

# 반도체업

류형근  
서지원RA

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

투자의견

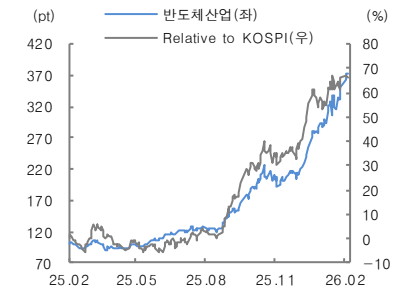
Overweight

비중확대, 유지

## Rating & Target

| 종목명    | 투자의견 | 목표주가       |
|--------|------|------------|
| 삼성전자   | Buy  | 270,000원   |
| SK하이닉스 | Buy  | 1,450,000원 |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 24.8 | 93.5 | 200.7 | 264.1 |
| 상대수익률    | 6.5  | 27.6 | 63.0  | 65.3  |



# Breaking the rules

- 초호황 속, 다양한 변화 기회가 창출될 것. 판매 정책의 변화를 기대.
- 중장기 경쟁력, 주주환원 강화 등의 지향점 감안, 현실화 가능성 유효.
- 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가 상향. 반도체 매수의견 유지.

## Super Cycle, 그 이상의 호황

서버 중심의 수요 폭증과 공급의 제한적 성장 속, 메모리반도체 수요-공급 괴리율은 역사상 최대 격차로 확대. 설비투자과 완제품 생산 간의 시차를 감안 시, 유의미한 공급 증가는 2027년 상반기까지는 나타나기 어려우며, AI 패권 장악을 위한 경쟁적 투자 기조는 지속.

변화된 환경에 맞춰, 가격과 이익 전망을 현실화할 필요. 2026년 가격 전망 상향 분 (DRAM y-y +123%, NAND y-y +92%)을 반영하여 한국 메모리반도체의 합산 2026년 영업이익 전망치를 303조원에서 366조원으로 상향.

## Breaking the rules: 가보지 않은 길, 그 끝에 마주할 변화

유례없는 수급 괴리율을 활용하여 다양한 변화를 추진해볼 수 있는 환경. 장기 수급 안정성 확대가 공급업계의 최우선 목표인 것으로 추정되며, 판매 구조에도 변화가 나타날 수 있다는 판단. 기존 분기 단위 시가 협상 구조를 넘어 LTA (장기 계약), 선수금, 예치금 등을 활용한 구조 혁신을 기대.

- LTA의 실효성에 대한 의문이 시장에 남아있을 것. 과거의 실패를 교훈 삼아 법적 구속력을 강화 중. 다양한 옵션을 포함한 계약 체결을 시도할 것.
- 선수금/예치금에 기반한 선수주 후증설/후공급 구조로의 변화 기회도 상존. 남은 고민이 있다면, 누가 스타트를 끊을지에 있을 것. “남들보다 1%라도 비싸게”라는 Upcycle에서의 관행을 깨기 위한 Incentive가 필요. 당사의 경우, 이번에는 변화를 모색할 Incentive가 충분하다고 생각.
- SK하이닉스: 지속가능한 성장 모델 마련 (메모리반도체 중심의 Hegemony 형성) 및 주주환원 강화 등을 감안 시, 변화를 모색할 유인이 충분.
- 삼성전자: AI 맞춤형 포트폴리오 구축을 위한 M&A, TSMC와의 격차 축소를 위한 파운드리 투자 강화 등을 위한 자원 마련이 필요. 이에, 돈 버는 메모리반도체로의 구조 전환을 추진 가능한 환경. 중장기 주주환원과 임직원 보상책 강화 관점에서도 필요한 변화인 만큼 변화의 가능성이 열려 있다는 판단.

## 새로운 역사에, 새로운 가치를 부여할 때

이익 전망 상향 분을 반영하여 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 27만원, 145만원으로 상향. 사이클의 변동성 축소 체감이 확대될 것으로 예상되는 만큼 2026년 P/E 기준 8.3배, 5.1배에 불과한 당사의 목표주가는 무리한 진단기 아니라는 판단. 판매 구조의 변화가 현실화될 경우, 주가의 상승 탄력성은 당사 목표주가 이상으로 확대될 수 있음을 상기할 필요.



## Contents

|      |                              |    |
|------|------------------------------|----|
| I.   | Memory-Centric, 변화하는 힘의 질서   |    |
|      | Executive Summary: 무섭게 올라갑니다 | 4  |
|      | DRAM, 조연에서 주연으로              | 9  |
|      | DRAM 생산은 빠르게 늘어나기 어렵다        | 12 |
|      | DRAM 수익성, 새로운 역사의 시작         | 23 |
|      | HBM, 중장기 Forecast가 상향되기 시작했다 | 24 |
|      | NAND, DRAM 못지 않게 좋아지고 있다     | 31 |
| II.  | 가보지 않은 길                     |    |
|      | 시장의 고민: 높아진 기저 부담            | 36 |
|      | 우리에게 주어진 2가지 선택지             | 38 |
|      | 우리에게는 왜 변화가 필요한가?            | 41 |
|      | 주가는 어디까지 올라갈 수 있을까?          | 44 |
| III. | 기업분석                         |    |
|      | SK하이닉스(000660): 전인미답         | 46 |
|      | 삼성전자(005930): 국민 1등 주식       | 51 |

# I. Memory-Centric, 변화하는 힘의 질서

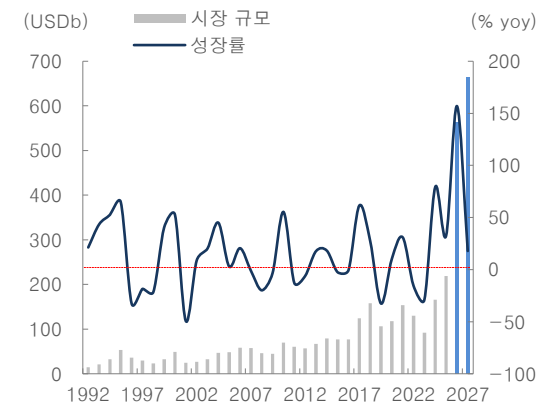
## Executive Summary: 무섭게 올라갑니다

2026년 글로벌 메모리반도체 시장 규모 전망치를 5,632억 달러 (y-y +157%)로 상향한다 (제품군별 시장 성장률: DRAM y-y +175%, NAND y-y +131%).

AI의 확산 속, IT 생태계는 빠르게 재편되고 있고, 메모리반도체의 위상은 나날이 높아지고 있다. 서버 중심의 실수요 폭증과 공급의 제한적 성장 속, 메모리반도체 수요-공급 괴리율은 역사상 최대 격차 (100%p 이상)를 보이고 있고, 이에 가격은 부르는 것이 값이 되고 있다. 1Q26 범용 DRAM ASP는 전분기 대비 80%, NAND ASP는 전분기 대비 47% 상승하여 분기 최대 상승률을 경신할 것으로 전망한다.

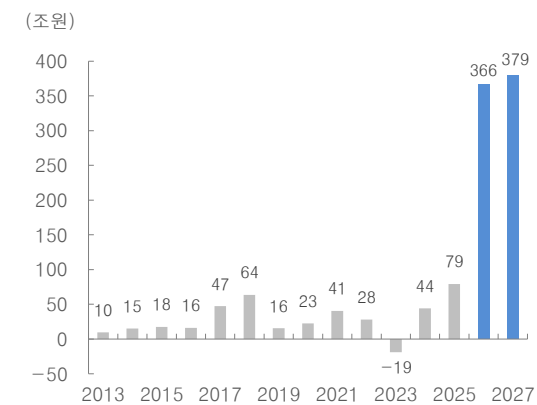
가격 전망 상향 분 (2026년 가격 전망: DRAM y-y +123%, 범용 DRAM y-y +157%, HBM y-y -3%, NAND y-y +92%)을 반영하여 한국 메모리반도체의 합산 2026년 영업이익 전망치를 303조원에서 366조원으로 상향한다. 수익성의 경우, 2017-2018년 슈퍼사이클 당시의 고점을 돌파하며, 새로운 역사를 이룩할 것이라는 판단이다.

그림 1. 메모리반도체 시장 규모 추이 및 전망



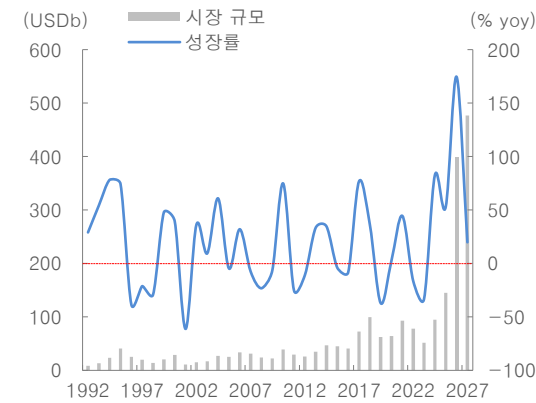
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 한국 메모리반도체\*: 합산 영업이익 추이 및 전망



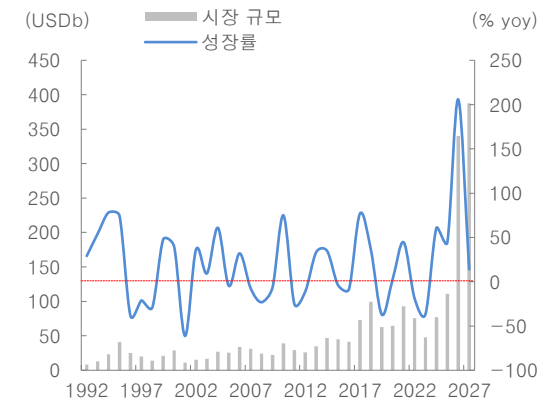
참고: \*삼성전자와 SK하이닉스의 합산 메모리반도체 영업이익  
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. DRAM 시장 규모 추이 및 전망



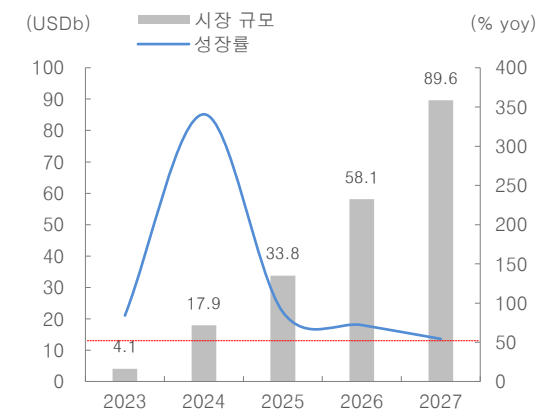
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 범용 DRAM 시장 규모 추이 및 전망



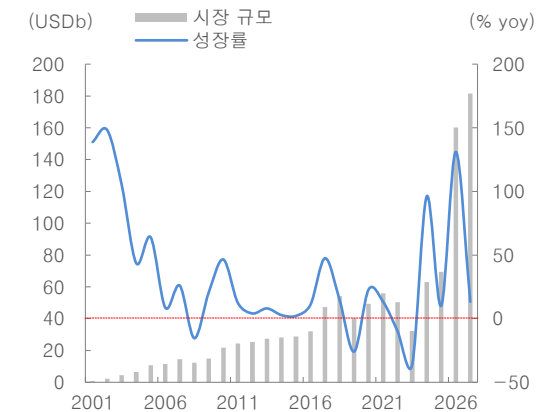
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. HBM 시장규모 추이 및 전망



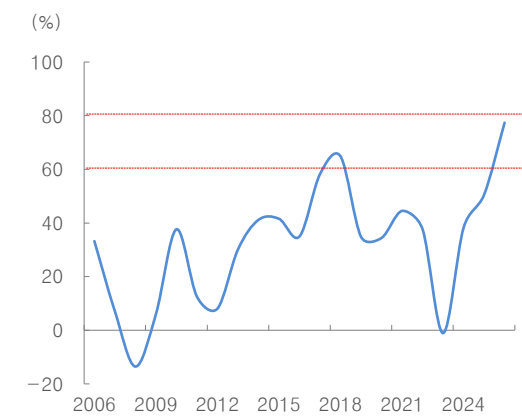
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. NAND 시장 규모 추이 및 전망



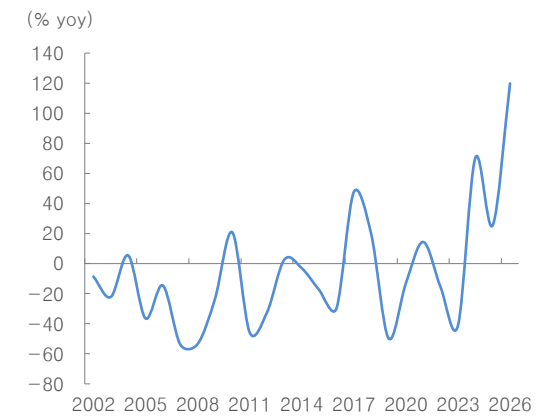
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 한국 DRAM\*: 영업이익률 추이 및 전망



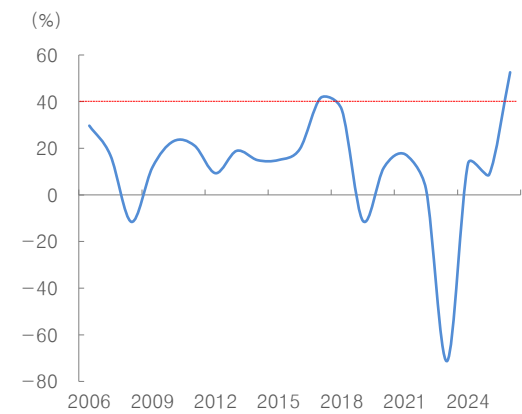
참고: \* 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 한국 DRAM\*: ASP 추이 및 전망



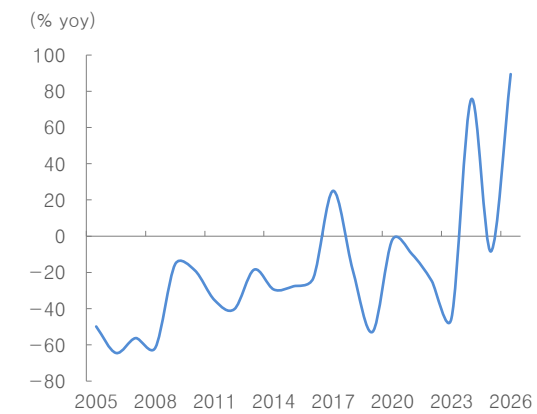
참고: \* 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. 한국 NAND\*: 영업이익률 추이 및 전망



참고: \* 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 한국 NAND\*: ASP 추이 및 전망



참고: \* 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

표 1. DRAM 사이클 분석 (1991-2001 년)

| 구분        | 사이클의 방향성                | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------|-------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1Q91-4Q95 | 상승 사이클<br>(Super Cycle) | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 16 개 분기 중 14개 분기 상승                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: PC 사이클 (신수요)<br>1) 수요: PC의 침투율 확대 (Window 95의 출시)<br>- 펜티엄급 CPU와 16MB 이상의 DRAM을 탑재, 메모리반도체 내 PC의 비중은 75% 이상, 윈도우 95의 출시로 PC 보급률 확대가 본격화.<br>- DRAM 용량 확대 (세대 교체): 4MB에서 16MB로 용량이 확대<br>2) 공급: 공급업계의 구조조정 효과<br>- 기존 미국 DRAM 업체들의 사업 철수 효과가 나타나기 시작                                                                                                   |
| 1Q96-2Q98 | 하락 사이클                  | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 10 개 분기 중 6개 분기 하락                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: 3차 치킨 게임<br>1) 공급과잉으로 가격 하락 폭 심화<br>- Toshiba, Fujitsu, Hitachi 등 일본 DRAM 업체들이 라인 가동을 중단 (설비투자 축소)<br>2) 공급업계 구조조정<br>- Texas Instruments의 DRAM 사업부문 매각: 2Q98에 Micron Technology가 인수                                                                                                                                                                  |
| 3Q98-3Q00 | 상승 사이클<br>(IT 버블)       | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 9개 분기 중 7개 분기 상승                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: 인터넷 열풍과 휴대폰 보급의 확대, 공급업계의 구조조정<br>1) 수요: 인터넷 열풍과 휴대폰 보급의 확대<br>- 인터넷 열풍과 휴대폰 보급 확대: 인터넷 보급으로 개인용 컴퓨터 수요 증가, 휴대폰 보급도 확대.<br>- DRAM의 대용량화 (세대 교체): 64MB에서 128MB로 용량 확대<br>2) 공급: 공급업계의 구조조정<br>- 1Q99: LG반도체가 현대전자에 합병, 하이닉스반도체로 재출범.<br>- 3Q99: IBM의 사업 철수<br>- 4Q99: 일본 NEC와 히타치가 1999년 양사 메모리반도체 부문을 통합하여 Elpida를 설립.<br>- 2Q00: Fujitsu (일본)의 사업 철수 |
| 4Q00-3Q01 | 하락 사이클                  | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 4개 분기 중 4개 분기 모두 하락                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: IT 버블과 4차 치킨 게임<br>1) 수요: IT 버블 발생<br>2) 공급: 공급업계의 구조조정<br>- Toshiba와 IBM의 이탈: Toshiba는 2021년 말 Micron Technology에 DRAM 사업부문을 매각                                                                                                                                                                                                                      |

참고: 사이클은 매출액 기준으로 구분  
자료: 대신증권 Research Center

표 2. DRAM 사이클 분석 (2001-2010 년)

| 구분        | 사이클의 방향성 | 내용                                                                                                                                                                                                                                        |
|-----------|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4Q01-4Q06 | 상승 사이클   | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 21 개 분기 중 15 개 분기 상승                                                                                                                                                                                               |
|           |          | 2. 상승/하락 요인: 중국의 부상과 노트북 PC의 등장 (수요 성장)<br>1) 수요: 중국의 부상과 노트북 PC의 등장<br>- 2003-2004년 중국의 부상<br>- 노트북으로 PC의 저변이 확대<br>- 램버스 RAM의 몰락<br>2) 공급: 공급업체의 구조조정<br>- 2Q03: Mitsubishi의 사업 철수<br>- 3Q06: Infineon의 분사, Qimonda로 분사하면서 DRAM 사업을 분리. |
| 1Q07-1Q09 | 하락 사이클   | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 9 개 분기 중 6 개 분기 하락                                                                                                                                                                                                 |
|           |          | 2. 상승/하락 요인: 글로벌 금융위기와 5 차 치킨게임<br>1) 수요: 글로벌 금융위기<br>2) 공급: 공급업체의 구조조정<br>- 1Q09: Qimonda의 파산 (유럽계 DRAM 업체의 철수)<br>- 일본 채권단의 Elpida 수혈                                                                                                   |
| 2Q09-2Q10 | 상승 사이클   | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 5 개 분기 중 5 개 분기 상승                                                                                                                                                                                                 |
|           |          | 2. 상승/하락 요인: 경기 회복<br>1) 수요: 경기 회복에 따른 IT 수요 회복 (IT 수요의 낮은 기저 부담)<br>2) 공급: 공급업체의 구조조정 효과 (Consolidation 효과)                                                                                                                              |

참고: 사이클은 매출액 기준으로 구분  
자료: 대신증권 Research Center

표 3. DRAM 사이클 분석 (2010-2016 년)

| 구분        | 사이클의 방향성 | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3Q10-4Q12 | 하락 사이클   | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 10 개 분기 중 9 개 분기 하락                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|           |          | 2. 상승/하락 요인: IT 수요의 부진, 점유율 경쟁<br>1) 수요<br>- PC 수요의 부진: PC 보급률 90% (포화), 신규 수요 창출할 수 있는 여력 하락.<br>- 핸드폰 수요의 성장 정체: 스마트폰 시장 초입부<br>2) 공급: 공급업체의 구조조정 (대만 DRAM 산업의 몰락)<br>- 1Q11: Powerchip (대만)의 사업 철수<br>- 3Q11: ProMoS (대만)의 사업 축소<br>- 1Q12: Elpida (일본)의 법정관리 신청<br>- 4Q12: Nanya (대만)의 사업 축소 (PC/서버용 사업의 단계적 철수), 소비자용 메모리 사업에 집중. |
| 1Q13-4Q14 | 상승 사이클   | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 8 개 분기 중 6 개 분기 상승                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|           |          | 2. 상승/하락 요인: 스마트폰의 침투율 확대와 산업 Consolidation<br>1) 수요<br>- 스마트폰 출하량의 확대: 2012년 7억대에서 2014년 15억대로 고속성장.<br>- LTE 도입에 따른 기기당 탑재량 증가<br>2) 공급: 산업 Consolidation (3자 구도로의 전환)<br>- 3Q13: Elpida의 파산 (2013년 7월 31일 마이크로론이 인수)                                                                                                                |
| 1Q15-2Q16 | 하락 사이클   | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 6 개 분기 중 6 개 분기 하락                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|           |          | 2. 상승/하락 요인: IT 수요의 기저 부담 심화, 공급 증가 가속화<br>1) 수요: IT 수요의 기저 부담 심화<br>2) 공급: 공급 증가 가속화                                                                                                                                                                                                                                                  |

참고: 사이클은 가격 기준으로 구분  
자료: 대신증권 Research Center

표 4. DRAM 사이클 분석 (2016-2023 년)

| 구분        | 사이클의 방향성                | 내용                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------|-------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3Q16-3Q18 | 상승 사이클<br>(Super Cycle) | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 9개 분기 중 7개 분기 상승                                                                                                                                                                                                                    |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: 빅데이터의 시대 (신수요)<br>1) 수요: 서버 수요의 급증<br>2) 공급: 공급 제약의 심화<br>- 공급업계의 재고 부족 (신규 Fab의 생산 기여 또한 적었던 시점)                                                                                                                                             |
| 4Q18-4Q19 | 하락 사이클                  | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 5개 분기 중 5개 분기 하락                                                                                                                                                                                                                    |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: 서버 고객의 재고조정과 미중 무역분쟁<br>1) 수요: 데이터센터 주문 급락 (고객 재고 포화), 미중 무역분쟁으로 인한 수요 위축<br>2) 공급: Capex 급증 속 공급과잉 심화                                                                                                                                        |
| 1Q20-3Q21 | 상승 사이클                  | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 7개 분기 중 5개 분기 상승                                                                                                                                                                                                                    |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: Pandemic (COVID-19로 인한 Untact 수요 확대)<br>1) 수요: Pandemic (COVID-19로 인한 Untact 수요 확대)<br>2) 공급: CXMT의 시장 진입<br>3) 시점별 변화<br>- 2020년: 데이터센터 증설 재개. 하반기 기저 부담이 심화되며, 2H20 가격 하락 지속.<br>- 2021년: 언택트 수요와 공급망의 불확실성을 감안한 재고 비축 수요로 속 3Q21 까지 가격 호조. |
| 4Q21-2Q23 | 하락 사이클                  | 1. 사이클의 지속 기간 (분기 기준): 7개 분기 중 7개 분기 하락                                                                                                                                                                                                                    |
|           |                         | 2. 상승/하락 요인: COVID-19 기저 부담 심화<br>1) 수요: COVID-19 기저 부담 심화 (IT 수요의 위축, 고객의 재고조정)<br>2) 공급: 공급의 급증과 공급업계의 재고 문제 심화                                                                                                                                          |

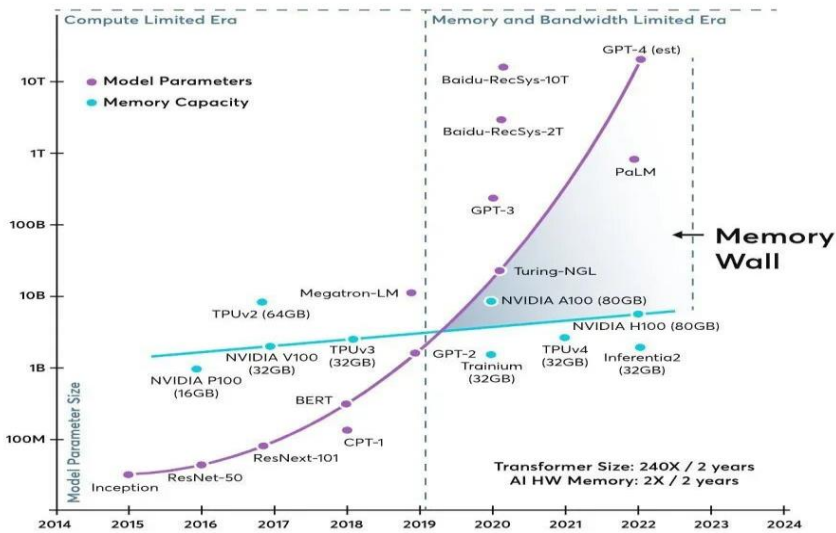
참고: 사이클은 가격 기준으로 구분  
자료: 대신증권 Research Center



DRAM, 조연에서 주연으로

현 AI 사이클의 주인공을 뽑는다면, DRAM을 빼놓기 어렵다. Memory Wall (연산 장치의 속도가 빨라졌음에도, 데이터를 공급하는 메모리반도체의 속도가 이를 따라가지 못해 병목이 발생하는 현상)을 극복하는 것이 AI 기술 혁신의 핵심 과제로 부각되며, DRAM 수요는 디지털 세계 (AI Computing 수요의 폭증)와 현실 세계 (서버 투자 확대, IT 디바이스 내 DRAM 탑재량 확대 등) 모두에서 눈덩이 (Snowball Effect)처럼 불어나고 있고, 우리는 역사상 보지 못한 수요-공급 괴리율을 경험하고 있다 (DRAM 생산: 100, 고객 DRAM 수요: 240-250). 설비투자과 완제품 생산 간의 시차를 감안 시, 지금 나타나고 있는 DRAM 품귀 현상은 단기간에 해결되기 어려울 것이라는 판단이다.

그림 11. Memory Wall



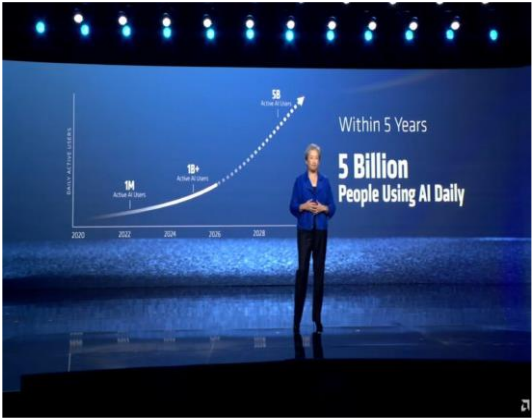
자료: 산업 자료, 대신증권 Research Center

그림 12. Nvidia: AI Computing 수요의 폭증을 전망



자료: Nvidia, 대신증권 Research Center

그림 13. AMD: AI 사용자 수와 연산 수요의 폭증을 전망



자료: AMD, 대신증권 Research Center

1. 수요의 Snowball Effect

서버 중심의 실수요 성장, 공급망 Risk 최소화를 위한 재고 확보 수요, 공급 부족 장기화에 대비한 가수요 등이 중첩되며, DRAM 수요는 눈덩이처럼 불어나고 있다. 일부 고객들은 2026년 DRAM 구매 TAM으로 전년대비 100% 성장까지도 제시하고 있고, 북미 하이 퍼스케일 중심으로 3-5년 간의 장기 공급 계약 체결 요청이 쇄도하고 있는 상황이다. 유례없는 공급자 우위의 가격 협상 구도 속, 1Q26 범용 DRAM ASP는 전분기 대비 80% 상승할 것으로 예상되며, 이는 단일 분기 최대 가격 상승률에 해당한다.

**1) 실수요:** 서버 중심의 실수요 확장이 나타나고 있다. 수많은 데이터센터 프로젝트들이 전세계 각지에서 전개되고 있고, DRAM은 구매와 동시에 데이터센터 빌드업에 투입되고 있다. 이에, 서버 고객들의 보유 DRAM 재고는 현재 적정 수준 혹은 그 이하로 하락한 것으로 추정된다. 세트 (PC, 모바일)에서도 AI 기능 강화를 통한 교체수요 유도 목적으로 High-End 제품 중심의 DRAM 스펙 업그레이드가 나타나고 있다.

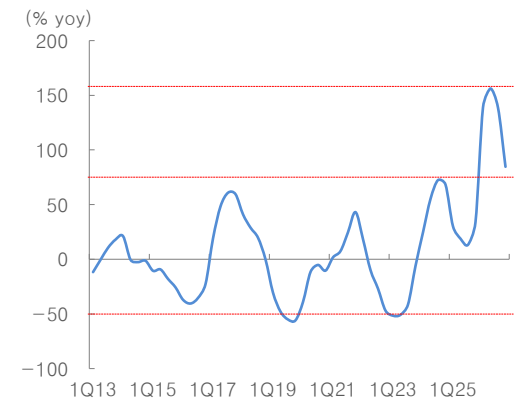
**2) 가수요 및 재고 확보 수요:** 지난 2년간의 보수적 증설 기조와 HBM의 Capa 잠식 효과로 중장기 DRAM Capa 부족에 대한 고객들의 우려가 확대되고 있다. 그간의 보수적 재고 정책으로, 많은 고객들이 재고 확보에 있어 난항을 겪고 있으며, 특히, 일부 세트업체에서는 DRAM 품귀 사태로 생산 차질마저 우려하고 있는 상황이다.

2. 달라진 대응 공식

물론, 고객들의 구매 수요를 온전히 믿긴 어렵다. 지금과 같은 수요의 폭증 환경에서는 매번 수요의 허수 (중복 오더)가 포함되어 있었다. 품귀 현상이 발생하는 시점에는 공급망 안정화가 1순위 과제가 되며, 실수요 대비 많은 물량을 요구해오기 마련이다.

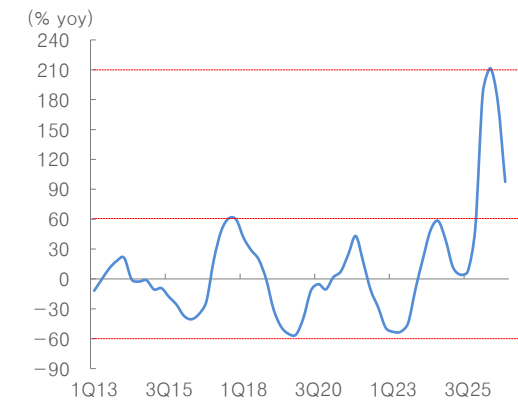
고무적인 점은 공급업계의 대응 방식과 생산 환경이 변했다는 점이다. 1) AI 수요의 확장성을 정확히 예측하기 어려운 만큼, 공급업계는 과거의 Lesson (중복 오더 Risk)을 기반으로 수요의 허수를 공격적으로 제거하고, 사업 계획을 수립 (수요의 허수를 공격적으로 제거해도, 2026년 DRAM 수요 성장률은 전년대비 30% 이상 성장)하고 있으며, 2) 생산 병목은 설비투자와 완제품 생산 간의 시차로 단기간에 풀리기 어려운 상황이다.

그림 14. DRAM: ASP 추이 및 전망 (전년동기 대비)



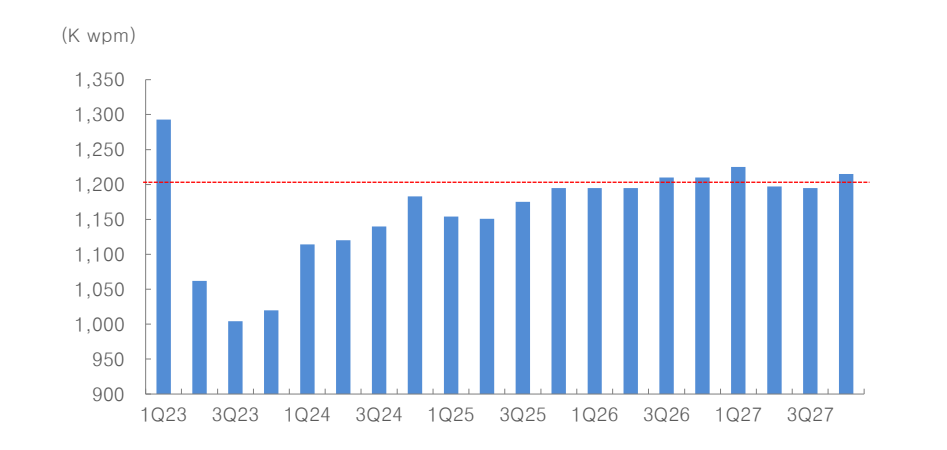
자료: 대신증권 Research Center

그림 15. 범용 DRAM: ASP 추이 및 전망 (전년동기 대비)



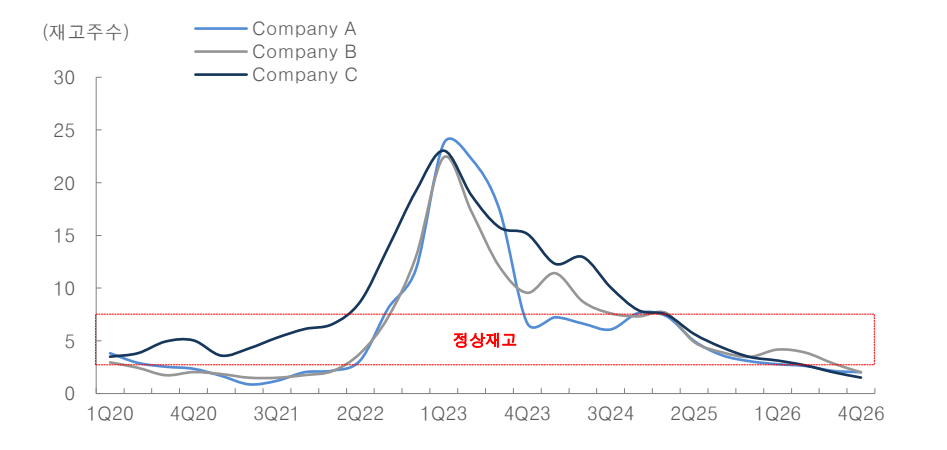
자료: 대신증권 Research Center

그림 16. DRAM 3 사\*: 범용 DRAM Capa 추이 및 전망



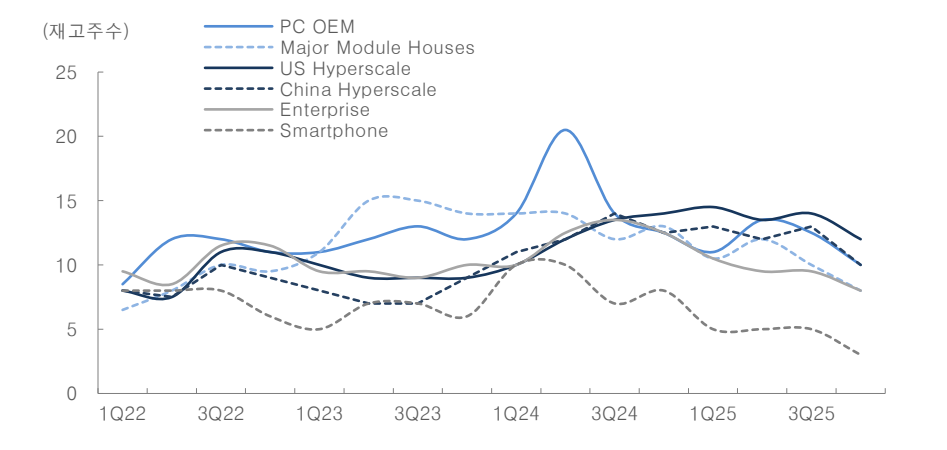
참고: \* 삼성전자, SK하이닉스, Micron Technology 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 17. DRAM: 공급업계의 재고 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 18. DRAM: 응용처별 재고 추이



자료: 대신증권 Research Center

DRAM 생산은 빠르게 늘어나기 어렵다

2026년 DRAM 생산은 전년대비 24% 성장 수준으로 제한될 것으로 전망한다. 고객들의 강한 수요 환경에 발맞춰, 공급업체도 생산 극대화 정책 (Capex의 상향, 가동률 극대화 등)을 펼치고 있으나, 공급 여건을 감안 시, 유의미한 생산 증가는 2027년 상반기 이후에나 나타날 것이라는 판단이다.

**1) 클린룸이 부족하다:** 다수의 신공장 프로젝트가 전개되고 있으나, 신공장의 생산 기여는 2027년 상반기 이후에나 본격화될 것으로 전망한다.

- 삼성전자: P4L만으로 2027년까지 대응해야 하는 상황이다. P5L은 준공 완료 시점을 앞당기고 있으나, 완제품 생산 기여는 2028년 하반기에나 시작될 것이라는 판단이다.

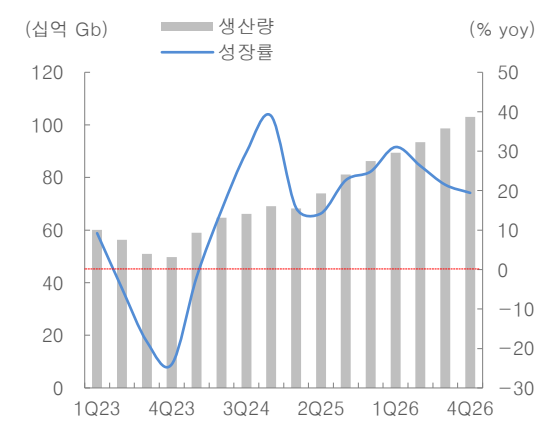
- SK하이닉스: 용인 1기의 준공 일정을 2027년 5월에서 2027년 2월까지 앞당길 것으로 전망한다. 완제품 생산 기여는 3Q27부터 시작될 것이라는 판단이다.

- Micron Technology: 다수의 Greenfield (Idaho 1/2공장, 히로시마 2공장, 뉴욕 1공장 등) 프로젝트와 Brownfield (PSMC Fab 5 인수) 프로젝트를 전개 중이다. 이중, 2028년 상반기까지 생산 기여 가능한 공장은 2곳 (Idaho 1공장, PSMC Fab 5) 뿐인 것으로 추정된다. Idaho 1공장의 경우, 3Q27-4Q27 구간에 완제품 생산 기여 (Wafer Out)가 시작될 것으로 예상되고, PSMC Fab 5는 2027년 말-2028년 초부터 생산 기여가 시작될 것이라는 판단이다. 다른 프로젝트들의 경우, 일정이 예상 대비 밀릴 가능성이 존재한다.

**2) HBM이 선단공정 Capa를 잠식:** HBM3e와 HBM4가 최선단공정 Capa (DRAM 1b, DRAM 1c)를 잠식하고 있고, 2026년 하반기부터는 HBM4e Sample 출하가 시작될 것으로 전망한다. Trade Ratio (HBM과 범용 DRAM의 생산 교환 비율)가 추가 확대될 변화이며, 이에, HBM의 선단공정 Capa 잠식 효과는 추가 확대될 것이라는 판단이다.

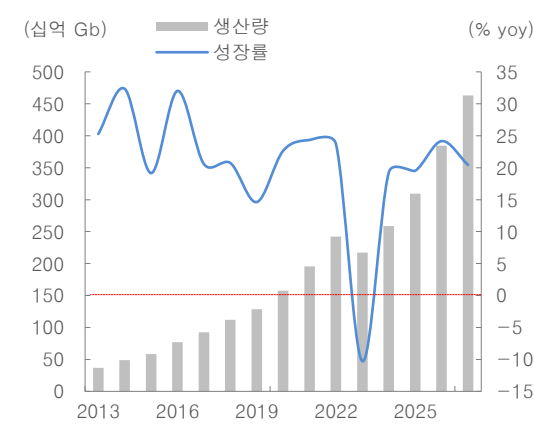
중장기 관점에서 생각해볼 이슈가 있다면, Tech Migration 효과의 둔화일 것이라 생각한다. DRAM 미세화가 한계점에 봉착하고 있으며, 이에 기술 고도화 속도는 당초 예상 대비 둔화될 수 있다. 물질의 변화, Vertical Gate, 3D 구조로의 전환 등의 기회를 모색 중이나, 신공정 도입 시점 상의 불확실성은 지속 확대되고 있는 것으로 추정된다.

그림 19. DRAM: 분기별 생산량 추이 및 전망



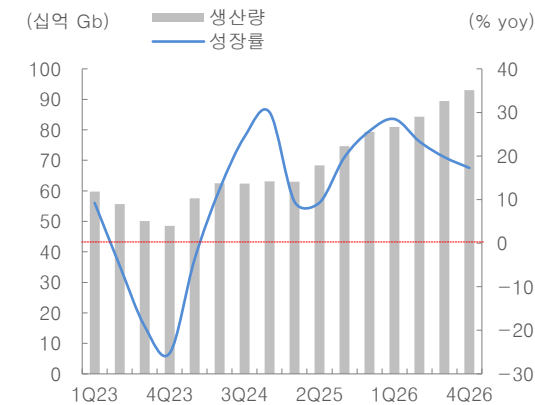
자료: 대신증권 Research Center

그림 20. DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



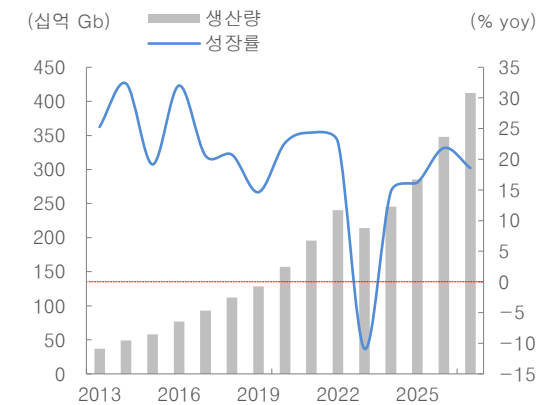
자료: 대신증권 Research Center

그림 21. 범용 DRAM: 분기별 생산량 추이 및 전망



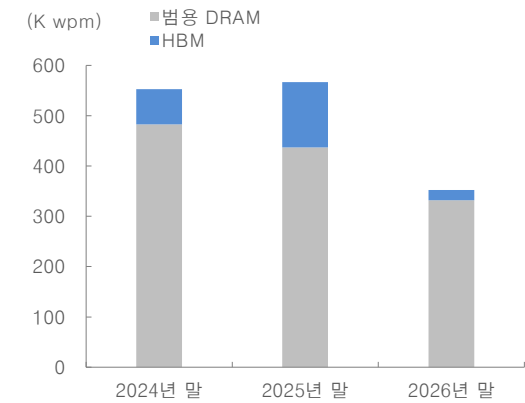
자료: 대신증권 Research Center

그림 22. 범용 DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



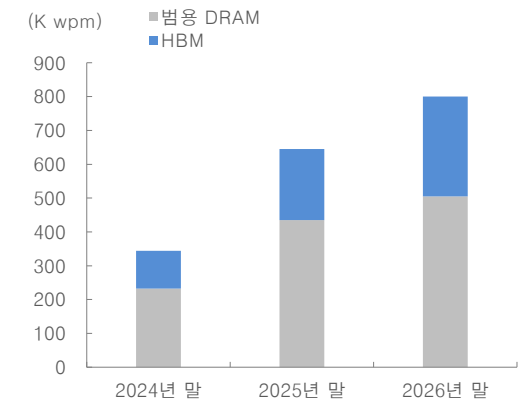
자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 글로벌 DRAM 1a: Capa 배분 추이 및 전망



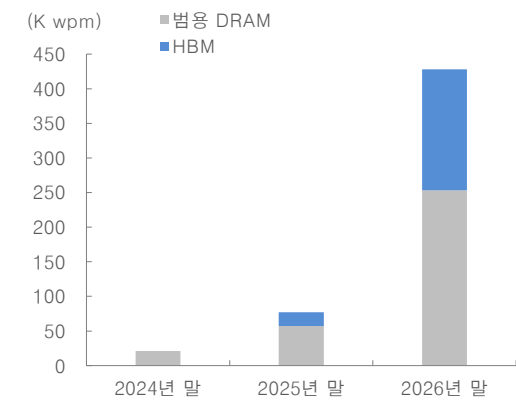
자료: 대신증권 Research Center

그림 24. 글로벌 DRAM 1b: Capa 배분 추이 및 전망



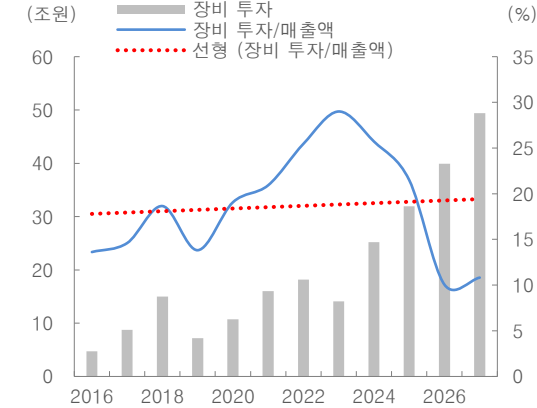
자료: 대신증권 Research Center

그림 25. 글로벌 DRAM 1c: Capa 배분 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 26. 한국 DRAM\*: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 5. DRAM: Capa 추이 및 전망

|                   | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E |
|-------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 삼성전자              |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 전체 Capa           | 645  | 645  | 655  | 670  | 665   | 675   | 695   | 720   | 740   | 750   | 755   | 760   |
| 성장률 (q-q, %)      | -4   | 0    | 2    | 2    | -1    | 2     | 3     | 4     | 3     | 1     | 1     | 1     |
| 성장률 (y-y, %)      | 21   | 8    | 1    | 0    | 3     | 5     | 6     | 7     | 11    | 11    | 9     | 6     |
| Line 15           | 175  | 175  | 170  | 175  | 175   | 175   | 180   | 185   | 185   | 180   | 180   | 175   |
| Line 17           | 140  | 130  | 120  | 100  | 95    | 90    | 90    | 90    | 90    | 90    | 85    | 85    |
| P1L               | 110  | 110  | 120  | 120  | 120   | 120   | 120   | 120   | 115   | 115   | 110   | 110   |
| P2L               | 110  | 120  | 130  | 145  | 145   | 145   | 145   | 145   | 145   | 145   | 145   | 145   |
| P3L               | 110  | 110  | 110  | 110  | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   |
| P4L               | 0    | 0    | 5    | 20   | 30    | 45    | 60    | 80    | 105   | 120   | 135   | 145   |
| P5L               | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| SK하이닉스            |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 전체 Capa           | 504  | 516  | 530  | 545  | 560   | 575   | 595   | 615   | 620   | 631   | 630   | 635   |
| 성장률 (q-q, %)      | 4    | 2    | 3    | 3    | 3     | 3     | 3     | 3     | 1     | 2     | -0    | 1     |
| 성장률 (y-y, %)      | 37   | 36   | 22   | 13   | 11    | 11    | 12    | 13    | 11    | 10    | 6     | 3     |
| M14               | 168  | 183  | 170  | 170  | 170   | 165   | 160   | 160   | 160   | 160   | 160   | 160   |
| M16               | 142  | 145  | 172  | 185  | 195   | 200   | 205   | 205   | 205   | 205   | 205   | 205   |
| Wuxi              | 194  | 188  | 188  | 190  | 190   | 190   | 190   | 190   | 185   | 185   | 180   | 180   |
| M15x              | 0    | 0    | 0    | 0    | 5     | 20    | 40    | 60    | 70    | 80    | 80    | 80    |
| Y1 (용인 17l)       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 5     | 10    |
| Micron Technology |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 전체 Capa           | 320  | 330  | 340  | 340  | 350   | 360   | 365   | 370   | 370   | 371   | 385   | 400   |
| 성장률 (q-q, %)      | 2    | 3    | 3    | 0    | 3     | 3     | 1     | 1     | 0     | 0     | 4     | 4     |
| 성장률 (y-y, %)      | 0    | 6    | 10   | 8    | 9     | 9     | 7     | 9     | 6     | 3     | 5     | 8     |
| Dominion Fab 2    | 20   | 20   | 20   | 20   | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
| Fab 15 (히로시마 17l) | 100  | 100  | 100  | 100  | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 기존 대만 공장*         | 200  | 210  | 220  | 220  | 230   | 240   | 245   | 250   | 250   | 250   | 250   | 250   |
| PSMC Fab 5        | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 10    | 15    |
| Idaho Fab 1       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 5     | 15    |
| Idaho Fab 2       | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 히로시마 27l          | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 뉴욕 17l            | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| CXMT              |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 전체 Capa           | 230  | 260  | 270  | 280  | 290   | 305   | 320   | 330   | 340   | 355   | 370   | 380   |
| 성장률 (q-q, %)      | 0    | 13   | 4    | 4    | 4     | 5     | 5     | 3     | 3     | 4     | 4     | 3     |
| 성장률 (y-y, %)      | 64   | 68   | 46   | 22   | 26    | 17    | 19    | 18    | 17    | 16    | 16    | 15    |
| Phase 1           | 100  | 100  | 100  | 100  | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   |
| Phase 2           | 60   | 80   | 90   | 100  | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   | 100   |
| 베이징 17l           | 30   | 30   | 30   | 30   | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    | 30    |
| 베이징 27l 및 신공장     | 40   | 50   | 50   | 50   | 60    | 75    | 90    | 100   | 110   | 125   | 140   | 150   |
| 기타                |      |      |      |      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 전체 Capa           | 127  | 136  | 148  | 151  | 155   | 159   | 160   | 166   | 160   | 160   | 160   | 160   |
| 성장률 (q-q, %)      | -1   | 7    | 9    | 2    | 3     | 3     | 1     | 4     | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 성장률 (y-y, %)      | 3    | 5    | 10   | 18   | 18    | 18    | 18    | 18    | 18    | 18    | 18    | 18    |

자료: 대신증권 Research Center

1. 삼성전자: 2026년 DRAM 생산, 전년대비 23% 성장 전망

삼성전자는 4Q25 실적발표에서 2026년 메모리반도체 Capex가 전년대비 유의미하게 상향될 수 있다는 메시지를 전달했다. 금번 Capex 상향의 배경은 크게 3가지로 판단된다.

- NRD-K (반도체 R&D 전진기지): NRD-K는 미래 반도체 기술 선점을 위해 건설 중인 3.3만 평 규모의 복합 반도체 연구단지이다. 차세대 기술 개발의 거점으로 활용될 전망이며, 이에 따른 인프라 투자 상향이 Capex 증가 배경 중 하나인 것으로 판단된다.
- 선단공정 비중 확대: DRAM의 경우, DRAM 1b/1c Capa 비중 확대를 위한 선행적 투자가 강하게 집행될 것으로 전망한다. P4L 중심의 신규 Capa 증설 (DRAM 1c)과 더불어, 기존 라인에서의 전환투자 (DRAM 1b/1c)를 통해 선단공정 비중 확대 기회를 모색할 것이라는 판단이다. 당사의 경우, 삼성전자의 DRAM 1c Capa (Wafer Input 기준)가 2025년 말 월 20K에서 2026년 말 월 170K로 증가할 것으로 전망한다.
- 신공장 준공: P4L과 P5L 중심으로 인프라 투자를 확대할 것으로 전망한다. 인프라 투자 조기 집행을 통해 신공장 생산 기여 시점을 앞당기기 위한 노력인 것으로 추정된다.

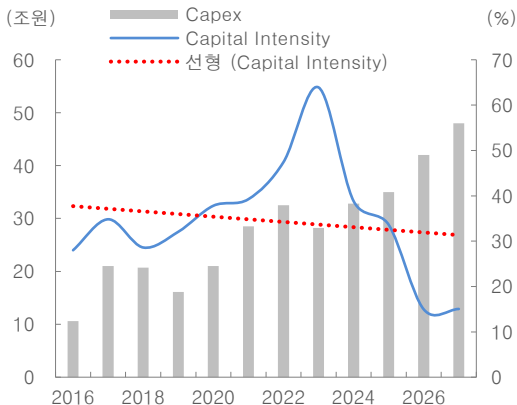
시장 일각에서는 금번 메시지에 과거와 같은 생산 급증을 우려하는 모습이다. 하지만, 지나친 우려는 기우이다. 유의미한 생산 증가는 2026년에 나타나기 어려우며, 삼성전자의 2026년 DRAM 생산 증가율은 전년대비 23% 성장으로 제한될 것이라는 판단이다.

1) Shell First 전략: 인프라 투자는 선행적으로, 생산은 유동적으로

현 Capex의 상향 중 많은 부분은 인프라 투자의 증가로 설명 가능하다. 단기 생산을 급격히 늘리기엔 클린룸이 부족하며, AI 수요 장기화에 대비하여 Fab Space를 사전에 확보하려는 차원에서 신공장 (P4L, P5L) 준공 일정을 앞당기고 있는 것으로 판단된다.

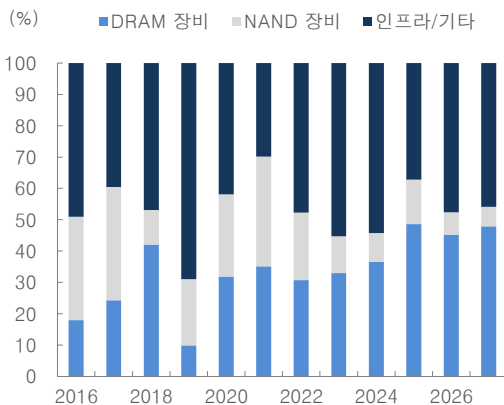
- 2026-2027년에 가용 가능한 신공장은 P4L 뿐인 것으로 추정된다. P5L의 경우, 공사 일정을 최대한 앞당기고 있으나, 완제품 생산이 나오기 시작하는 시점은 빨라야 2Q28-3Q28일 것이라는 판단이다. 기존 복층 구조의 Fab 형태와 달리, 사실상 3.5층 규모이기에 Fab 사이즈 자체가 매우 크며, 건설에 소요되는 절대 시간을 고려할 필요가 있다.

그림 27. 삼성전자: 메모리반도체 Capex 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 28. 삼성전자: 메모리반도체 Capex Breakdown



자료: 대신증권 Research Center

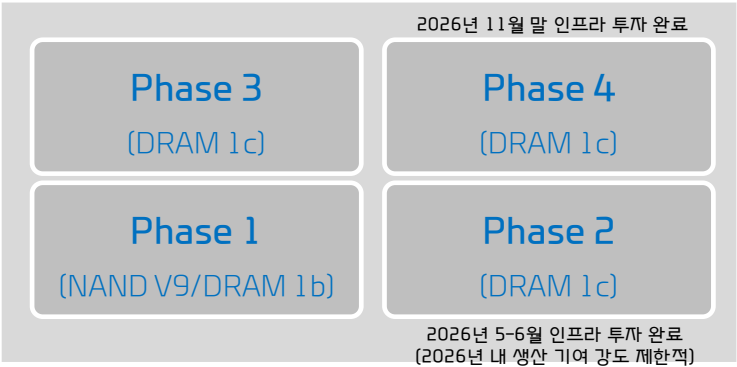
추가 증산을 위해 선택할 수 있는 방안이 있다면, 화성 사이트의 DRAM 1c 조기 전환이다. 하지만, 2026년에 급격한 DRAM 1c 전환투자를 집행하긴 어려운 상황이며, 화성 사이트 내 DRAM 1c 전환투자는 2027년 구간부터 시작될 것이라는 판단이다.

- 지금과 같이 재고도, 생산 증가도 제한적인 상황에서 전환투자를 크게 할 경우, 전환 투자에 걸리는 절대 시간으로 인해 실 Capa Loss 효과가 더 크게 느껴질 수 있다. 자칫, 잠재 생산의 축소로 판매에 손실이 발생할 수 있다.

- 효율적 Capa 활용을 위해 화성 사이트를 건드린다면, 제품별 생산 지역의 개편도 동반되어야 한다. 이 경우, 고객사로부터 Site Qual을 다시 받아야 하며, 해당 과정에서 추가적인 시간이 소요된다. 현실적인 여건을 감안 시, 화성 사이트 내 DRAM 1c 전환은 2026년 구간에 나타나기 어려운 상황이라는 판단이다. 여러 제반 여건을 감안 시, 2027년부터 화성 사이트 내 DRAM 1c 전환투자가 나타날 가능성이 높다고 생각한다.

그렇다면, 2026-2027년에 가용 가능한 신공장 Space는 P4L 뿐이다. Phase 1 (DRAM 1b 월 15K, V9 월 20K) 인프라 셋업이 완료되었다고는 하나, 고객 수요를 충족시키기 위해 선 Phase 2와 Phase 4 지역에 대한 인프라 투자 일정도 앞당겨져야 한다. Phase 2는 로직/파운드리에서 DRAM으로 용도가 변경되었기에 그에 맞춘 리모델링이 필요하며 (2026년 5-6월 인프라 투자 완료 예상), Phase 4는 2026년 11월 내외에 인프라 투자가 마무리 될 것으로 예상된다. 웨이퍼 리드타임 (범용 DRAM: 3-4개월, HBM: 5개월 내외)을 감안 시, 2026년 P4L발 생산 급증은 현실성이 낮은 시나리오라는 판단이다.

그림 29. 삼성전자: 평택 4공장 구성도 및 투자 스케줄



자료: 대신증권 Research Center



2) 가동률 극대화 전략

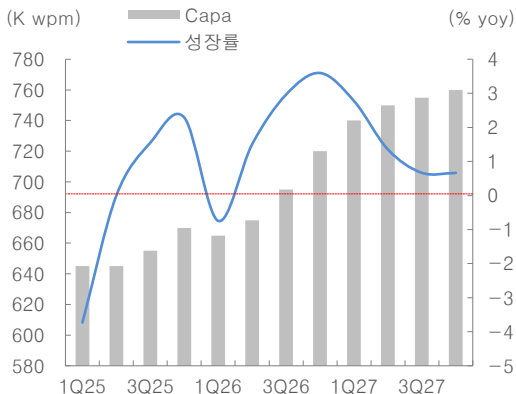
Capa 증설을 통한 생산 증가가 제한되는 상황에서 보유 재고도 정상 수준 이하로 하락한 만큼 (4Q25 말 기준 DRAM 재고 3-4주로 추정), 이번에도 가동률 극대화 정책은 시행될 것이라 생각한다. 그간 DRAM 점유율이 하락해왔고, 이렇게 좋은 업황에서 출하 기준 점유율에서 손실을 보고 싶지는 않을 것이기 때문이다.

하지만, 금년에는 가동률 극대화가 가져올 생산 증가 폭이 제한적일 것이라 생각한다. 라인 배열도 복잡해졌고, 기술 난이도 상승으로 수율을 급격히 끌어올리는 일도 쉽지 않다. 전환 투자를 연중 지속하는 만큼 이에 따른 실 Capa Loss 효과도 감안할 필요가 있다.

3) 2026년 사업 전략의 방향성: 실리 중심의 경영 기조 강화

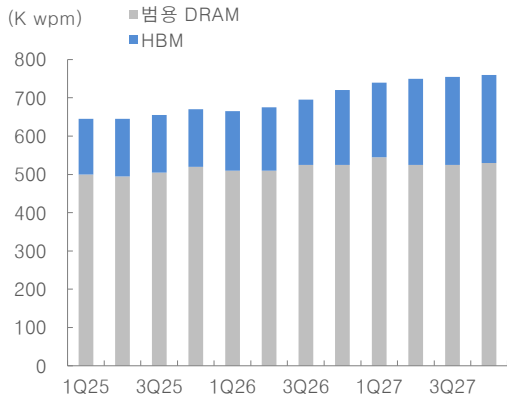
보유 재고도, 생산 증가도 제한적인 환경인 만큼, 범용 DRAM ASP 상승률 극대화 및 HBM 경쟁력 확대 등을 통해 초과성장 기회를 모색할 가능성이 높다는 판단이다. 목표하고 있는 영업이익 1등 탈환에도, 점유율 방어 관점에서도 해당 전략이 가장 현실성이 높은 시나리오라 생각하며, 연중 실리 중심의 경영 기조가 이어질 것으로 전망한다.

그림 30. 삼성전자: DRAM Capa 추이 및 전망



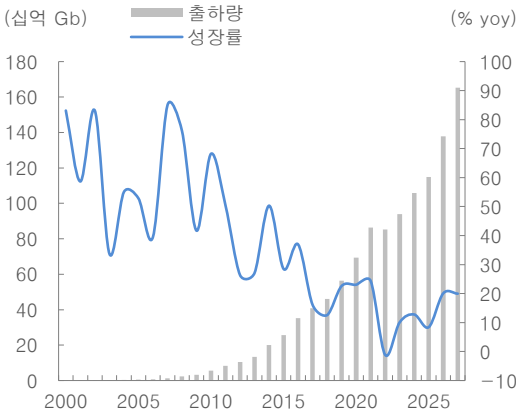
자료: 대신증권 Research Center

그림 31. 삼성전자: 제품군별 DRAM Capa



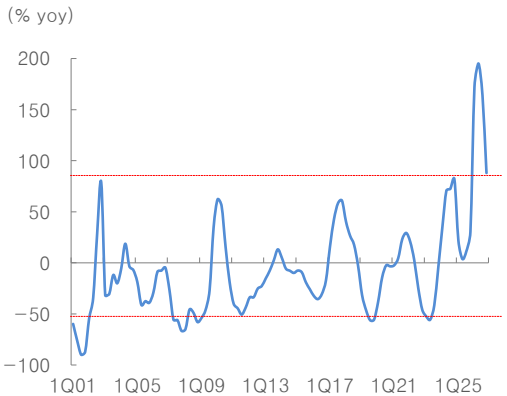
자료: 대신증권 Research Center

그림 32. 삼성전자: DRAM 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 33. 삼성전자: DRAM ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

## 2. SK하이닉스: 2026년 DRAM 생산, 전년대비 20% 성장 전망

SK하이닉스도 삼성전자와 마찬가지로 4Q25 실적발표에서 2026년 Capex의 유의미한 상향을 발표했다. 당사의 경우, SK하이닉스의 2026년 Capex가 30조 후반으로 성장할 것으로 전망한다. 금번 Capex 상향의 배경은 크게 4가지인 것으로 판단된다.

- **M15x:** 2025년 10월에 준공을 완료하고, 초도 웨이퍼 투입이 시작된 것으로 판단된다. 생산성을 조기에 극대화할 것으로 예상되며, HBM 양산 라인으로 활용될 전망이다. DRAM 1b 중심으로 초기 Capa를 운영하되, HBM4e 출하가 본격화되는 2027년부터 DRAM 1c로의 전환투자가 시작될 것이라는 판단이다.

- **용인 1기:** 용인 1기의 인프라 투자가 상향된 것으로 추정된다. 준공 완료 시점을 기존 2027년 5월에서 2027년 2월로 앞당기기 위한 목적인 것으로 판단된다.

- **선단공정 전환 가속화:** 이천 사업장 내 DRAM 1b/1c Capa 비중 확대를 추진하고 있는 것으로 추정된다. 범용 DRAM에서의 이익 레버리지 효과를 극대화하고, DRAM 수요 상향에 적극 대응하기 위한 변화라는 판단이다.

- **Advanced Packaging 투자:** 청주 P&T 7공장 및 미국 Indiana 후공정 공장 준공을 진행 중이다. HBM을 포함한 Advanced Packaging 대응 목적인 것으로 판단된다.

달라진 점이 있다면, Capex 정책이다. Capex의 상향 속에서도, Capex Discipline (Capital Intensity의 3개년 이동평균을 30% 중반으로 제어)은 지켜갈 것을 발표했다. AI 수요의 추가 상향 가능성에 대비하여, 장비 오더를 상향하고, 신공장 준공 일정은 앞당기되, 상황에 따라 생산 대응은 유동적으로 해나갈 것이라는 것이라는 판단이다.

### 1) 신규 Fab의 생산 기여 시점

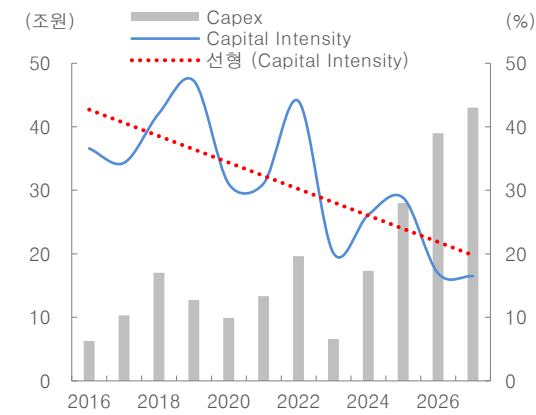
M15x의 경우, 연초 초도 웨이퍼 투입이 시작된 것으로 추정된다. HBM 생산 대응 목적으로 세워진 신공장인 만큼 HBM3e/HBM4 양산에 필요한 DRAM 1b 공정으로 초기 Capa 셋업이 이뤄질 전망이며, 2026년 말 Capa는 월 60K까지 상승할 것이라는 판단이다. 관련 장비 오더의 경우, 급격한 수급 변동에 대비하여 Design Capa를 모두 채우는 수준까지 진행한 것으로 추정되나, 셋업은 수급 환경에 맞춰 전개할 것으로 전망한다.

용인 1기의 경우, 2027년 2월로 준공 완료 시점이 앞당겨진 것으로 판단된다. 다만, 첫 가동 사이트인 만큼 생산에 필요한 제반 환경 마련에 시간이 소요될 수 있다는 점, 웨이퍼 리드타임이 평소 대비 길어질 수 있다는 점 등을 감안할 필요가 있다.

### 2) 후공정 Capa 확보

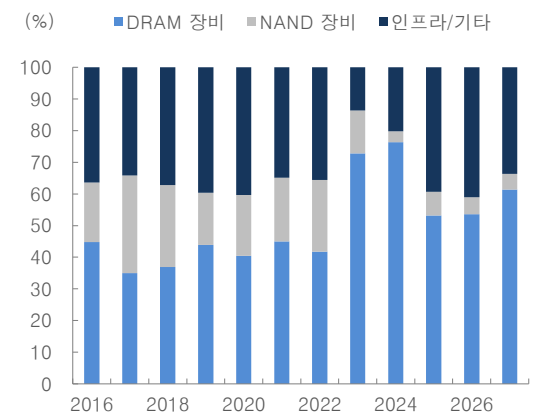
중장기 Advanced Packaging 수요 대응을 위해, 청주 P&T 7공장과 미국 Indiana 후공정 공장 준공을 진행 중이다. 신공장의 생산 기여 시점이 2027-2028년 구간이라는 점을 감안 시, 신공장 가동 전 Brownfield 투자가 일부 전개될 수 있다는 판단이다.

그림 34. SK 하이닉스: Capex 추이 및 전망



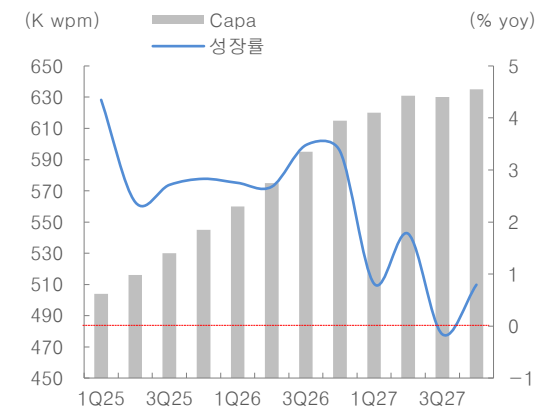
자료: 대신증권 Research Center

그림 35. SK 하이닉스: Capex Breakdown



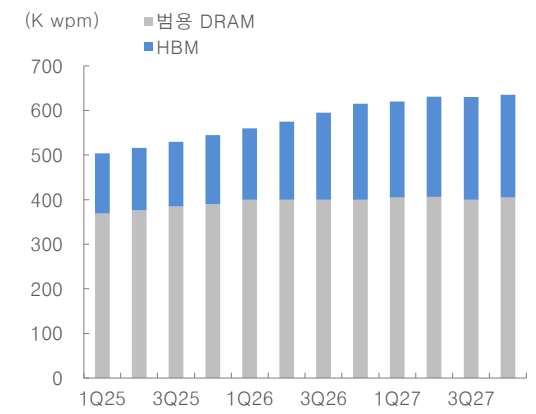
자료: 대신증권 Research Center

그림 36. SK 하이닉스: DRAM Capa 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 37. SK 하이닉스: 제품군별 DRAM Capa



자료: 대신증권 Research Center

표 6. SK 하이닉스: 후공정 공장 현황 및 투자 방향성

| 구분              | 내용                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 후공장 사업장 현황      | 이천 사업장, 청주 사업장에서 후공장 공장을 운영 중. Hi Tech (중국 내 위치, 지분투자), 하나마이크론 VINA 공장 등에서 위탁생산을 일부 진행 중.                                                                                                                                        |
| Greenfield 프로젝트 | 1. P&T 7공장: 청주 내 7만 평 부지를 활용 예정. 총 19조원을 투자하여 차세대 첨단 패키징 공장 (Advanced Packaging)을 준공할 예정. 2026년 4월에 착공을 시작했으며, 2027년 말 완공 목표.<br>2. 인디애나 공장 (Indiana): 미국 Indiana에 38.7억 달러를 투자하여 AI 메모리반도체용 첨단 패키징 공장을 건설할 계획. 2028년 하반기 양산 목표. |
| 향후 방향성          | HBM Capa 증가에 따른 후공정 공장 Space 부족 현상을 타파하고, 전공정 Fab Space를 보다 효율화할 목적으로 Brownfield 투자 혹은 외주 물량 확대 (OSAT)를 추진할 가능성                                                                                                                  |

자료: 대신증권 Research Center

3. Micron Technology: 2026년 DRAM 생산, 전년대비 22% 성장 전망

Micron Technology의 FY2026 Capex는 전년대비 53% 성장한 210억 달러에 이를 것으로 전망한다. 현재 다수의 Greenfield 프로젝트를 전개하고 있으며, 2027-2028년 구간의 생산 제약 환경에 대비하기 위해 PSMC P5 공장 인수를 결정한 상황이다.

1) 기존 Fab Space는 한계에 봉착

Micron Technology의 2026년 DRAM 생산은 전년대비 22% 성장에 머무를 것으로 전망한다. 기존 Fab Space의 한계를 감안할 필요가 있다.

- 현재 다수의 Greenfield 프로젝트를 전개 중이나, 건설 경기와 제반 여건 등을 감안 시, 신공장의 생산 기여 시점은 기존 예상 대비 지연될 Risk가 존재한다.
- 기존 Fab Space로 2026-2027년 생산에 대응해야 하는 환경이다. DRAM 1b/1c 중심의 Capa 믹스 운영을 극대화하고, 대만 내 여유 부지를 최대한 활용할 계획인 것으로 추정되나, EUV를 적게 쓰는 선단공정의 특성 상, 공정 라인은 상대적으로 길 것이고, 그만큼 Fab Space의 제약은 확대될 수 있다.

2) PSMC P5의 생산 기여 시점은?

Tongluo에 위치한 PSMC의 P5 공장을 인수할 계획이다. 인수 금액은 총 18억 달러이며, 현재 인수를 위한 LOI (Letter of Intent)를 체결한 상황이다. 2Q26 내 계약이 완료되고, 2H27부터 생산 기여가 본격화될 것이라는 판단이다.

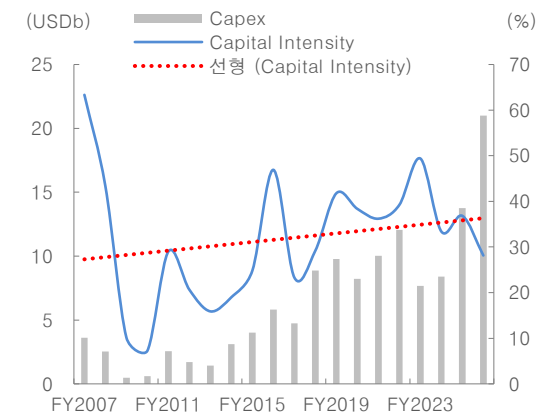
초기 가용 Fab Space는 월 40K 수준인 것으로 추정된다. 2H27 월 15K 내외 Capa 셋업 후, 단계적 Capa 향상이 나타날 것이라는 판단이다. 웨이퍼 리드타임을 감안 시, 완제품 생산 기여는 2027년 말-2028년 초 구간부터 본격화될 것으로 전망한다.

표 7. Micron Technology: Greenfield Project

| 구분           | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|--------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 중장기 계획       | 1) 기존 사업장: 최대 가용 가능 Capa는 월 370K 수준으로 추정. 현 Capa가 월 350K임을 감안 시, 신공장 건설을 통한 추가 Fab Space 확보가 필요한 상황.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|              | 2) Greenfield 프로젝트: 미국 중심으로 전공정 Capa를 확보할 계획. 대만에도 A5 부지를 확보해 놓은 상황.<br>- 히로시마 2공장: 2027년 가동 목표였으나, 가동 시점은 당초 기대 대비 지연될 것. 2028년 이후, Capa 기여가 시작될 것.<br>- 미국 Idaho 1공장: Wafer Input은 2Q27, Wafer Output은 3Q27-4Q27부터 시작될 것으로 전망.<br>- 미국 Idaho 2공장: 공장 설계를 완료한 것으로 추정. 2028년 이후 생산에 기여하기 시작할 것으로 전망.<br>- 미국 뉴욕 공장: 향후 20년간 최대 1,000억 달러 투자 예정. 4개 Fab으로 구성. 환경영향평가 초기 단계를 완료.<br>- 미국 Manassas 투자 (Dominion Fab 2): 미국 내 메모리반도체 생산 확대 목적으로 21.7억 달러를 투자할 예정. 연방 정부로부터 최대 2.75억 달러의 보조금을 확보. 산업용, 자동차용 반도체와 같이 미국 산업에 필수적인 특수 DRAM 중심으로 생산을 전개 중인 것으로 추정 (20nm 이상). |
|              | 3) Brownfield 프로젝트 (PSMC의 P5)<br>- Tongluo에 위치한 PSMC의 P5 공장을 인수할 계획. 2Q26 내 계약 완료, 2H27 생산 기여 본격화 전망.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 2026년 인프라 투자 | 신공장 준공 중심으로 인프라 투자를 확대 중. Capex 증분의 많은 부분이 인프라 투자의 확대에서 기인하고 있는 것으로 추정.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 후공정          | 1) 인도 구자라트 패키징 공장<br>- Timeline: 2023년 착공, 2025년 12월 완공 예정. 2027년까지 2단계 추가 착공 및 가동이 이뤄질 전망.<br>- 투자 규모: 총 27.5억 달러 투자 예정. 인도 중앙정부에서 50%, 주정부에서 20%의 보조금을 지급.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|              | 2) 대만 AUO 공장<br>- 2024년 8월 AUO로부터 타이중과 타이난에 위치한 2개의 공장을 81억 대만 달러에 인수.<br>- 4Q25부터 HBM 생산 기여를 본격화하고 있는 것으로 추정.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|              | 3) 싱가포르 패키징 공장<br>- Timeline: 70억 달러를 투자하여 후공정 공장을 신설. 2026년 가동을 시작하여 2027년부터 생산에 본격 기여할 것.<br>- HBM 양산에 필요한 TSV 공정과 NAND에 적용될 Hybrid Bonding 공정을 수행할 것으로 예상. Convertible Fab으로 공장을 건설할 계획 (Risk Hedging 목적).                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

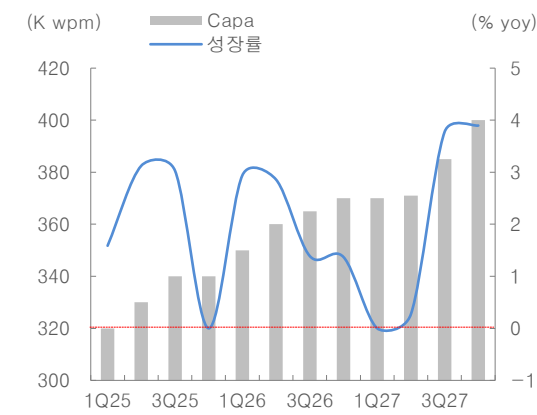
자료: 대신증권 Research Center

그림 38. Micron Technology: Capex 추이 및 전망



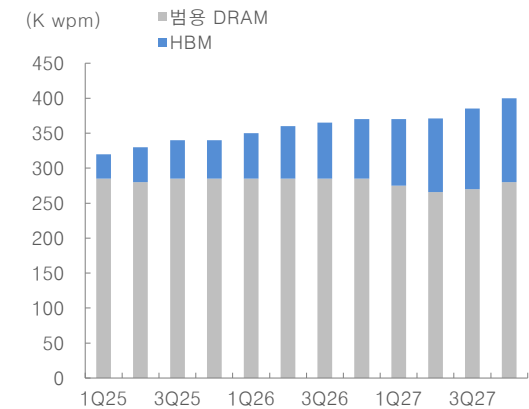
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 39. Micron Technology: DRAM Capa 추이 및 전망



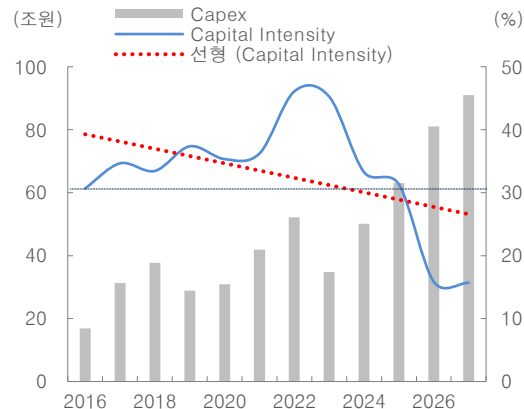
자료: 대신증권 Research Center

그림 40. Micron Technology: 제품군별 DRAM Capa



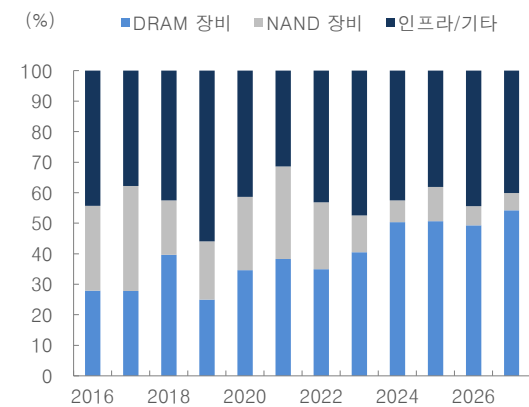
자료: 대신증권 Research Center

그림 41. 한국 메모리반도체\*: Capex 추이 및 전망



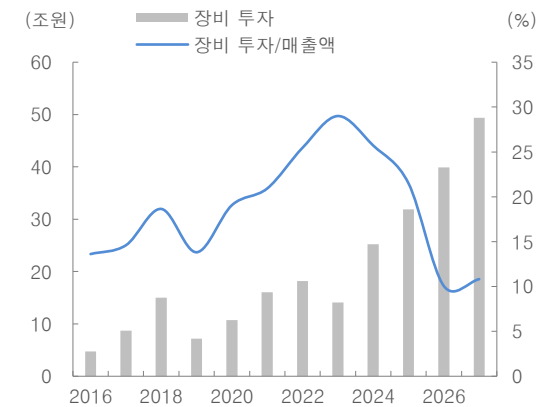
참고: \*삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 42. 한국 메모리반도체\*: Capex Breakdown



참고: \*삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 43. 한국 반도체\*: DRAM 장비투자 추이 및 전망



참고: \*삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

4. 둔화되는 Tech Migration 효과

생산을 늘리는 방식에는 크게 3가지가 존재한다. 1) Capa 확대, 2) Tech Migration (공정 세대 전환)을 통한 웨이퍼당 생산성 개선, 3) 가동률 극대화가 그 대상이다.

이중, Tech Migration 효과는 중장기적으로 둔화될 것으로 전망한다. 물질의 변화, Vertical Gate, 3D 구조로의 전환 등의 기회를 모색 중이나, 신공정 도입 시점 상의 불확실성은 지속 확대되고 있는 것으로 추정된다.

- 2D 구조의 DRAM은 그간 EUV를 통한 미세화로 생산성 혁신 기회를 가져갔다. DRAM 1d까지는 EUV (DRAM 1d부터 High-NA EUV 침투 시작)를 통한 미세화가 지속될 것으로 예상되나, 공정 마진의 급격한 축소 속, 기술 개발의 난이도가 급격히 높아지고 있고, 신공정의 침투 시점은 그만큼 불확실해지고 있다.

- 차세대 기술의 개발도 예상 대비 느려지고 있다는 판단이다. 4F Square, 3D DRAM 등이 차세대 DRAM 공정 기술의 표준으로 부상하고 있으나, 신기술의 활용이 오히려 원가의 증가를 유발하는 기이한 현상이 나타나고 있다. 이에, 10nm 이하로 가기 전, DRAM 1e라는 새로운 공정이 추가될 가능성이 높아지고 있는 상황이다.

표 8. DRAM 공급업체: Tech Roadmap

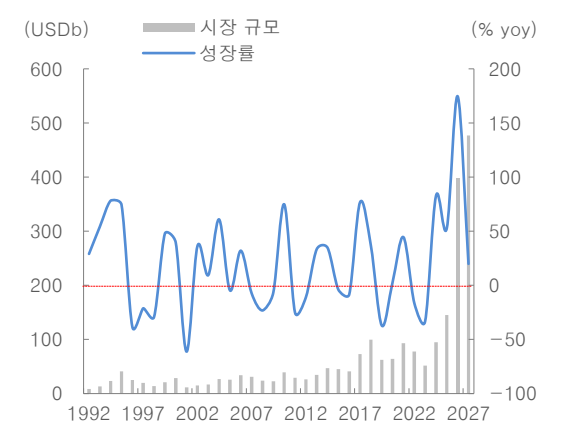
|                   | 2014 |      |    |    | 2015 |    |      |    | 2016     |    |       |    |
|-------------------|------|------|----|----|------|----|------|----|----------|----|-------|----|
|                   | 1Q   | 2Q   | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q   | 4Q | 1Q       | 2Q | 3Q    | 4Q |
| 삼성전자              | 25nm | 20nm |    |    |      |    |      |    |          | 1x |       |    |
| SK 하이닉스           | 25nm |      |    |    |      |    | 21nm |    |          |    |       |    |
| Micron Technology | 25nm |      |    |    |      |    | 20nm |    |          |    |       |    |
| CXMT              |      |      |    |    |      |    |      |    |          |    |       |    |
|                   | 2017 |      |    |    | 2018 |    |      |    | 2019     |    |       |    |
|                   | 1Q   | 2Q   | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q   | 4Q | 1Q       | 2Q | 3Q    | 4Q |
| 삼성전자              |      |      |    |    |      | 1y |      |    |          |    | 1z    |    |
| SK 하이닉스           |      |      | 1x |    |      |    |      |    |          | 1y |       |    |
| Micron Technology |      |      | 1x |    |      |    |      | 1y |          |    |       | 1z |
| CXMT              |      |      |    |    |      |    |      |    | 19nm     |    |       |    |
|                   | 2020 |      |    |    | 2021 |    |      |    | 2022     |    |       |    |
|                   | 1Q   | 2Q   | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q   | 4Q | 1Q       | 2Q | 3Q    | 4Q |
| 삼성전자              |      |      |    |    |      |    | 1a   |    |          |    |       |    |
| SK 하이닉스           |      |      | 1z |    |      |    | 1a   |    |          |    |       |    |
| Micron Technology |      |      |    | 1a |      |    |      |    |          |    |       | 1b |
| CXMT              |      |      |    |    |      |    |      |    |          |    | 19nm  |    |
|                   | 2023 |      |    |    | 2024 |    |      |    | 2025     |    |       |    |
|                   | 1Q   | 2Q   | 3Q | 4Q | 1Q   | 2Q | 3Q   | 4Q | 1Q       | 2Q | 3Q    | 4Q |
| 삼성전자              |      | 1b   |    |    |      |    |      |    | 1b prime | 1c |       |    |
| SK 하이닉스           | 1b   |      |    |    |      |    |      | 1c |          |    |       |    |
| Micron Technology |      |      |    |    |      |    |      |    | 1c       |    |       |    |
| CXMT              |      |      |    |    |      |    | 16nm |    |          |    | 16nm* |    |

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

DRAM 수익성, 새로운 역사의 시작

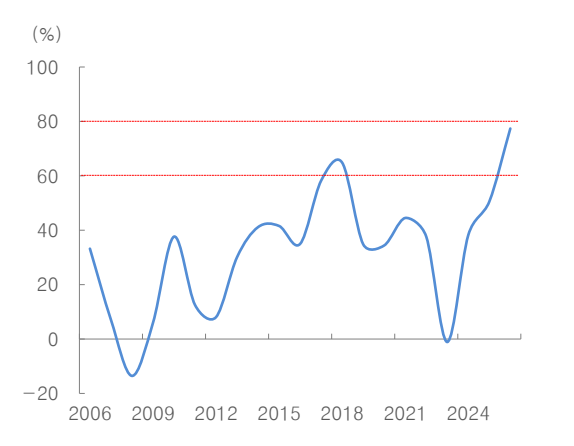
그 어느 때보다 강력한 가격의 상승 효과 속, DRAM 수익성은 2017-2018년 슈퍼사이클 당시의 고점을 넘어 새로운 역사를 써내려갈 것으로 전망한다. DRAM 3사 기준 CY4Q25 범용 DRAM 영업이익률은 이미 60%를 넘어서기 시작했고, 강한 가격 반등에 기반한 이익의 레버리지는 연중 지속될 것이라는 판단이다. 새로운 역사가 펼쳐지고 있고, 이는 반도체 Hegemony가 DRAM 중심으로 움직이고 있다는 점을 시사한다.

그림 44. DRAM: 시장규모 추이 및 전망



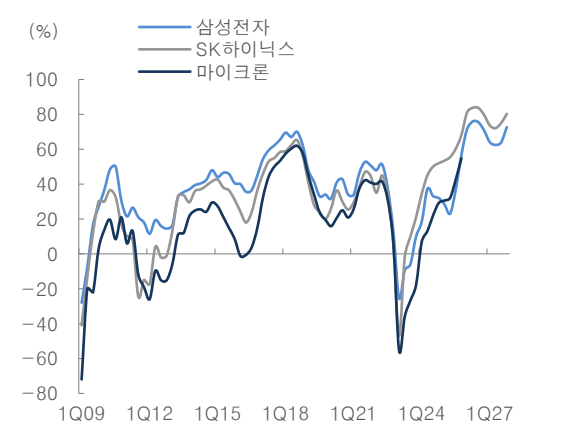
자료: 대신증권 Research Center

그림 45. 한국 DRAM\*: 영업이익률 추이 및 전망



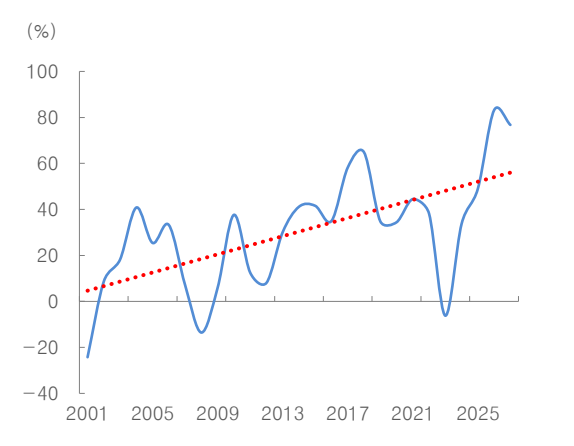
참고: \* 삼성전자 메모리반도체와 SK하이닉스의 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 46. DRAM: 영업이익률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 47. 범용 DRAM: 영업이익률 추이 및 전망



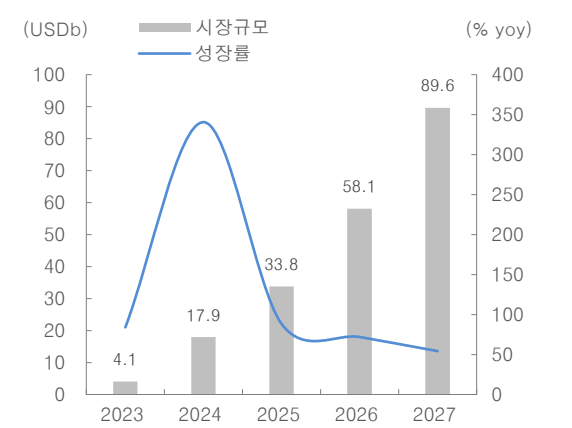
자료: 대신증권 Research Center

HBM, 중장기 Forecast 가 상향되기 시작했다

2026년 HBM 시장 규모는 2023년 글로벌 DRAM 시장 규모 (479억 달러로 추정)를 상회하는 581억 달러 (전년대비 72% 성장)에 이를 것으로 전망한다. 1) AI Capex의 상향, 2) 2.5D Packaging Capa의 확대 (GPU와 ASIC 출하 성장 강화), 3) 신제품 출시에 따른 제품 믹스 개선 효과 (2026년 HBM4, 2027년 HBM4e) 등에 힘입어 장기 성장의 운곽 또한 뚜렷해지고 있다는 판단이다.

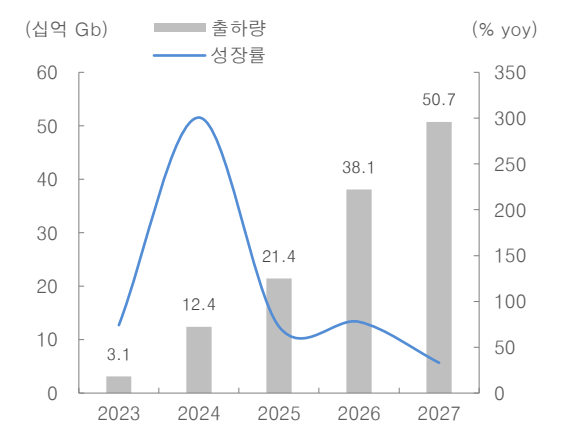
이에 발맞춰, 고객들의 움직임도 빨라지고 있다. 중장기 DRAM Capa 부족에 대한 우려, 범용 DRAM과 HBM의 수익성 역전 현상 등에 대비하여 2026년 주력 제품인 HBM3e와 HBM4 오더를 상향하고 있으며, 주요 HBM 고객사의 경우, 2028년까지의 장기 물량 Forecast를 최근 상향한 것으로 추정된다.

그림 48. HBM: 연간 시장규모 추이 및 전망



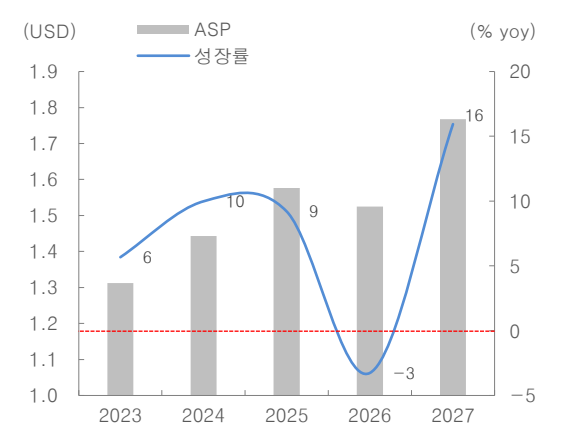
자료: 대신증권 Research Center

그림 49. HBM: 연간 출하량 추이 및 전망



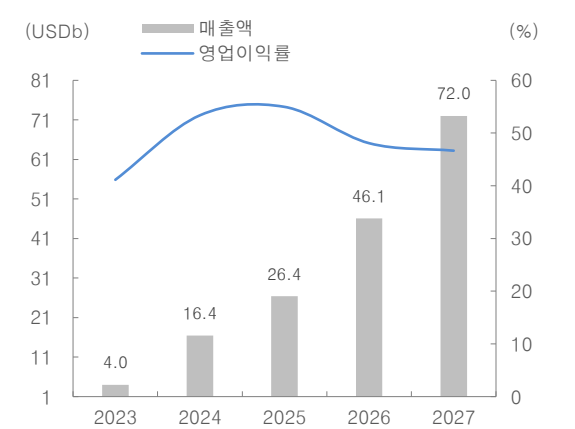
자료: 대신증권 Research Center

그림 50. HBM: 연간 ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 51. 한국 반도체: HBM 매출액과 영업이익률



자료: 대신증권 Research Center



1. HBM 출하량, 2026년에도 70% 대의 고성장 지속

2026년 HBM 출하량은 전년대비 78% 성장한 381억 Gb에 이를 것으로 전망한다. 구제품 (HBM3e)과 신제품 (HBM4) 수요의 동반 성장 속, 전체 DRAM 출하량 내 HBM 비중은 2025년 7%에서 2026년 10%로 상승할 것이라는 판단이다.

1) 제품군별 출하량 전망

HBM2e와 HBM3는 2025년을 기점으로 단종될 것으로 전망한다. 재고 판매가 일부 있을 수 있으나, 중국향 직접 판매가 어려운 만큼, 물량은 극소량에 그칠 것이고, DRAM Capa가 타이트한 만큼 생산은 HBM3e와 HBM4로만 전개될 것이라는 판단이다.

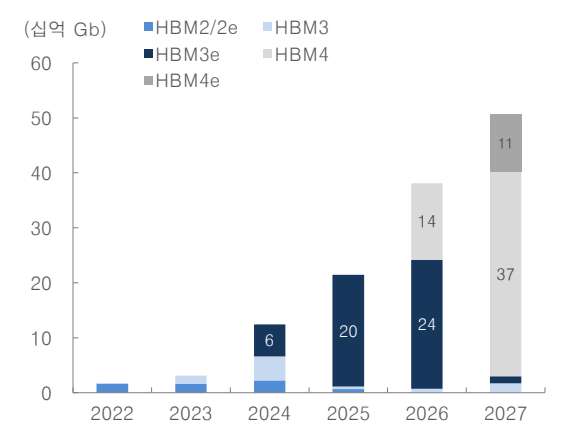
2026년 HBM3e 출하량의 경우, TSMC의 CoWoS Capa Ramp up 가속화 속, GPU와 ASIC의 실 출하 물량 상향에 힘입어 전년대비 16% 성장할 것으로 전망한다. 물량 관점에서 Upside Risk가 있다면, 2가지 (중국향 GPU 판매 재개, Rubin CPX의 출시)이다.

- 중국향 GPU 판매 재개: 현재 미국과 중국 정부 간에 미국산 구형 GPU (Nvidia 기준 H200) 판매 재개 협의가 진행되고 있는 것으로 추정된다. 중국 내 미국 GPU 수요가 충분할 것으로 예상되는 만큼, 이는 HBM 물량 관점에서 Upside를 기대할 수 있는 변화이다. 중국의 경우, 현재 AI 경쟁에 뒤처지지 않기 위해 상당한 규모의 AI 투자를 집행하고 있다. 범용 DRAM의 경우, 미국 고객 대비 높은 가격을 제시해도, 커다란 가격 저항 없이 물량을 가져가고 있는 것이며, 자체 GPU 양산에 필요한 선단공정 Capa도, 성능 혁신의 강도도 아직 부족하다. 이에, 수많은 중화권 하이퍼스케일 업체들 (Tencent, ByteDance 등)이 미국산 GPU 구매에 적극적으로 나서고 있는 것으로 추정된다.

- Rubin CPX의 HBM3e 채용: 4Q26에 출시될 Rubin CPX의 경우, 당초 GDDR7을 탑재할 것으로 예상되었으나, Computing 효율 극대화 목적으로 HBM3e 신규 채용을 검토하고 있는 것으로 추정된다. HBM3e의 저변이 추가 확대될 수 있는 변화에 해당한다.

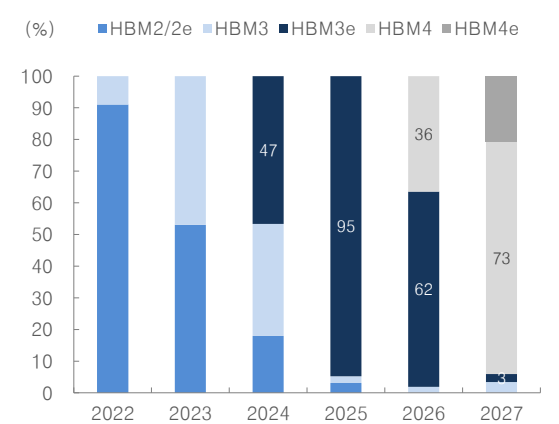
HBM4의 경우, 전작과 마찬가지로, 만드는 만큼 팔릴 것으로 전망한다. 첫 제품인 만큼, 보유 재고를 정상 수준 이상으로 가져갈 가능성이 높으며, 1H27까지 신형 GPU 출하를 공격적으로 가져갈 계획인 만큼, 실수요 대비 더 많이 구매를 할 것이라는 판단이다.

그림 52. HBM: 제품군별 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 53. HBM: 제품군별 출하 비중 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

2) 고객사별 출하량 전망

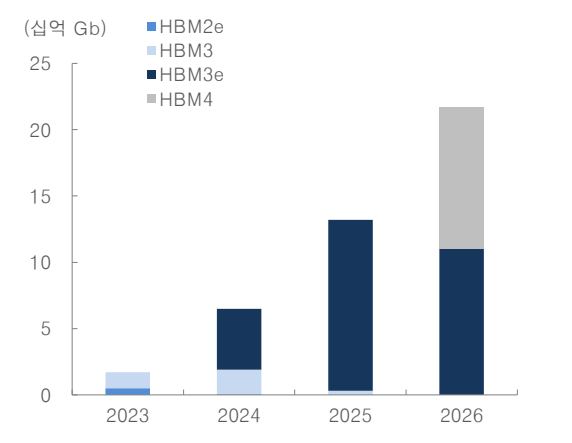
당사 Channel Check에 따르면, GPU 업체와 ASIC 업체 모두 2026년 HBM 오더를 상향하고 있는 것으로 추정된다. 중장기 DRAM 공급 부족 및 범용 DRAM과 HBM의 수익성 역전 현상 등에 대비한 공급망 안정화 정책의 일환이며, TSMC의 CoWoS Capa Ramp up 가속화를 활용하여 AI 가속기 판매 극대화 정책을 펼칠 것이라는 판단이다.

- Nvidia: 1H26은 GB300 중심, 2H26은 Vera Rubin 중심으로 제품 믹스를 가져갈 계획이다. HBM4의 경우, 연내 생산 분을 모두 구매할 것이라는 강한 입장을 전달하고 있는 것으로 추정된다. 첫 제품인 만큼 불량에 대비한 사전 재고 비축을 여유롭게 할 필요가 있고, 1H27 공격적인 Vera Rubin 빌드업에 대비한 움직임이라 생각한다.

- AMD: MI455 시리즈를 통해 Nvidia와의 격차 축소에 집중할 것이라는 판단이다. 이에, HBM4 12단 구매 오더를 당초 대비 상향하고 있는 것으로 추정된다.

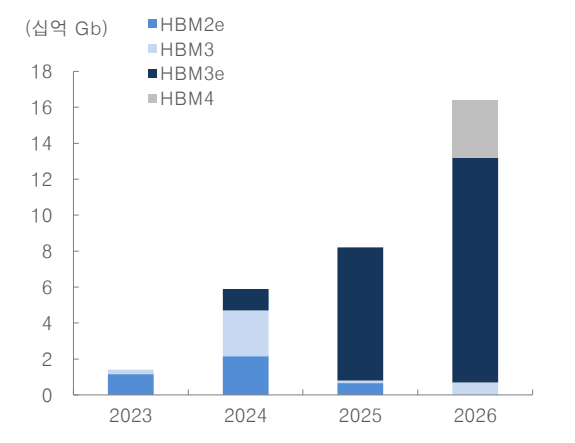
- ASIC: Broadcom과 Google 중심으로 오더의 향상이 나타나고 있다. 2026년의 경우, HBM3e 중심으로 구매에 나설 것으로 예상되며, HBM4는 Open AI의 ASIC R&D 및 소규모 양산 목적으로 가져갈 것이라는 판단이다.

그림 54. Nvidia: HBM 구매량 추이 및 전망



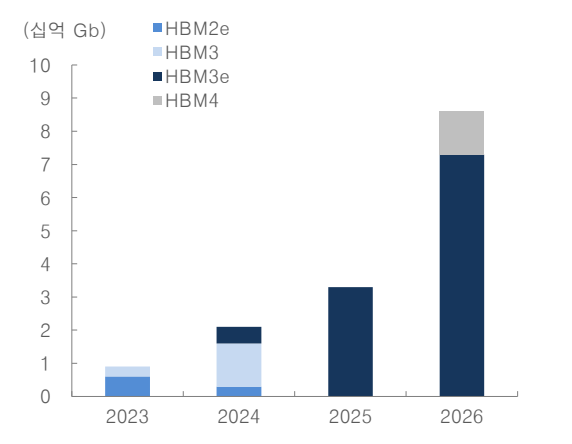
자료: 대신증권 Research Center

그림 55. 비 Nvidia 진영: HBM 구매량 추이 및 전망



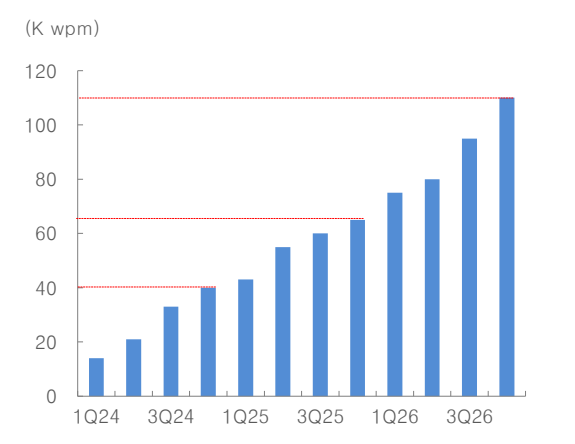
자료: 대신증권 Research Center

그림 56. Broadcom/Google: HBM 구매량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 57. TSMC: CoWoS Capa 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

2. HBM 경쟁 구도, 삼성전자의 약진

HBM4의 경우, 제품 인증 시점에서는 삼성전자가, 연간 점유율에서는 SK하이닉스가 우위를 보일 것이라는 기존 입장을 유지한다.

1) **제품 인증 시점:** 삼성전자의 경우, 2월 12일 초기 양산 물량 출하를 공식화했으며, 제품 인증 스케줄이 DRAM 3사 중 가장 빠른 것으로 판단된다. 경쟁사 대비 선단공정을 적용하여 속도 뿐 아니라 약점이었던 소비 전력을 크게 개선한 것으로 추정된다. SK하이닉스와 Micron Technology의 경우, 3월 내로 제품 인증을 마무리할 것으로 전망한다.

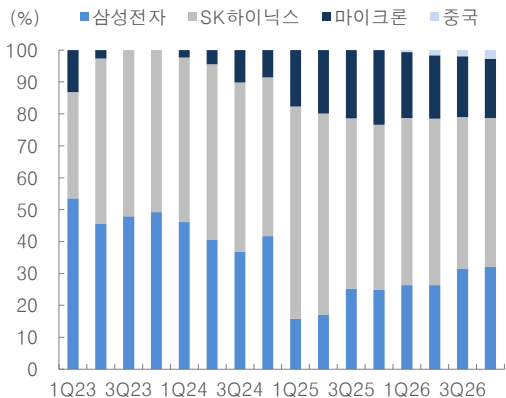
2) **점유율:** 2026년 HBM4 시장 점유율 (출하량 기준)의 경우, SK하이닉스 44%, 삼성전자 38%, Micron Technology 18%의 구도를 보일 것으로 전망한다.

- **삼성전자:** Base Case 기준 50억 중반 Gb의 생산량을 기록할 것으로 전망한다. 경쟁사들과 달리, DRAM 1c 공정을 활용하여 HBM4 Core Die를 양산할 예정이며, DRAM 1c Capa Ramp up에 걸리는 절대 시간과 HBM4의 높은 기술 난이도 등을 감안할 필요가 있다. 2026년에 추가로 늘릴 수 있는 클린룸 Space가 크지 않은 만큼, 수율의 조기 개선이 연간 생산량을 상향할 수 있는 유일한 해결책인 것으로 판단된다.

- **SK하이닉스:** Base Case 기준 60억 초반 Gb의 생산량을 기록할 것으로 전망한다. 삼성전자와 달리, HBM4 Core Die 양산에도 HBM3e 때와 같은 DRAM 1b 공정을 활용하기에 전환투자로 보다 유연하게 생산에 대응할 수 있는 환경인 것으로 추정된다.

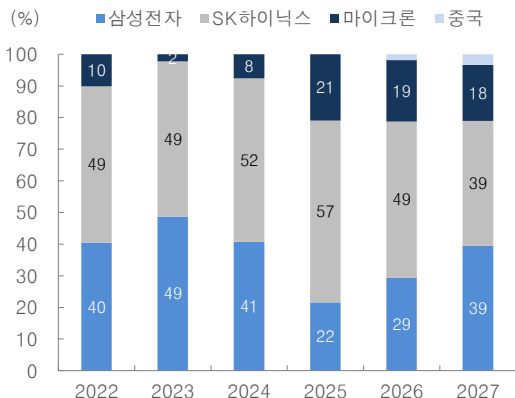
- **Micron Technology:** Base Case 기준 20억 중반 Gb의 생산량을 기록할 것으로 전망한다. DRAM 3사 중 Capa 제약 이슈가 가장 심각한 것으로 추정되며, HBM4에 몰두하기 보다는 실리를 극대화하는 방향으로 생산 기조가 형성될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 58. 공급업체별 HBM 점유율\* 추이 및 전망 (분기)



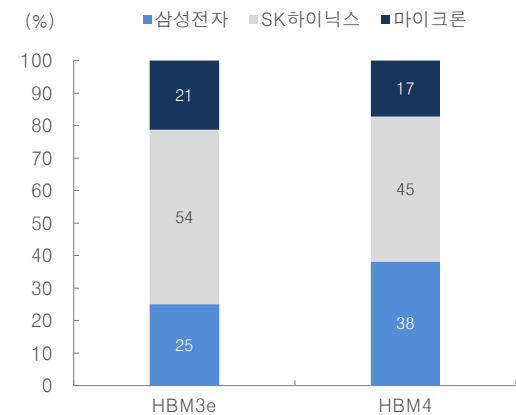
참고: \*출하량 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 59. 공급업체별 HBM 점유율\* 추이 및 전망 (연간)



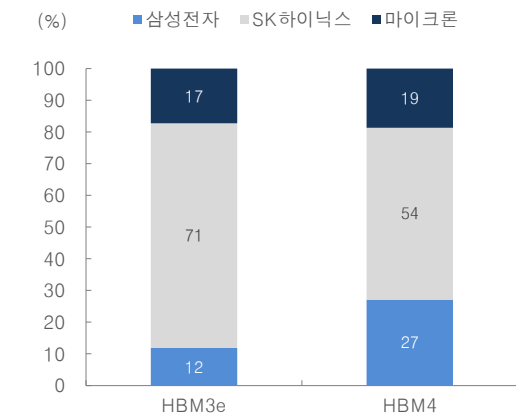
참고: \*출하량 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 60. 2026년 HBM: 제품군별 점유율\*



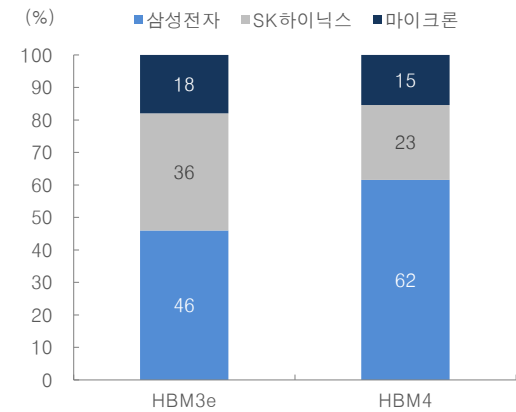
참고: \* 출하량 기준으로 산출  
자료: 대신증권 Research Center

그림 61. Nvidia HBM 시장: 2026년 제품군별 점유율\*



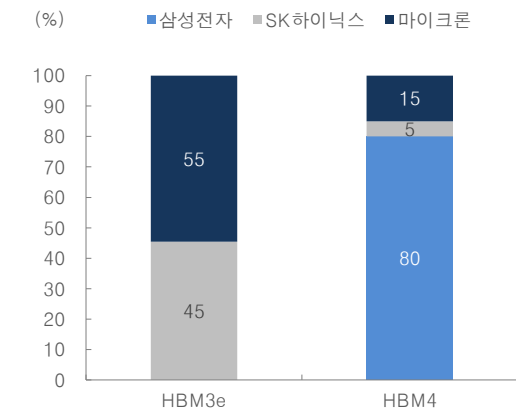
참고: \* 출하량 기준으로 산출  
자료: 대신증권 Research Center

그림 62. Broadcom/Google: 2026년 제품군별 점유율\*



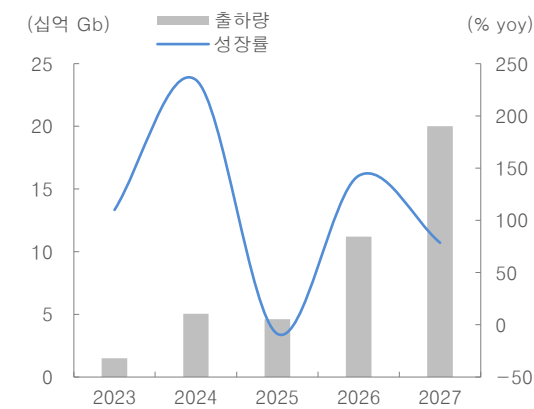
참고: \* 출하량 기준으로 산출  
자료: 대신증권 Research Center

그림 63. 기타 고객사: 2026년 제품군별 점유율\*



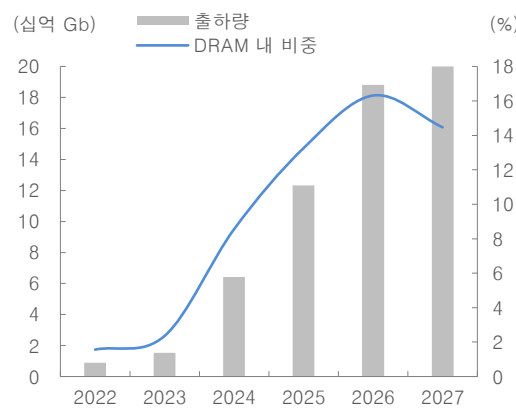
참고: \* 출하량 기준으로 산출  
자료: 대신증권 Research Center

그림 64. 삼성전자: 연간 HBM 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 65. SK 하이닉스: 연간 HBM 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

3. 다가오는 제품 세대의 변화

2026년 하반기부터 HBM4e (Mono Die 용량: 32Gb) Sample 출하가 본격화될 것으로 전망한다. HBM4e부터 달라지는 점이 있다면, 시장의 분화이다. 범용 제품 (Standard) 뿐 아니라, 고객사별 요구 스펙에 맞춘 Custom 제품 시장이 열릴 것이라는 판단이다.

- 2027년 상반기까지는 범용 제품 중심으로 시장 구도가 형성될 것으로 전망한다. 2027년 하반기부터 고객 맞춤형 Custom 제품의 출시가 본격화될 것이라는 판단이다.

1) 선단공정 Capa 잠식 확대

Mono Die 용량이 24Gb에서 32Gb로 상승할 것으로 예상되며, 단일 Die 내에서 고용량을 구현해야 하는 만큼 Net Die (웨이퍼당 생산성)와 수율 Loss도 커질 수 있다. HBM4 대비 선단공정 Capa 잠식 효과가 확대된다는 의미이다.

2) 차세대 HBM의 방향성

Custom HBM과 zHBM 개발을 병행하고 있는 것으로 추정된다. Custom HBM의 경우, GPU와 HBM 간의 절대 거리를 추가 축소하여 데이터 병목 현상을 추가 개선하는 방향으로 기술 개발이 이뤄지고 있는 것으로 추정되며, GPU 위에 HBM을 Direct로 연결하는 zHBM 컨셉 개발이 병행되고 있는 것으로 판단된다.

4. Key Issue와 이에 대한 판단

1) I/O Speed에 따른 HBM4 시장의 분화 가능성

당초, HBM4는 JEDEC 표준에 맞춰 I/O Speed 8.0Gbps를 기준으로 개발이 이뤄져왔다. 신제품 개발 과정에서, 고객은 I/O Speed 추가 상향을 통한 Bandwidth의 확장 가능성을 확인했고, 고객 요청에 따라, I/O Speed 스펙은 현재 11.7Gbps까지 상향된 상태이다.

당사의 경우, 2Q26까지의 HBM4 제품 대응 환경에 따라, I/O Speed 스펙이 2가지 (10.6Gbps, 11.7Gbps)로 분화될 가능성이 존재한다고 생각한다. Base Case는 모두가 11.7Gbps를 공급하는 안이나, 공급망 안정화가 최우선 가치인 만큼, 경우에 따라, 10.6Gbps 제품도 채용하는 환경이 펼쳐질 가능성이 있다는 판단이다.

2) AI CPU용 DRAM, 어떻게 달라질 것인가?

Grace CPU와 달리, Vera CPU에서는 SO-CAMM2가 채용될 예정이다. 새로운 폼팩터를 적용하는 만큼, 부가가치를 드높일 수 있는 길이며, 현재 주요 공급업체들이 제품 인증을 완료하고, 초도 양산에 돌입한 것으로 추정된다.

당사의 경우, Nvidia의 AI CPU (Grace CPU, Vera CPU)향 DRAM TAM이 2026년에 230억 Gb 내외까지 확장될 것으로 전망한다. 삼성전자가 40% 초중반, SK하이닉스와 Micron Technology가 20% 후반의 점유율을 차지할 것이라는 판단이다.

3) GTC 2026, 다수의 신제품 공개 예정

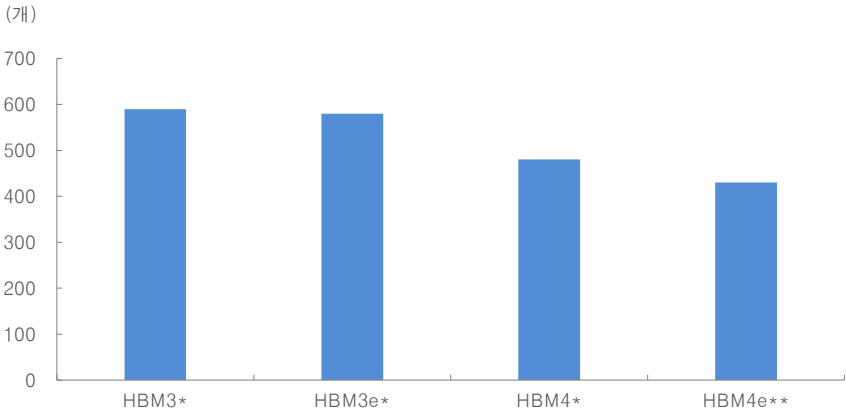
GTC 2026에서 AI 가속기향 신형 DRAM이 다량 공개될 것으로 전망한다. HBM4 뿐 아니라, HBM4e의 방향성을 엿볼 수 있을 것이고, AI CPU향 신형 DRAM으로 SO-CAMM2 실물이 공개될 것이라는 판단이다.

표 9. HBM: 세대별 공정기술의 변화

|                | HBM3   | HBM3e   | HBM4 8단   | HBM4 12단  | HBM4 16단  | HBM4e 16단    | HBM4e 20단         |
|----------------|--------|---------|-----------|-----------|-----------|--------------|-------------------|
| 삼성전자           |        |         |           |           |           |              |                   |
| 전공정 (Base Die) | DRAM1z | DRAM 1a | SF4 (4nm) | SF4 (4nm) | SF4 (4nm) | SF2 (2nm)    | SF2 (2nm)         |
| 전공정 (Core Die) | DRAM1z | DRAM 1a | DRAM 1c   | DRAM 1c   | DRAM 1c   | DRAM 1c      | DRAM 1c           |
| 후공정            | TC-NCF | TC-NCF  | TC-NCF    | TC-NCF    | TC-NCF    | TC-NCF       | TC-NCF+HCB or HCB |
| SK하이닉스         |        |         |           |           |           |              |                   |
| 전공정 (Base Die) | DRAM1z | DRAM 1b | TSMC 12nm | TSMC 12nm | TSMC 12nm | TSMC 3/12nm* | TSMC 3/12nm*      |
| 전공정 (Core Die) | DRAM1z | DRAM 1b | DRAM 1b   | DRAM 1b   | DRAM 1b   | DRAM 1c      | DRAM 1c           |
| 후공정            | MR-MUF | MR-MUF  | MR-MUF    | MR-MUF    | MR-MUF    | MR-MUF       | MR-MUF            |
| 마이크론           |        |         |           |           |           |              |                   |
| 전공정 (Base Die) | —      | DRAM 1b | DRAM 1b   | DRAM 1b   | DRAM 1b   | TSMC 3/12nm* | TSMC 3/12nm*      |
| 전공정 (Core Die) | —      | DRAM 1b | DRAM 1b   | DRAM 1b   | DRAM 1b   | DRAM 1c      | DRAM 1c           |
| 후공정            | TC-NCF | TC-NCF  | TC-NCF    | TC-NCF    | TC-NCF    | TC-NCF       | TC-NCF+HCB or HCB |

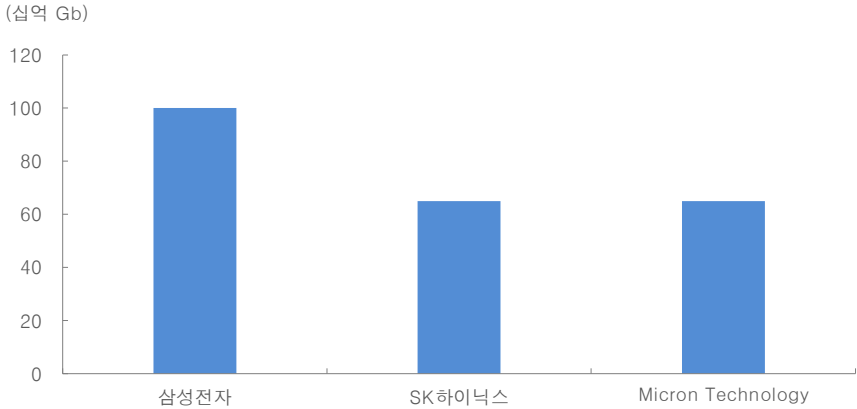
참고: \* Custom HBM의 경우, 3nm로 Base Die를 일부 양산할 것으로 추정. Standard HBM의 경우, 12nm 활용할 것으로 예상.  
자료: 대신증권 Research Center

그림 66. HBM: 제품 세대별 Net Die 변화



참고: \* 24Gb 기준 \*\* 32Gb 기준  
자료: 대신증권 Research Center

그림 67. 2026년 Nvidia AI CPU\*향 DRAM TAM



참고: \* Grace CPU, Vera CPU 합산  
자료: 대신증권 Research Center

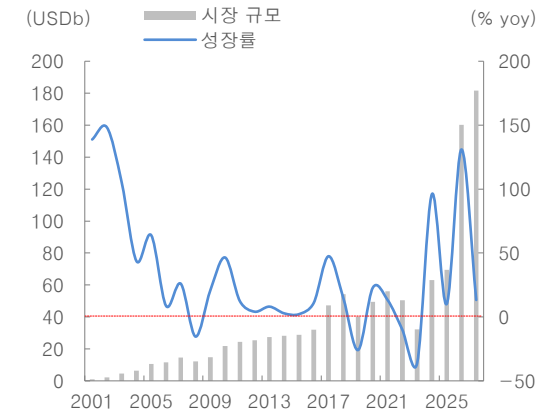
NAND, DRAM 못지 않게 좋아지고 있다

2026년 NAND 시장 규모 전망치를 1,603억 달러 (y-y +131%)로 상향한다. NAND에서 Surprise가 발생할 것이라는 기존 입장을 재확인한다.

1) 서버 수요의 성장과 전략적 성공: 서버에서의 수요 성장 기회와 절제된 증산이라는 전략적 의사결정이 맞물리며, NAND 가격이 예상 대비 강하게 반등하고 있다. 이에, 공급업체의 수익성은 기존 고점이었던 50%를 넘어설 가능성이 높다는 판단이다. 2Q26부터 새로운 NAND 수익성의 역사가 펼쳐지기 시작할 것으로 전망한다.

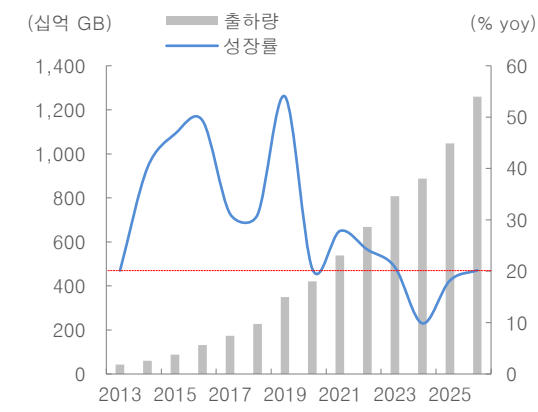
2) 신제품도 나온다: AI 추론에서의 Computing 효율 강화가 핵심 과제로 부상했고, 이에 신제품의 출시 (128TB 이상 고용량 eSSD, Gen 6 Controller 기반 eSSD 신제품, HBF 등)가 예상된다. 지난 2년간 DRAM의 초과성장이 제품 단에서 나왔던 만큼, 신제품 출시는 NAND 시장의 기대감을 증폭시킬 수 있는 변화가 될 것이라는 판단이다.

그림 68. NAND: 시장규모 추이 및 전망



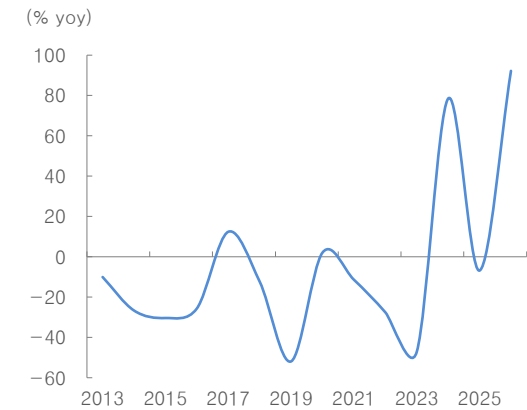
자료: 대신증권 Research Center

그림 69. NAND: 출하량 추이 및 전망



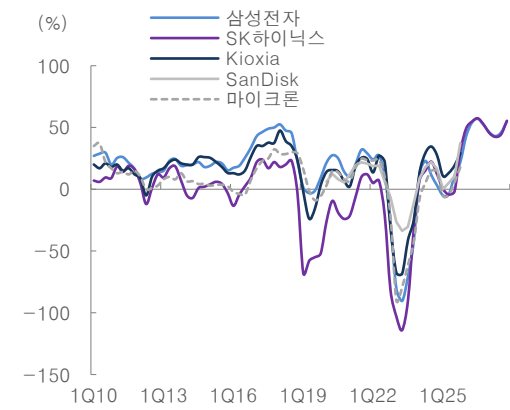
자료: 대신증권 Research Center

그림 70. NAND: ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center3

그림 71. NAND: 영업이익률 추이 및 전망

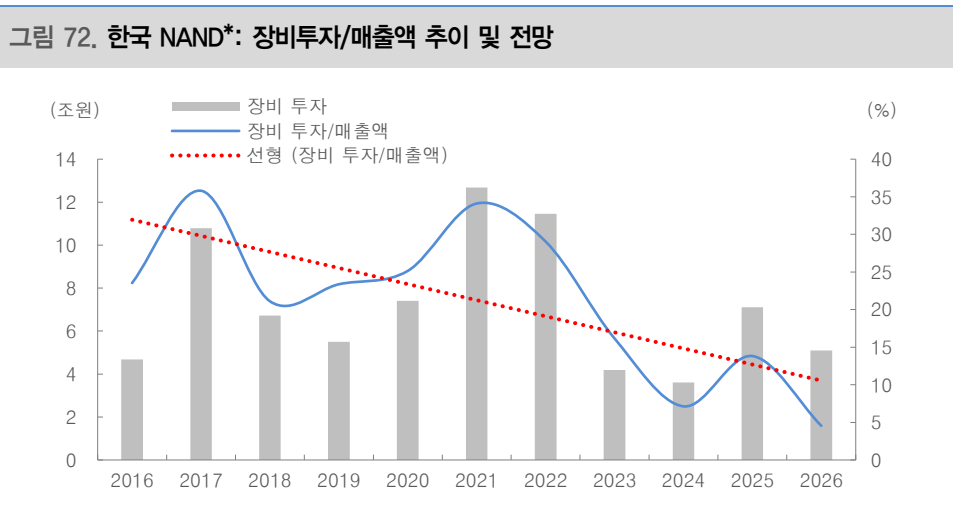


자료: 대신증권 Research Center

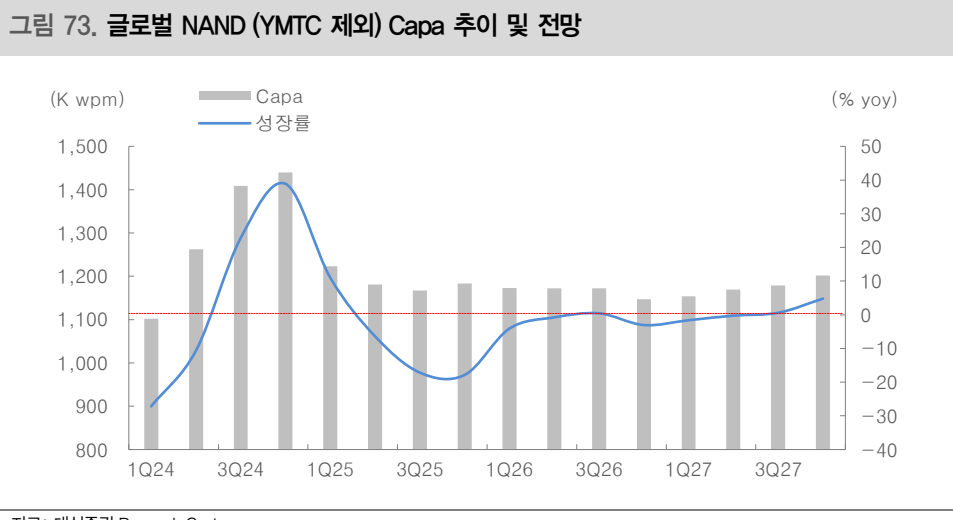
1. NAND, 서버에서 찾은 돌파구

1) 지난 날의 고민

그간 NAND 공급업체는 2가지 부분을 고민해왔다. 수요 관점에서 보면, PC와 모바일 등 전통 응용처에서의 수요 성장 둔화 (탑재량 증가율의 둔화)로 중장기 수요 성장률이 하향될 수 있다는 점이 고민거리였고, Bottom up 관점에서 보면, 중국 YMTC의 고성장이 고민거리였다. 이에, 공급업체는 2022년 이후 Capex Discipline 강화를 기반으로 한 절제된 증산 기조로 노선을 선화했고, 보수적 공급 대응 기조를 유지해왔다.



참고: \*삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준  
자료: 대신증권 Research Center



자료: 대신증권 Research Center



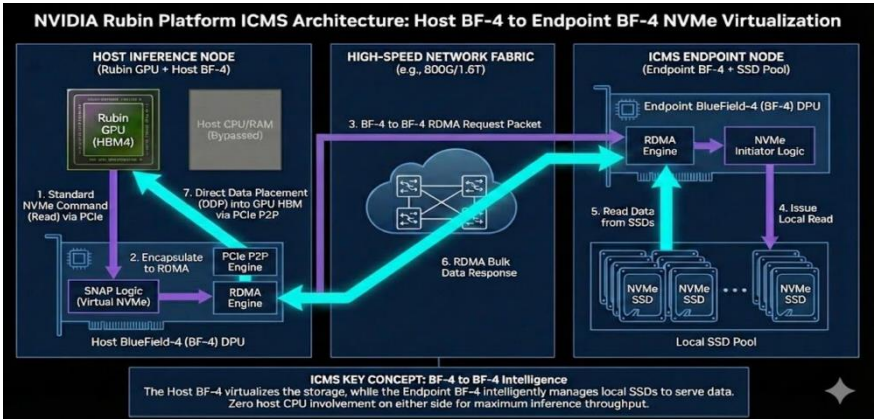
2) 서버에서 찾은 돌파구

고무적인 부분이 있다면, NAND 수요의 그린라이트가 서버 진영에서 다량 펼쳐지고 있다는 점이다. HDD 공급 부족이 1차적으로 eSSD의 서버 침투율 확대를 이끈 가운데, AI 추론의 확산 속, Computing 효율 극대화에 대한 요구가 높아지며, Storage의 역할이 강조되고 있다. Nvidia의 경우, Key Value Cache를 SSD로 일부 Offloading하는 방안 (ICMS: Inference Context Memory Storage)을 이야기하고 있고, 현재 고부가 신형 SSD (Gen 6 Controller 탑재) 제품 인증을 진행하고 있는 것으로 추정된다.

- 수요의 확장과 신제품 출시 (Gen 6 Controller 기반 신제품, QLC 기반 128TB 이상 고용량 eSSD)가 동반되고 있다는 점에 주목해볼 필요가 있다.
- 전력 효율 개선을 통한 운영비용 최소화 목적으로 고용량 SSD (128TB 이상, QLC)의 침투가 가속화되고 있고, 금번 GTC 2026에서는 Gen 6 Controller를 채용한 신형 솔루션이 모습을 드러낼 것으로 추정된다.
- 나아가, 미래에는 적층형 메모리인 HBF가 모습을 드러낼 가능성이 있다. 연내 시제품이 출시되고, 2028년부터 상용화가 시작될 것이라는 판단이다.

이에, 서버에서의 강한 수요 증가 효과가 세트향 수요 둔화 우려 (메모리반도체 인플레이션에 따른 세트 출하량 부진, 탑재량 증가율 둔화 등)를 불식시키고 있다. NAND 또한 DRAM과 마찬가지로 수요-공급 괴리율의 확장이 지속되고 있으며, 수급 괴리율은 2Q26에 추가 확대될 것으로 전망한다.

그림 74. Nvidia: ICMS (Inference Context Memory Storage)



자료: 대신증권 Research Center

표 10. Nvidia: ICMS (Inference Context Memory Storage)

| 구분    | 내용                                                                                                                                                                                                                             |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 개요    | <ul style="list-style-type: none"><li>- AI 추론 과정에서 발생하는 Key-Value Cache를 효율적으로 관리하기 위한 차세대 메모리 솔루션</li><li>- DRAM과 고부가 NAND 제품을 결합하여 당장의 Computing에 필요한 데이터는 DRAM에, 방대한 문맥 데이터는 전용 저장소 (Storage)에 계층화하여 관리하는 기술에 해당.</li></ul> |
| 성능 향상 | <ul style="list-style-type: none"><li>1. 추론 속도 및 처리량 극대화: 데이터가 물릴 때 발생하는 병목 현상을 제거, Read/Write 대역폭을 최적화하여 Token 생성 속도 향상에 기여 가능.</li><li>2. 비용 효율성 강화 및 전력 소모 감소: 서버 구축 비용 (TCO) 절감에 기여 가능.</li></ul>                          |

자료: 대신증권 Research Center

## 2. 전략적 생산 절제 지속

DRAM과 다른 점이 있다면, 공급업체의 대응 방식이다. 서버에서의 수요 성장 기회를 기반으로 생산을 적극적으로 늘리기보다는 절제된 증산 기조를 이어가겠다는 방침이다.

점유율보다는 수익성 및 장기 수급 안정성을 우선시하겠다는 것이며, 신규 Capa 증설보다는 감가상각비 부담이 적은 전환투자와 서버 중심의 제품 믹스 전환 등으로 보수적인 생산 대응에 나설 것으로 전망한다.

### 1) NAND 생산은 늘릴라면 늘릴 수 있다

DRAM과 다른 점이 있다면, 클린룸 Space 자체가 부족한 것이 아니라는 점이다. 생산은 늘릴라고 하면 늘릴 수 있는 환경이며, 공정전환에 따른 넷다이 증가 효과 또한 DRAM 대비 크다 (전세대 대비 30~40% 성장).

문제는 생산이 급증하기 시작하면 수급 환경 역전 가능성도 그만큼 확대될 수 있다는 점이다. 가수요 및 재고 축적 수요가 급격히 하락하여 수급 환경이 역전될 수 있고, DRAM과 비메모리반도체 가격 상승으로 반도체 재료비 제어 니즈가 극대화된 환경인 만큼, 고객들은 이를 활용하여 단가 인하 압력을 확대할 가능성도 있다.

이에, 당장의 점유율을 위한 과도한 증산보다는 절제된 Capex에 기반한 수익성 및 장기 수급 안정성 중심의 경영 기조를 펼치고 있는 것으로 판단된다.

### 2) 공급업체별 동향

YMTC를 제외하고, 모두가 신규 투자를 하지 않을 계획이다. Kioxia에서 K2와 Y7 공장 중심으로 신규투자를 일부 전개할 것으로 예상되나, 노후 공장에서의 Capa Down을 만회하기 위한 보완적 투자의 성격이 강한 것으로 판단된다.

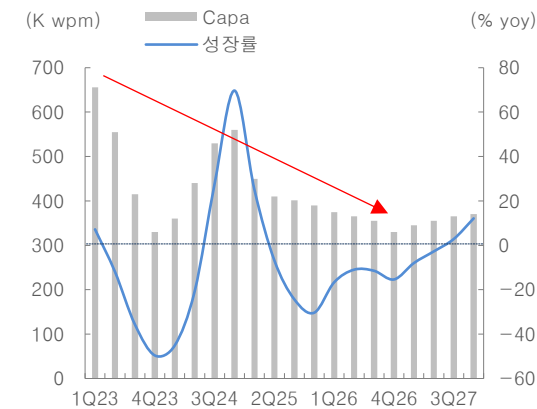
- 삼성전자: 2D NAND Capa를 연내 모두 Shut Down할 계획이다. Fab Space 운영 효율성을 높이기 위한 전략적 선택이며, 3D NAND 생산은 V8과 V9 중심의 선단공정 비중 확대로만 대응할 계획이다.

- SK하이닉스: V9 기반 선택적 증산에 나설 것으로 전망한다 (2026년 말 V9 Capa 비중: 50% 내외 전망). 신규투자의 경우, 연내 집행하지 않을 것이라는 판단이다.

- Micron Technology: 최근 싱가포르 NAND 공장에 대한 중장기 투자 계획을 발표했으나, 단기 Capa는 보수적으로 가져갈 계획인 것으로 추정된다. 중국 사업 철수를 일부 결정할 만큼 2026~2027년 구간에 신규투자를 집행할 유인은 크지 않으며, 전환투자를 통한 제품 믹스 변화 중심으로 단기 생산 대응에 나설 것이라는 판단이다.

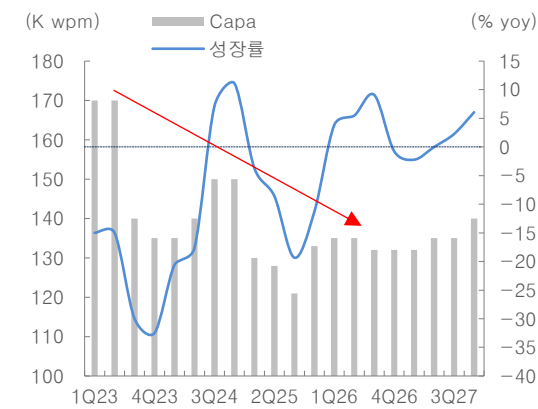
- YMTC: 공격적인 NAND 투자 기조를 이어가고 있다. 신설 중인 Fab 3 공장의 경우, 골조 투자가 일부 마감된 것으로 추정되며, DRAM (LPDDR5 시장 진입 시도 중)과 NAND Hybrid 공장으로도 활용할 것으로 전망한다.

그림 75. 삼성전자: NAND Capa 추이 및 전망



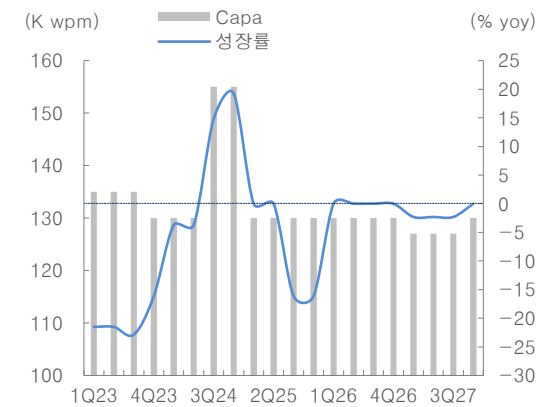
자료: 대신증권 Research Center

그림 76. SK 하이닉스: NAND Capa 추이 및 전망



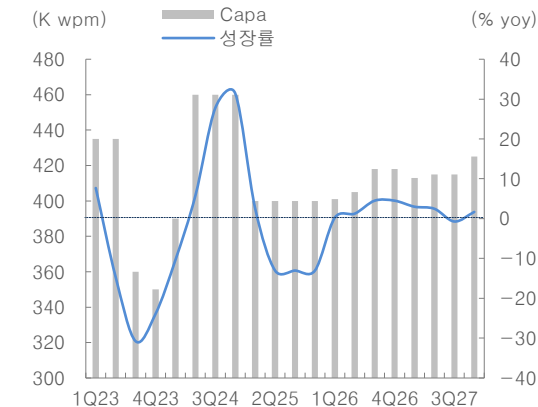
자료: 대신증권 Research Center

그림 77. Micron Technology: NAND Capa 추이 및 전망



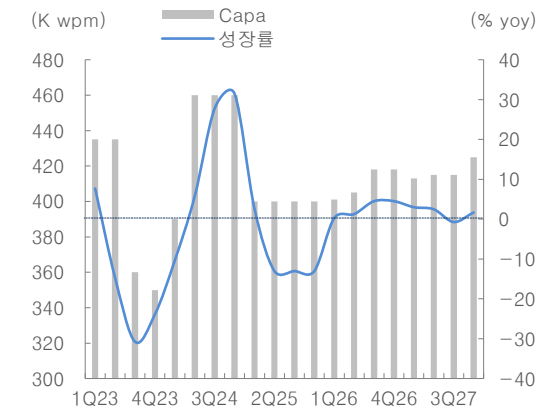
자료: 대신증권 Research Center

그림 78. Kioxia-SanDisk: NAND Capa 추이 및 전망



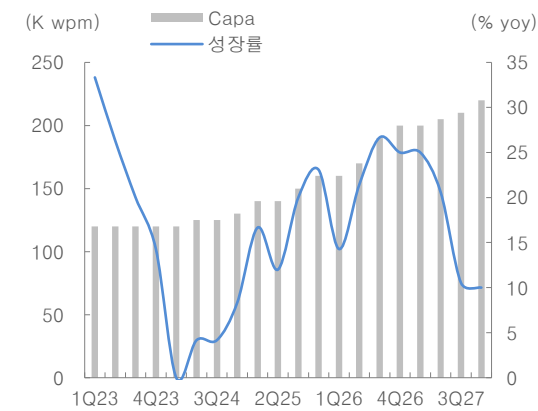
자료: 대신증권 Research Center

그림 79. Solidigm: NAND Capa 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 80. YMTC: NAND Capa 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

## II. 가보지 않은 길

### 시장의 고민: 높아진 기저 부담

강한 가격 상승 속, 한국 반도체의 범용 DRAM 영업이익률은 1Q26 80% 초반, 2Q26 80% 중반까지 상승할 것으로 전망한다. 이는 2017-2018년 슈퍼사이클 당시의 고점을 크게 상회하는 수준으로 글로벌 제조업 역사상 유례를 찾기 힘든 수준의 수익성에 해당한다. 시장의 고민이 있다면, 기저 부담이 그만큼 높아졌다는 점일 것이라 생각한다.

#### 1. 천장 (Ceiling)에 도달한 가격

범용 DRAM의 경우, 지난 15년간, Gb당 1달러가 가격의 천장 (Ceiling)으로 작동해왔다. 2Q26에 Gb당 ASP가 1달러에 도달할 것으로 예상되는 만큼, 시장은 고객들의 가격 저항이 심화될 수 있다는 점을 우려하고 있을 것이라 생각한다.

##### 1) 서버: 지나친 가격 인상은 곤란하다

서버 DRAM 가격이 폭등하고 있다. 64GB RDIMM의 경우, 2025년 6월에는 고정가격이 250달러 내외에서 형성되었으나, 2025년 11월에는 400달러 중반, 2025년 12월에는 최고가 기준 650달러까지 가격이 폭등한 상황이다. 2026년에도 가격의 급등세는 멈출 기미를 보이고 있지 않다. 중화권 서버 고객들은 750달러 이상의 가격까지도 수용하고 있고, 어느덧, 900-1,000달러까지도 가격의 상방을 열어둬야 하는 환경이 도래했다.

이에, 고객들의 가격 저항이 심화되고 있다. 일부 북미 하이퍼스케일 업체들의 경우, 연간 DRAM 구매 Budget을 1Q26에 다 쓸 것 같다는 우려를 표출하고 있고, DRAM 가격의 폭등이 AI 투자의 추가 확장을 저해할 수 있다는 입장을 전달하고 있다. DRAM 구매의 필요성에는 모두가 동의하고 있으나, 가격 인상의 강도를 낮춰줄 것을 요구하고 있는 것이고, 이에 대한 Incentive로, 3-5년간의 장기공급계약 체결 옵션을 제시하고 있는 것으로 추정된다. 2026년까지는 적정 수준의 가격 인상을 수용하겠다는 입장이나, 2027년부터는 가격 인상을 멈출 것을 한 목소리로 외치고 있는 것으로 판단된다.

##### 2) 스마트폰/PC: 메모리반도체 인플레이션의 역풍

메모리반도체 인플레이션으로 세트 업계의 BoM Cost (재료비) 부담이 극대화되고 있다. 보유 재고가 부족한 만큼, 메모리반도체 구매를 무한정 줄이기도 어려운 상황이다. 이에, 세트 업계는 2가지 방향으로 돌파구를 찾으려는 모습이다.

- 일부 세트 업체들의 경우, High-End 제품에 탑재되는 메모리반도체는 최대한 물량을 구하되, 메모리반도체 인플레이션으로 수익성이 크게 악화된 중저가 제품은 출하량을 줄이거나, 제품 스펙을 하향하는 방향으로 대응 중인 것으로 판단된다.
- 가격 협상의 주도권을 잃지 않기 위해, 중국산 제품 대체 활용을 검토하는 움직임도 일부 포착되고 있다. 비중국 고객들의 경우, CXMT와 YMTC가 미국 Blacklist에 등재되어 있기에 직접 구매는 어려운 상황이나, 중국 세트 업체들의 경우, 상황이 다르다. 성능만 입증되면, 자국산 메모리반도체를 채용할 Incentive가 큰 환경인 것으로 추정된다.

2. 제조업의 영업이익률이 80% 이상?

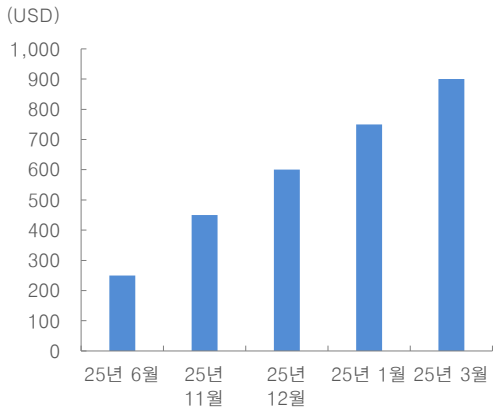
현 예상 시나리오대로라면, 2Q26 한국 메모리반도체의 영업이익률은 범용 DRAM 80% 중반, NAND 50% 중반에 이를 것으로 예상된다. 2017-2018년 슈퍼사이클의 고점을 모두 크게 상회하는 수준이며, 제조업의 특성을 감안 시, 범용 DRAM 기준 80% 대의 영업이익률이 지속 가능할지에 대한 의문이 심화될 수 있을 것이라 생각한다.

그림 81. 범용 DRAM: ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 82. 64GB R-DIMM 가격 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 11. 갤럭시 S 시리즈 재료비 분석 (Ultra)

|                   | 1Q25 기준<br>(갤럭시 S25 Ultra) | 1Q26 예상<br>(갤럭시 S26 Ultra) | Detail             |
|-------------------|----------------------------|----------------------------|--------------------|
| Wholesale Price   | 1,085                      | 1,085                      | 가격 동결 가정           |
| GPM (%)           | 46                         | 39                         |                    |
| Device Cost       | 588                        | 666                        |                    |
| Warranty Cost     | 7                          | 7                          |                    |
| BoM Cost          | 581                        | 659                        |                    |
| DRAM*             | 27                         | 76                         | 기간 내 가격 180% 상승 가정 |
| BoM Cost 내 비중 (%) | 5                          | 12                         |                    |
| NAND**            | 37                         | 67                         | 기간 내 가격 80% 상승 가정  |
| BoM Cost 내 비중 (%) | 6                          | 10                         |                    |
| 기타                | 516                        | 516                        | 메모리반도체 외 재료비 동결 가정 |

참고: \*12GB LPDDR5x \*\*512GB UFS 4.0

자료: 대신증권 리서치센터

## 우리에게 주어진 2 가지 선택지

사상 초유의 메모리반도체 호황을 맞이한 가운데, 우리는 2가지 시나리오를 생각해볼 수 있을 것이라 생각한다. 1) 기존과 같은 분기 단위 시가 계약 구조를 지속하는 방안, 2) LTA (장기 계약), 선수금, 예치금 등으로 판매 구조를 개편하는 방안이 그 대상이다.

### 1. 분기 단위 시가 계약 구조 지속: Power Game

공급자 우위의 현 수급 환경을 적극 활용하여 가격 인상 폭을 극대화하는 선택을 해볼 수 있을 것이라는 판단이다. 기존과 같은 분기 단위의 시가 계약 구조로 추가적인 가격 인상을 유도하고, 이익을 지속 극대화하는 방안에 해당한다.

#### 1) 반도체 수급만을 반영하면, 승산이 높은 전략이다

현 반도체 수급만을 감안 시, Power Game에서 메모리반도체 공급업체가 패배할 가능성은 크지 않다고 생각한다. 공급 제약은 달라진 생산의 메커니즘을 감안 시 단기에 풀리기 어렵고, AI 패권 장악을 위한 투자 전쟁은 지속되고 있다. 단순 수급만을 변수로 삼을 경우, 2027년 말까지 가격 상승 사이클은 지속 펼쳐질 수 있을 것이라 생각한다.

#### 2) 문제는 외생 변수 (중국산 메모리반도체 대체 활용, 미국의 공장 투자 압박 등)

우리가 기억해야 할 사실이 있다면, 반도체 사이클이 수급 논리로만 움직이지는 않는다는 점이다. 2020년 대 이후, 반도체는 전략 자산으로 거듭났고, 단순 수급 뿐 아니라, 다양한 외생 변수들이 사이클을 결정짓는 핵심 인자로 작용하곤 했다. 현 시점에서 예상해볼 수 있는 외생 변수가 있다면, 2가지라 생각한다.

- **중국산 메모리반도체 대체 활용:** Power Game에서 지지 않기 위한 목적, 메모리반도체 인플레이션 영향 최소화 목적 등으로 고객들의 중국산 메모리반도체 대체 활용 움직임이 일부 나타날 수 있을 것이라는 판단이다. 물론, 중국 메모리반도체의 실태와 얽혀있는 정치적 이해관계 등을 감안 시, 100% 대체는 불가할 것이라 생각한다. 중저가 제품, 일부 High-End 제품 등을 테스트해볼 수는 있을 것이며, 자국 기업이 메모리반도체 인플레이션으로 고통받고 있다면, 정책적 변화가 나타날 가능성도 100% 배제하긴 어렵다.

- **미국의 공장 투자 압박:** 미국의 경우, 지금과 같은 초호황을 빌미로, 자국 내 전공정 공장 준공을 확대 요청할 수 있을 것이라 생각한다. 한국 입장에서 지금과 같은 환경에서는 중장기 생산성 및 원가 구조 악화를 근거로 미국 내 전공정 투자를 반대하기 쉽지 않을 것이라는 판단이다.

다양한 외생 변수가 발생한다면, 주식시장에서 느끼는 불안감 또한 커질 수 있을 것이라 생각한다. 그렇다면, Power Game을 지속하는 것이 주가 관점에서는 100% 긍정적 변화가 아닐 수 있다는 판단이다.

## 2. 판매 구조의 변화: LTA (장기 계약), 선수금, 예치금

지금과 같은 극한의 수급 괴리율에선 다양한 정책적 변화를 시도해볼 수 있다. 메모리반도체 공급업체 입장에서는 기존 분기 단위 시가 계약이 아닌 장기 수급 안정성 강화를 위해 판매 정책의 변화 (법적 구속력을 견비한 다년 공급 계약, 선수금/예치금 등을 활용한 선계약 후증설/후 물량 공급 구조 등)를 시도해볼 수 있을 것이라는 판단이다.

때마침, 이해관계가 맞아 떨어지고 있다. AI 패권 장악을 위한 투자 경쟁과 메모리반도체 인플레이션 속, 서버 고객들을 중심으로 다년 계약 (GPU: 3년 계약, 하이퍼스케일: 3-5년 계약) 요청이 쇄도하고 있고, 메모리반도체 공급업체도 지난 날의 기억 (Downcycle에서 경험했던 Cash Burning)과 중국 반도체의 침투 속도 둔화 등의 목적으로 장기 수급 안정성 강화를 최우선 지향점으로 삼을 유인이 커지고 있다.

당사는 2Q26부터 위와 같은 판매 구조의 변화가 보다 구체화될 것이라 생각한다. 구조 변화에 대한 기대감 속, 메모리반도체 Valuation은 추가 상승 가능할 것이고, 이는 당사가 메모리반도체 주식에 대한 매수의견을 유지하는 핵심 배경이다.

### 1) LTA (장기 공급 계약), 이번에는 믿을 수 있을까?

최근 메모리반도체 실적발표에서 공급업체는 공통적으로 다년 계약 (Multi-year LTA)를 언급했다. 법적 구속력을 강화한 LTA 체결로 장기 수급 안정성을 높이기 위한 시도이며, 사이클 변동성이 큰 메모리반도체 산업 관점에서 반가운 변화라 볼 수 있다.

하지만, 투자자들은 그 실효성에 대해 의문을 품고 있을 것이라 생각한다. 다년 계약 체결 시도가 처음 있는 현상은 아니기 때문이다.

- 2017-2018년의 사례: 2017-2018년 슈퍼사이클 당시, 공급업체의 환경은 지금과 유사한 면모가 많았다. 클린룸이 절대적으로 부족했고, 빅데이터 시대에 대비하여 다수의 하이퍼스케일에서 Multi-year LTA (다년 계약) 혹은 전용 Fab 확보 등의 옵션을 제시했었다. 하지만, 그 당시, 해당 계약들은 현실화되지 않았다. 구두 계약 수준이었고, 공급업체의 급격한 Capex 상향과 신공장 가동 시작 등으로 공급 병목의 축소를 확인한 고객들은 빠르게 입장을 선회했다. 그 결과, 우리는 머지않아 다운사이클을 맞이하게 되었다.

- 2020-2021년의 사례: 중화권 모바일 업계 중심으로 LTA 요청이 다량 접수되었다. 미 중 갈등에 대비한 선제적 대응이었다는 판단이다. 다만, 그 실효성은 크지 않았다. Upcycle의 한 가운데에서 LTA가 체결되었던 만큼, 가격의 추가 인상 기회를 LTA로 인해 놓칠 수 있다는 비판론이 존재했고, 결과적으로, 큰 실익은 없었다는 판단이다.

- 메모리반도체의 사례: 고객만 계약을 파기하는 것이 아니다. 가격 급등의 환경에서는 메모리반도체 공급업체도 기존 예상 대비 높은 가격을 요구하기 마련이다. 이에, 우리는 수차례 메모리반도체 공급업체별 가격의 Revision을 목격해왔다.

과거의 Lesson을 기반으로, 금번에는 다른 방향으로 LTA 협의를 진행할 것이라 생각한다. 다년 계약 체결과 더불어, 매년 상반기 물량과 가격을 Fix하고, 하반기에만 유동성을 부여 (웨이퍼 투입 축소를 통해 탄력적 생산 대응이 가능)하는 등의 옵션이 제시될 수 있고, 과거 대비 높은 법적 구속력을 기반으로 계약의 신빙성을 높이려는 시도도 해볼 수 있을 것이라는 판단이다. 그렇다면, 시장이 느끼는 장기 사이클에 대한 신뢰도는 보다 증폭될 것이라 생각한다.



2) 선수금, 예치금 등으로의 구조 변화

선수금, 예치금 제도로도 적극 활용해볼 수 있다. 로직/파운드리에서 주로 활용되어왔던 판매 전략이며, 증설도, 물량 공급도 선수금 혹은 예치금 수취 후 진행을 하는 구조에 해당한다. 사이클 변동성을 최소화시킬 수 있는 가장 이상적 변화 구조이며, 해당 구조로의 변화 기회도 충분히 열려있다는 판단이다.

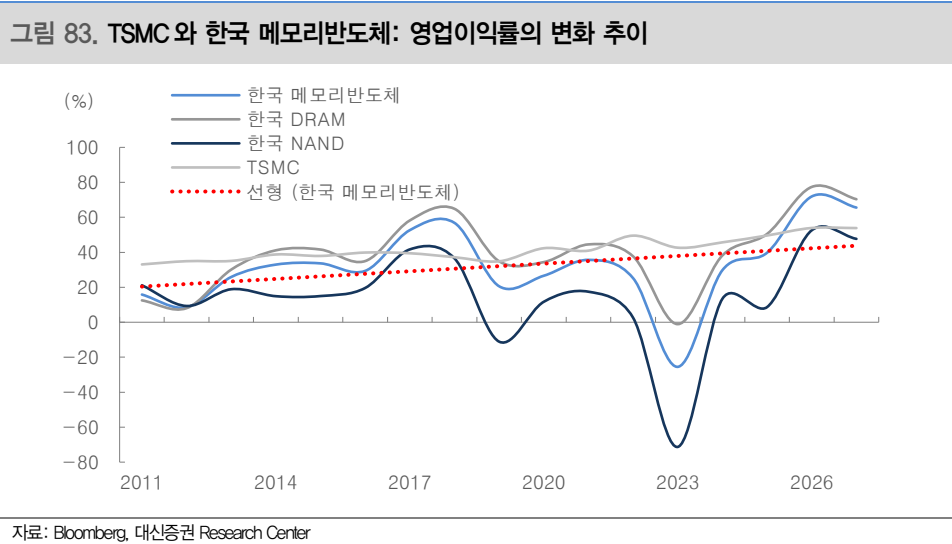
3) 기대 변화

판매 구조 변화가 현실화될 경우, 메모리반도체 사이클의 변동성은 과거 대비 큰 폭으로 축소될 것이고, 완화된 수급 환경을 활용하여 다양한 시도들을 추가로 진행해볼 수 있을 것이라 생각한다. TSMC의 영업이익률만큼 안정적인 구조를 확보하긴 어려울 지라도, 3개년 평균 수익성을 유사한 수준으로 끌어올릴 수는 있을 것이며, 이는 메모리반도체 Valuation에 있어 유례없는 Premium을 부여할 수 있는 변화가 될 것이라는 판단이다.

표 12.메모리반도체 공급업체가 가져갈 수 있는 선택지

| 구분             | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|----------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 기존 판매 정책 유지    | 1) 개요<br>- 기존과 같은 분기 단위의 시가 계약 구조로 추가 가격 인상을 유도하고, 이익을 지속 극대화하는 방향<br>- 공급자 우위의 현 수급 구도를 활용하여 하반기에도 가격 인상 폭을 극대화하는 방향을 선택 가능<br>2) 장단점<br>- 장점: 극단적인 현 시점의 수급 환경을 활용하여 증익의 강도를 높일 수 있다는 장점이 존재<br>- 단점: 고객들의 가격 저항 심화 속, 예상치 못했던 Risk (중국 반도체 대체 활용, 지정학적 Risk)가 발생할 가능성                                                                                                                                                       |
| LTA (장기 공급 계약) | 1) 최근 현황<br>- 고객들은 현재 연간 단위의 장기 계약을 요청 중. 하이퍼스케일은 3~5년, GPU 업계는 3년 계약을 추진하는 모습.<br>- 장기 공급 계약 체결로 가격의 급격한 상승 Risk를 방지하되, 물량 안정성과 가격 변동률 축소 옵션 등을 공급업체에 제공하겠다는 것 (ex. 매년 상반기 가격/물량 Fx, 하반기 유동성 부여 옵션)<br>2) 장단점<br>- 장점: 장기 사이클로의 전환 가능성을 높일 수 있는 변화. 사이클 변동성 Risk 축소 가능 (안정적 FCF 창출).<br>- 단점: 수급 환경 변화 시, 계약이 파괴될 가능성 존재. 법적 구속력을 결부하여 계약을 진행한다고 하나, B2B 시장의 한계점을 감안 시, 계약 파괴 Risk가 온전히 제거된다고 보긴 어렵다는 한계. 이에, 방지 장치를 다량 마련 중. |
| 선수금 및 예치금      | 1) 개요<br>- 선수금, 예치금 등을 활용하여 선수주 후증설, 선수주 후공급 등으로의 구조 변화 기회를 모색<br>2) 장점<br>- 계약서와 달리, 선수금 혹은 예치금 수취 시, 계약 파기에 따른 상환 의무가 없다는 장점이 존재.<br>- LTA가 가져올 장점 (사이클 변동성 Risk 축소)을 극대화할 수 있는 선택지. 현 시점에서 가장 이상적인 계약 구조.                                                                                                                                                                                                                   |

자료: 대신증권 Research Center





우리에게는 왜 변화가 필요한가?

판매 구조 변화에 있어 현실적 고민이 있다면, 누가 스타트를 끊을지에 있을 것이라 생각한다. 다년 계약 체결 시, 연간 판매량이 일정 수준 고정되기에 공급업체 입장에서 초과성장 (1등)을 달성하려면, 결국 ASP를 극대화해야 한다. Cost를 줄이는 방안도 있으나, 기술 난이도 상승으로 과거 대비 연간 원가 절감 폭을 쉽게 가늠하기 어려워지고 있다.

결국, “남들보다 1%라도 더 비싸게”라는 Upcycle에서의 관행을 깨기 위한 Incentive가 있어야 한다. 당사의 경우, 이번에는 변화를 모색할 Incentive가 충분하다고 생각한다. 구조 개편의 가능성에 무게를 실어봐도 괜찮을 것이라는 것라는 판단이다.

1. SK하이닉스: 중장기 사업 가치 확대와 주주환원 강화

SK하이닉스의 경우, 지속 가능한 성장 모델 마련, 주주환원 강화 등의 목적에서 판매 정책의 변화를 시도할 유인이 충분하다고 생각한다.

1) 사업적 관점: 무너지는 경계선

메모리반도체와 비메모리반도체 산업에는 항상 Power 게임이라는 로직이 들어간다. AI시대에 요구되는 미래 반도체에선 메모리반도체와 비메모리반도체라는 이분법적 접근이 사라질 수 있으며, 무너지는 경계선 상에서 Power 게임의 승자가 되기 위해 필요한 것은 결국 투자 재원의 안정적 확보이다.

- 로직의 기능을 메모리반도체로 이관하는 것이 메모리반도체 입장에서 Best Case에 해당하며, Power 게임에서 지지 않기 위해선 로직에 대한 연구 개발 및 인력 충원, 차세대 패키징 기술 경쟁력 확보 등이 필요하다.
- 이에 필요한 재원을 마련하기 위해선, 메모리반도체 사이클 변동성 Risk가 축소되어야 한다. 그렇다면, 판매 정책의 변화로 장기 수급 안정성을 드높일 유인은 충분하다.

2) 주주환원 강화

주주환원도 고려대상이다. SK 그룹은 지난 2021년 Financial Story를 통해 회사-임직원-주주의 가치 극대화를 위한 솔루션을 마련해갈 것을 언급했고, 메모리반도체 초호황 속, 회사와 임직원들의 가치는 극대화되고 있다.

마지막 남은 과제가 있다면, 주주환원 강화일 것이라 생각한다. 주주환원의 전통적 방식이 배당금 확대, 자사주 매입/소각이었다면, 해당 카드는 물론, 그 이상도 우리는 생각해볼 수 있을 것이라 생각한다.

- ADR을 통한 Capital Yield 강화: 자사주 매입 혹은 신주 발행 등을 통한 ADR 발행이 검토될 수 있다. 그렇게 된다면, 주식 수급 상의 개선이 나타날 수 있고, 이는 전통적 Korea Discount를 해소시킬 수 있는 강력한 변화요인으로 작용할 것이라 생각한다. 1Q26 내 방향성이 구체화될 가능성이 높다는 판단이다.

3) 우리의 결론

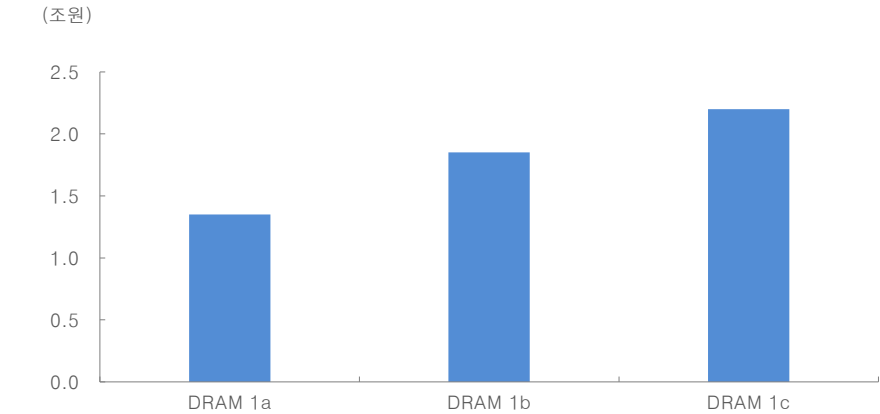
그간 한국 시장에서 보기 힘들었던 변화 기회가 펼쳐지고 있고, 이에 필요한 것은 사이클 리스크 축소이다. 안정적 재원 마련이 필요하고, 이는 판매 구조의 변화를 보다 적극적으로 모색하게 만드는 긍정적 변화로 이어질 것이라 생각한다.

표 13. SK 하이닉스: 구조 변화를 위한 노력

| 구분         | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ADR        | <p>1) 현재의 SK 하이닉스</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- 임직원 보상책으로는 성과 재원을 강화. 영업이익의 10%를 성과 재원으로 활용할 예정.</li><li>- 주주가치 제고 측면에서는 2024년에 Value up 프로그램을 발표. Capex 의 Discipline 을 강화하여 재무 체력을 강화하고, 고정배당금을 1,500원으로 상향.</li><li>- 4Q25 실적발표에서 특별 배당 및 보유 자사주 소각 등을 발표. 현 추가 수준을 감안 시, 추가 주주환원에 대한 요청이 늘어날 수 있는 환경.</li></ul> <p>2) 미래의 SK 하이닉스</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- 특별 배당과 자사주 소각이라는 기존 주주환원 정책에 더하여, ADR을 발행할 가능성.</li><li>- 자사주 매입 혹은 신주 발행을 통해 대응할 것으로 전망.</li><li>- 주식 수급 환경을 개선하고, 주주들의 Capital Yield 를 높이는데 기여 가능할 것이라는 판단.</li></ul>               |
| AI Company | <p>1) 자금 조달 효율화</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- AI 생태계의 확산과 공정 미세화에 따른 단위당 투자 부담 증가로 자금 조달 방식을 보다 효율화 필요.</li><li>- SPC 설립 시, 초기 대규모 투자 부담을 외부 자본과 부담할 수 있고, 이를 통해 재무 구조를 안정화 가능.</li></ul> <p>2) 수급 안정성 확대</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- SPC 가 외부 자본을 조달 받아 반도체 공장을 건설하여 임대해주는 방향으로 변화</li><li>- 과거 대비 고객 수요의 진실성이 강화될 것으로 기대.</li><li>- 기업 관점에서는 사이클 산업이라는 점에서 오는 Risk 를 축소해줄 수 있는 변화</li></ul> <p>3) 향후 방향성</p> <ul style="list-style-type: none"><li>- 데이터센터 사업 중심 AI 스타트업 육성 및 투자 병행 계획.</li><li>- SK그룹의 경우, 현재 해당 법인에 100억 달러 내외 출자를 검토 중.</li></ul> |

자료: 대신증권 Research Center

그림 84. Tech node 별 DRAM 신규 투자 비용 (월 10K 기준)



자료: 대신증권 Research Center

## 2. 삼성전자: AI 중심의 사업 포트폴리오 개편과 삼성파운드리

삼성전자의 경우, AI 시대에 맞춤형 사업 포트폴리오 구축 및 TSMC와의 격차 축소를 위한 파운드리 투자라는 2가지 목적에서 돈 버는 메모리반도체로의 구조 변화를 모색할 유인이 충분하다고 생각한다.

### 1) AI 시대에 맞춤형 사업 포트폴리오 구축

CES 2026과 4Q25 DX 사업부문의 수익성은 많은 생각할거리를 제공했다고 생각한다. 가전/TV의 경우, 중화권 경쟁사들과의 기술 격차를 한눈에 알아보기 쉽지 않았고, 신제품과 신기술이 가져오는 효능감의 증분이 떨어지고 있다는 느낌을 받았다. 수익성에서도 변화는 일부 감지되고 있다. 돌파구 마련의 필요성이 높아지고 있을 것이라 생각한다.

MX 사업부문도 크게 다르지 않다. 지난 20년간의 스마트폰 침투 속, 침투율은 포화 단계에 이르렀고, 스마트폰 출하량은 지난 수년간 박스권에 갇혀있다. AI 기능 강화를 기반으로 교체수요를 촉발하려는 노력을 전개하고 있으나, 부품 가격은 그만큼 빠르게 증가하고 있고, 부품 가격 인상 분을 무분별하게 가격에 전가시키기도 어려운 상황이다. 경쟁사에서 공격적 판가 전략을 고수할 경우, 가격의 인상이 점유율의 축소로 이어질 Risk가 있기 때문이다.

그렇다면, 변화가 필요하다. AI 시대에 맞춤형 포트폴리오 구축이 필요할 것이고, 이는 유의미한 M&A가 필요한 가장 큰 이유이다. 로봇과 같은 신규 디바이스 시장 진출을 목표해볼 수도 있고, AI 중심의 사업 포트폴리오 구축을 위한 강도 높은 R&D 투자를 진행해볼 수도 있다. 이에 필요한 것은 결국 재원의 안정적 확보이다.

### 2) 삼성파운드리, 모두가 부활을 원하고 있다

로직/파운드리의 경우, 1강 2중 (강: TSMC, 중: 삼성파운드리, 인텔)의 체제를 보이고 있다. 1강이 너무 강력한 나머지, 수많은 고객들이 TSMC에 의존하고 있으며, 이는 전략 자산이 된 반도체의 구조에 긍정적 변화라 볼 수 없다. 합리적 원가 제어 및 공급망 안정화 등의 목적에서 고객들은 2중의 도약을 기다리고 있을 것이고, 삼성파운드리의 포지셔닝은 그만큼 유리해지고 있다는 판단이다.

당장 TSMC와의 격차를 유의미하게 축소하긴 어려울 것이라 생각한다. 다만, 기회가 왔을 때, 제 때 잡으려면, 격차 축소를 위한 투자 확대는 필요하다. DX에서의 현금 창출 능력이 과거 대비 떨어지고 있는 만큼, 돈 버는 메모리반도체가 필요하다는 판단이다.

### 3) 우리의 결론

세트에서의 AI 맞춤 포트폴리오 구축, TSMC와의 점유율 격차 축소를 위한 파운드리 투자 강화라는 2가지 사업 목표를 동시 달성하고, 주주환원 및 임직원 보상 경쟁력 강화라는 사회적 요구에 대비하기 위해 선택할 수 있는 것은 메모리반도체에서의 장기 물량의 안정성 강화일 것이라 생각한다. 해당 변화를 위해, 금번에 판매 구조 변화 기회를 모색해볼 유인이 충분하다는 판단이다.

주가는 어디까지 올라갈 수 있을까?

강한 가격 상승에 기반한 이익 전망 상향 분을 한국 반도체 대형주 주가에 보다 반영할 필요가 있다. 이를 감안하여, 당사의 새로운 목표주가로 삼성전자 270,000원, SK하이닉스 1,450,000원을 제시한다. 판매 구조의 변화에 기반한 장기 사이클로의 전환 기대감이 남아있는 만큼 Target Multiple이 하락할 이유 또한 크지 않다는 판단이다.

판매 구조가 실제로 변화한다면, 사이클 변동성 축소라는 아이디어에 대한 시장의 공감대, 장기 사이클에 대한 기대감 모두 증가할 것이라 생각한다. 늘어나는 현금 가치와 지속가능한 현금 창출 능력에 시장의 이목이 집중될 것이며, 이 경우, 가치평가의 방식이 변화할 수 있을 것이라는 판단이다. 그렇다면, 당사가 제시하는 목표주가 그 이상의 변화도 충분히 펼쳐질 수 있을 것이라 생각한다.

표 14. 삼성전자: 목표주가 산출

| (원, 배)      | 2026E          | 비고                                          |
|-------------|----------------|---------------------------------------------|
| BPS         | 88,869         | 2026년 당사 예상 BPS 75%, 2027년 당사 예상 BPS 25% 적용 |
| Target P/B  | 3.0            | 12m Fwd P/E 상단 (2000~2026년)                 |
| <b>목표주가</b> | <b>270,000</b> |                                             |
| 현재 주가       | 193,000        | 2026년 2월 23일 종가 기준                          |
| Upside (%)  | 39.9           |                                             |

자료: 대신증권 Research Center

표 15. SK 하이닉스: 목표주가 산출

| (원, 배)      | 2026E            | 비고                                          |
|-------------|------------------|---------------------------------------------|
| BPS         | 393,706          | 2026년 당사 예상 BPS 75%, 2027년 당사 예상 BPS 25% 적용 |
| Target P/B  | 3.7              | Micron Technology 의 12m Fwd P/B에서 10% 할인    |
| <b>목표주가</b> | <b>1,450,000</b> |                                             |
| 현재 주가       | 951,000          | 2026년 2월 23일 종가                             |
| Upside (%)  | 52.5             |                                             |

자료: 대신증권 Research Center

# 기업분석

SK하이닉스

(000660)

류형근  
서지원RA

hyungkeun.ryu@daishin.com  
jwon0.seo@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월  
목표주가

1,450,000

유지

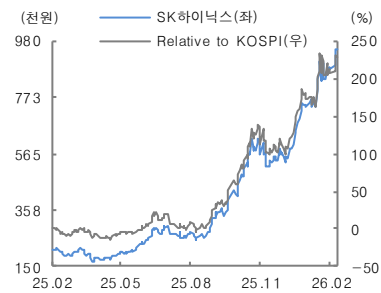
현재주가  
(26.02.23)

951,000

반도체업종

|             |                                      |
|-------------|--------------------------------------|
| KOSPI       | 5846.09                              |
| 시가총액        | 677,780십억원                           |
| 시가총액비중      | 20.38%                               |
| 자본금(보통주)    | 3,658십억원                             |
| 52주 최고/최저   | 951,000원 / 164,800원                  |
| 120일 평균거래대금 | 23,864억원                             |
| 외국인지분율      | 54.60%                               |
| 주요주주        | 에스케이스퀘어 외 7 인 20.07%<br>국민연금공단 7.35% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M    | 12M   |
|----------|------|------|-------|-------|
| 절대수익률    | 24.0 | 82.5 | 278.9 | 353.9 |
| 상대수익률    | 5.8  | 20.3 | 105.4 | 106.1 |



기업분석

# 전인미답

- 2026년 영업이익 전망치를 기존 142조원에서 174조원으로 상향.
- 판매 정책의 변화와 ADR 발행 등의 기회요인이 상존하는 시점.
- 목표주가 145만원 제시. 판매 정책 변화 현실화 시, 추가 상승 가능.

## 이익 전망 상황

2026년 가격 전망 상황 분을 반영하여 2026년 영업이익 전망치를 142조원에서 174조원으로 상향. 창사 이래, 가장 강력한 수익성을 보여줄 것.

1) **범용 반도체:** 서버 중심의 실수요 폭증과 제한적 생산 증가 속, 가격 상승 폭 확대. 2026년 범용 DRAM과 NAND ASP는 전년대비 159%, 91% 상승 전망. 메모리반도체 인플레이션에 따른 세트 출하 부진 우려가 산재하나, 극단적으로 벌어진 수요-공급 괴리율을 감안 시, 가격 강세는 지속될 것.

2) **HBM:** 제품 불문 DRAM 공급π 부족이 지속. 주요 고객사의 경우, DRAM 공급 부족 장기화에 대비하여 2028년까지의 장기 수요 Forecast를 상향. 안정적 공급 역량을 보유한 SK하이닉스가 공급망에서 배제될 가능성은 희박. 1Q26 내 제품 인증 완료 전망. 메인 벤더 지위는 2026년에도 지속될 것.

3) **수익성:** 사상 최대 수익성 경신 전망. 2017-2018 슈퍼사이클에서의 고점 (DRAM +65%, NAND +23%)을 넘어 새로운 역사를 이룩할 것. 금번 사이클에서의 영업이익률 고점은 DRAM +85%, NAND +57% 내외에서 형성될 것.

## 3박자의 조화 (이익, 정책 변화, ADR)

강력한 수익성 외에도 기대할 수 있는 변화는 다량 남아있다는 판단. 이익 전망 상황 분을 반영하여 목표주가를 1,450,000원으로 상향. 판매 정책 변화에 따른 장기 수급 안정성 강화 노력이 현실화될 경우, 기업 가치의 상승 폭은 당사의 현 전망 대비 확대될 수 있으며, 해당 가능성에 주목할 필요.

1) **판매 정책의 변화 (LTA, 선수금, 예치금):** 분기 단위 시가 협상 구조에서 연단위 장기 계약 구조로의 변화 노력 지속. 계약 구조 변화가 현실화될 경우, 장기 수급 안정성은 보다 강화될 것. Valuation 할증 요인으로 작용할 것.

2) **ADR:** 자사주 매입과 신주 발행 등의 방식으로 ADR 발행 시도가 구체화될 것. 2026년 3월 내 계획 구체화 기대. 기업 가치에 긍정적 변화가 될 것.

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2023A   | 2024A   | 2025P   | 2026F   | 2027F   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 32,766  | 66,193  | 97,147  | 230,341 | 260,753 |
| 영업이익    | -7,730  | 23,467  | 47,206  | 174,097 | 180,921 |
| 세전순이익   | -11,658 | 23,885  | 50,466  | 179,669 | 187,026 |
| 총당기준이익  | -9,138  | 19,797  | 42,948  | 134,752 | 138,399 |
| 지배지분순이익 | -9,112  | 19,789  | 42,919  | 134,747 | 138,395 |
| EPS     | -12,517 | 27,182  | 58,955  | 185,091 | 190,102 |
| PER     | NA      | 6.4     | 8.7     | 5.1     | 5.0     |
| BPS     | 73,495  | 101,515 | 164,986 | 346,530 | 535,232 |
| PBR     | 1.9     | 1.7     | 5.8     | 2.7     | 1.8     |
| ROE     | -15.6   | 31.1    | 44.2    | 72.4    | 43.1    |

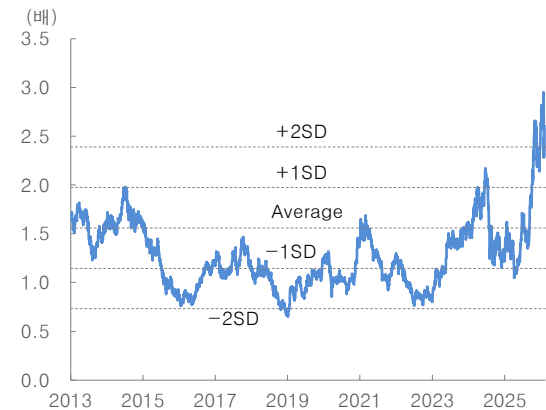
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

표 16. SK 하이닉스: 목표주가 산출

| (원, 배)     | 2026E     | 비고                                          |
|------------|-----------|---------------------------------------------|
| BPS        | 393,706   | 2026년 당사 예상 BPS 75%, 2027년 당사 예상 BPS 25% 적용 |
| Target P/B | 3.7       | Micron Technology의 12m Fwd P/B에서 10% 할인     |
| 목표주가       | 1,450,000 |                                             |
| 현재 주가      | 951,000   | 2026년 2월 23일 종가                             |
| Upside (%) | 52.5      |                                             |

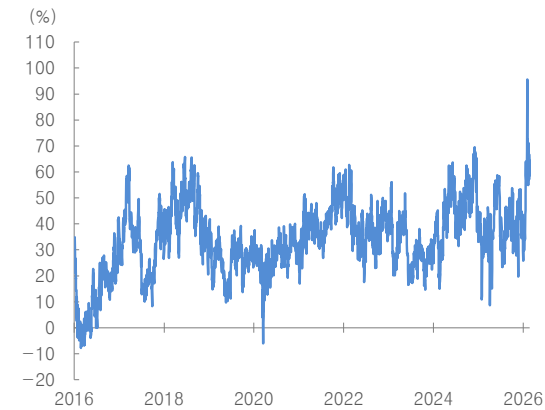
자료: 대신증권 Research Center

그림 85.SK 하이닉스: 12m Fwd P/B 추이



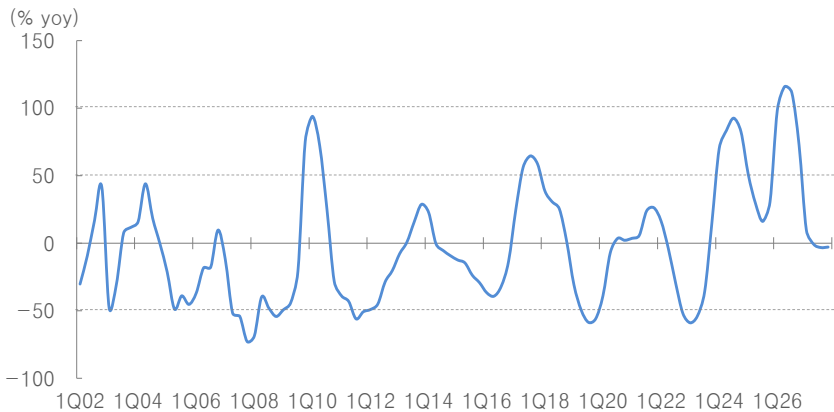
참고: 평균과 표준편차는 2023-2026년 일별 데이터 기준으로 산출  
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 86.SK 하이닉스와 마이크론의 Valuation 격차



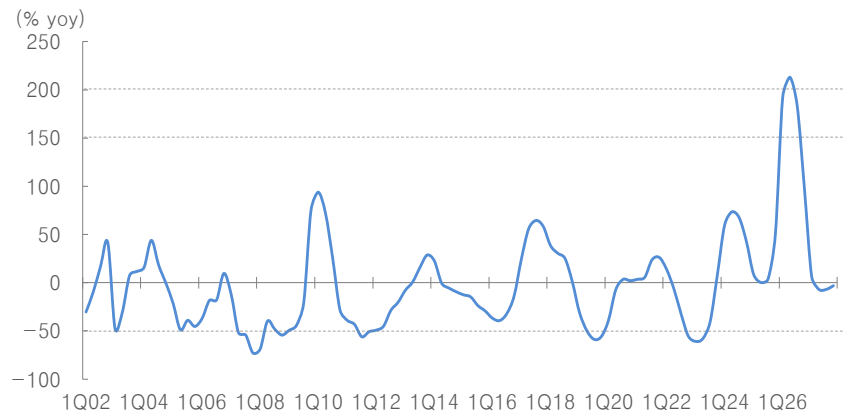
참고: SK하이닉스 대비 마이크론의 Valuation Premium (12m Fwd P/B 기준)  
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 87.SK 하이닉스: DRAM ASP 추이 및 전망



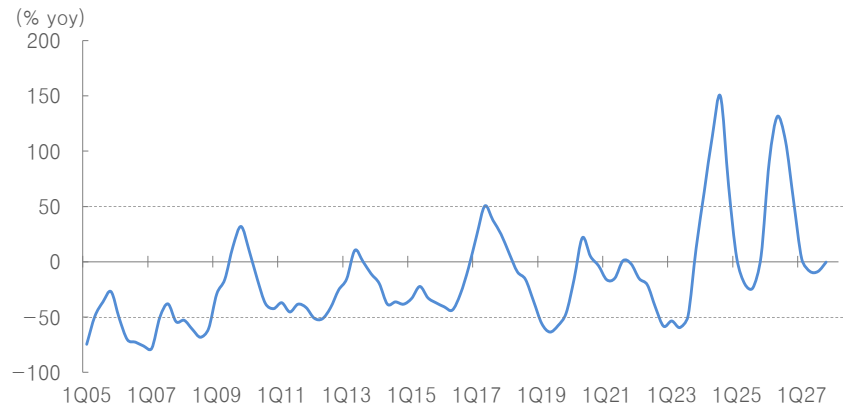
자료: 대신증권 Research Center

그림 88.SK 하이닉스: 범용 DRAM ASP 추이 및 전망



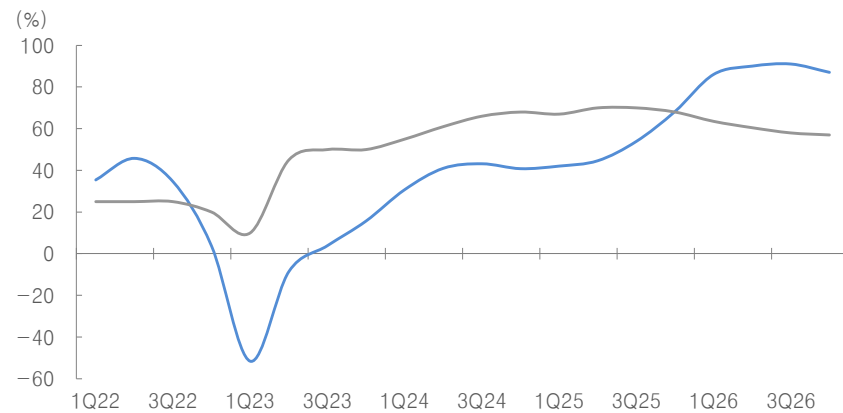
자료: 대신증권 Research Center

그림 89.SK 하이닉스: NAND ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

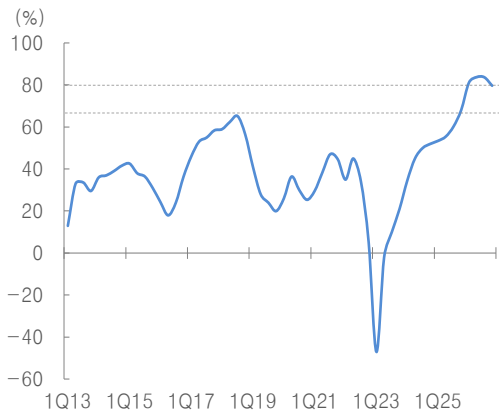
그림 90.SK 하이닉스: HBM과 범용 DRAM 영업이익률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

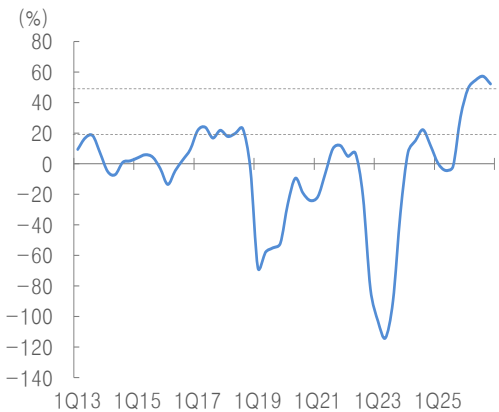


그림 91.SK 하이닉스: DRAM 영업이익률 추이 및 전망



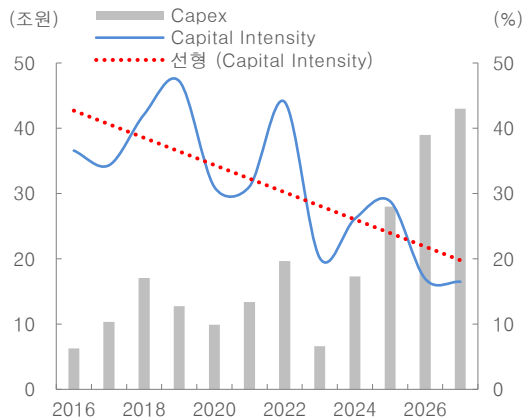
자료: 대신증권 Research Center

그림 92.SK 하이닉스: NAND 영업이익률 추이 및 전망



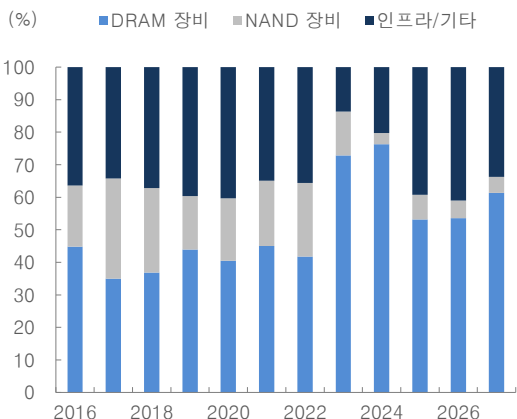
자료: 대신증권 Research Center

그림 93.SK 하이닉스: Capex 추이 및 전망



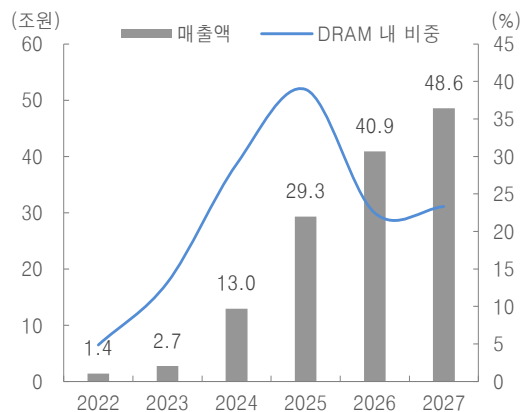
자료: 대신증권 Research Center

그림 94. SK 하이닉스: Capex Breakdown



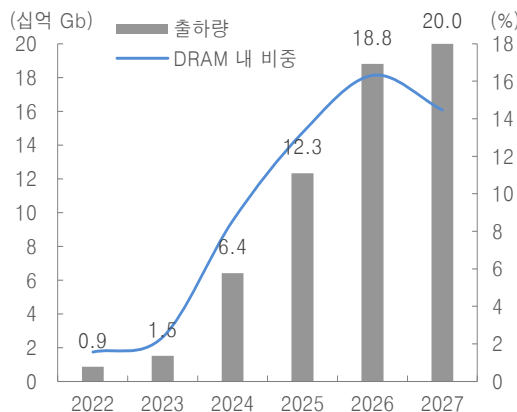
자료: 대신증권 Research Center

그림 95.SK 하이닉스: HBM 매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 96.SK 하이닉스: HBM 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 17.SK 하이닉스: 주요 가정

|                      | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25P | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025P | 2026E | 2027E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 환율 (KRW/USD)         | 1,453 | 1,404 | 1,385 | 1,451 | 1,450 | 1,430 | 1,400 | 1,400 | 1,423 | 1,420 | 1,350 |
| DRAM 출하량 (십억 Gb)     | 18.7  | 23.4  | 25.3  | 25.5  | 25.5  | 27.7  | 30.4  | 31.7  | 92.9  | 115.2 | 138.3 |
| QoQ                  | -7    | 25    | 8     | 1     | 0     | 8     | 10    | 4     |       |       |       |
| YoY                  | 16    | 19    | 32    | 26    | 36    | 18    | 20    | 24    | 24    | 24    | 20    |
| DRAM ASP/Gb (USD)    | 0.51  | 0.52  | 0.54  | 0.67  | 1.02  | 1.12  | 1.15  | 1.16  | 0.57  | 1.11  | 1.12  |
| QoQ                  | 0     | 1     | 5     | 24    | 52    | 10    | 2     | 1     |       |       |       |
| YoY                  | 51    | 29    | 16    | 31    | 98    | 116   | 111   | 73    | 30    | 97    | 0     |
| 범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)  | 16.0  | 20.4  | 22.1  | 22.1  | 21.4  | 22.9  | 25.5  | 26.6  | 80.6  | 96.4  | 118.3 |
| QoQ                  | -8    | 27    | 8     | 0     | -3    | 7     | 11    | 5     |       |       |       |
| YoY                  | 4     | 10    | 28    | 27    | 34    | 12    | 15    | 20    | 17    | 20    | 23    |
| 범용 DRAM ASP/Gb (USD) | 0.33  | 0.34  | 0.37  | 0.53  | 0.95  | 1.06  | 1.06  | 1.04  | 0.40  | 1.03  | 1.00  |
| QoQ                  | -7    | 4     | 10    | 41    | 80    | 12    | 0     | -2    |       |       |       |
| YoY                  | 9     | 0     | 4     | 51    | 192   | 213   | 183   | 98    | 18    | 159   | -3    |
| NAND 출하량 (십억 GB)     | 33.7  | 58.9  | 55.2  | 60.6  | 59.5  | 61.4  | 65.0  | 66.3  | 208.4 | 252.2 | 300.1 |
| QoQ                  | -19   | 75    | -6    | 10    | -2    | 3     | 6     | 2     |       |       |       |
| YoY                  | -36   | 14    | 26    | 45    | 77    | 4     | 18    | 9     | 10    | 21    | 19    |
| NAND ASP/GB (USD)    | 0.064 | 0.058 | 0.064 | 0.084 | 0.122 | 0.134 | 0.134 | 0.130 | 0.068 | 0.130 | 0.125 |
| QoQ                  | -20   | -9    | 11    | 31    | 45    | 10    | 0     | -3    |       |       |       |
| YoY                  | 3     | -20   | -24   | 5     | 90    | 131   | 109   | 55    | -8    | 91    | -4    |

자료: 대신증권 Research Center

표 18.SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|         | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25P  | 1Q26E  | 2Q26E  | 3Q26E  | 4Q26E  | 2025P  | 2026E   | 2027E   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액     | 17,639 | 22,232 | 24,449 | 32,827 | 48,594 | 56,455 | 61,395 | 63,897 | 97,147 | 230,341 | 260,753 |
| DRAM    | 14,037 | 17,124 | 19,084 | 24,948 | 37,645 | 44,239 | 48,725 | 51,317 | 75,193 | 181,926 | 208,205 |
| NAND    | 3,229  | 4,728  | 4,989  | 7,550  | 10,538 | 11,793 | 12,228 | 12,110 | 20,496 | 46,668  | 50,751  |
| 기타      | 373    | 380    | 376    | 328    | 411    | 423    | 441    | 470    | 1,458  | 1,746   | 1,797   |
| 영업이익    | 7,441  | 9,213  | 11,383 | 19,170 | 35,696 | 43,472 | 47,737 | 47,191 | 47,206 | 174,097 | 180,921 |
| DRAM    | 7,500  | 9,500  | 11,500 | 17,000 | 30,546 | 37,048 | 40,762 | 40,892 | 45,500 | 149,248 | 157,044 |
| NAND    | 15     | -202   | -86    | 2,320  | 5,191  | 6,466  | 7,020  | 6,346  | 2,048  | 25,023  | 24,057  |
| 기타      | -75    | -85    | -31    | -151   | -41    | -42    | -44    | -47    | -342   | -175    | -180    |
| 세전이익    | 9,299  | 8,723  | 14,790 | 17,653 | 36,561 | 44,497 | 49,062 | 49,549 | 50,466 | 179,669 | 187,026 |
| 순이익     | 8,108  | 6,996  | 12,598 | 15,246 | 27,421 | 33,373 | 36,796 | 37,162 | 42,948 | 134,752 | 138,399 |
| 이익률 (%) |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |         |
| 영업이익    | 42     | 41     | 47     | 58     | 73     | 77     | 78     | 74     | 49     | 76      | 69      |
| DRAM    | 53     | 55     | 60     | 68     | 81     | 84     | 84     | 80     | 61     | 82      | 75      |
| NAND    | 0      | -4     | -2     | 31     | 49     | 55     | 57     | 52     | 10     | 54      | 47      |
| 기타      | -20    | -22    | -8     | -46    | -10    | -10    | -10    | -10    | -23    | -10     | -10     |
| 세전이익    | 53     | 39     | 60     | 54     | 75     | 79     | 80     | 78     | 52     | 78      | 72      |
| 순이익     | 46     | 31     | 52     | 46     | 56     | 59     | 60     | 58     | 44     | 59      | 53      |

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |        |        |         |         |
|-------------|-----------|--------|--------|---------|---------|
|             | 2023A     | 2024A  | 2025F  | 2026F   | 2027F   |
| 매출액         | 32,766    | 66,193 | 97,147 | 230,341 | 260,753 |
| 매출원가        | 33,299    | 34,365 | 38,456 | 39,813  | 61,446  |
| 매출총이익       | -533      | 31,828 | 58,691 | 190,528 | 199,307 |
| 판매비와관리비     | 7,197     | 8,361  | 11,485 | 16,431  | 18,386  |
| 영업이익        | -7,730    | 23,467 | 47,206 | 174,097 | 180,921 |
| 영업이익률       | -23.6     | 35.5   | 48.6   | 75.6    | 69.4    |
| EBITDA      | 5,943     | 36,049 | 62,728 | 194,436 | 205,901 |
| 영업외손익       | -3,928    | 418    | 3,259  | 5,572   | 6,104   |
| 관계기업손익      | 15        | -38    | -94    | 3       | 0       |
| 금융수익        | 2,262     | 4,855  | 10,887 | 11,331  | 13,483  |
| 외환관련이익      | 0         | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 금융비용        | -6,093    | -5,708 | -6,230 | -5,874  | -7,296  |
| 외환관련손실      | 2,222     | 3,952  | 3,952  | 3,952   | 3,952   |
| 기타          | -111      | 1,309  | -1,303 | 112     | -83     |
| 법인세비용차감전순손익 | -11,658   | 23,885 | 50,466 | 179,669 | 187,026 |
| 법인세비용       | 2,520     | -4,088 | -7,518 | -44,917 | -48,627 |
| 계속사업순손익     | -9,138    | 19,797 | 42,948 | 134,752 | 138,399 |
| 중단사업순손익     | 0         | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 당기순이익       | -9,138    | 19,797 | 42,948 | 134,752 | 138,399 |
| 당기순이익률      | -27.9     | 29.9   | 44.2   | 58.5    | 53.1    |
| 비지배지분순이익    | -25       | 8      | 29     | 5       | 4       |
| 지배지분순이익     | -9,112    | 19,789 | 42,919 | 134,747 | 138,395 |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0      | 0      | 0       | 0       |
| 기타포괄이익      | 10        | 125    | 137    | 151     | 166     |
| 포괄순이익       | -9,037    | 21,044 | 44,320 | 136,261 | 140,059 |
| 비지배지분포괄이익   | -22       | 11     | 30     | 5       | 4       |
| 지배지분포괄이익    | -9,015    | 21,033 | 44,291 | 136,256 | 140,055 |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2023A         | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| EPS          | -12,517       | 27,182  | 58,955  | 188,632 | 194,183 |
| PER          | NA            | 6.4     | 11.0    | 5.0     | 4.9     |
| BPS          | 73,495        | 101,515 | 164,986 | 353,052 | 546,615 |
| PBR          | 1.9           | 1.7     | 5.8     | 2.7     | 1.7     |
| EBITDAPS     | 8,164         | 49,517  | 86,165  | 272,191 | 288,901 |
| EV/EBITDA    | 21.5          | 3.9     | 10.7    | 3.0     | 2.4     |
| SPS          | 45,008        | 90,924  | 133,443 | 322,454 | 365,865 |
| PSR          | 3.1           | 1.9     | 7.1     | 2.9     | 2.6     |
| CFPS         | 8,098         | 50,619  | 90,847  | 280,201 | 297,675 |
| DPS          | 1,200         | 2,204   | 3,000   | 3,000   | 3,000   |

| 재무비율     | (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |
|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2023A         | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 성장성      |               |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | -26.6         | 102.0 | 46.8  | 137.1 | 13.2  |
| 영업이익 증가율 | 적전            | 흑전    | 101.2 | 268.8 | 3.9   |
| 순이익 증가율  | 적전            | 흑전    | 116.9 | 213.8 | 2.7   |
| 수익성      |               |       |       |       |       |
| ROIC     | -7.8          | 24.4  | 41.7  | 104.1 | 84.0  |
| ROA      | -7.6          | 21.3  | 32.0  | 72.0  | 48.3  |
| ROE      | -15.6         | 31.1  | 44.2  | 72.4  | 43.1  |
| 안정성      |               |       |       |       |       |
| 부채비율     | 87.5          | 62.2  | 46.2  | 22.0  | 13.4  |
| 순차입금비율   | 46.7          | 17.6  | -6.4  | -35.5 | -48.0 |
| 이자보상배율   | -5.3          | 17.4  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |         |         |         |          |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|----------|
|             | 2023A     | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F    |
| 유동자산        | 30,468    | 42,279  | 68,921  | 166,387 | 272,840  |
| 현금및현금성자산    | 7,587     | 11,205  | 21,517  | 78,898  | 166,959  |
| 매출채권 및 기타채권 | 6,942     | 13,299  | 18,395  | 35,875  | 44,352   |
| 재고자산        | 13,481    | 13,314  | 14,289  | 16,772  | 21,727   |
| 기타유동자산      | 2,458     | 4,461   | 14,720  | 34,842  | 39,802   |
| 비유동자산       | 69,862    | 77,576  | 106,650 | 141,328 | 169,031  |
| 유형자산        | 52,705    | 60,157  | 77,503  | 96,738  | 115,416  |
| 관계기업투자금     | 1,367     | 1,941   | 1,906   | 1,871   | 1,836    |
| 기타비유동자산     | 15,790    | 15,478  | 27,241  | 42,720  | 51,779   |
| 자산총계        | 100,330   | 119,855 | 175,571 | 307,715 | 441,871  |
| 유동부채        | 21,008    | 24,965  | 37,582  | 42,441  | 43,613   |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,026     | 13,386  | 20,896  | 22,237  | 24,200   |
| 차입금         | 4,146     | 1,283   | 2,396   | 1,396   | 896      |
| 유동상채무       | 5,712     | 3,969   | 5,766   | 4,901   | 4,166    |
| 기타유동부채      | 4,125     | 6,327   | 8,524   | 13,906  | 14,352   |
| 비유동부채       | 25,819    | 20,974  | 17,859  | 12,958  | 8,543    |
| 차입금         | 19,611    | 17,431  | 14,086  | 8,006   | 4,006    |
| 전환증권        | 0         | 0       | 0       | 0       | 0        |
| 기타비유동부채     | 6,207     | 3,543   | 3,773   | 4,952   | 4,537    |
| 부채총계        | 46,826    | 45,940  | 55,441  | 55,398  | 52,156   |
| 자배지분        | 53,504    | 73,903  | 120,110 | 252,198 | 389,574  |
| 자본금         | 3,658     | 3,658   | 3,658   | 3,581   | 3,581    |
| 자본잉여금       | 4,373     | 4,487   | 8,954   | 8,954   | 8,954    |
| 이익잉여금       | 46,729    | 65,418  | 106,817 | 238,564 | 375,459  |
| 기타지분변동      | -1,255    | 341     | 681     | 1,099   | 1,579    |
| 비자배지분       | -1        | 12      | 20      | 42      | 65       |
| 자본총계        | 53,504    | 73,916  | 120,130 | 252,240 | 389,639  |
| 순차입금        | 24,960    | 12,984  | -7,656  | -89,658 | -187,187 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2023A     | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 영업활동 현금흐름 | 4,278     | 29,796  | 53,499  | 137,024 | 152,481 |
| 당기순이익     | -9,138    | 19,797  | 42,948  | 134,752 | 138,399 |
| 비현금항목의 가감 | 15,033    | 17,054  | 23,189  | 66,406  | 73,755  |
| 감가상각비     | 13,674    | 12,582  | 15,522  | 20,340  | 24,979  |
| 외환손익      | 332       | 352     | -269    | -269    | -269    |
| 지분법평가손익   | 0         | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 기타        | 1,027     | 4,120   | 7,936   | 45,335  | 49,045  |
| 자산부채의 증감  | 794       | -5,600  | -5,149  | -18,246 | -11,076 |
| 기타현금흐름    | -2,411    | -1,455  | -7,488  | -44,888 | -48,597 |
| 투자활동 현금흐름 | -7,335    | -18,005 | -42,860 | -61,518 | -50,361 |
| 투자자산      | -19       | -113    | -3,488  | -3,029  | -2,075  |
| 유형자산      | -6,785    | -15,898 | -27,953 | -38,953 | -42,953 |
| 기타        | -531      | -1,993  | -11,420 | -19,537 | -5,334  |
| 재무활동 현금흐름 | 5,697     | -8,704  | -2,552  | -11,617 | -7,331  |
| 단기차입금     | 0         | 0       | 1,113   | -1,000  | -500    |
| 사채        | 0         | 0       | -1,203  | -5,000  | -3,000  |
| 장기차입금     | 6,969     | -7,376  | -2,142  | -1,080  | -1,000  |
| 유상증자      | 0         | 0       | 0       | -77     | 0       |
| 현금배당      | -826      | -826    | -1,520  | -3,000  | -1,500  |
| 기타        | -446      | -502    | 1,201   | -1,461  | -1,331  |
| 현금의 증감    | 2,610     | 3,618   | 10,312  | 57,304  | 88,061  |
| 기초 현금     | 4,977     | 7,587   | 11,205  | 21,517  | 78,821  |
| 기말 현금     | 7,587     | 11,205  | 21,517  | 78,821  | 166,883 |
| NOPLAT    | -6,059    | 19,450  | 40,174  | 130,573 | 133,882 |
| FCF       | -1,165    | 15,389  | 27,141  | 110,662 | 114,611 |

# 삼성전자

(005930)

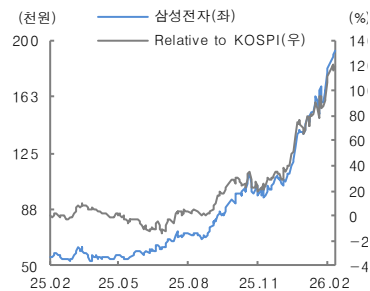
류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com  
서지원RA jiwon0.seo@daishin.com

투자 의견 BUY  
매수, 유지

6개월 목표주가 270,000 유지  
현재주가 193,000  
(26.02.23) 반도체업종

|             |                                      |
|-------------|--------------------------------------|
| KOSPI       | 5846.09                              |
| 시가총액        | 1,253,544십억원                         |
| 시가총액비중      | 37.69%                               |
| 자본금(보통주)    | 773십억원                               |
| 52주 최고/최저   | 193,000원 / 53,000원                   |
| 120일 평균거래대금 | 28,051억원                             |
| 외국인지분율      | 51.00%                               |
| 주요주주        | 삼성생명보험 외 15 인 19.82%<br>국민연금공단 7.75% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M   |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 절대수익률    | 26.9 | 103.6 | 170.3 | 231.6 |
| 상대수익률    | 8.3  | 34.2  | 46.5  | 50.6  |



기업분석

## 국민 1등 주식

- 2026년 영업이익 전망치를 기존 171조원에서 201조원으로 상향.
- 강력한 이익 성장 속 재무 체력 추가 개선. 추가 성장 기회 동력.
- 목표주가를 270,000원으로 상향. 적극적 매수 전략 유효.

### 이익 전망 상황

2026년 메모리반도체 가격 전망 상향 분을 반영하여 2026년 영업이익 전망치를 171조원에서 201조원으로 상향. 1Q26 메모리반도체 영업이익 1위 탈환, 연간으로는 200조원 대 영업이익 시대를 여는 기념비적 한 해가 될 것.

1) **범용 반도체**: 2026년 범용 DRAM과 NAND ASP는 전년대비 154%, 89% 상승 전망. 최대 Capa 이점 기반 강력한 이익 레버리지를 기대 가능한 환경.

2) **HBM**: HBM4의 경우, I/O Speed 기준 11.7Gbps 구현 가능. I/O Speed를 기준으로 시장이 분화될 경우 (11.7Gbps, 10.6Gbps), 스피드 상의 이점을 기반으로 ASP 상승 기회를 노려볼 수 있을 것이라는 판단.

3) **수익성**: 메모리반도체의 경우, 사상 최대 수익성 경신 전망. 2017~2018 슈퍼사이클에서의 고점 (DRAM +70%, NAND +53%)을 넘는 수익성을 기대. 부품 가격 상승으로 세트 사업에서의 수익성 둔화 우려가 산재하나, 반도체와 디스플레이 사업에서의 성장이 강한 전사 수익성 향상을 이끌 것.

### 적극적 매수 전략 유효

이익 전망 및 Target P/B 상향 (Target P/B 3.0배 적용) 분을 반영하여 목표주가를 270,000원으로 상향. 국민 1등 주식으로의 면모를 추가 발휘할 것.

- 강력한 메모리반도체 가격 상승이 전사 이익 성장을 견인. 그 과정에서 현금 및 현금성 자산과 FCF (잉여현금흐름) 성장이 동반 (현금 및 현금성 자산: 2025년 말 125조원, 2026년 말 215조원, 2027년 말 278조원 전망).

- 강력한 재무 체력 기반 장기 성장 가치를 높일 것으로 기대. 이를 위해, 돈 버는 메모리반도체 (판매 정책 변화 기반 장기 수급 안정성 확대 노력)로의 구조 변화를 추진할 가능성. 늘어나는 현금 재원은 주주환원 강화, 비메모리반도체 경쟁력 강화, AI 맞춤형 제품 포트폴리오 구축의 동력으로 작용할 것.

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원, 원, %)

|         | 2023A   | 2024A   | 2025P   | 2026F   | 2027F   |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 258,935 | 300,871 | 333,606 | 520,559 | 568,867 |
| 영업이익    | 6,567   | 32,726  | 43,601  | 201,200 | 215,184 |
| 세전순이익   | 11,006  | 37,530  | 49,481  | 208,417 | 223,200 |
| 총당기순이익  | 15,487  | 34,451  | 45,207  | 156,313 | 162,936 |
| 지배지분순이익 | 14,473  | 33,621  | 44,261  | 155,383 | 162,034 |
| EPS     | 2,131   | 4,950   | 6,564   | 23,069  | 24,056  |
| PER     | 36.8    | 10.7    | 10.7    | 8.3     | 8.0     |
| BPS     | 52,002  | 57,663  | 62,903  | 84,969  | 100,572 |
| PBR     | 1.5     | 0.9     | 3.1     | 2.3     | 1.9     |
| ROE     | 4.1     | 9.0     | 10.8    | 31.2    | 25.9    |

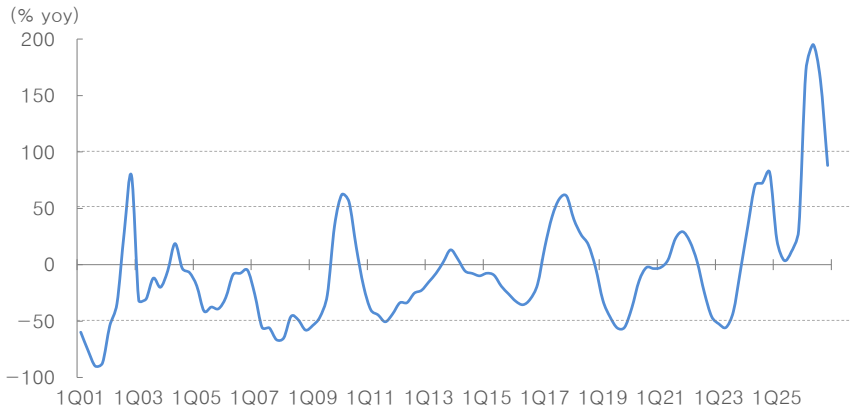
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 19.삼성전자: 목표주가 산출

| (원, 배)     | 2026E   | 비고                                          |
|------------|---------|---------------------------------------------|
| BPS        | 88,869  | 2026년 당사 예상 BPS 75%, 2027년 당사 예상 BPS 25% 적용 |
| Target P/B | 3.0     | 12m Fwd P/E 상단 (2000~2026년)                 |
| 목표주가       | 270,000 |                                             |
| 현재 주가      | 193,000 | 2026년 2월 23일 종가 기준                          |
| Upside (%) | 39.9    |                                             |

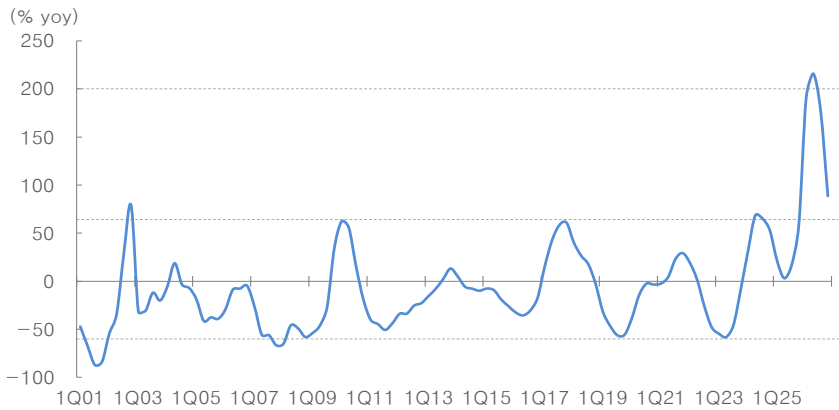
자료: 대신증권 Research Center

그림 97.삼성전자: DRAM ASP 추이 및 전망



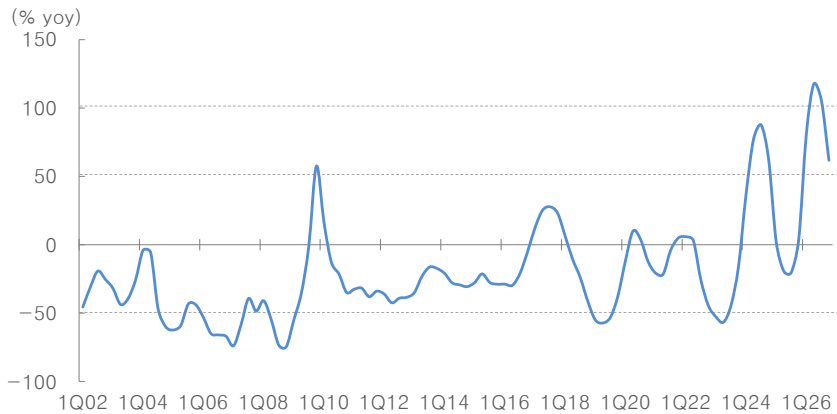
자료: 대신증권 Research Center

그림 98.삼성전자: 범용 DRAM ASP 추이 및 전망



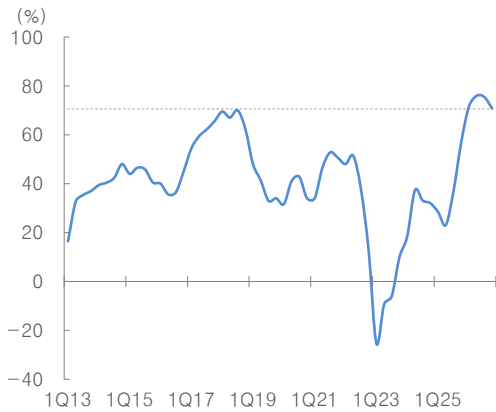
자료: 대신증권 Research Center

그림 99.삼성전자: NAND ASP 추이 및 전망



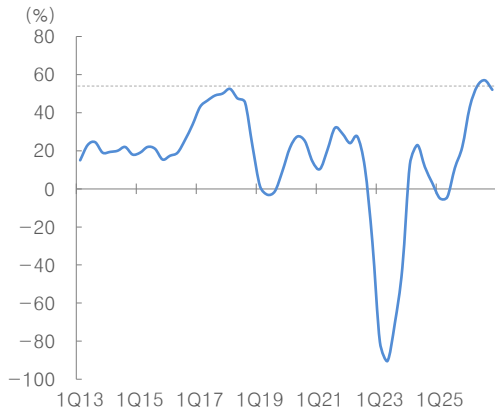
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. 삼성전자: DRAM 영업이익률 추이 및 전망



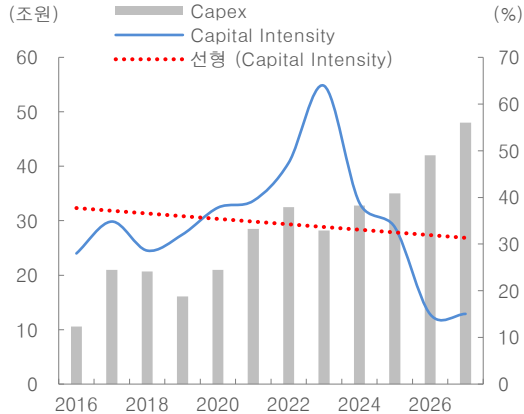
자료: 대신증권 Research Center

그림 101. 삼성전자: NAND 영업이익률 추이 및 전망



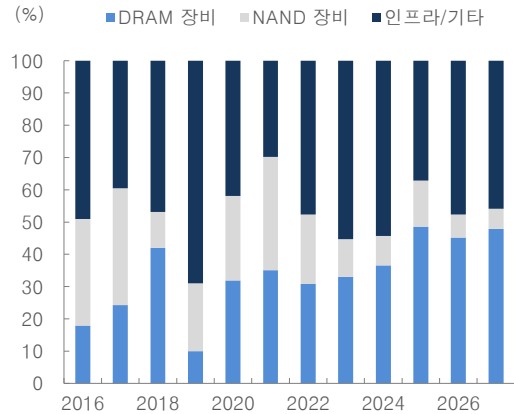
자료: 대신증권 Research Center

그림 102. 삼성전자: 메모리반도체 Capex 추이 및 전망



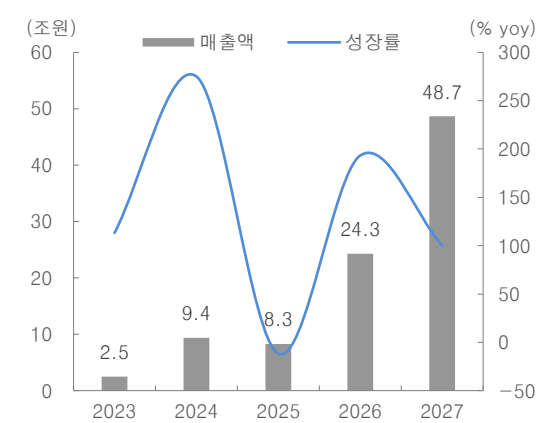
자료: 대신증권 Research Center

그림 103. 삼성전자: Capex Breakdown



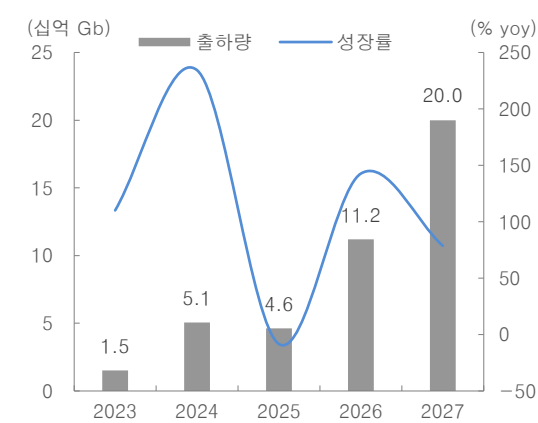
자료: 대신증권 Research Center

그림 104. 삼성전자: HBM 매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 105. 삼성전자: HBM 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 20. 삼성전자: 주요 가정

|                      | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25P | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2025P | 2026E | 2027E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 환율 (KRW/USD)         | 1,453 | 1,404 | 1,385 | 1,451 | 1,450 | 1,430 | 1,400 | 1,400 | 1,423 | 1,420 | 1,350 |
| DRAM 출하량 (십억 Gb)     | 24.5  | 27.3  | 31.1  | 31.9  | 32.3  | 33.3  | 35.7  | 36.5  | 114.8 | 137.8 | 165.3 |
| QoQ                  | 0     | 11    | 14    | 3     | 1     | 3     | 7     | 2     |       |       |       |
| YoY                  | -7    | -1    | 12    | 31    | 32    | 22    | 15    | 15    | 8     | 20    | 20    |
| DRAM ASP/Gb (USD)    | 0.37  | 0.38  | 0.43  | 0.60  | 1.01  | 1.11  | 1.14  | 1.13  | 0.45  | 1.10  | 1.11  |
| QoQ                  | -20   | 2     | 14    | 40    | 68    | 10    | 2     | -1    |       |       |       |
| YoY                  | 22    | 4     | 12    | 30    | 172   | 195   | 164   | 88    | 20    | 143   | 1     |
| 범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)  | 23.9  | 26.5  | 29.6  | 30.3  | 30.3  | 30.9  | 32.4  | 33.1  | 110.2 | 126.6 | 145.3 |
| QoQ                  | 8     | 11    | 12    | 2     | 0     | 2     | 5     | 2     |       |       |       |
| YoY                  | -7    | -1    | 12    | 37    | 27    | 17    | 10    | 9     | 9     | 15    | 15    |
| 범용 DRAM ASP/Gb (USD) | 0.34  | 0.35  | 0.39  | 0.57  | 0.99  | 1.09  | 1.09  | 1.07  | 0.42  | 1.06  | 1.02  |
| QoQ                  | -4    | 1     | 14    | 44    | 75    | 10    | 0     | -2    |       |       |       |
| YoY                  | 21    | 3     | 16    | 59    | 190   | 216   | 178   | 89    | 28    | 154   | -4    |
| NAND 출하량 (십억 GB)     | 55.6  | 71.1  | 78.1  | 69.7  | 72.5  | 73.9  | 77.6  | 80.7  | 274.5 | 304.8 | 359.6 |
| QoQ                  | -11   | 28    | 10    | -11   | 4     | 2     | 5     | 4     |       |       |       |
| YoY                  | -24   | 3     | 21    | 12    | 30    | 4     | -1    | 16    | 2     | 11    | 18    |
| NAND ASP/GB (USD)    | 0.076 | 0.073 | 0.077 | 0.095 | 0.137 | 0.158 | 0.158 | 0.153 | 0.080 | 0.152 | 0.146 |
| QoQ                  | -16   | -5    | 6     | 23    | 45    | 15    | 0     | -3    |       |       |       |
| YoY                  | 2     | -19   | -20   | 4     | 80    | 118   | 106   | 62    | -8    | 89    | -4    |
| 스마트폰 출하량 (백만 대)      | 61    | 58    | 62    | 60    | 61    | 57    | 62    | 55    | 240   | 235   | 233   |
| QoQ                  | 17    | -4    | 6     | -2    | 2     | -7    | 9     | -11   |       |       |       |
| YoY                  | 1     | 8     | 7     | 16    | 1     | -2    | 1     | -8    | 8     | -2    | -1    |
| 스마트폰 ASP (USD)       | 326   | 271   | 305   | 244   | 332   | 279   | 314   | 244   | 287   | 294   | 301   |
| QoQ                  | 25    | -17   | 12    | -20   | 36    | -16   | 12    | -22   |       |       |       |
| YoY                  | -3    | -3    | 3     | -6    | 2     | 3     | 3     | 0     | -3    | 2     | 3     |

자료: 대신증권 리서치센터

표 21.삼성전자: 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

|            | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25   | 4Q25P  | 1Q26E   | 2Q26E   | 3Q26E   | 4Q26E   | 2025P   | 2026E   | 2027E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 79,141 | 74,566 | 86,062 | 93,837 | 124,235 | 125,997 | 137,935 | 132,392 | 333,606 | 520,559 | 568,867 |
| DS 사업부문    | 25,131 | 27,875 | 33,117 | 44,005 | 68,433  | 76,790  | 81,453  | 83,085  | 130,128 | 309,761 | 355,390 |
| 메모리반도체     | 19,069 | 21,178 | 26,690 | 37,143 | 61,778  | 69,692  | 74,009  | 75,188  | 104,081 | 280,666 | 319,131 |
| DRAM       | 13,018 | 14,110 | 18,436 | 27,642 | 47,346  | 52,997  | 56,847  | 57,875  | 73,205  | 215,065 | 248,089 |
| NAND       | 6,051  | 7,069  | 8,255  | 9,502  | 14,432  | 16,695  | 17,162  | 17,313  | 30,876  | 65,601  | 71,042  |
| 비메모리반도체    | 6,062  | 6,697  | 6,426  | 6,862  | 6,655   | 7,099   | 7,444   | 7,897   | 26,047  | 29,095  | 36,259  |
| DX 사업부문    | 51,717 | 43,570 | 48,375 | 44,305 | 53,097  | 45,347  | 50,192  | 41,791  | 187,967 | 190,428 | 189,888 |
| MX/Network | 37,000 | 29,200 | 34,100 | 29,300 | 37,939  | 30,216  | 35,677  | 27,053  | 129,600 | 130,884 | 129,176 |
| CE/VD      | 14,500 | 14,100 | 13,900 | 14,800 | 14,884  | 14,863  | 14,177  | 14,477  | 57,300  | 58,402  | 59,570  |
| 삼성디스플레이    | 5,867  | 6,380  | 8,102  | 9,493  | 5,984   | 6,699   | 8,831   | 9,968   | 29,842  | 31,482  | 33,856  |
| Harman     | 3,419  | 3,830  | 3,954  | 4,580  | 3,720   | 4,161   | 4,459   | 4,548   | 15,783  | 16,888  | 17,733  |
| 영업이익       | 6,685  | 4,676  | 12,166 | 20,074 | 42,022  | 50,725  | 55,912  | 52,541  | 43,601  | 201,200 | 215,184 |
| DS 사업부문    | 1,106  | 350    | 6,991  | 16,411 | 38,552  | 48,347  | 52,170  | 49,600  | 24,858  | 188,669 | 198,613 |
| 메모리반도체     | 3,400  | 2,950  | 7,700  | 17,800 | 40,065  | 49,252  | 52,671  | 49,974  | 31,850  | 191,963 | 197,842 |
| DRAM       | 3,700  | 3,250  | 6,800  | 15,700 | 33,860  | 40,236  | 42,889  | 40,972  | 29,450  | 157,957 | 163,854 |
| NAND       | -300   | -300   | 900    | 2,100  | 6,206   | 9,015   | 9,782   | 9,003   | 2,400   | 34,006  | 33,987  |
| 비메모리반도체    | -2,294 | -2,600 | -709   | -1,389 | -1,513  | -904    | -502    | -374    | -6,992  | -3,294  | 771     |
| DX 사업부문    | 4,722  | 3,326  | 3,469  | 1,336  | 2,658   | 1,450   | 1,835   | 674     | 12,853  | 6,617   | 10,162  |
| MX/Network | 4,300  | 3,100  | 3,600  | 1,900  | 2,442   | 1,313   | 1,632   | 823     | 12,900  | 6,210   | 9,147   |
| CE/VD      | 300    | 200    | -100   | -600   | 216     | 137     | 203     | -149    | -200    | 407     | 1,015   |
| 삼성디스플레이    | 462    | 473    | 1,225  | 1,956  | 483     | 530     | 1,423   | 1,854   | 4,116   | 4,292   | 4,651   |
| Harman     | 307    | 484    | 421    | 320    | 330     | 398     | 484     | 412     | 1,531   | 1,623   | 1,759   |
| 영업이익률      | 8      | 6      | 14     | 21     | 34      | 40      | 41      | 40      | 13      | 39      | 38      |
| DS 사업부문    | 4      | 1      | 21     | 37     | 56      | 63      | 64      | 60      | 19      | 61      | 56      |
| 메모리반도체     | 18     | 14     | 29     | 48     | 65      | 71      | 71      | 66      | 31      | 68      | 62      |
| DRAM       | 28     | 23     | 37     | 57     | 72      | 76      | 75      | 71      | 40      | 73      | 66      |
| NAND       | -5     | -4     | 11     | 22     | 43      | 54      | 57      | 52      | 8       | 52      | 48      |
| 비메모리반도체    | -38    | -39    | -11    | -20    | -23     | -13     | -7      | -5      | -27     | -11     | 2       |
| DX 사업부문    | 9      | 8      | 7      | 3      | 5       | 3       | 4       | 2       | 7       | 3       | 5       |
| MX/Network | 12     | 11     | 11     | 6      | 6       | 4       | 5       | 3       | 10      | 5       | 7       |
| CE/VD      | 2      | 1      | -1     | -4     | 1       | 1       | 1       | -1      | -0      | 1       | 2       |
| 삼성디스플레이    | 8      | 7      | 15     | 21     | 8       | 8       | 16      | 19      | 14      | 14      | 14      |
| Harman     | 9      | 13     | 11     | 7      | 9       | 10      | 11      | 9       | 10      | 10      | 10      |

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center



재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-------------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|             | 2023A     | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 매출액         | 258,935   | 300,871 | 333,606 | 520,559 | 568,867 |
| 매출원가        | 180,389   | 186,562 | 202,236 | 209,088 | 230,550 |
| 매출총이익       | 78,547    | 114,309 | 131,370 | 311,471 | 338,318 |
| 판매비와관리비     | 71,980    | 81,583  | 87,769  | 110,271 | 123,134 |
| 영업이익        | 6,567     | 32,726  | 43,601  | 201,200 | 215,184 |
| 영업이익률       | 2.5       | 10.9    | 13.1    | 38.7    | 37.8    |
| EBITDA      | 45,234    | 75,357  | 85,414  | 248,571 | 268,475 |
| 영업외손익       | 4,439     | 4,804   | 5,880   | 7,217   | 8,016   |
| 관계기업손익      | 888       | 751     | 683     | 868     | 1,028   |
| 금융수익        | 16,100    | 16,703  | 16,240  | 21,172  | 26,016  |
| 외환관련이익      | 0         | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 금융비용        | -12,646   | -12,986 | -11,734 | -15,237 | -19,213 |
| 외환관련손실      | 10,711    | 11,361  | 11,361  | 11,361  | 11,361  |
| 기타          | 97        | 335     | 691     | 414     | 185     |
| 법인세비용차감전순손익 | 11,006    | 37,530  | 49,481  | 208,417 | 223,200 |
| 법인세비용       | 4,481     | -3,078  | -4,275  | -52,104 | -60,264 |
| 계속사업순손익     | 15,487    | 34,451  | 45,207  | 156,313 | 162,936 |
| 중단사업순손익     | 0         | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 당기순이익       | 15,487    | 34,451  | 45,207  | 156,313 | 162,936 |
| 당기순이익률      | 6.0       | 11.5    | 13.6    | 30.0    | 28.6    |
| 비지배지분순이익    | 1,014     | 830     | 946     | 930     | 902     |
| 지배지분순이익     | 14,473    | 33,621  | 44,261  | 155,383 | 162,034 |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 기타포괄이익      | 335       | 1,684   | 1,769   | 1,857   | 1,950   |
| 포괄순이익       | 18,837    | 51,296  | 62,894  | 174,884 | 182,436 |
| 비지배지분포괄이익   | 992       | 1,248   | 1,316   | 1,040   | 1,010   |
| 지배지분포괄이익    | 17,846    | 50,048  | 61,578  | 173,844 | 181,426 |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |        |        |        |         |
|--------------|---------------|--------|--------|--------|---------|
|              | 2023A         | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F   |
| EPS          | 2,131         | 4,950  | 6,564  | 23,069 | 24,056  |
| PER          | 36.8          | 10.7   | 10.7   | 8.3    | 8.0     |
| BPS          | 52,002        | 57,663 | 62,903 | 84,969 | 100,572 |
| PBR          | 1.5           | 0.9    | 3.1    | 2.3    | 1.9     |
| EBITDAPS     | 6,659         | 11,094 | 12,666 | 36,904 | 39,859  |
| EV/EBITDA    | 10.0          | 3.6    | 13.6   | 4.3    | 3.8     |
| SPS          | 38,120        | 44,293 | 49,471 | 77,285 | 84,457  |
| PSR          | 2.1           | 1.2    | 3.9    | 2.5    | 2.3     |
| CFPS         | 7,656         | 11,394 | 13,176 | 37,613 | 40,687  |
| DPS          | 1,444         | 1,446  | 1,649  | 8,679  | 1,444   |

| 재무비율     | (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |
|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2023A         | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
| 성장성      |               |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | -14.3         | 16.2  | 10.9  | 56.0  | 9.3   |
| 영업이익 증가율 | -84.9         | 398.3 | 33.2  | 361.5 | 7.0   |
| 순이익 증가율  | -72.2         | 122.5 | 31.2  | 245.8 | 4.2   |
| 수익성      |               |       |       |       |       |
| ROIC     | 3.4           | 10.2  | 12.6  | 43.4  | 40.4  |
| ROA      | 1.5           | 6.7   | 8.1   | 31.3  | 27.8  |
| ROE      | 4.1           | 9.0   | 10.8  | 31.2  | 25.9  |
| 안정성      |               |       |       |       |       |
| 부채비율     | 25.4          | 27.9  | 30.0  | 22.2  | 19.0  |
| 순차입금비율   | -21.9         | -23.2 | -22.9 | -33.4 | -37.6 |
| 이자보상배율   | 7.1           | 36.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 삼성전자, 대산증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |         |         |          |          |
|-------------|-----------|---------|---------|----------|----------|
|             | 2023A     | 2024A   | 2025F   | 2026F    | 2027F    |
| 유동자산        | 195,937   | 227,062 | 246,924 | 363,324  | 444,368  |
| 현금및현금성자산    | 69,081    | 53,706  | 57,096  | 137,217  | 187,723  |
| 매출채권 및 기타채권 | 43,281    | 53,246  | 58,609  | 73,697   | 82,201   |
| 재고자산        | 51,626    | 51,755  | 52,637  | 57,697   | 66,473   |
| 기타유동자산      | 31,949    | 68,356  | 78,582  | 94,713   | 107,970  |
| 비유동자산       | 259,969   | 287,470 | 319,257 | 354,640  | 383,405  |
| 유형자산        | 187,256   | 205,945 | 215,305 | 234,680  | 257,696  |
| 관계기업투자금     | 11,767    | 12,592  | 13,772  | 14,502   | 15,231   |
| 기타비유동자산     | 60,946    | 68,932  | 90,181  | 105,459  | 110,478  |
| 자산총계        | 455,906   | 514,532 | 566,182 | 717,964  | 827,773  |
| 유동부채        | 75,719    | 93,326  | 106,411 | 106,825  | 106,976  |
| 매입채무 및 기타채무 | 53,550    | 61,523  | 68,114  | 71,727   | 74,002   |
| 차입금         | 7,115     | 13,173  | 17,575  | 13,575   | 10,575   |
| 유동상채무       | 1,309     | 2,207   | 1,178   | 1,001    | 851      |
| 기타유동부채      | 13,746    | 16,424  | 19,545  | 20,522   | 21,548   |
| 비유동부채       | 16,509    | 19,014  | 24,210  | 23,474   | 25,219   |
| 차입금         | 538       | 21      | 2,814   | 1,007    | 1,007    |
| 전환증권        | 0         | 0       | 0       | 0        | 0        |
| 기타비유동부채     | 15,971    | 18,993  | 21,397  | 22,467   | 24,211   |
| 부채총계        | 92,228    | 112,340 | 130,622 | 130,299  | 132,194  |
| 자배지분        | 353,234   | 391,688 | 424,184 | 572,316  | 677,412  |
| 자본금         | 898       | 898     | 892     | 892      | 892      |
| 자본잉여금       | 4,404     | 4,404   | 4,404   | 4,404    | 4,404    |
| 이익잉여금       | 346,652   | 370,513 | 402,136 | 549,343  | 653,469  |
| 기타지분변동      | 1,280     | 15,873  | 16,753  | 17,677   | 18,647   |
| 비지배지분       | 10,444    | 10,504  | 11,376  | 15,349   | 18,167   |
| 자본총계        | 363,678   | 402,192 | 435,560 | 587,665  | 695,579  |
| 순차입금        | -79,721   | -93,322 | -99,848 | -196,147 | -261,527 |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |         |         |         |         |
|-----------|-----------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2023A     | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 영업활동 현금흐름 | 44,137    | 72,983  | 77,429  | 185,592 | 198,882 |
| 당기순이익     | 15,487    | 34,451  | 45,207  | 156,313 | 162,936 |
| 비현금항목의 가감 | 36,520    | 42,947  | 43,646  | 97,033  | 111,114 |
| 감가상각비     | 38,667    | 42,631  | 41,812  | 47,370  | 53,292  |
| 외환손익      | 0         | 0       | 363     | 363     | 363     |
| 지분법평가손익   | -888      | -751    | -751    | -751    | -751    |
| 기타        | -1,259    | 1,067   | 2,221   | 50,051  | 58,211  |
| 자산부채의 증감  | -5,459    | -1,568  | -7,149  | -15,650 | -14,905 |
| 기타현금흐름    | -2,410    | -2,848  | -4,275  | -52,104 | -60,264 |
| 투자활동 현금흐름 | -16,923   | -85,382 | -74,364 | -79,363 | -90,287 |
| 투자자산      | 5,350     | 1,188   | -6,999  | -730    | -730    |
| 유형자산      | -57,513   | -51,250 | -52,544 | -62,915 | -72,310 |
| 기타        | 35,240    | -35,320 | -14,821 | -15,718 | -17,247 |
| 재무활동 현금흐름 | -8,593    | -7,797  | -3,660  | -16,995 | -61,067 |
| 단기차입금     | 2,145     | 5,871   | 4,402   | -4,000  | -3,000  |
| 사채        | -1,220    | -1,365  | -7      | 0       | 0       |
| 장기차입금     | 355       | 405     | 2,800   | -1,806  | 0       |
| 유상증자      | 0         | 0       | -6      | 0       | 0       |
| 현금배당      | -9,864    | -10,889 | -9,811  | -11,003 | -57,908 |
| 기타        | -9        | -1,820  | -1,038  | -185    | -159    |
| 현금의 증감    | 19,400    | -15,375 | 3,391   | 80,121  | 50,506  |
| 기초 현금     | 49,681    | 69,081  | 53,706  | 57,096  | 137,217 |
| 기말 현금     | 69,081    | 53,706  | 57,096  | 137,217 | 187,723 |
| NOPLAT    | 9,241     | 30,042  | 39,834  | 150,900 | 157,084 |
| FCF       | -12,615   | 18,947  | 23,205  | 129,699 | 132,410 |

[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):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상 | Buy(매수):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상                 |
| Neutra(중립):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상        | Marketperform(시장수익률):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상 |
| Underweight(비중축소):<br>:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상   | Underperform(시장수익률 하회):<br>:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상  |

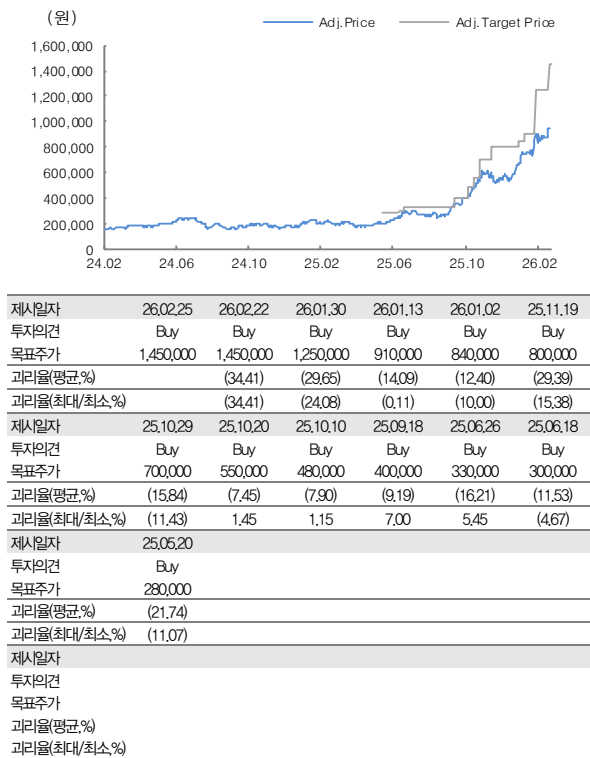
[투자의견 비율공시]

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|----|---------|-------------------|------------------|
| 비율 | 90.0%   | 10.0%             | 0.0%             |

(기준일자: 20260222)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

