

반도체업

아직 한 발 남았다

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com
서지원RA jiwon0.seo@daishin.com

투자의견

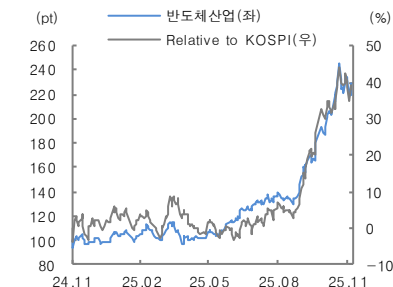
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	140,000원
SK하이닉스	Buy	800,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.2	63.2	104.9	114.4
상대수익률	2.6	31.1	36.1	33.9



- 2026년에도 호황이 지속될 것이라는 기존의 입장을 재확인.
- Valuation 상승을 이끌 결정적 한 방 (Capex Discipline)에 주목.
- 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가 상향. 반도체 매수의견 유지.

호황의 재확인

2026년에도 메모리반도체 호황이 지속될 것이라는 기존의 입장을 유지. 수요의 폭발적 성장과 공급 병목의 심화 속, 고객들의 공급망 안정화 노력 (장기 공급계약 체결, 선수금 지급 옵션 제시 등)은 강화되고 있고, 이에 범용 반도체에서도 다수의 장기공급계약이 체결된 것으로 추정. 2026년 DRAM Capa는 Sold out 되었고, 공급자 우위의 환경 속, 이익의 상승력이 돋보일 것.

- 4Q25 범용 DRAM 가격 상승률은 시장 기대치를 상회할 것. 삼성전자의 경우, 유례 없는 범용 DRAM 공급 부족 사태를 활용하여 공격적인 가격 인상 정책을 시행 중. 이에, 삼성전자의 4Q25 범용 DRAM 가격은 전분기 대비 40% 내외 상승할 것. 삼성전자의 4Q25 영업이익을 16.5조원으로 상향.

- 연말 공급업체의 재고는 DRAM 2-3주, NAND 6주 내외로 추정. 현 예상 Capex 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산 증가율은 전년대비 20%, 17% 성장으로 제한. 수요의 Multi Booking을 감안해도, 공급과잉 Risk는 제한적.

결정적 한 방에 거는 기대

Risk가 있다면, 수요의 Multi Booking, 범용 제품의 경우, 공급업체 간 기술 격차가 미미. 그렇다면, 고객들은 공급망 안정화를 위해 모두에게 강한 구매 P/O를 제시했을 것. 생산이 예상 대비 빠르게 늘어날 징조 (Capex의 과도한 상향)가 보이기 시작하면, 고객들의 대응 방향성도 달라질 수 있음을 상기할 필요. Capex Discipline 강화를 공식화하는 것이 Valuation (주가)과 지속 가능한 성장 (산업)에 있어 중요하고, 당사는 그 가능성이 열려 있다고 생각.

- 과도한 2026년 Capex의 상향은 2027년 생산 급증을 유발할 수 있고, 2027년에는 2개의 신공장 가동이 시작. Risk를 줄이려면, 2026년에는 절제된 Capex의 상향이 필요. 해당 기초가 이어질 가능성이 높다는 판단.

- 2026년은 삼성전자 주주환원정책 (2024-2026년)의 마지막 해. Value Up 정책도 새롭게 제시될 수 있는 여건. 지속가능한 성장을 위해 “돈 버는 메모리반도체”로의 구조 변화를 모색할 가능성이 높다는 판단.

삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가 상향

절제된 생산 증가 속 상향되는 가격 전망 (이익 전망 상향), Capex Discipline 강화가 가져올 변화 가치 (Valuation 상향) 등을 감안하여 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 각각 140,000원, 800,000원으로 상향.

전통적인 사이클의 고점 시그널 (Capex의 급격한 상향 결정, Multi Booking의 해제 등)은 당분간 나타나기 어려운 환경. Macro Risk (유동성 리스크)로 인한 최근 주가의 조정을 새로운 매수 기회로 삼을 필요가 있다는 판단.

2026 년에도 호황은 지속됩니다

1. 장기공급계약의 체결, 높아지는 호황에 대한 신뢰

메모리반도체 수요가 폭증하고 있다. 고객 구매 오더 기준 2026년 DRAM 수요는 2025년 대비 30% 이상 성장 (서버: 2025년 대비 40% 이상 성장, 모바일: 2025년 대비 20-30% 성장 추정), NAND 수요는 10% 후반 성장할 것으로 예상되는 분위기이다.

나날이 치열해지는 구매 경쟁 속, 2026년 DRAM 3사의 Capa는 이미 Sold out 되었다. 고객들은 자사 수요의 진실성을 강조하며, 장기공급계약 체결을 요구하고 있고, 일부 고객들은 선금금 옵션을 제시하며, 공급업체의 Capa 증설을 유도하고 있는 것으로 추정된다. 상대적으로 공급 부족 강도가 약한 NAND에서도 공급업체의 Discipline 강화와 서버 eSSD 수요의 폭증 속 구매 경쟁이 치열해지고 있는 상황이다.

HBM에만 적용되던 물량의 Binding이 범용 제품으로 확산되고 있는 만큼 2026년 수요 성장에 대한 시장의 믿음은 지속 강화되고 있을 것이라 생각한다. 수요와 가격 전망은 매우 상향되고 있고, 큰 이변이 없다면, 2026년에도 호황은 이어질 것이라는 판단이다.

그림 1. 메모리반도체 시장규모 추이 및 전망

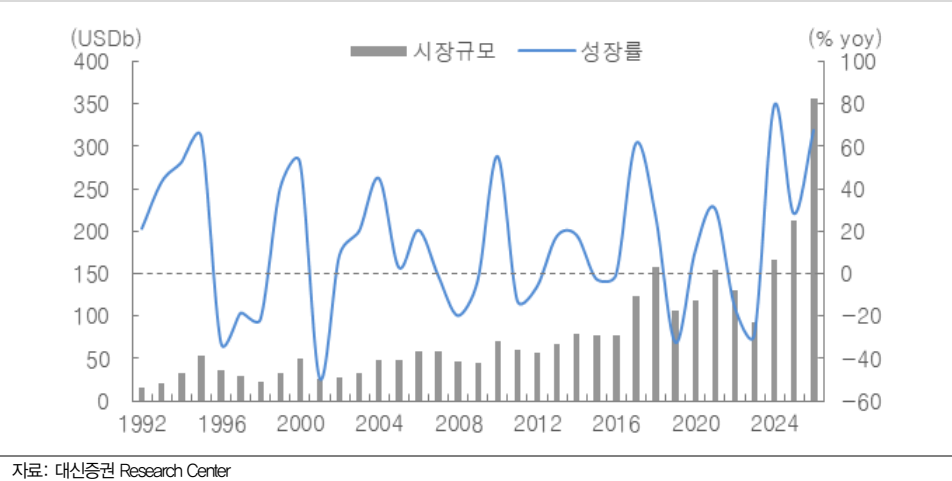


그림 2. DRAM 시장규모 추이 및 전망

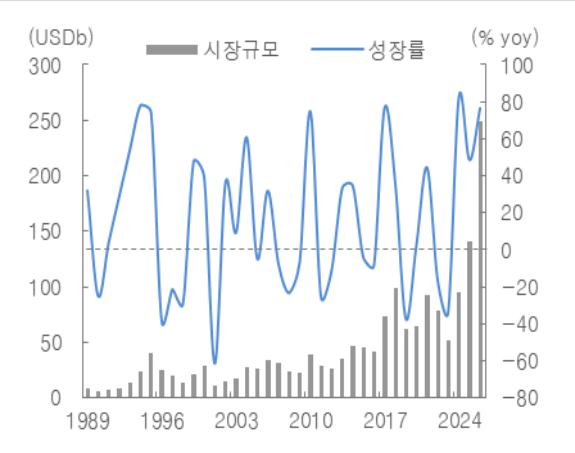
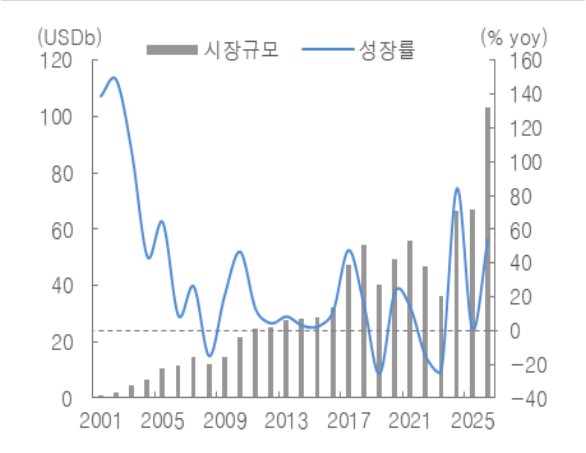


그림 3. NAND 시장규모 추이 및 전망



1) **AI 서버:** 클라우드 업계의 2026년 AI Capex는 예년 대비 이른 시점부터 상향되고 있다. Debt Financing을 통해서라도 AI Capex를 강하게 집행하겠다는 것이 CSP 업계의 대응 방향이고, 2030년까지 AI Capex의 장기 성장 사이클이 펼쳐질 수 있다는 낙관적 전망도 나오고 있는 상황이다. 우리가 주목해야 할 부분이 있다면, 공급 단의 대응이라 생각한다. 강한 AI 수요에 대응하기 위해 TSMC의 CoWoS Capa Ramp up이 앞당겨지고 있고, 2026년에 공급 가능한 GPU/ASIC의 총량도 상향되고 있는 것으로 추정된다.

- 일각에서는 전력 수급난, 데이터센터 운영 비용의 급증 등으로 데이터센터 수요의 연속성에 대한 반론을 제기하곤 한다. 전력을 최대한 끌어다 쓰다 보니 전력 비용의 증가는 기정사실화 되고 있고, 막대한 운영 비용을 기업 단에서 모두 감당 가능할지에 대한 현실적 고민에서 비롯된 의문일 것이라 생각한다.

- 이러한 환경 속에서도 강한 데이터센터 투자를 전망하는 배경이 있다면, Sovereign AI이다. 기업 단이 아닌 정부 단에서 지원하는 사이클이라면, 단기 비용 부담은 충분히 완화될 수 있고, 시장의 수요에 대한 신뢰는 단번에 약화되지 않을 것이라 생각한다.

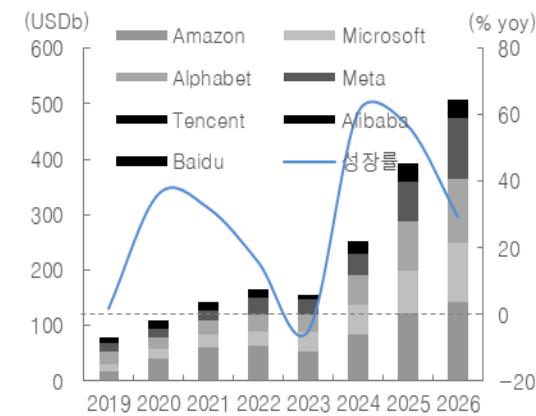
2) **일반서버:** 2026년 일반서버용 DRAM 수요는 2025년 대비 40% 성장할 것으로 전망한다. AI의 효율적 구동을 지원하기 위해 클라우드 업계는 강한 일반서버 투자를 계획하고 있으며, 이에 선제적 재고 확보 노력이 강화되고 있다. 2027-2028년까지의 장기공급 계약 체결 옵션, 선급금 옵션 등을 메모리반도체 공급업체에 제시하며, 공급 병목 해소를 위해 노력하고 있으며, 일부 중화권 서버 고객들은 4Q25 협상에서 전분기 대비 70% 내외의 가격 인상 요청도 수용하고 있는 것으로 추정된다.

NAND의 영업 환경도 DRAM과 크게 다르지 않다. HDD (하드디스크)의 리드타임이 1년 이상으로 확대된 환경에서 eSSD의 신규 채용이 확대되고 있다. 수요가 강한 QLC의 경우, 저사양 제품일지라도 일단은 구매부터 하는 모습이다. 2026년의 경우, 122/245TB (QLC) 제품 수요가 강할 것으로 예상되며, 해당 제품에 대한 대응력이 Bottom up 관점에서 NAND 사업의 성패를 결정지을 것이라 생각한다.

3) **모바일:** 수요의 순증 효과와 LPDDR5/5x의 저변 확대 (서버에서의 채용 확대) 속, DRAM 수급난이 심화되고 있다. 모바일 업계의 보유 DRAM 재고도 적정 혹은 적정 수준 이하인 것으로 추정 (구매력이 떨어지는 중소 모바일 업체들의 경우, 공급난이 특히 심한 것으로 판단)되며, 디바이스 수익성의 하락 압력 속에서도, 세트 업체는 공급업체의 가격 인상 요청을 수용하고 있는 것으로 판단된다 (4Q25 모바일 DRAM 가격: 전분기 대비 30% 내외 상승). 일부 중화권 고객의 경우, 지정학적 Risk와 공급망 차질 Risk에 대비하여 40-50%의 가격 인상 요청도 수용하고 있는 것으로 추정된다.

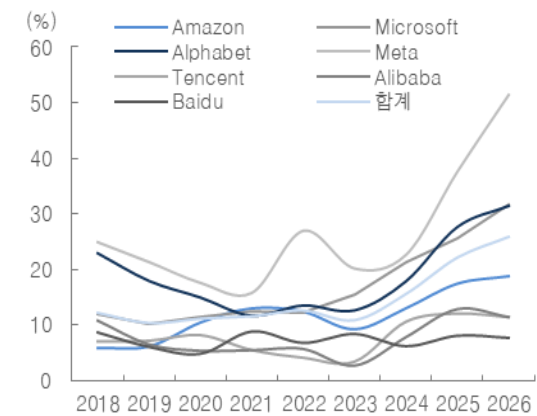
- 수요의 순증 효과는 DRAM과 NAND 모두에서 관측되고 있다. DRAM의 경우, 탑재량 증가 모델이 High-End 중심에서 Mid-End 급으로 확산되고 있고, NAND의 경우, High-End 스마트폰 중심으로 최저 탑재량이 128GB에서 256GB로 상승하고 있다.

그림 4. 주요 CSP 업계의 Capex 추이 및 전망



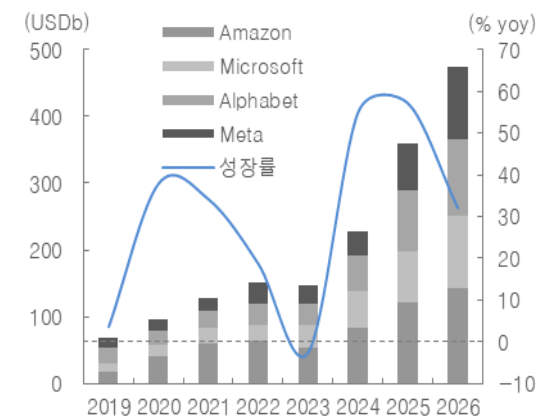
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 주요 CSP 업계의 Capital Intensity 추이 및 전망



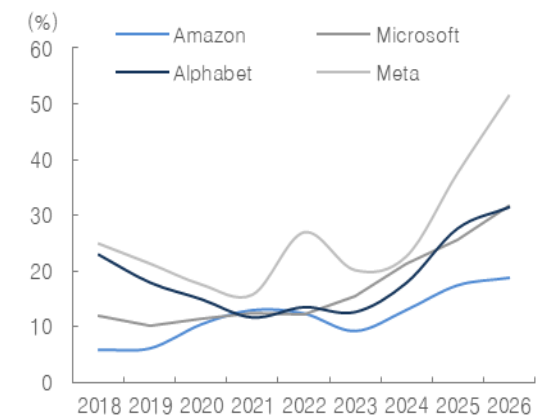
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 북미 CSP 업계의 Capex 추이 및 전망



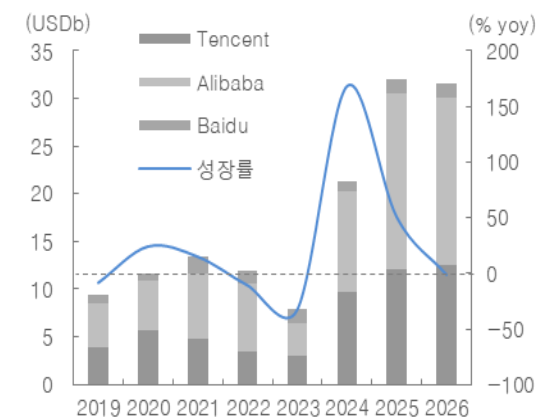
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 북미 CSP 업계의 Capital Intensity 추이 및 전망



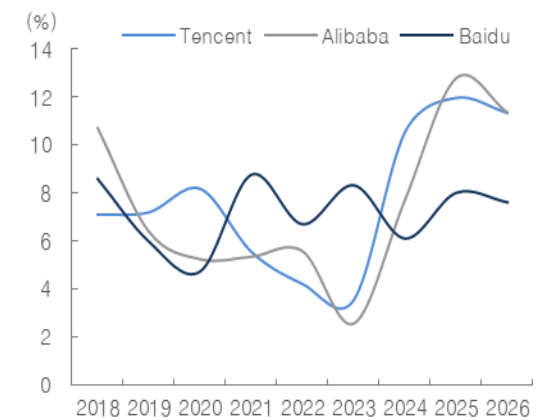
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 8. 중화권 CSP 업계의 Capex 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 중화권 CSP 업계의 Capital Intensity 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2. 현 예상 Capex 수준이라면, 공급 부족은 2026년에도 지속

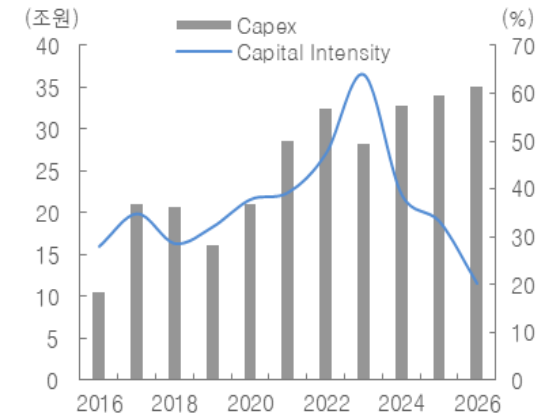
Base Case 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산은 2025년 대비 20%, 17% 성장할 것으로 전망한다. 2025년 말 기준 공급업체의 재고가 DRAM 2~3주, NAND 6주 내외에 불과한 만큼, 큰 이변이 없는 한, 공급 부족은 2026년에도 지속될 것이라는 판단이다.

1) **삼성전자**: 당사 예상 Capex (메모리반도체: 2025년 34조원, 2026년 35조원 예상) 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산은 전년대비 10% 후반, 10% 초반 성장 수준으로 제한될 것으로 전망한다. 삼성전자가 목표하는 범용 제품의 이익 극대화 관점 (ASP 성장 극대화)에서 볼 때, 해당 수준의 Capex 집행은 합리적인 수준이라는 판단이다.

- **DRAM**: P3L/P4L 통합 Fab 중심으로 DRAM 1c Capa를 공격적으로 늘릴 것으로 전망한다. HBM4 대응 강화 목적이며, 범용 DRAM 수요는 DRAM 1b/1b Prime 공정 중심으로 대응할 것이라는 판단이다. 최근 DRAM 1c 추가 투자를 통해 HBM 뿐 아니라 범용 DRAM까지도 대응할 수 있다는 우려가 제기되고 있으나, 단기간에 해당 결정이 나올 Risk는 제한적이라고 생각한다. HBM4 제품 인증이 제때 나온다는 확신을 가지기 힘들며, 전환투자 사이트로 활용 가능한 화성의 경우, DDR4 긴급 생산 요청에 대응해야 하기에 2026년 구간에 DRAM 1c 전환투자를 집행하긴 어려울 것이라는 판단이다.

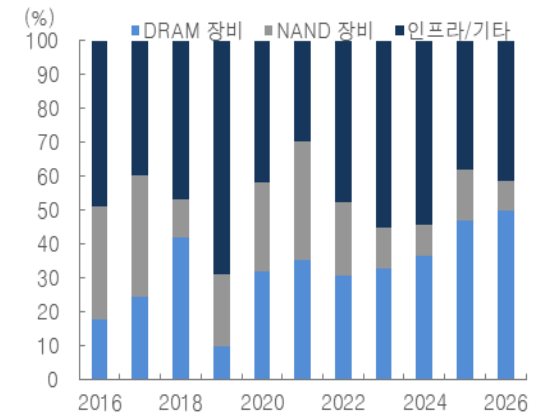
- **NAND**: V9/V9P (286단) 생산 비중 확대를 전망한다. 수요가 좋지 않은 저부가 제품 생산라인을 영구 소멸시키고, V9/V9P (286단) 비중 확대를 통해 선단 제품 대응력 강화와 원가 혁신 기회를 가져갈 것이라는 판단이다. V10 (428단)의 경우, 제한적 Capa 투자를 전망한다. 신규 Tech (Hybrid Bonding, Triple Stacking)가 다량 적용되는 만큼 설비투자 부담이 크기 때문이다.

그림 10. 삼성전자 메모리반도체: Capex 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 11. 삼성전자 메모리반도체: Capex Breakdown



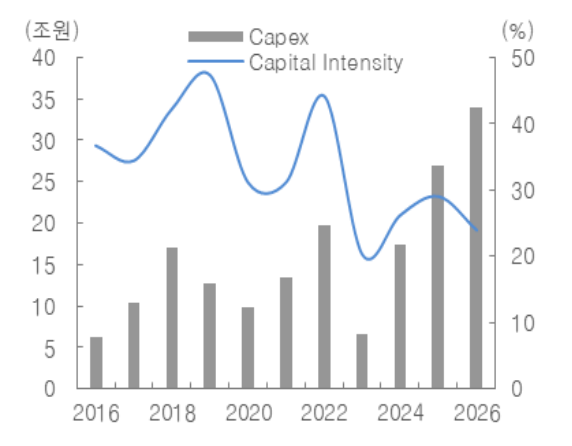
자료: 대신증권 Research Center

2) SK하이닉스: 당사 예상 Capex 수준 (2025년 27조원, 2026년 34조원) 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산은 전년대비 10% 증반, 20% 증반 성장할 것으로 전망한다.

- DRAM: M14/M16의 최선단공정 전환투자 (DRAM 1c), Wuxi 공장의 DRAM 1a 전환, M15x 신규 투자 (DRAM 1b) 중심으로 Capex를 집행할 것으로 전망한다. 공정 특성 상, EUV 투자가 늘어나야 하는 환경이며, EUV 셋업에 걸리는 절대 기간과 웨이퍼 리드타임을 감안 시, 2026년 생산의 추가 상향 여력은 제한적일 것이라는 판단이다.

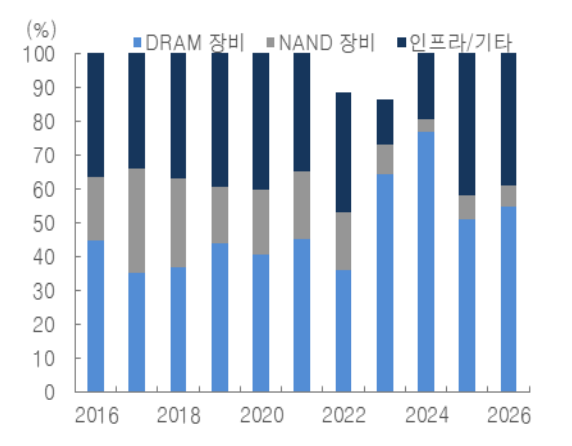
- NAND: 삼성전자와 마찬가지로, V9 (321단) 비중 확대 중심으로 Capex를 집행할 것으로 전망한다. 2H26에 서버 eSSD 신제품 (QLC) 출시를 계획하고 있는 만큼 V9 비중 확대를 통해 고용량 eSSD 시장에서의 기회요소를 적극 잡아갈 것이라는 판단이다.

그림 12. SK 하이닉스: Capex 추이 및 전망



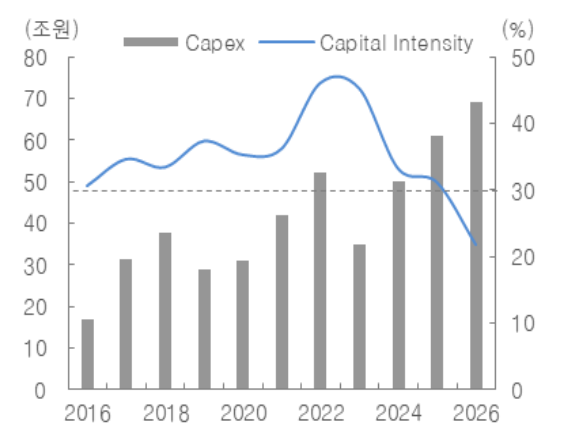
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

그림 13. SK 하이닉스: Capex Breakdown



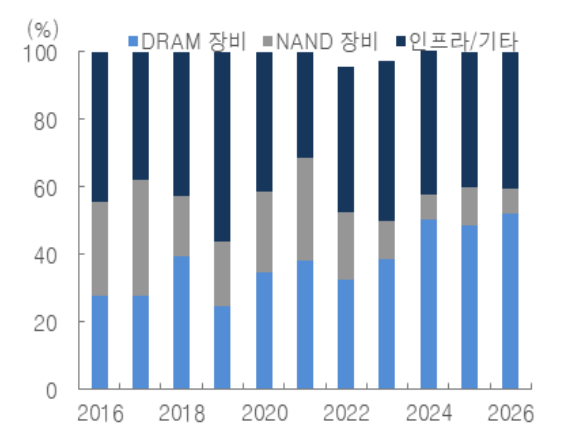
자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 한국 메모리반도체: Capex 추이 및 전망



참고: 삼성전자와 SK하이닉스의 합산
자료: 대신증권 Research Center

그림 15. 한국 메모리반도체: Capex Breakdown



참고: 삼성전자와 SK하이닉스의 합산
자료: 대신증권 Research Center

3) **Micron Technology**: 당사 예상 Capex (FY2025 138억 달러, FY2026 180억 달러) 기준 2026년 DRAM과 NAND 생산은 각각 전년대비 20%, 9% 성장할 것으로 전망한다.

- **DRAM**: 양산 이관 과정에서 DRAM 1c 내 EUV 레이어가 줄어든 것으로 추정된다. 그만큼 공정 라인은 기존 대비 길어졌을 것이고, Fab Space의 제약도 커질 것이라 생각한다. Idaho 1공장 (1Q27 Wafer In, 2Q27 Wafer Out)의 가동 전까지 가용 Fab Space가 제한적이고, 수율의 기저가 높다는 점을 감안 시, 2026년 구간에 전년대비 20% 이상의 생산 증가율을 기록하긴 어려울 것이라는 판단이다. 최대 20%의 생산 증가를 전망한다.

- **NAND**: 효율화를 사업의 대원칙으로 삼고 있는 것으로 추정된다. 지정학적 Risk와 YMTC의 부상 속, 중장기 경쟁력 훼손이 불가피한 중국 시장 의존도를 대폭 축소하고, 수요의 성장성이 뛰어난 서버 eSSD 시장 대응 중심으로 사업 구조를 개편해갈 것이라는 판단이다. 중장기 Capa의 축소까지 고려하고 있는 것으로 추정되며, 2026년 생산은 2025년 대비 9% 성장 수준으로 제한될 것으로 전망한다.

그림 16. Micron Technology: Capex 추이 및 전망

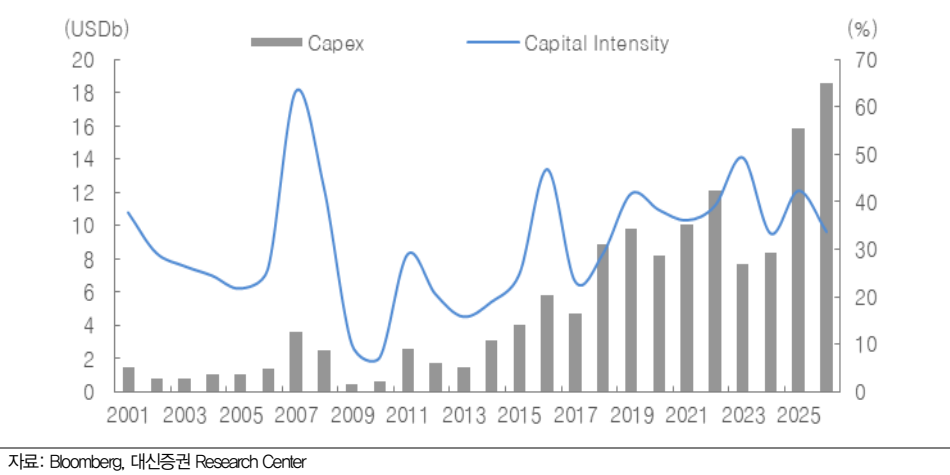


그림 17. DRAM: 공급업계의 재고주수 추이 및 전망

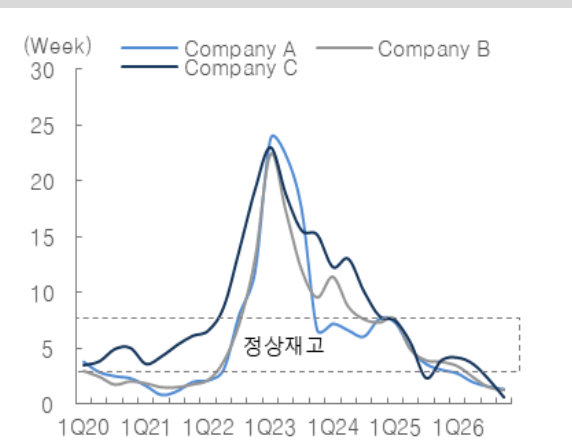


그림 18. NAND: 공급업계의 재고주수 추이 및 전망

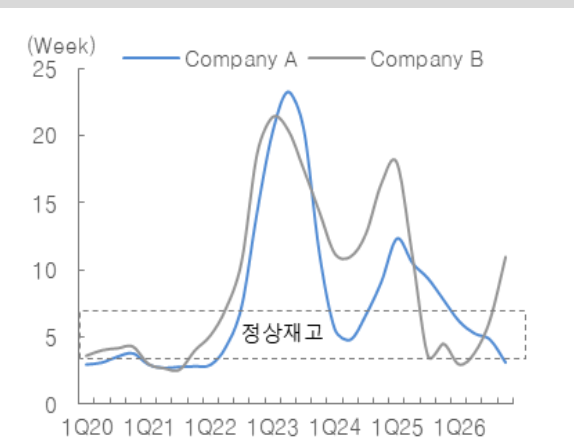
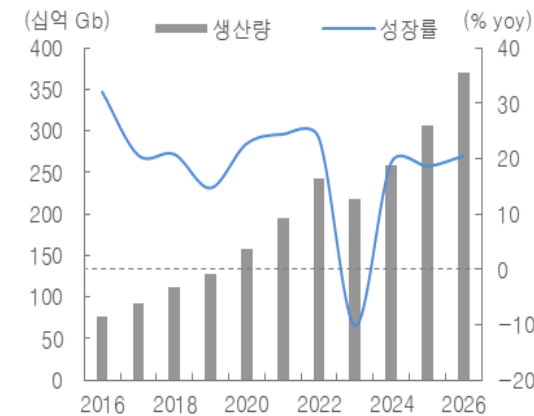
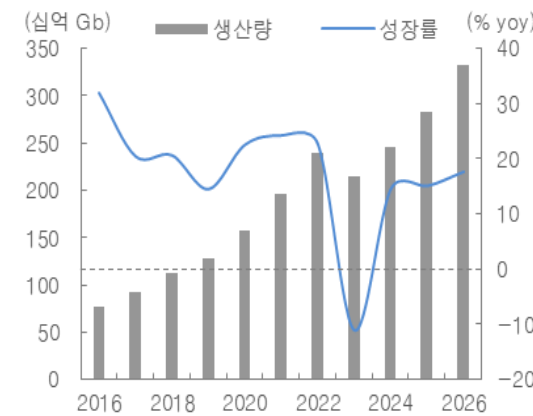


그림 19. DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



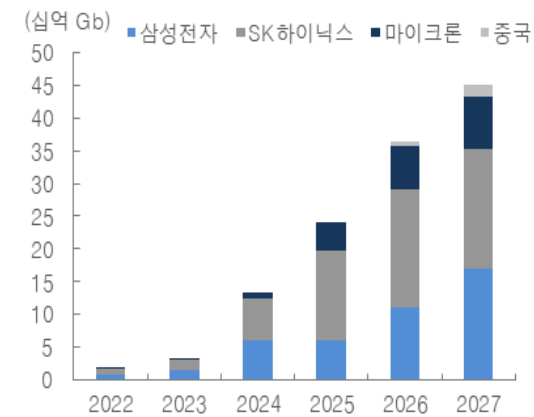
자료: 대신증권 Research Center

그림 20. 범용 DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



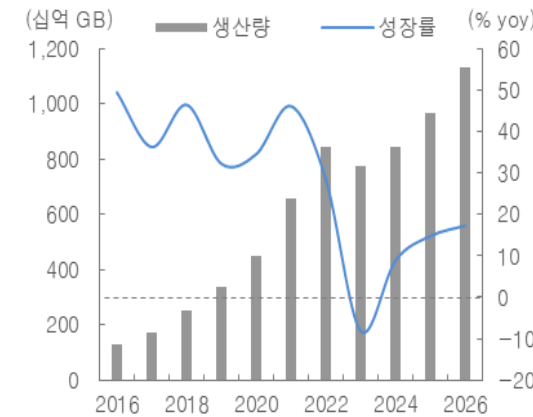
자료: 대신증권 Research Center

그림 21. HBM: 연간 생산량 추이 및 전망



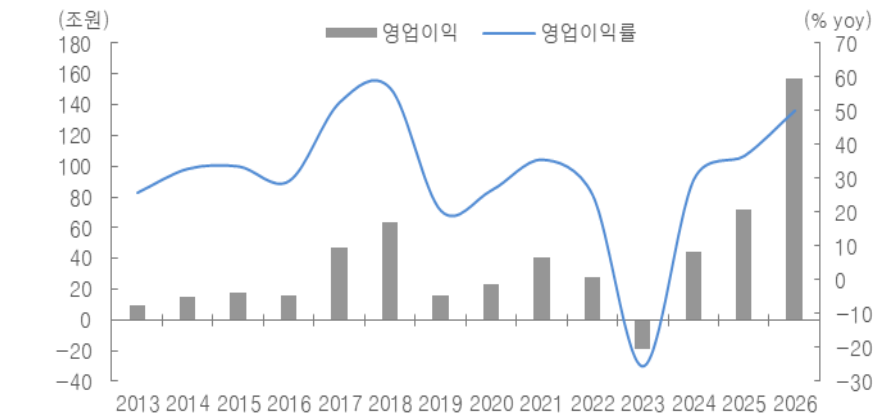
자료: 대신증권 Research Center

그림 22. NAND: 연간 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 한국 메모리반도체: 2026년 영업이익 157 조원 전망



자료: 대신증권 Research Center

무엇이 Valuation 의 추가 상승을 이끌까?

수요의 혁신과 공급 병목이 중첩되는 시점에선 모든 고객들이 긍정적 전망을 제시한다. 고객들은 자사 기술 혁신 로드맵을 근거로 수요의 진실성을 높이려는 시도를 매번 해왔고, 메모리반도체 산업의 특성 상, Multi Booking (중복 오더)은 매번 관측되어 왔다. 이번에도 다르지 않을 것이라 생각한다.

-AI의 성장 강도는 고객들도 쉽게 가늠하기 어렵고, 메모리반도체 산업의 특성 상, 범용 제품에 있어 공급업체 간 기술 격차는 크지 않다. 그렇다면, 고객들은 안정적인 공급망을 구축하기 위한 목적으로 공급사 모두에게 강한 구매 P/O를 제시했을 것이고, Multi Booking (중복 오더)은 이미 현실화되었을 것이라는 판단이다.

잊지 말아야 할 것이 있다면, 고객들의 구매 패턴이다. 부족할 때는 더 달라고 강하게 요청하나, 풍족해지거나 풍족해질 것으로 예상되는 시점부터는 구매를 급격히 줄이곤 했다. 결국, **공급자 우위의 사이클을 지속시킬 변화는 공급의 Discipline**이라 생각한다.

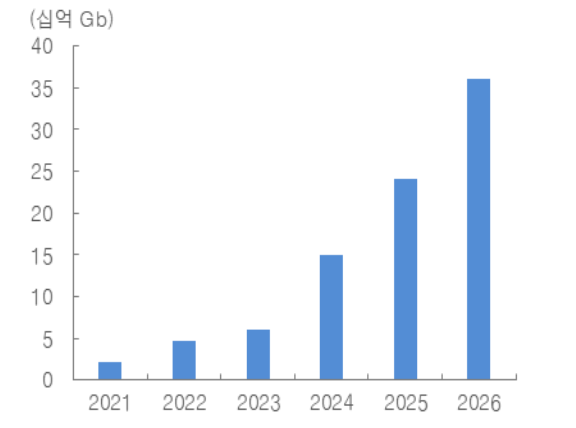
1. Fab Space, 정말 없을까?

시장은 구조적 공급 병목 (Fab Space의 부족)으로 메모리반도체 사이클이 장기화될 수 있음을 이야기하고 있다. 문제는 이러한 장밋빛 전망을 무조건적으로 신뢰하기 어렵다는 점이다. 당사의 경우, 공급업체의 Capex가 추가 상향될 여력이 남아있다고 생각한다. 다만, 급격한 Capex의 상향 결정이 나올 가능성은 제한적이라는 판단이다.

- 낙관적 수요 전망에 기반한 Capex의 상향은 우리가 여러 사이클에서 봐왔던 전형적인 패턴이었다. Fab Space의 부족만으로는 초과생산 Risk를 잠재우기 어렵다고 생각한다. 수요에 대한 과한 신뢰 속, Capex를 급격히 상향한다면, 부작용은 2027년에 나올 수 있다. 2026년 투자 분이 온기 반영되며, 생산이 급증할 수 있기 때문이다.

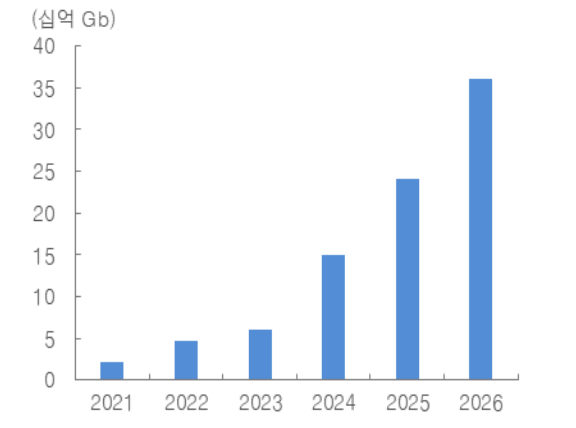
- 산이 깊으면 골도 깊다. 이번에 달리 생각해봐야 하는 부분이 있다면, 중국 반도체이다. 지난 3년간, 중국 반도체는 연초에 세운 목표 달성에는 매번 실패해왔으나, 상당 부분 진척을 이룩해왔다. 불황이 재차 도래한다면, 그들의 산업 내 위상은 한층 강화될 것이고, 또다른 전쟁이 시작될 수 있다.

그림 24. CXMT: 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 25. YMTC: 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

1) 삼성전자: P4L의 투자 스케줄이 앞당겨진다면?

P4L (평택 4공장)의 구조를 살펴볼 필요가 있다. P4L은 2층 구조로 총 4개의 Phase로 구성되어 있다. Phase 1의 경우, NAND와 DRAM이 50%씩을 활용하고 있는 것으로 추정된다. P4L 내 남아있는 Space가 있다면, Phase 2-4일 것이라 생각한다.

- Phase 2: 당초 로직/파운드리로 활용될 것으로 예상되었으나, DRAM으로 용도가 변경된 것으로 추정된다. 로직/파운드리의 감가상각비 부담 축소 목적도 있겠으나, P5L의 생산 기여 시점이 빨라야 2H28인 만큼 구조적 DRAM 수요 성장에 대비한 결정일 것이라 생각한다. 해당 Space의 경우, 현재 인프라 투자를 집행 중인 것으로 판단되며, 인프라 투자가 완료되는 시점은 2Q26일 것으로 전망한다. 그렇다면, 장비를 투입해도 2026년 생산에 유의미한 기여를 하긴 어렵다.

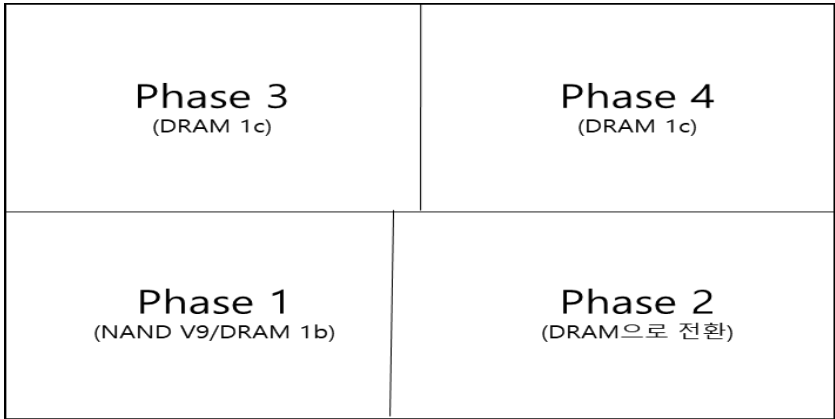
- Phase 3: Phase 2 대비 가동 시점이 빠를 것이라 생각한다. 2H26부터는 생산 기여가 본격화될 수 있을 것이라는 판단이다. DRAM 1c 공정으로 투자가 이뤄질 것으로 예상되며, 총 가용 면적은 월 45K 내외인 것으로 추정된다.

- Phase 4: 인프라 투자가 진행 중인 것으로 추정된다. 투자 스케줄 상, 2026년 말은 되어야 인프라 투자가 완료되고, 장비 투입이 가능할 것이라 생각한다.

Capex의 추가 상향을 통해 Fab 스케줄을 최대한 앞당긴다면, Phase 2와 3의 Capa 셋업 (Wafer In 기준)까지는 2026년 구간 내 완료할 수 있을 것이라 생각한다. 2026년 구간까지는 해당 변화가 유발할 생산의 상승 Risk가 크지 않겠지만, 2027년부터는 Capa 증설 효과가 온기 반영되기 시작한다. 또 하나 고려해볼 점은 수율이다. 시장에서 생산의 급증이 제한적이라고 보는 배경 중 하나는 삼성전자의 성숙 수율 도달 시점이 지연될 수 있다는 우려 때문이나, 수율은 한번 감을 잡기 시작하면 빠르게 올라가기도 한다. 그렇다면, Capex의 추가 상향 결정이 유발할 2027년 공급과잉 Risk는 그만큼 커질 수 있다.

P5L (평택 5공장)의 경우, 단기 생산 급증을 유발할 가능성은 사실상 없다고 봐도 무방하다. 중장기 DRAM 수요 성장에 대비하기 위한 건설 재개라는 판단이며, P4L보다 절대 클린룸 사이즈가 크다. 총 3.5층 규모 (지하 Fab 포함)로 구성되어 있는 만큼 절대 준공 시간이 필요하다. 빨라야 2H28에 웨이퍼 투입이 가능할 것이라는 판단이다.

그림 26. P4L (평택 4공장)의 구성



자료: 대신증권 Research Center

2) SK하이닉스: M15x를 조기에 채운다면?

Wuxi 공장의 잠재 생산 Risk (부수설비 이슈로 생산차질이 발생할 가능성), 이전 사업장의 Fab Space 이슈 등을 감안하면, SK하이닉스발 생산 급증 Risk는 크지 않다고 생각한다. 변수가 있다면, M15x이다. Capex를 최대한 상향해서 M15가 조기에 Full 가동되기 시작한다면, 2026-2027년 구간에 생산이 예상 대비 빠르게 늘어날 가능성이 존재한다.

3) Micron Technology: Max 20%

Micron Technology의 경우, 2026년 DRAM 생산 증가율이 전년대비 최대 20% 성장 수준으로 제한될 것이라 생각한다. EUV 레이어 축소에 따른 공정 스텝 수 증가, 수율의 높은 기저 등을 감안할 필요가 있다.

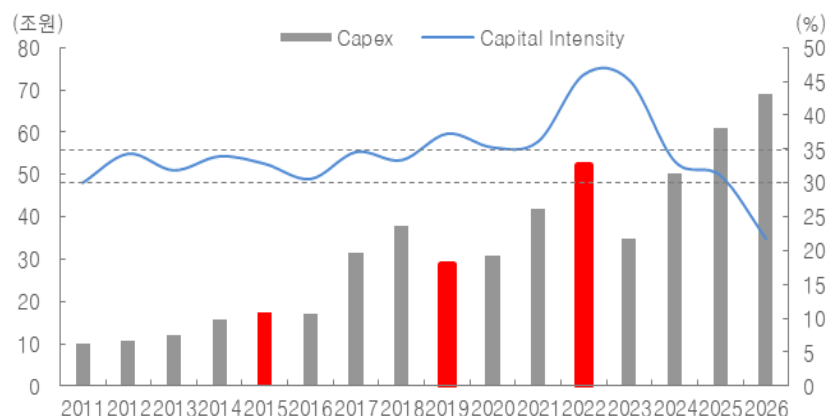
4) 우리의 결론

여러 시나리오를 가정해봐도, HBM의 수요 성장이 꺾이지 않는다는 전제 하, 2026년에 공급 과잉이 나타날 가능성은 제한적이라는 판단이다. 다만, Capex는 누적 함수라는 점을 재차 상기해볼 필요가 있다. 2027년에는 기투자 분의 생산 기여가 온기 반영되기 시작할 것이고, 2027년에는 2개의 신공장 (Micron Technology의 Idaho 1공장, SK하이닉스의 용인 1기)이 가동을 시작한다. 고객들의 수요 FOMO (Fear of Missing Out)을 최대한 이끌고, Multi Booking의 Risk를 최소화하는 방향에서 Capex를 제어하는 것이 가장 현명한 대응 방법일 것이라 생각한다. 그 가능성이 높다는 판단이다.

Historical Capex 분석에서도 2026년 Capex의 절제가 지속 되어야 할 이유를 확인할 수 있었다. 2년간의 Capital Intensity가 30% 초중반 혹은 그 이상을 기록했을 때, 공급과잉은 필연적으로 발생해왔다. 물론 과거 대비 훨씬 큰 수요 사이클이 펼쳐지고 있는 것은 사실이나, Capex의 절제된 성장을 통해 Risk를 Hedge하는 것이 공급업체 입장에서는 최적의 선택지일 수 있다 (AI 수요는 계단식으로 성장하고, 하락).

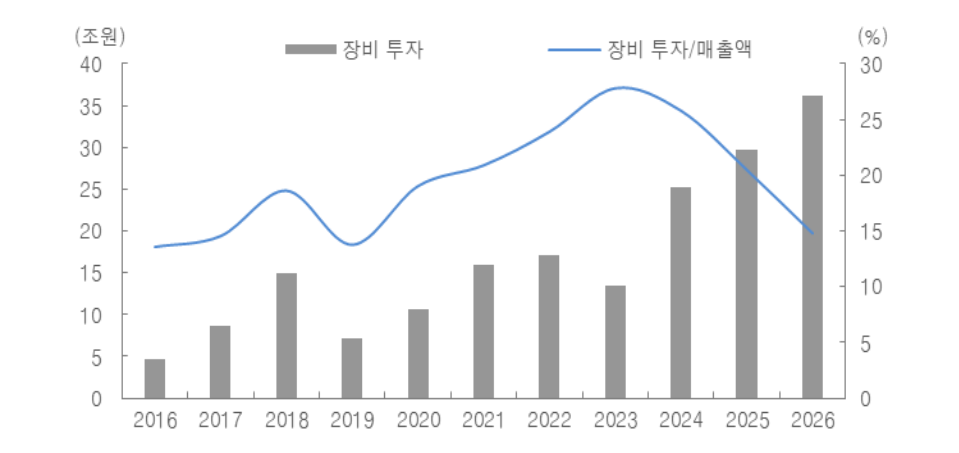
해당 기조가 유지되고 있는 만큼 사이클의 호황에 대한 믿음은 보다 강화될 것이며, Multi Booking의 취소라는 고점 시그널은 당분간 발견되기 어려울 것이라 생각한다. 그렇다면, 우리의 선택은 BUY이다.

그림 27. 한국 반도체: Capex 추이 및 전망



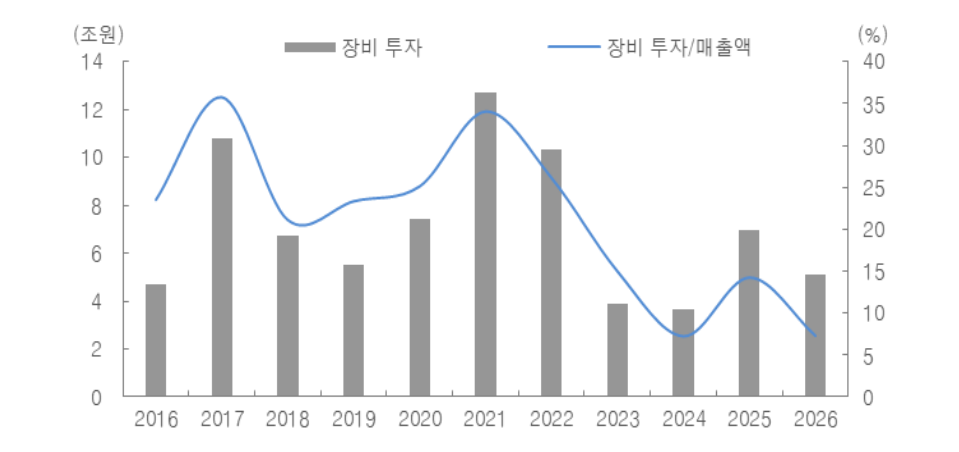
자료: 대신증권 Research Center

그림 28. 한국 반도체: DRAM 장비투자 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 29. 한국 반도체: NAND 장비투자 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 1. DRAM 공급업체: Greenfield Project

구분	내용
삼성전자	
P4L (평택 4 공장)	P4L (Phase 2-4)과 P5L 중심으로 인프라 투자를 집행 예정. P4L의 생산 기여는 2026년 상반기 이후 본격화될 것.
P5L (평택 5 공장)	2025년 11월 준공 재개. 웨이퍼 투입이 시작되는 시점은 2H28일 것으로 전망. 3.5층 규모로 클린룸의 절대 면적이 큰 만큼 준공 시간도 상당 소요될 것이라는 판단. 중장기 DRAM 수요 대응 목적에서 준공이 재개. 단기 수급에는 영향을 미치지 않을 것.
SK하이닉스	
Capa 운영 계획	1) 기존 사업장: Wuxi 공장은 DRAM 1a 전용 공장으로 활용될 것. 한국 사업장은 DRAM 1b/1c와 같은 선단공정 중심으로 운영. 2) 신규 사업장: M15x (청주)와 용인 클러스터 (총 3개 공장으로 구성) 중심으로 Capa 확장에 나설 것 - M15x: 2025년 10-11월 오픈. 장비 셋업 후, Water Out이 본격화되는 시점은 2026년 상반기 말일 것. - 용인클러스터: 1기 Fab은 2025년 2월 착공. 2027년 2분기 오픈 목표.
마이크론	
중장기 계획	1) 기존 사업장: 최대 가용 가능 Capa는 월 380K 수준으로 추정. 현재 Capa가 월 340K 수준. 2) 신규 사업장: 미국 중심으로 전공정 Capa 확보를 진행할 계획. 대만에도 A5 부지를 확보해 높은 상황. - 히로시마 2 공장: 2027년 가동 목표였으나, 가동 시점은 당초 기대 대비 지연될 것. 2028년 이후, Capa 기여가 시작될 것. - 미국 Idaho 1 공장: 1H27 Water Input 시작. Water Output은 2H27부터 본격화될 것. - 미국 Idaho 2 공장: 공장 설계를 시작. 2028년 이후 추가 Capa 확보에 활용될 것. - 미국 뉴욕 공장: 환경영향평가 초기 단계를 완료. 부지 준비 공사를 시작하기 위해 연방/주 정부와 협의 중. - 미국 Manassas 투자 (Dominion Fab 2): 미국 내 메모리반도체 생산 확대 목적으로 21.7억 달러를 투자할 예정.
2026년 인프라 투자	신공장 준공 중심으로 인프라 투자를 확대 중. Capex 증분의 많은 부분이 인프라 투자의 확대에서 기인하고 있는 것으로 추정.

자료: 대신증권 Research Center

Action speaks louder than words

당사는 전통적 로직보다는 실질적 변화를 위한 Action 하나가 산업의 Value를 바꿀 수 있을 것이라 생각한다. 공급의 Discipline에 대한 정책적 의지의 표명이 필요하며, 해당 Action이 공급업체 전반에서 나온다면, 우리는 새로운 지평선을 향해 나아갈 수 있을 것이라 생각한다. 해당 변화를 가져갈 Incentive 또한 충분하다는 판단이다.

삼성전자에 거는 기대: 새로운 생태계의 개화는 삼성전자에 늘 기회가 되어왔다. 스마트폰 시대에선 Fast Follower 전략으로 성공적으로 안착했고, 메모리반도체에선 강력한 Execution에 기반한 원가 경쟁력을 기반으로 경쟁에서 늘 앞서왔다. 지금의 AI 또한 마찬가지이다. IT 생태계의 급변 속, 삼성전자는 수많은 기회를 부여받을 수 있을 것이고, 그 기회를 살리기 위해선 돈 버는 메모리반도체가 필요하다.

1) 세트: M&A를 통한 사업 경쟁력 강화, 신규 디바이스 시장 선점을 위한 강력한 R&D 투자 등이 필요하다. 이 모든 변화에는 충분한 Cash Flow가 요구된다.

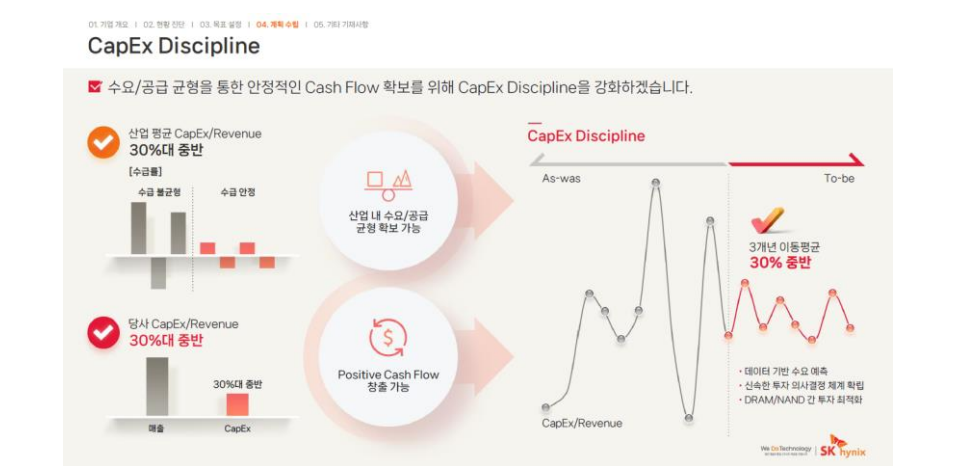
2) 비메모리반도체: 경쟁사와의 격차 축소, 기술 혁신을 통한 원가 구조의 개편 등이 사업 경쟁력 개선의 선결 과제이다. 이를 위해선 강력한 R&D를 집행할 재원이 필요하다.

2026년은 2024-2026년 주주환원 정책의 마지막 해이기도 하다. 주주환원의 강화와 기업의 성장을 동시에 이룩할 수 있는 정책적 변화가 Value up 프로그램이며, 메모리반도체 관점에서 내세울 수 있는 변화가 있다면, 그것은 Capex의 Discipline이다. 삼성전자의 변화가 확인되기 시작한다면, 삼성전자의 혁신에 시장은 재차 환호할 것이고, 그 가능성에 대해 열어 두어야 하는 시점이라 생각한다. 이를 반영하여, 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 140,000원과 800,000원으로 상향한다.

- 삼성전자: 파운드리 사업의 개선 가치 (선단공정 외부 수주 확대, 추가 수주 가시성 상승, 2027년 연간 흑자전환 전망)와 메모리반도체에서의 이익 레버리지 등을 감안하여 Target P/B로 1.9배를 제시. 2021-2025년 평균 12m Fwd P/B에서 2SD를 할증한 수준.

- SK하이닉스: Micron Technology의 12m Fwd P/B를 적용. 상장 시장의 차이로 Discount를 받아왔으나, 사업 경쟁력 우위를 감안 시, Discount 요인은 상당 부분 희석.

그림 30. SK 하이닉스: 2024년 Value up 프로그램 발표



자료: 대신증권 Research Center

표 2. 삼성전자: 목표주가 산출

(원, 배)	2026E	비고
BPS	71,505	2026년 BPS 100%
Target P/B	1.9	2021~2025년 평균 12m Fwd P/B에서 2SD 할증
목표주가	140,000	
현재 주가	98,100	2025년 11월 18일 종가 기준
Upside (%)	42.7	

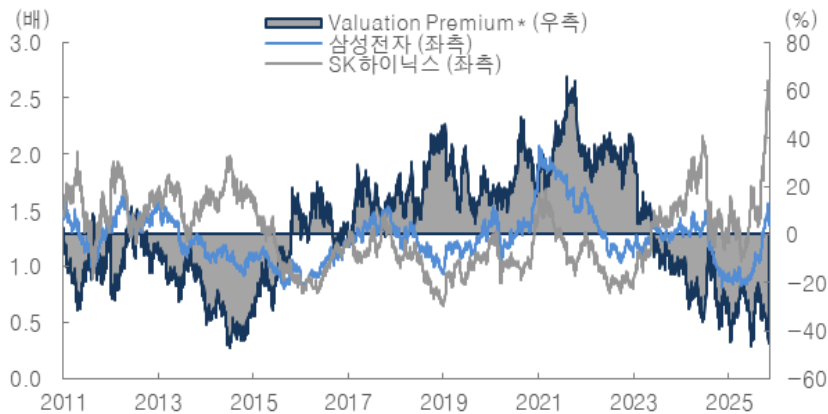
자료: 대신증권 Research Center

표 3. SK하이닉스: 목표주가 산출

(원, 배)	2026E	비고
BPS	232,915	2026년 BPS 적용
Target P/B	3.4	Micron Technology의 12m Fwd P/B 적용
목표주가	800,000	
현재 주가	577,000	2025년 11월 18일 종가 기준
Upside (%)	38.6	

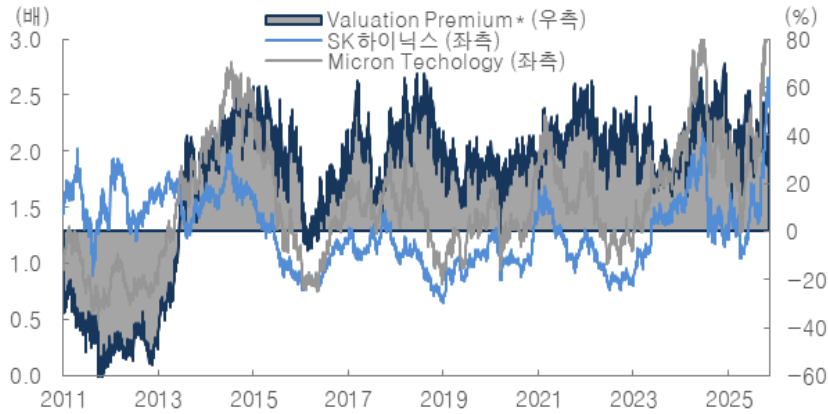
자료: 대신증권 Research Center

그림 31. 한국 반도체: 12m Fwd P/B 추이



참고: * SK하이닉스 대비 삼성전자의 Valuation Premium / 자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 32. SK하이닉스와 Micron Technology: 12m Fwd P/B 추이



참고: * SK하이닉스 대비 Micron Technology의 Valuation Premium / 자료: Refinitiv, Quantwise, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성전자: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,420	1,400	1,350	1,350	1,350	1,365	1,415	1,363
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	27.3	31.1	32.0	32.1	33.7	35.7	36.4	105.9	114.9	137.8
QoQ	0	11	14	3	0	5	6	2			
YoY	-7	-1	12	31	31	23	15	14	13	8	20
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.58	0.68	0.69	0.70	0.68	0.38	0.45	0.69
QoQ	-20	2	14	36	16	2	1	-3			
YoY	22	4	12	27	83	84	63	16	63	19	54
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	23.9	26.5	29.6	30.5	29.8	31.3	33.2	33.4	100.9	110.4	127.8
QoQ	8	11	12	3	-2	5	6	1			
YoY	-7	-1	12	38	25	18	12	10	9	9	16
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.34	0.35	0.39	0.55	0.63	0.64	0.64	0.60	0.33	0.41	0.63
QoQ	-4	1	14	40	14	2	0	-7			
YoY	21	3	16	54	83	85	63	8	52	27	51
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	71.1	78.1	70.3	70.3	75.9	83.5	86.6	268.2	275.1	316.3
QoQ	-11	28	10	-10	0	8	10	4			
YoY	-24	3	21	13	26	7	7	23	12	3	15
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.077	0.088	0.097	0.104	0.106	0.100	0.087	0.079	0.102
QoQ	-16	-5	6	15	10	7	2	-6			
YoY	2	-19	-20	-3	28	43	38	13	64	-10	30
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	58	61	51	61	57	59	55	223	231	232
QoQ	19	-6	5	-16	20	-7	4	-7			
YoY	2	8	6	-1	-1	-2	-3	8	-2	4	0
스마트폰 ASP (USD)	326	270	304	268	333	278	313	276	294	293	301
QoQ	25	-17	13	-12	24	-16	13	-12			
YoY	-3	-3	3	3	2	3	3	3	3	-0	3

자료: 대신증권 리서치센터

표 5. SK 하이닉스: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,420	1,400	1,350	1,350	1,350	1,365	1,415	1,363
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	26.4	27.5	28.9	29.3	28.8	75.0	93.8	114.4
QoQ	-7	25	8	4	4	5	1	-2			
YoY	16	19	32	31	47	23	16	9	16	25	22
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.60	0.70	0.75	0.74	0.73	0.43	0.55	0.73
QoQ	0	1	5	11	16	7	-0	-1			
YoY	51	29	16	18	36	44	38	22	81	26	34
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	16.0	20.4	22.1	22.7	22.9	24.1	24.8	24.6	68.6	81.2	96.4
QoQ	-8	27	8	3	1	5	3	-1			
YoY	4	10	28	31	43	18	13	8	9	18	19
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.47	0.56	0.61	0.61	0.58	0.34	0.38	0.59
QoQ	-7	4	10	25	20	8	0	-5			
YoY	9	0	4	34	73	79	62	23	58	13	54
NAND 출하량 (십억 GB)	33.7	58.9	55.2	57.0	57.0	58.8	60.1	59.5	190.0	204.8	235.5
QoQ	-19	75	-6	3	0	3	2	-1			
YoY	-36	14	26	37	69	-0	9	4	-1	8	15
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.074	0.081	0.085	0.086	0.080	0.074	0.065	0.083
QoQ	-20	-9	11	15	10	5	1	-6			
YoY	3	-20	-24	-8	26	46	33	9	93	-12	27

자료: 대신증권 Research Center

표 6. 삼성전자: 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,566	86,062	89,753	100,856	97,168	108,185	102,970	300,871	329,522	409,179
DS 사업부문	25,131	27,875	33,117	42,347	46,848	49,300	53,472	53,158	111,066	128,470	202,778
메모리반도체	19,069	21,178	26,690	35,359	40,027	42,255	45,779	44,996	84,463	102,297	173,056
DRAM	13,018	14,110	18,436	26,541	30,463	31,598	33,822	33,341	53,255	72,104	129,224
NAND	6,051	7,069	8,255	8,818	9,563	10,657	11,957	11,655	31,208	30,193	43,832
비메모리반도체	6,062	6,697	6,426	6,988	6,821	7,045	7,694	8,162	26,603	26,173	29,722
DX 사업부문	51,717	43,570	48,375	41,761	51,339	44,086	48,589	43,309	174,888	185,424	187,323
MX/Network	37,000	29,200	34,100	27,042	36,538	28,996	33,721	28,245	117,230	127,342	127,500
CE/VD	14,500	14,100	13,900	14,450	14,526	14,821	14,530	14,782	56,440	56,950	58,659
삼성디스플레이	5,867	6,380	8,102	8,289	6,102	6,699	8,750	9,035	29,158	28,637	30,585
Harman	3,419	3,830	3,954	4,357	3,568	4,083	4,374	4,468	14,275	15,560	16,493
영업이익	6,685	4,676	12,166	16,494	21,614	23,303	27,363	19,891	32,726	40,022	92,172
DS 사업부문	1,106	350	6,991	12,897	16,970	19,768	22,516	16,154	15,094	21,344	75,408
메모리반도체	3,400	2,950	7,700	13,807	17,586	20,122	22,672	16,156	20,467	27,857	76,536
DRAM	3,700	3,250	6,800	12,484	15,960	17,138	18,726	13,825	16,483	26,234	65,648
NAND	-300	-300	900	1,323	1,626	2,984	3,946	2,331	3,984	1,623	10,888
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-709	-910	-616	-354	-156	-2	-5,373	-6,513	-1,128
DX 사업부문	4,722	3,326	3,469	2,285	3,799	2,448	3,006	2,203	12,440	13,802	11,455
MX/Network	4,300	3,100	3,600	2,285	3,531	2,252	2,754	2,111	10,660	13,285	10,647
CE/VD	300	200	-100	0	269	196	252	92	1,750	400	808
삼성디스플레이	462	473	1,225	928	511	698	1,367	1,102	3,733	3,088	3,677
Harman	307	484	421	385	334	390	475	433	1,308	1,596	1,631
영업이익률	8	6	14	18	21	24	25	19	11	12	23
DS 사업부문	4	1	21	30	36	40	42	30	14	17	37
메모리반도체	18	14	29	39	44	48	50	36	24	27	44
DRAM	28	23	37	47	52	54	55	41	31	36	51
NAND	-5	-4	11	15	17	28	33	20	13	5	25
비메모리반도체	-38	-39	-11	-13	-9	-5	-2	-0	-20	-25	-4
DX 사업부문	9	8	7	5	7	6	6	5	7	7	6
MX/Network	12	11	11	8	10	8	8	7	9	10	8
CE/VD	2	1	-1	0	2	1	2	1	3	1	1
삼성디스플레이	8	7	15	11	8	10	16	12	13	11	12
Harman	9	13	11	9	9	10	11	10	9	10	10

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 7. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	29,046	33,854	36,398	36,866	35,541	66,193	93,366	142,659
DRAM	14,037	17,124	19,084	22,576	26,937	29,143	29,423	28,555	44,732	72,821	114,058
NAND	3,229	4,728	4,989	5,965	6,455	6,732	6,951	6,457	19,274	18,911	26,596
기타	373	380	376	505	461	523	491	529	2,187	1,634	2,005
영업이익	7,441	9,213	11,383	15,214	19,291	21,431	21,774	18,170	23,467	43,251	80,665
DRAM	7,500	9,500	11,500	14,743	18,144	19,799	19,927	17,190	20,959	43,243	75,060
NAND	15	-202	-94	522	1,193	1,684	1,896	1,033	2,800	241	5,806
기타	-75	-85	-22	-50	-46	-52	-49	-53	-292	-233	-201
세전이익	9,299	8,723	14,790	15,321	19,775	21,961	22,341	18,668	23,885	48,133	82,744
순이익	8,108	6,996	12,598	11,644	15,029	16,690	16,979	14,188	19,797	39,346	62,886
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	52	57	59	59	51	35	46	57
DRAM	53	55	60	65	67	68	68	60	47	59	66
NAND	0	-4	-2	9	18	25	27	16	15	1	22
기타	-20	-22	-6	-10	-10	-10	-10	-10	-13	-14	-10
세전이익	53	39	60	53	58	60	61	53	36	52	58
순이익	46	31	52	40	44	46	46	40	30	42	44

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

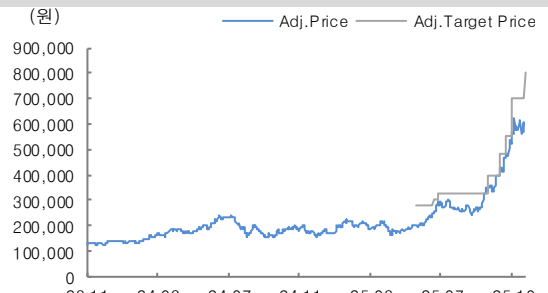
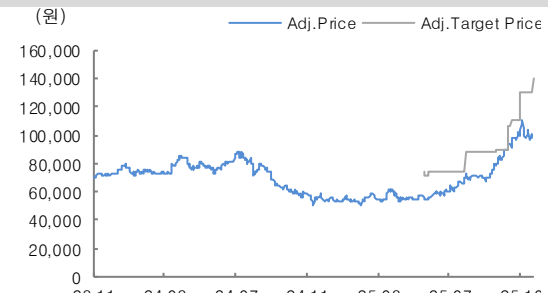
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

(기준일자: 20251116)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
													
제시일자	25.11.19	25.10.29	25.10.20	25.10.10	25.09.18	25.06.26	제시일자	25.11.19	25.10.30	25.10.14	25.10.10	25.09.18	25.07.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	800,000	700,000	550,000	480,000	400,000	330,000	목표주가	140,000	130,000	110,000	107,000	90,000	88,000
과리율(평균.%)		(15.56)	(7.45)	(7.90)	(9.19)	(15.82)	과리율(평균.%)		(21.49)	(10.14)	(13.60)	(5.03)	(18.66)
과리율(최대/최소.%)		(11.43)	1.45	1.15	7.00	6.97	과리율(최대/최소.%)		(14.54)	(5.36)	(12.80)	4.89	(8.52)
제시일자	25.06.18	25.05.20					제시일자	25.05.28	25.05.22	25.05.20			
투자의견	Buy	Buy					투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	300,000	280,000					목표주가	74,000	72,000	74,000			
과리율(평균.%)	(10.00)	(21.22)					과리율(평균.%)	(16.66)	(24.06)	(25.41)			
과리율(최대/최소.%)	(2.33)	(11.07)					과리율(최대/최소.%)	(4.59)	(22.36)	(24.73)			
제시일자							제시일자						
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)						
제시일자							제시일자						
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)						