

반도체

새로운 역사의 시작

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com



반도체

새로운 역사의 시작

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

[Executive Summary]

- [Super Cycle, 그 이상]** AI의 확산으로 메모리반도체 수요와 공급의 성격이 변화. 법적, 재무적 구속력을 겸비한 장기 계약의 체결은 변화된 생태계를 보여주는 증거. 수요의 비선형적 팽창과 Fab Space 부족에 따른 강제적 Capex Discipline (2026-2027년)으로 수급 불균형은 심화되고 있고, 공급업계의 가격 정책 효율화 노력 (응용 차별 맞춤형 가격 전략) 속, 하반기 메모리반도체 가격 상승 탄력성은 확대.
- [관념으로부터의 탈피]** 2가지 변화가 사이클의 변동성을 구조적으로 축소시킬 것. 1) 성과급 구조의 변화에 따른 영업비용의 확대가 Capex 가용 예산을 1차적으로 축소시킬 것으로 예상되는 가운데, 2) 중장기 주주환원 정책의 변화 (주주환원액에서 주주환원율로의 변화 기대)가 Capex Discipline에 대한 시장의 신뢰를 드높일 것.
- [삼성전자]** 파업으로 인한 단가 주가 부진을 비중 확대의 기회로 삼을 필요. 풍부한 FCF를 기반으로 적정 수준의 주주환원 뿐 아니라 M&A (세트 사업부문), 비메모리반도체 경쟁력 제고를 위한 투자 등을 병행할 것으로 전망.
- [SK하이닉스]** 3Q26 ADR 발행 전망. 주주들의 Capital Yield를 제고하는데 효율적인 제도라는 판단이 들 경우, 장기적으로 ADR 비중을 발행 주식 수의 10%까지도 늘릴 수 있을 것이라는 판단. 목표한 순현금 100조원을 3Q26에 달성할 것으로 예상되는 만큼, 특별배당/감액배당, 자사주 매입/소각 등의 전통적 주주환원도 추가 강화될 것.

당사 Universe 반도체 업체의 실적 전망 및 투자의견

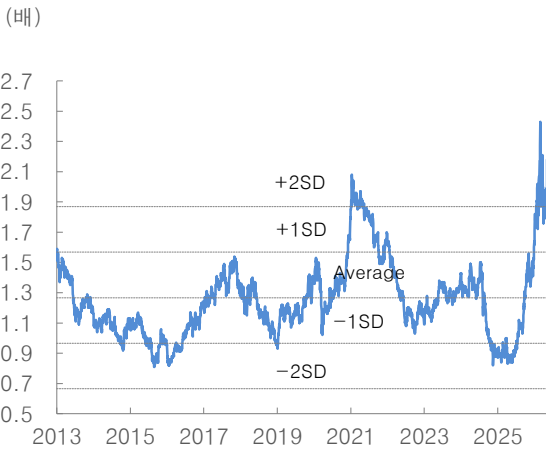
(단위:십억원,%,배)

종목	삼성전자		SK하이닉스	
투자의견	BUY		BUY	
목표주가	450,000원		2,500,000원	
현재가 (5/20)	276,000원		1,745,000원	
Upside	63.0%		43.3%	
	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	697,136	852,630	348,422	474,223
영업이익	352,997	448,374	273,396	360,448
OPM	50.6	52.6	78.5	76.0
%yoy	709.6	27.0	479.2	31.8
순이익	273,445	335,207	221,609	270,182
ROE	48.9	40.6	96.2	57.0
PBR	2.7	1.9	3.7	2.0
PER	4.6	2.7	3.0	2.5

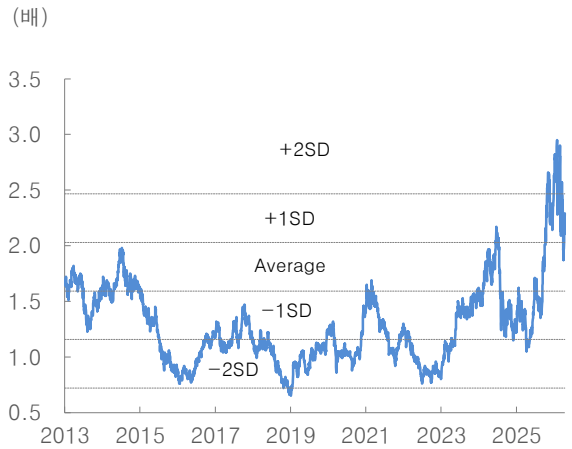
초호황에도, 외국인 지분율은 평균을 하회

- 2026년 5월 11일 종가 기준 삼성전자 (우선주 포함)와 SK하이닉스의 합산 시가총액은 3,000조원을 돌파. 그럼에도, Valuation은 글로벌 메모리반도체 업계 내 최저 수준에 불과.
- 초호황에도, 삼성전자와 SK하이닉스의 외국인 지분율은 2023-2026년 평균치를 하회. 삼성전자의 경우, 사실상 저점 구간에 위치해 있으며, SK하이닉스의 외국인 지분율 또한 Peak에서 상당 수준 하락한 상황.
- 한국 반도체가 저평가되었다는 부분에는 전반적으로 동의하고 있을 것이라 생각. 외국인 투자자들은 2가지를 추가적으로 확인하고 싶어할 것. 1) Cyclical한 Industry의 본질에서의 탈피, 2) 주주환원 정책의 변화가 그 대상.

삼성전자: 12m Fwd P/B 추이



SK하이닉스: 12m Fwd P/B 추이



삼성전자: 외국인 지분율 추이



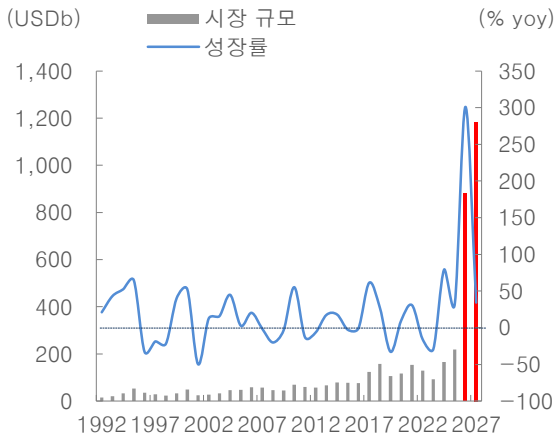
SK하이닉스: 외국인 지분율 추이



메모리반도체, 초호황의 재확인

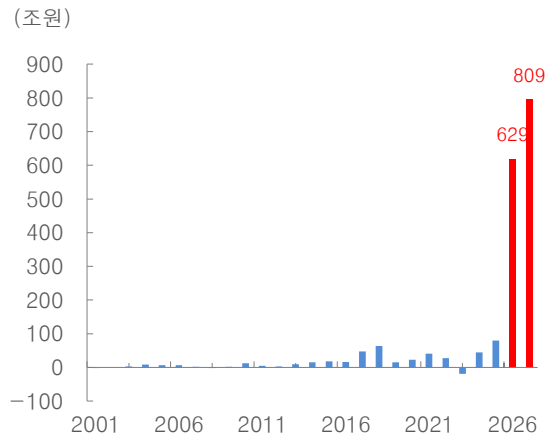
- **[시장 전망]** 글로벌 메모리반도체 시장규모는 2025년 2,193억 달러 (y-y +33%)에서 2026년 8,800억 달러 (y-y +301%), 2027년 1조 1,834억 달러 (y-y +34%)로 성장할 것으로 전망. AI 수요의 비선형적 팽창과 제한적 공급 증가 속, 전 제품군에 걸친 이익 극대화가 예상.
- **[범용 DRAM]** 응용처별 맞춤형 가격 전략 시행 전망. 북미 서버 4사향으로는 3년 이상의 다년 계약을, 북미 서버 4사 외 대형 고객사향으로는 Mini LTA, 이외 고객향으로는 분기 단위 공격적 가격 인상 정책을 전망. 가격 정책의 효율화 속, 하반기 가격의 추가 상승 가시성이 확대될 것.
- **[HBM]** 2027년 ASP 정상화 전망 (전년대비 45% 상승 전망). 예년과 달리, 전제품군에 걸쳐 공급 부족이 극대화 되고 있는 상황. 공격적 가격 정책의 실효성을 확인할 수 있을 것이라는 판단.
- **[NAND]** 서버에서의 수요 성장 기회와 공급업계의 생산 효율화 전략이 중첩되며, 추가적인 Surprise를 이끌 것.
- **[영업이익]** 한국 메모리반도체의 합산 영업이익은 2026년 629조원, 2027년 809조원으로 성장할 것.

메모리반도체 시장규모 추이 및 전망



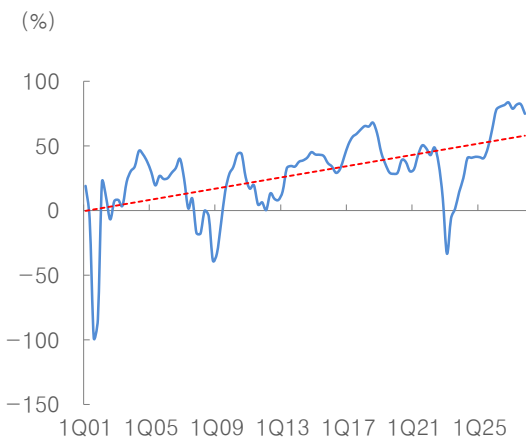
자료: 대신증권 Research Center

한국 메모리반도체: 합산 영업이익 추이 및 전망



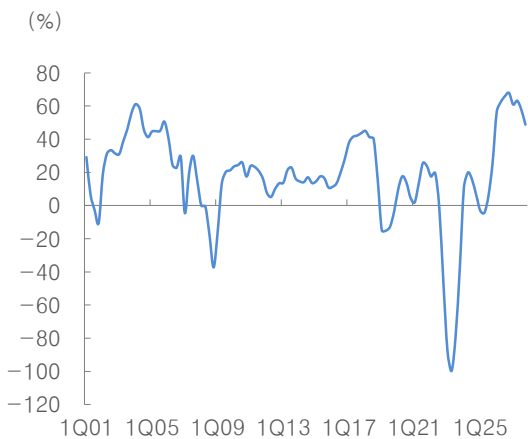
참고: 삼성전자와 SK하이닉스의 메모리반도체 합산 영업이익 기준
자료: 대신증권 Research Center

한국 메모리반도체: DRAM 영업이익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

한국 메모리반도체: NAND 영업이익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

파운드리, 우려가 기대로 바뀌는 순간

- TSMC의 최선단공정 Capa 증가율을 상회하는 고객 수요 증가율, AI 가속기 생산 확대가 유발한 최선단공정 Capa 잠식 효과의 확대, 지정학적 Risk를 감안한 고객들의 선제적 다변화 니즈 등이 삼성파운드리의 영업환경을 개선.
- 2nm의 경우, 과거 대비 빠른 속도로 수율이 안정화. 다수의 북미 거래선이 삼성파운드리 2nm 활용을 검토하고 있으며, 테슬라 외 대형 고객의 확보 가시성 또한 확대. 성숙 공정도 CIS 고객 저변 확대 효과 및 Capa 운영 효율화 노력 등으로 빠르게 개선되고 있는 것으로 추정.
- 파운드리 사업부문의 수익성은 하반기 흑자전환 가능할 것. 그간의 부진을 이겨내고, 흑자 모델로 전환될 것으로 전망. 파운드리 사업의 경쟁력 개선 가치가 주가의 추가적 상승을 이끌 것이라는 판단.

삼성파운드리: Tech node별 수주 현황 및 전망

Tech node	내용
2nm	1) 엑시노스 2600 (SF2 공정 적용): 갤럭시 S26 일반/플러스 (한국/유럽 판매) 탑재. 갤럭시 S26FE향 탑재 가능성. 2026년 연간 물량의 경우, 1,300만 내외로 추정. 2) 테슬라: AI 반도체 (AI4.1/AI5/AI6) 양산 예정. 2027년부터 매출에 본격 반영될 것. 3) Qualcomm: 신규 AP 수주에 성공한 것으로 추정. 2026년 폴더블 스마트폰 신제품에 채용될 것. 4) 기타 - MicroBT와 Canaan (Mining ASIC) - Ambarella (ADAS용 반도체) - Preferred Networks (AI 반도체) 5) 추가 수주: 북미 Fabless (노트북 CPU) 및 CSP (ASIC 신제품)향 신규 수주 확보 가시성 증가
3nm	엑시노스 2500 (3nm GAA 3세대), 비트코인 채굴용 반도체 등
4/5nm	Capitve (LSI) 및 외부 수주 (테슬라 AI4 등) 활성화. 현재 Full 가동 중. 네트워크 반도체로 물량 저변이 확산될 가능성 유효. 2026년에는 삼성전자 HBM4 Base Die 양산 효과로 수익성 기여 확대 전망.
6/7/8nm	1) 6/7nm: IBM의 차세대 서버용 CPU (Power 11) 수주에 성공한 것으로 추정 2) 8nm: 닌텐도2 스위치, Nvidia의 Auto용 GPU 등에 대응. 주요 SoC/북미 고객사향 신규 수주 확대 예상.
Legacy	중화권 및 북미 모바일 고객사향 CIS 신규 진입 효과, NAND Controller 신규 수주 기대

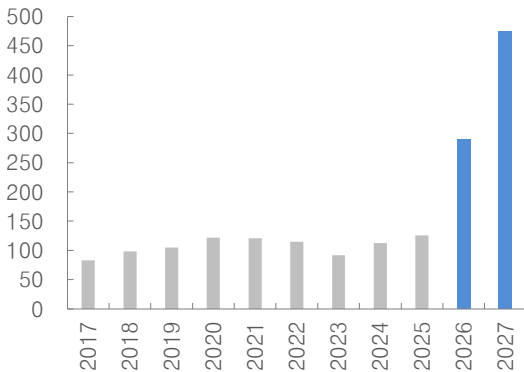
자료: 대신증권 Research Center

중장기 주주환원의 변화, 강화되는 Capex Discipline

- 성과급 정책의 변화 (기준: 최대 연봉의 50%, 신규: 영업이익의 10%를 성과재원으로 활용) 속, 과거 대비 영업비용 부담이 증가. Capex 가용 예산의 1차 축소 요인으로 작용.
- 초호황의 가치는 회사, 임직원을 넘어 주주로도 확대될 것. 중장기 주주환원 정책 변화 기대. "잔여 현금을 주주환원 재원으로 활용" 하는 전통적 틀에서 벗어나 "일정 수준의 주주환원 목표를 사전 설정" 하는 구조로의 변화 기대.
- 삼성전자의 경우, 풍부한 FCF를 기반으로 주주환원 강화 외 추가 정책적 변화를 가져갈 수 있는 환경인 것으로 추정. 세트 사업 경쟁력 제고를 위한 공격적인 M&A, 비메모리반도체 투자 강화 등을 기대.
- SK하이닉스의 경우, 3Q26 ADR 발행 전망. 주주들의 Capital Yield를 제고하는데 효율적인 제도라는 판단이 들 경우, 장기적으로 ADR 비중을 발행 주식 수의 10%까지도 늘릴 수 있을 것. 목표한 순현금 100조원의 달성이 3Q26으로 예상되는 만큼, 자사주 매입/소각, 특별배당/감액배당 등의 전통적 주주환원도 추가 강화될 것

삼성전자: 현금 및 현금성 자산 추이 및 전망

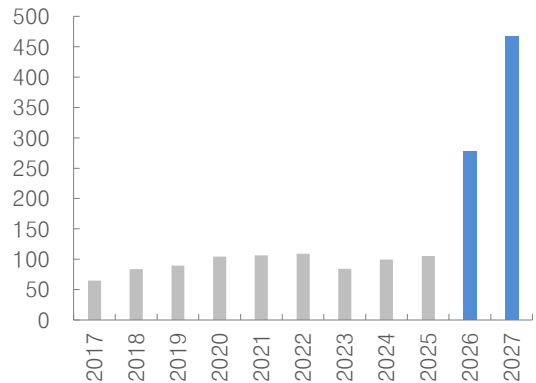
(조원)



자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

삼성전자: 순현금 추이 및 전망

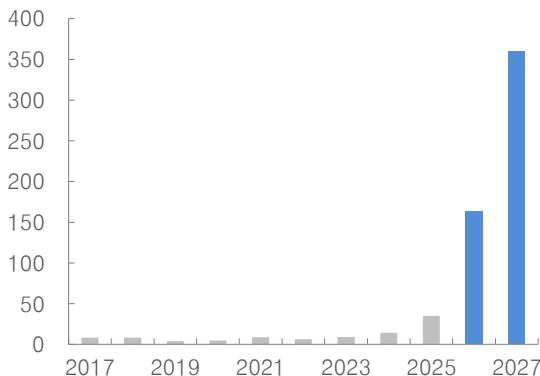
(조원)



자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

SK하이닉스: 현금 및 현금성 자산 추이 및 전망

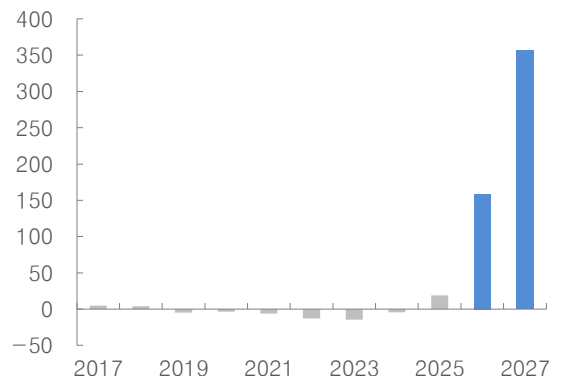
(조원)



자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

SK하이닉스: 순현금 추이 및 전망

(조원)



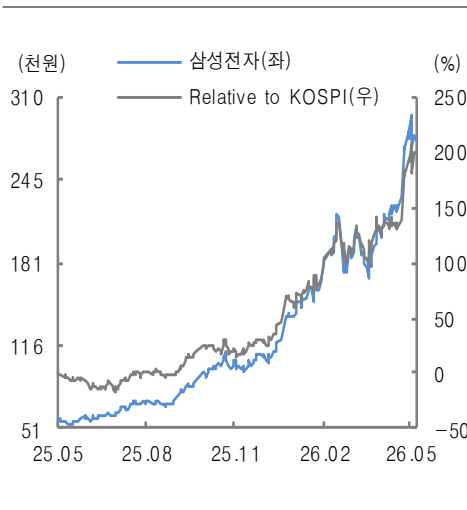
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

System Risk가 아닌 Risk는 해결되기 마련

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	450,000원 (유지)
현재주가 (26.05.20)	276,000원

KOSPI	7208.95
시가총액	1,756,234십억원
시가총액비중	32.27%
자본금(보통주)	771십억원
52주 최고/최저	296,000원 / 53,900원
120일 평균 거래대금	50,610억원
외국인지분율	48.42%
주요주주	삼성생명보험 외 15 인 19.70% 국민연금공단 7.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	28.7	45.2	174.4	393.7
상대수익률	11.0	17.0	52.4	78.2



- **[투자전략]** 목표주가 45만원과 매수의견 유지. 단기 주가는 파업에 대한 우려로 부진. 파업이 System Risk가 아닌 해결 가능 Risk라면, 현 구간은 의미 있는 비중 확대의 기회.
- **[메모리반도체]** 초호황의 가치가 기업가치에 보다 반영될 필요. 오랜 관록에서 비롯된 효율적 가격 전략 (응용처별 맞춤형 가격 전략: 북미 서버 4사 - 다년 계약, 북미 서버 4사 외 대형 고객사 - Mini LTA, 이외 - 분기 단위 공격적 가격 인상) 속, 이익의 폭증 지속. 범용 DRAM에서는 LPDDR 기반, NAND에서는 KV Cache 용 SSD 기반 초과성장 기대. 성과급 중당금을 반영해도, 2026년 메모리반도체 영업이익은 346조원 (OPM +76%)까지 상승 가능할 것이라는 판단.
- **[비메모리반도체]** 고객 수요 증가율이 TSMC의 Capa 증가율을 상회하고 있으며, AI 가속기 생산 확대로 최선단공정 Capa 잠식 효과는 추가 확대. 이에, 고객들은 삼성파운더리의 활용을 심도 있게 논의 중인 것으로 추정. 2nm 공정이 조기 안정화된 만큼, 테슬라 외 대형 거래선들과의 협업은 지속 강화될 것이며, 이는 비메모리반도체 가치에 대한 재평가로 이어질 것.
- **[주주환원과 M&A]** 2026년의 경우, 연간 300조원 이상의 FCF를 적립할 수 있을 것. 적정 수준의 주주환원 외에도 다양한 용도로 보유 자산을 활용 가능한 시점. 세트 경쟁력 제고를 위한 공격적 M&A, 비메모리반도체 투자 강화 등을 기대. 기업가치 제고에 긍정적 변화이며, 시장도 이에 긍정적으로 화답할 것.

(십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	300,871	333,606	697,136	852,630	864,486
영업이익	32,726	43,601	352,997	448,374	328,131
세전순이익	37,530	49,481	361,637	460,404	342,696
총당기순이익	34,451	45,207	274,332	336,095	250,168
지배지분순이익	33,621	44,261	273,445	335,207	249,411
EPS	4,950	6,564	41,044	50,314	37,436
PER	10.7	18.3	4.6	3.7	5.0
BPS	57,663	62,922	104,129	143,914	181,758
PBR	0.9	1.9	2.7	1.9	1.5
ROE	9.0	10.8	48.9	40.6	23.0

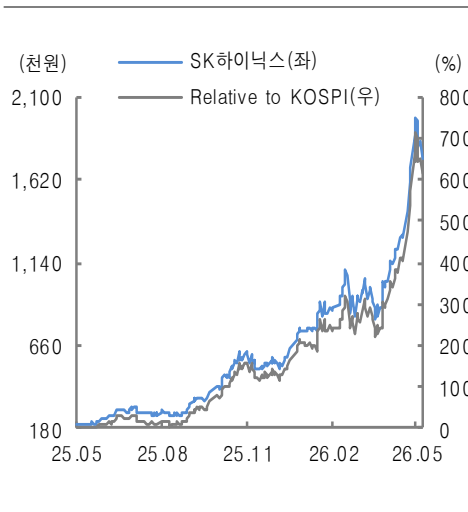
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
 자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

하.의.치 Season 2

투자 의견	BUY (유지)
목표주가	2,500,000원 (유지)
현재주가 (26.05.20)	1,745,000원

KOSPI	7208.95
시가총액	1,243,666십억원
시가총액비중	22.85%
자본금(보통주)	3,581십억원
52주 최고/최저	1,976,000원 / 196,900원
120일 평균 거래대금	43,662억원
외국인지분율	51.88%
주요주주	에스케이스퀘어 외 8 인 20.50% 국민연금공단 7.50%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	49.7	83.9	205.6	763.9
상대수익률	29.1	48.2	69.8	211.8



- **[투자전략]** 목표주가 250만원과 매수의견 유지. 메모리반도체 사업에 대한 재평가 속, 주주환원 정책의 강화가 주가의 탄력적 상승을 견인할 것. 하.의.치 (하이닉스-의대-치대)의 대상은 회사, 임직원을 넘어 주주로 확대될 것이며, 이는 Valuation Re-Rating을 일으킬 강력한 매개체로 작용할 것.
- **[범용 DRAM]** 강력한 AI 서버 투자 속, 서버 진영의 LPDDR 시장 침투가 가속화. 기존 LPDDR 구매 경쟁이 세트 중심이었다면, 이제는 서버로 그 대상이 확대. 제한적 공급 증가 속, 보다 치열해지는 구매 경쟁이 가격의 폭등을 지속 견인할 것.
- **[HBM]** 하반기 HBM4 출하 본격화. 고무적인 변화가 있다면, 가격 정책. 범용 DRAM과의 수익성 역전 현상 심화 속, HBM 제 값 받기 노력 강화. 예년과 달리, DRAM 전영역에서 공급 부족이 심화되고 있는 만큼, 공격적 가격 인상 정책이 실효성을 보일 것. 2027년 HBM ASP는 전년대비 50% 상승 전망.
- **[NAND]** AI Computing 구조의 변화 속, NAND의 수요와 역할이 동시에 강화. 공급업계의 생산 효율화 정책이 더해지며, 또다른 Surprise에 대한 기대감이 증가. Solidigm은 QLC, 본사는 TLC 중심의 수혜를 전망.
- **[주주환원 정책의 강화]** 3Q26 ADR 발행 전망. 주주들의 Capital Yield를 제고하는데 효율적인 제도라는 판단이 들 경우, 장기적으로 ADR 비중을 발행 주식 수의 10%까지도 늘릴 수 있을 것이라는 판단. 목표한 순현금 100조원의 달성이 3Q26으로 예상되는 만큼, 자사주 매입/소각, 특별배당/감액배당 등의 전통적 주주환원도 추가 강화될 것.

(십억원, 원, %)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	348,422	474,223	496,151
영업이익	23,467	47,206	273,396	360,448	349,001
세전순이익	23,885	50,466	293,330	370,125	358,589
총당기순이익	19,797	42,948	221,631	270,191	261,770
지배지분순이익	19,789	42,919	221,609	270,182	261,756
EPS	27,182	58,955	310,231	379,095	367,273
PER	6.4	11.0	3.0	2.5	2.5
BPS	101,515	165,544	476,463	853,090	1,216,898
PBR	1.7	3.9	3.7	2.0	1.4
ROE	31.1	44.2	96.2	57.0	35.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: Research Center)
- 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 하시기를 바랍니다.

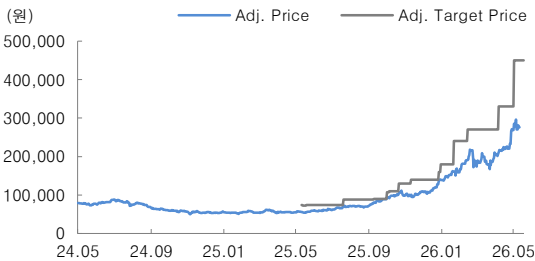
투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.9%	10.1%	0.0%

기준일자: 2026.05.20

[반도체]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

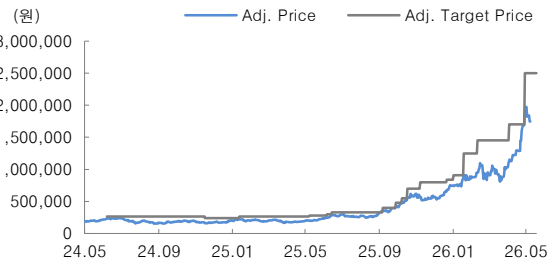


제시일자	26.05.26	26.05.11	26.04.15	26.02.22	26.01.30	26.01.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	450,000	330,000	270,000	240,000	180,000
과리율(평균%)			(29.06)	(28.50)	(29.00)	(16.94)
과리율(최대/최소%)			(13.48)	(19.26)	(20.79)	(9.78)

제시일자	26.01.05	25.11.19	25.10.30	25.10.14	25.10.10	25.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	140,000	130,000	110,000	107,000	90,000
과리율(평균%)	(12.77)	(22.67)	(21.49)	(10.57)	(12.80)	(6.02)
과리율(최대/최소%)	(11.88)	(1.36)	(14.54)	(7.27)	(12.80)	(1.11)

제시일자	25.07.29	25.05.28	25.05.22	25.05.20	25.02.02	25.01.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	88,000	74,000	72,000	74,000		
과리율(평균%)	(18.94)	(16.96)	(24.63)	(24.73)		
과리율(최대/최소%)	(9.77)	(4.86)	(24.03)	(24.73)		

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.26	26.05.11	26.04.15	26.02.22	26.01.30	26.01.13
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	2,500,000	2,500,000	1,700,000	1,450,000	1,250,000	910,000
과리율(평균%)			(19.92)	(33.71)	(29.65)	(14.09)
과리율(최대/최소%)			10.59	(21.66)	(24.08)	(0.11)

제시일자	26.01.02	25.11.19	25.10.29	25.10.20	25.10.10	25.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	840,000	800,000	700,000	550,000	480,000	400,000
과리율(평균%)	(12.40)	(29.89)	(15.56)	(8.94)	(9.71)	(10.81)
과리율(최대/최소%)	(10.00)	(18.63)	(11.43)	(2.73)	(3.02)	(1.13)

제시일자	25.06.26	25.06.18	25.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	330,000	300,000	280,000
과리율(평균%)	(16.21)	(11.53)	(21.74)
과리율(최대/최소%)	5.45	(4.67)	(11.07)