13. DRAM 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

그림 14. NAND 제품별 매출 비중 추이



자료: SK하이닉스, IBK투자증권

빠르게 진행되는 공정 전환: 1cb nm, 321L 성장

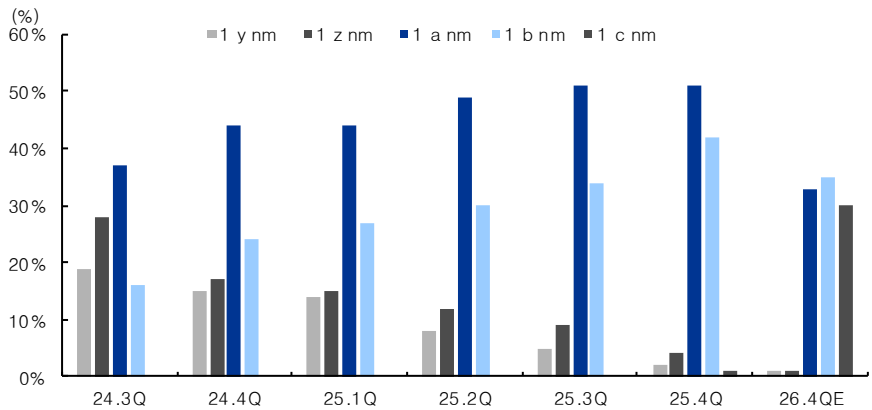
DRAM 1c nm 26년
4분기까지 30%로 확대

SK하이닉스는 1c nm 비중을 빠르게 확대하고 있다. Wafer 투입이 제한된 상황에서 공급 확대를 위한 최선의 방법이기 때문이다. HBM 수요는 1b nm를 중심으로 대응할 예정이고 이와 관련된 물량도 꾸준히 증가하지만, 출하 Bit 기준으로 1c nm 비중이 25년 4분기 1% 수준에서 26년 4분기에는 30%에 이를 것으로 전망한다.

NAND 321L 26년
4분기까지 61%로 확대

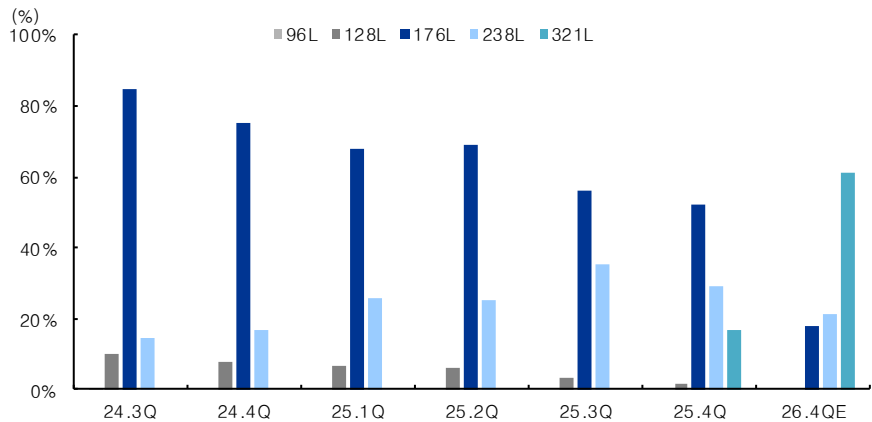
NAND 생산라인의 공정 전환은 High End로 꾸준히 변화 중이다. 321L는 26년에는 176L와 Cross over 될 것으로 예상하고, 26년말까지 321L를 61%까지 확대할 계획이다. AI 수요에 대응하기 위해서이다. 238L는 25년 3분기를 정점으로 비율이 낮아지고 있다.

그림 15. DRAM 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스

그림 16. NAND 공정별 비중 추이



자료: SK하이닉스

투자의견 매수 유지, 목표주가 1,100,000원으로 상향

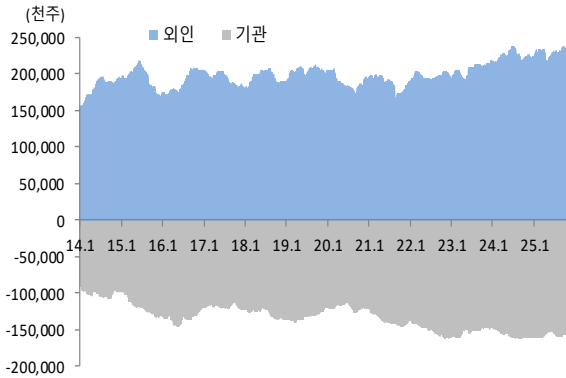
여유 있는 주가 수준

SK하이닉스에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 2026년에도 AI 중심으로 메모리 시장은 성장할 것으로 기대하고 SK하이닉스는 DRAM, NAND에서 차별화된 실적이 가능할 것으로 예상하고, 이러한 추세는 상당기간 지속될 것으로 기대하고, 실적 대비 주가는 저평가 국면에 있고 상승 여력이 충분하다고 판단하기 때문이다.

목표주가는 860,000원에서 1,100,000원으로 27.9% 상향 조정한다. 2026년 예상 BPS 335,687원에 PBR 3.3배를 적용한 수준이다. AI 서버 수요 확산에 대한 기대감은 여전히 유효하고, 여기에 컨벤셔널 DRAM에 대한 수요 기대감이 커지고 있고, 공급 부족에 대한 기대감이 커지고 있다. 전반적인 메모리 수요에 대한 기대감이 커지고 이를 자극하는 AI에 대한 투자가 2026년에도 공격적으로 집행될 것으로 기대하기 때문에 보다 적극적인 투자가 필요한 시기라 판단한다.

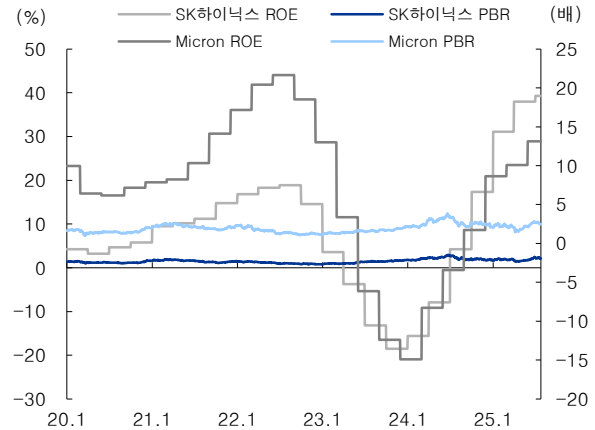
아직 체감 강도는 낮지만 HBM에서 시작해서 DRAM으로 수요가 확대된 것처럼 NAND 수요의 폭발적 성장 시점이 도래할 것을 고려하면 아직 메모리 시장 성장 여력은 충분한 것으로 판단한다.

그림 17. SK하이닉스 투자자별 순매수 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 18. SK하이닉스, 마이크론 밸류에이션 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

SK하이닉스 (000660)

포괄손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	204,994	275,233
증가율(%)	-26.6	102.0	46.8	111.0	34.3
매출원가	33,299	34,365	38,457	89,540	119,018
매출총이익	-533	31,828	58,689	115,454	156,215
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.4	56.3	56.8
판매비	7,197	8,361	11,483	-43,256	-44,889
판매비율(%)	22.0	12.6	11.8	-21.1	-16.3
영업이익	-7,730	23,467	47,206	158,710	201,104
증가율(%)	-213.5	-403.6	101.2	236.2	26.7
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	77.4	73.1
순금융손익	-3,831	-853	5,090	197	2,636
이자손익	-1,252	-1,000	-461	312	2,726
기타	-2,579	147	551	-115	-90
기타영업외손익	-111	1,309	-1,838	-110	-102
종속/관계기업손익	15	-38	0	19	19
세전이익	-11,658	23,885	50,458	158,816	203,657
법인세	-2,520	4,088	7,516	26,505	33,968
법인세율	21.6	17.1	14.9	16.7	16.7
계속사업이익	-9,138	19,797	42,942	132,311	169,689
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	42,942	132,311	169,689
증가율(%)	-507.6	-316.7	116.9	208.1	28.3
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	44.2	64.5	61.7
지배주주당기순이익	-9,112	19,789	42,928	132,276	169,642
기타포괄이익	100	1,248	-559	0	0
총포괄이익	-9,037	21,044	42,382	132,311	169,689
EBITDA	5,943	36,049	61,124	177,708	223,829
증가율(%)	-71.6	506.5	69.6	190.7	26.0
EBITDA마진율(%)	18.1	54.5	62.9	86.7	81.3

투자지표

(12월 결산)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	58,966	181,697	233,024
BPS	73,495	101,515	157,904	335,687	564,680
DPS	1,200	2,204	3,000	3,125	3,125
밸류에이션(배)					
PER	-11.3	6.4	11.0	4.7	3.7
PBR	1.9	1.7	4.1	2.6	1.5
EV/EBITDA	21.3	3.8	7.7	3.1	1.9
성장성지표(%)					
매출증가율	-26.6	102.0	46.8	111.0	34.3
EPS증가율	-508.7	-317.2	116.9	208.1	28.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.6	0.6
ROE	-15.6	31.1	45.5	73.6	51.8
ROA	-8.9	18.0	30.2	57.3	44.5
ROIC	-13.0	28.4	51.7	110.7	100.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	87.5	62.2	43.3	21.4	13.2
순차입금 비율(%)	44.5	15.3	-0.5	-31.9	-48.4
이자보상배율(배)	-5.3	17.4	50.3	171.9	236.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.6	6.7	6.2	7.9	6.9
재고자산회전율	2.2	4.9	7.0	10.1	7.6
총자산회전율	0.3	0.6	0.7	0.9	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	64,578	167,837	319,191
현금및현금성자산	7,587	11,205	13,066	87,775	206,068
유가증권	473	2,382	13,459	14,005	14,574
매출채권	6,600	13,019	18,199	33,944	46,341
재고자산	13,481	13,314	14,288	26,401	46,341
비유동자산	69,862	77,576	100,193	128,829	146,128
유형자산	52,705	60,157	76,582	103,264	118,236
무형자산	3,835	4,019	4,010	4,130	4,233
투자자산	5,809	6,522	11,202	11,225	11,250
자산총계	100,330	119,855	164,771	296,665	465,319
유동부채	21,008	24,965	30,936	32,492	32,836
매입채무및기타채무	1,846	2,277	2,848	4,752	6,488
단기차입금	4,146	1,283	2,137	1,890	1,620
유동성장기부채	5,712	3,969	7,520	6,670	4,770
비유동부채	25,819	20,974	18,848	19,725	21,279
사채	9,490	12,409	11,025	11,025	11,025
장기차입금	10,121	5,022	3,354	2,204	2,104
부채총계	46,826	45,940	49,784	52,217	54,116
지배주주지분	53,504	73,903	114,954	244,381	411,089
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757
자본조정등	-2,269	-2,192	-2,099	-2,099	-2,099
기타포괄이익누계액	1,014	2,532	1,979	1,979	1,979
이익잉여금	46,729	65,418	106,660	236,086	402,794
비지배주주지분	-1	12	32	68	115
자본총계	53,504	73,916	114,987	244,449	411,203
비이자부채	14,959	21,076	23,783	28,463	32,631
총차입금	31,867	24,864	26,001	23,754	21,485
순차입금	23,807	11,277	-524	-78,026	-199,157

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	48,636	126,580	162,819
당기순이익	-9,138	19,797	42,942	132,311	169,689
비현금성 비용 및 수익	15,033	17,054	15,499	18,891	20,172
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,168	18,318	22,028
무형자산상각비	553	596	750	680	698
운전자본변동	794	-5,600	-4,627	-24,935	-29,768
매출채권등의 감소	-1,406	-5,098	-5,763	-15,745	-12,396
재고자산의 감소	2,288	167	-918	-12,113	-19,940
매입채무등의 증가	-168	275	779	1,904	1,735
기타 영업현금흐름	-2411	-1455	-5178	313	2726
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-45,538	-48,324	-40,750
유형자산의 증가(CAPEX)	-8,325	-15,946	-27,519	-45,000	-37,000
유형자산의 감소	1,540	47	106	0	0
무형자산의 감소(증가)	-454	-697	-863	-800	-800
투자자산의 감소(증가)	-19	-113	-6	-23	-25
기타	-77	-1296	-17256	-2501	-2925
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-1,145	-3,547	-3,777
차입금의 증가(감소)	6,969	-7,376	1,468	-1,150	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1272	-1328	-2613	-2397	-3677
기타 및 조정	-30	531	-92	0	0
현금의 증가	2,610	3,618	1,861	74,709	118,292
기초현금	4,977	7,587	11,205	13,066	87,775
기말현금	7,587	11,205	13,066	87,775	206,068

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부		1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가								
해당 사항 없음											

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

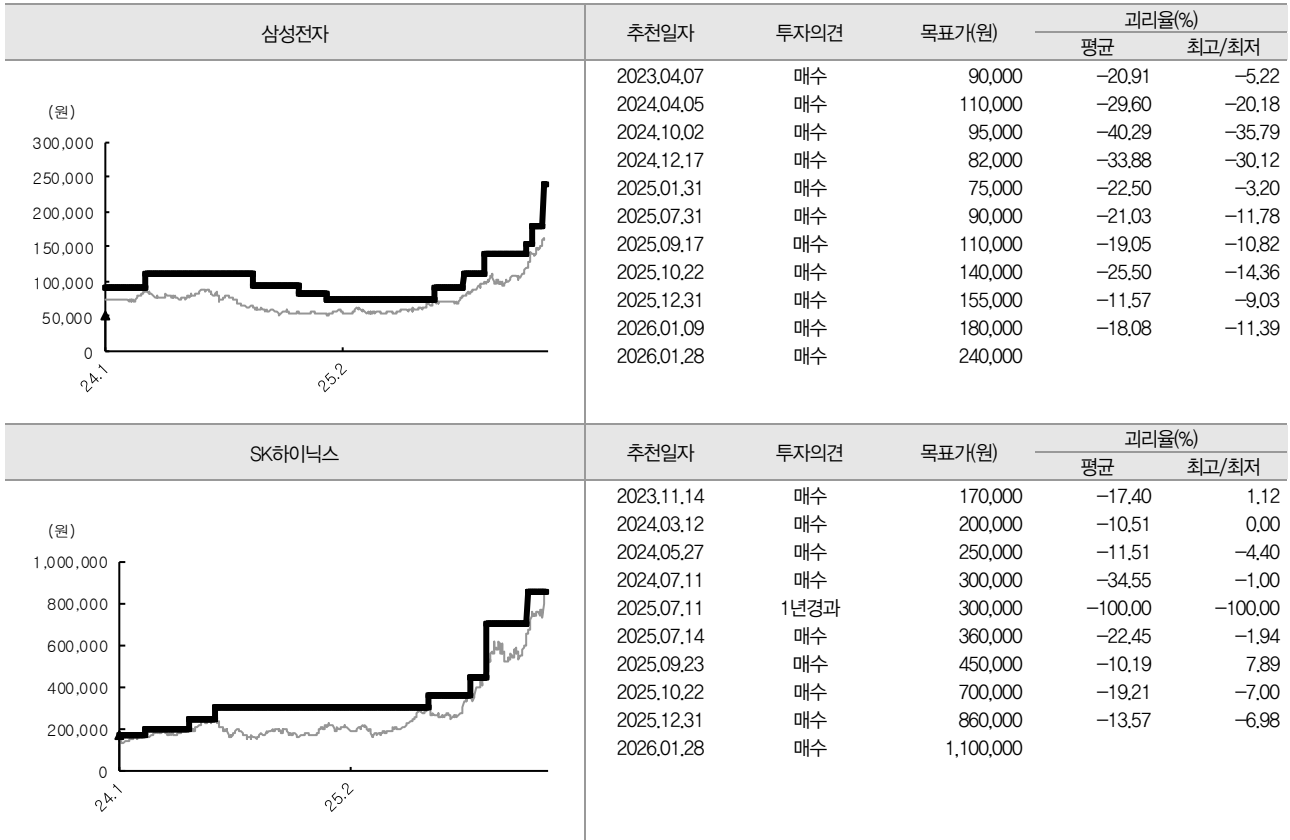
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.01.01~2025.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	140	92.1
Trading Buy (중립)	9	5.9
중립	3	2
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6815-5464	ckjins@ibks.com
권순호	연구원	Quant	6915-5667	snowkonn@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
정아수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이	6915-5473	kmg@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



IBK기업은행 금융그룹

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200