Daishin 증권

반도체

얽힌 실타래 풀기

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

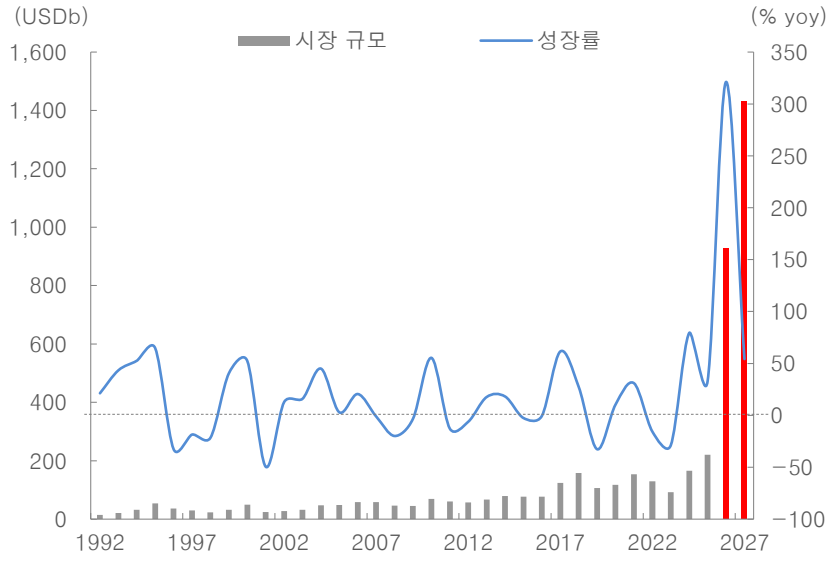
※ 본 자료는 대신증권이 발간한 조사분석 자료이며, 대신증권 홈페이지(www.daishin.com)에서 열람하실 수 있습니다.
※ 본 자료는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며, 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다.
※ 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 본 자료를 여하한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
Copyright ©. 2026. Daishin Securities. All rights reserved.

얽힌 실타래 풀기

주가는 사이클을 대변하지 못하고 있다

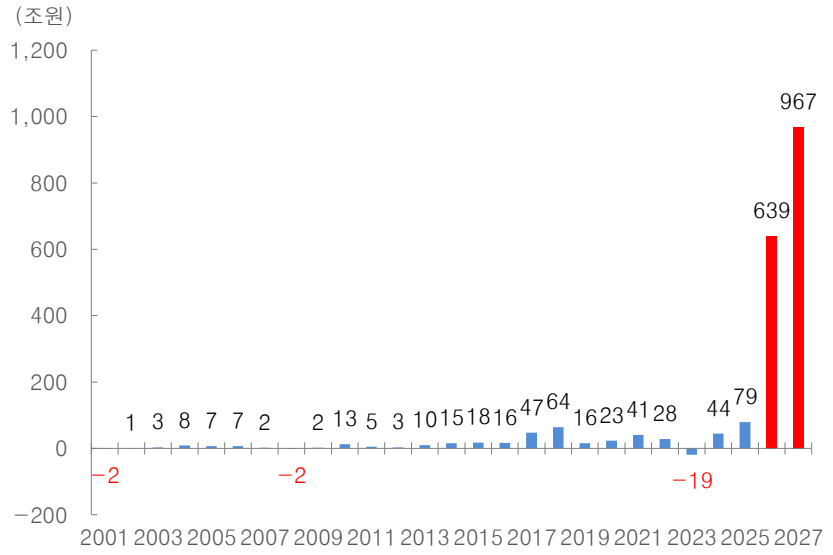
- [시장 전망] 글로벌 메모리반도체 시장규모는 2025년 2,201억 달러 (y-y +33%)에서 2026년 9,270억 달러 (y-y +321%), 2027년 1조 4,301억 달러 (y-y +54%)로 유례 없는 성장을 이어갈 것. 고객들은 시장 기대치를 상회하는 강한 수요 성장을 이야기. 공급 증가의 상한선이 과거 대비 낮아진 환경인 만큼, Macro 단의 Risk만 없다면, 2027년에는 공급 부족의 강도가 오히려 심화될 것. 그렇다면, 메모리반도체 가격 하락에 대한 우려는 시기상조.
- [영업이익 전망] Memory-Centric의 수혜는 한국 메모리반도체에 집중. 한국 메모리반도체의 합산 영업이익은 2025년 79조원 (OPM +40%)에서 2026년 639조원 (OPM +78%), 2027년 967조원 (OPM +80%)으로 증가할 것.

글로벌 메모리반도체 시장규모 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

한국 메모리반도체*: 합산 영업이익 추이 및 전망



참고: * 삼성전자 메모리반도체 사업부문과 SK하이닉스의 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

시장은 사이클에 대한 의문을 표출

반도체 대형주: 합산 시가총액 추이

참고: 삼성전자 (보통주)와 SK하이닉스의 합산 시가총액 기준
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

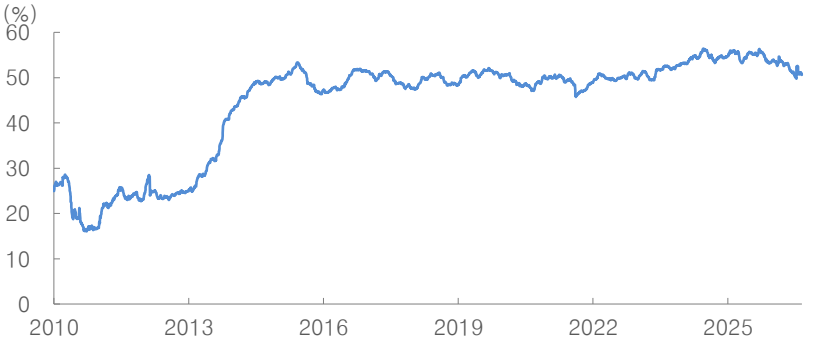
반도체 대형주: KOSPI 내 시가총액 비중

참고: 삼성전자 (보통주)와 SK하이닉스의 합산 시가총액 기준
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

삼성전자 (보통주): 외국인 지분율 추이

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

SK하이닉스: 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

투자자들은 무엇을 우려하고 있을까?

AI Capex

- 시장은 AI Capex의 추가 상향 가능성에 대한 의문을 제기 중. AI 시장 선점을 위한 경쟁적 설비투자의 상향이 지속되어왔고, 그 과정에서 투자 주체들 (클라우드 기업들)의 FCF (잉여현금흐름) 하락이 목격.
- 클라우드 업계의 자본 조달 방식이 부채 기반으로 변화하며, 금리 민감도가 확대.

가격 상승률의 정점 통과

4Q25-2Q26 역대 최대 수준의 가격 상승률을 기록. 가격 상승률의 정점 통과 (y-y 기준) 속, 이익 성장 강도가 둔화될 수 있다는 우려가 존재. 성장 강도가 둔화된다면, 주가의 매력도도 퇴색될 수 있다는 의견.

중국 반도체

극심한 메모리반도체 공급 부족 현상을 극복하기 위해, 애플을 비롯한 다수의 글로벌 기업들이 중국 반도체의 대체 활용을 검토. 중국 메모리반도체가 수출을 시작한다면, 사이클의 궤적도 변할 것이라는 의견이 존재.

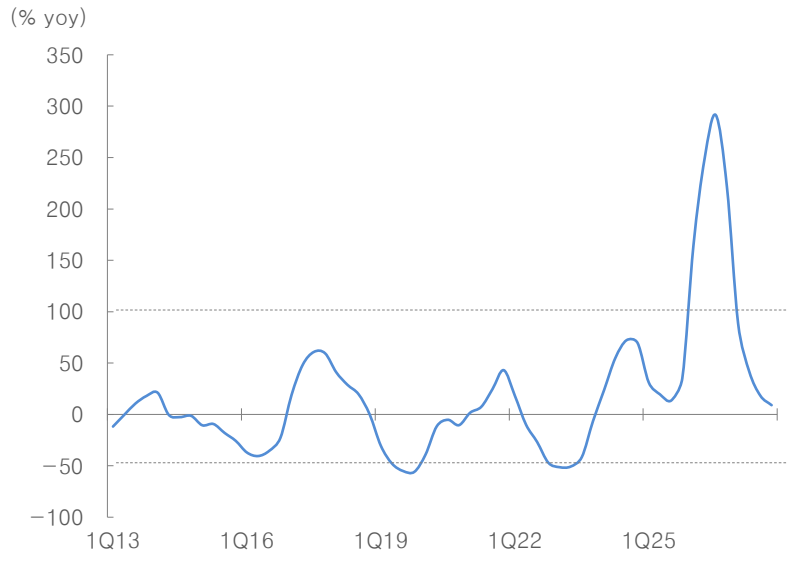
가격 담합

메모리반도체 가격 담합 의혹이 제기. 메모리반도체 공급업계가 인위적으로 범용 DRAM 생산을 조절하여 가격의 폭등을 유발하고 있다는 것이 가격 담합 의혹의 주요 골자.

얽힌 실타래 풀기

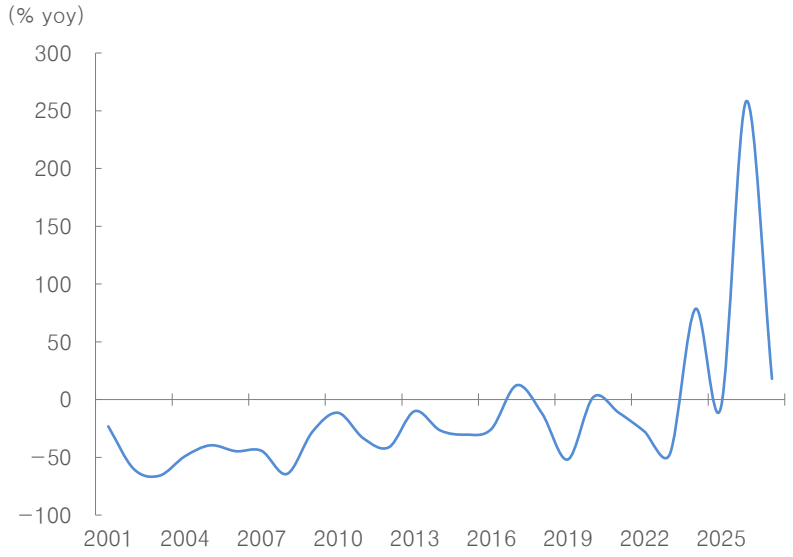
과거의 관성 (가격=이익=주가), 이번에도 재현될 것인가?

글로벌 DRAM ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

글로벌 NAND ASP 추이 및 전망



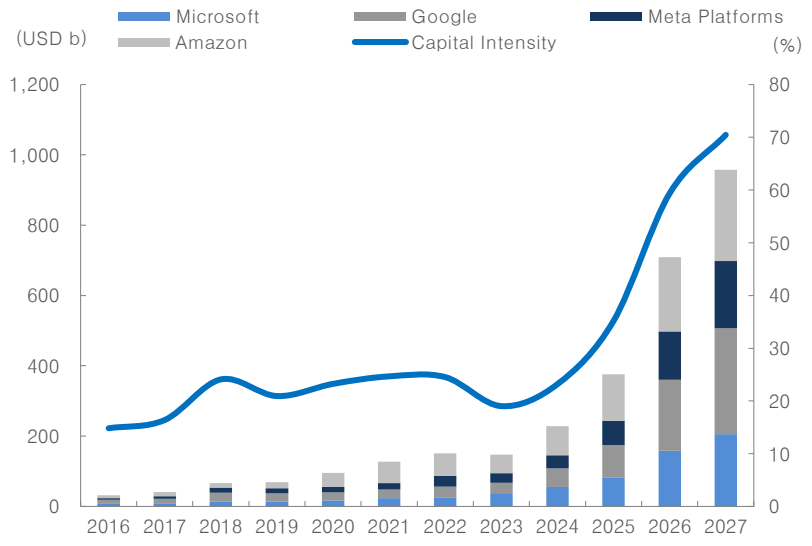
자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

Key Issue 1. AI Capex Rally, 지속 가능할 것인가?

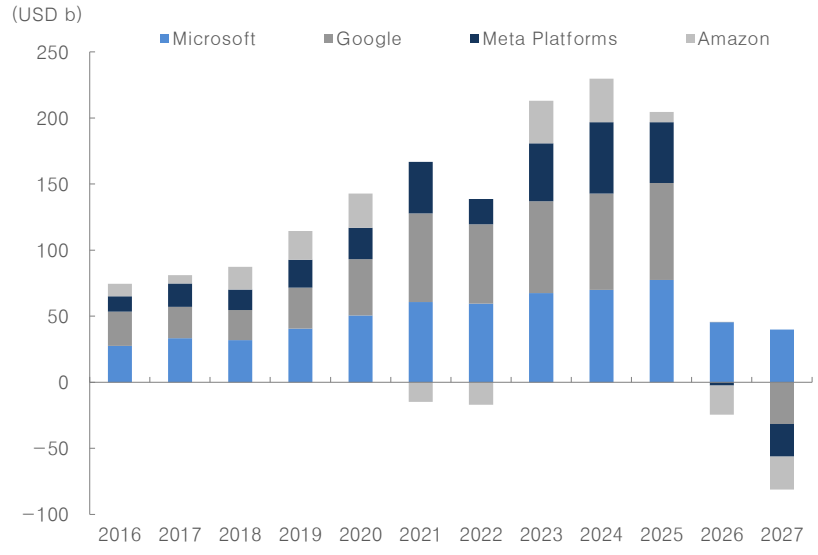
- [AI Capex의 지속 가능성에 대한 의심] CY3Q26부터 Capex가 EBITDA를 상회할 것이라는 전망이 제시. AI 투자의 주체인 FCF가 적자전환 된다면, Big Tech 기업들도 AI Capex의 방향성에 대해 고민할 것이라는 의견.
- [Token 비용 부담이 늘어나기 시작했다] 개발자 중심으로 Token 비용의 급증이 목격. Token 비용 증가에 대해 여전히 호의적인 기업들이 있긴 하나, 비용 통제에 보다 예민하게 반응하는 기업들 (Meta: 인건비 축소를 통한 Token 비용 제어 노력 강화)도 존재.
- [우리의 결론] 당사는 향후 12개월 간 AI 초기 패권 장악을 위한 경쟁적 투자 상향이 나타날 것으로 전망. 자금 조달에 있어 Debt Financing이 결부될 수 있으나, 미래 사업 경쟁력 확보에 대한 갈증이 단기 재무 악화 대비 우선시될 것.

북미 하이퍼스케일: Capex와 Capital Intensity 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

북미 하이퍼스케일: Free Cash Flow 추이 및 전망



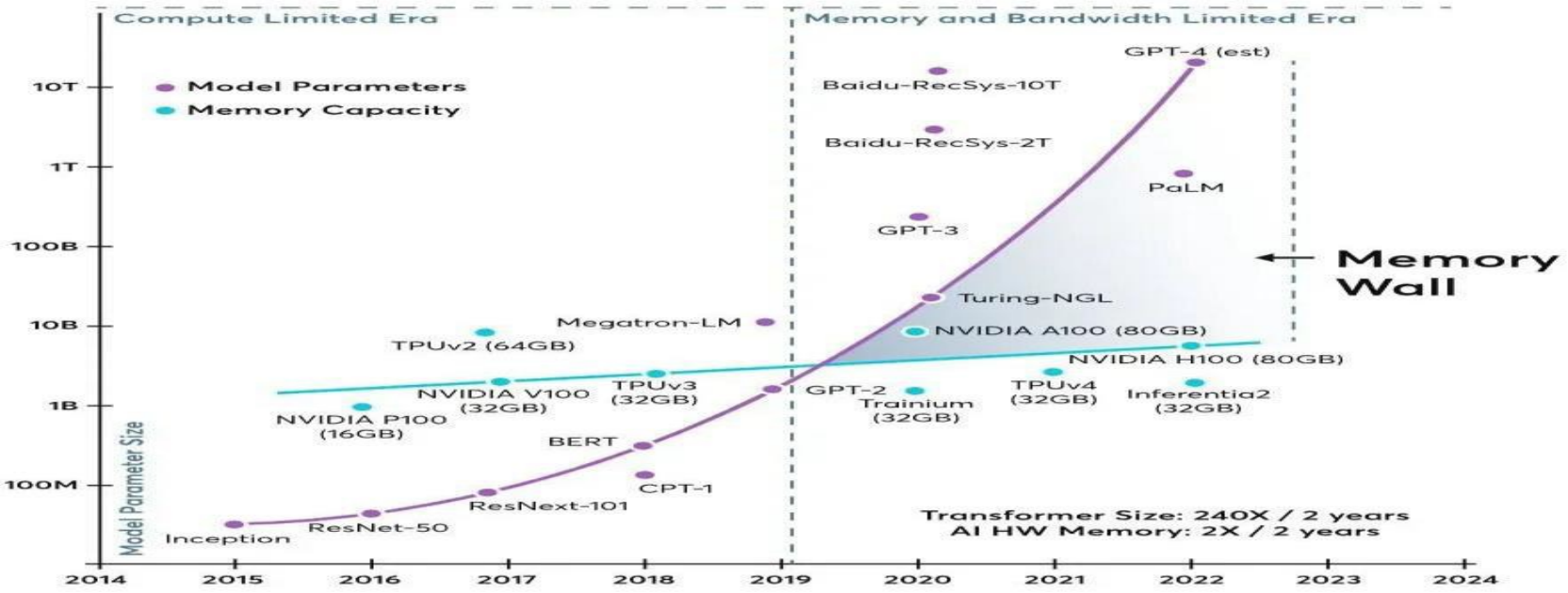
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

Capex를 줄이는데 모두와 LTA (다년 계약) 체결을?

- 당사 Channel Check에 따르면, 주요 하이퍼스케일 업체들은 복수의 메모리반도체 공급사와 각기 LTA (다년 계약)를 체결.
- LTA는 고객 입장에서 최선의 선택지가 아니라는 점을 상기할 필요. Prepayment 옵션을 부여하는 만큼, 재무 부담이 늘어나기 때문. AI Capex에 대한 제어 의지가 강했다면, Prepayment가 결부된 다년 계약의 체결을 다수의 공급업계와 하는 결정을 내리진 않았을 것이라는 판단.
- IT 버블 당시, 시장은 "왜 소비자들이 PC를 더 구매해야 할까?"에 대한 근본적 의문을 제기. 지금도 같은 질문을 해볼 시점. 현 AI 기술 기조 상, 1대의 서버 추가 투입이 낼 수 있는 Computing 효율 개선 가치가 높기에 반도체에 대한 구매를 줄일 유인은 제한적.

우리는 왜 반도체를 더 투입해야 할까?



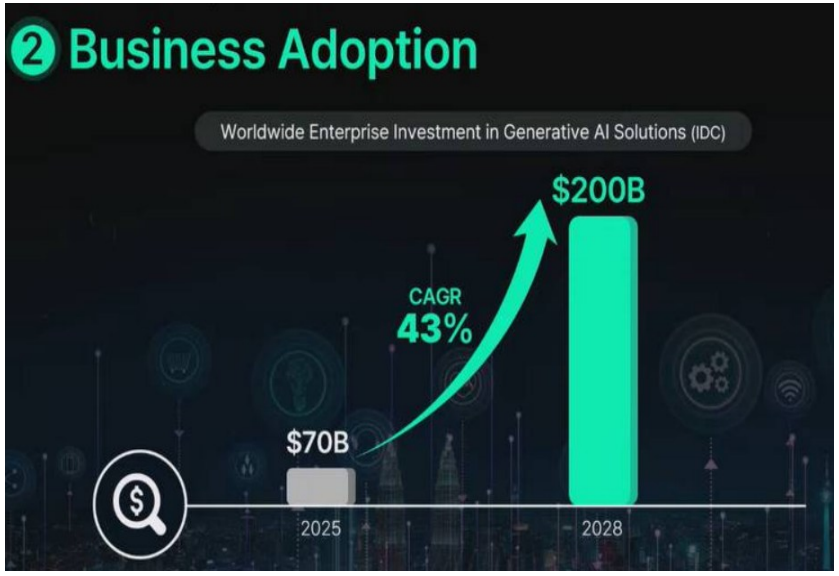
자료: 업계 자료, 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

Sovereign AI, 민간 중심의 투자에서 정부 주도 투자로의 확장

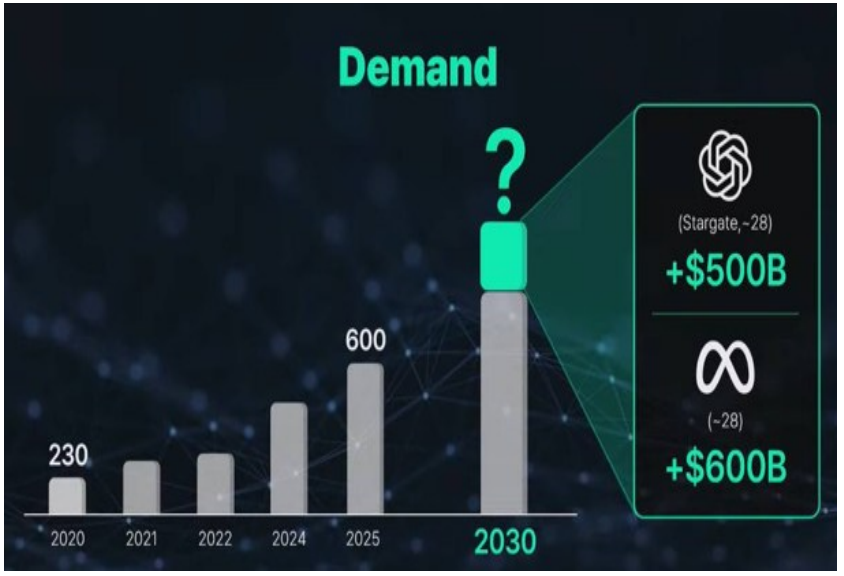
- 2027년까지의 AI Capex가 민간 기업 중심으로 전개된다면, 2028년부터는 Sovereign AI로의 확장을 기대 가능한 환경.
- 중국의 AI 기술 고도화 속, 패권 장악을 위한 경쟁적 투자 열풍은 민간을 넘어 정부로 확장될 것.
- AI Capex의 Peak Out 시점을 가늠하기는 어렵지만, 유동성 Risk가 발생하지 않은 현 시점에서 AI Capex에 대한 부정론만을 신뢰하는 것 또한 비합리적.

글로벌 생성형 AI 투자: 고성장의 지속



자료: SK그룹, 대신증권 Research Center

Sovereign AI로 강화되는 AI 사이클



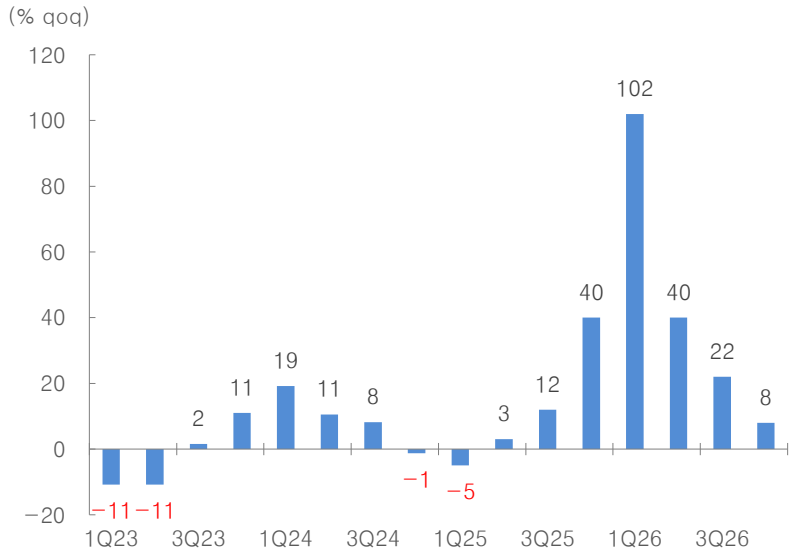
자료: SK그룹, 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

Key Issue 2. 가격 상승률의 정점 통과, 주가의 매력은 정말 퇴색된 것일까?

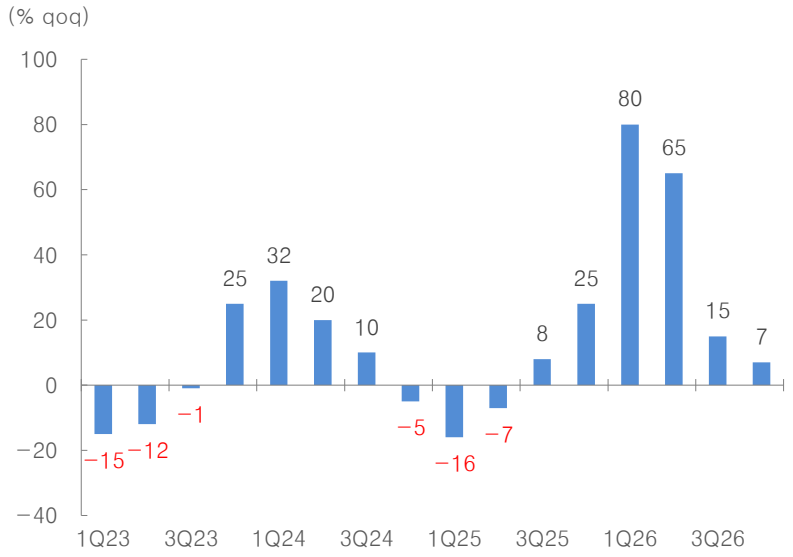
- [시장의 우려] 지난 사이클에서 주가는 가격 상승률 (y-y 기준)의 정점 통과 이후 상승 폭이 둔화. 시장은 같은 패턴의 반복을 우려.
- [우리의 결론] 4Q25-2Q26에 역대 최대 폭의 가격 상승률을 기록한 만큼, 3Q26부터 가격 상승률이 둔화되는 것은 사실. 하지만, 시장의 기본 가정 대비 가격 상승의 기울기가 가파르다면, 주가는 추가 상승의 당위성을 확보 가능할 것. 당사의 경우, 시장 기대치를 상회하는 가격 상승률을 전망 중.
- [Valuation Premium] 금번 사이클에서 시장이 메모리반도체의 Valuation에 Premium을 부여하는 배경은 장기 사이클로의 전환과 고수익성의 지속력. 구속력과 수급의 예측 가능성을 높일 다량의 옵션이 LTA (다년 계약) 내 포함되어 있는 만큼, 사이클의 지속력은 지속 강화.

범용 DRAM: 가격 상승률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

NAND: 가격 상승률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

Key Issue 3. 중국 반도체 대체 활용, 현실화될 이슈일까?

- [시장의 우려] 극심한 공급 부족으로 일부 기업들이 중국 반도체의 대체 활용을 검토. 세트 업체들 (애플 등) 중심으로 해당 움직임이 확산되는 분위기.
- [우리의 결론] 당사는 글로벌 기업들의 중국 반도체 대체 활용 가능성에 부정적. 설령 일부 채용이 나타나더라도, 실제 가격과 업황에 미칠 영향력은 제한적.
- [Capa와 기술 관점에서의 접근] CXMT의 경우, 한계가 존재. 아이폰에 탑재될 LPDDR5X 스펙 (9,600Mbps 이상)을 맞추기 위해선, DRAM 1a 급 공정 적용이 필요. 다만, DRAM 1a Capa는 한정적 (2026년 말 기준 최대 Capa는 월 80K, Base Case는 월 60K). 이중, 일부는 HBM 개발과 화웨이향 공급에 할당해야 하는 상황. 이에, 중국 세트 기업 전반에서 극심한 쇼티지 경험 중. 실제 공급에 나서더라도, 공급 가능 물량은 제한적일 것.
- [중장기 관점에서의 접근] 중국 반도체 대체 활용을 허가하는 것은 중장기 위협을 키우는 선택지. 중국 반도체의 자립 속도를 앞당기는 변화로 작용 가능.

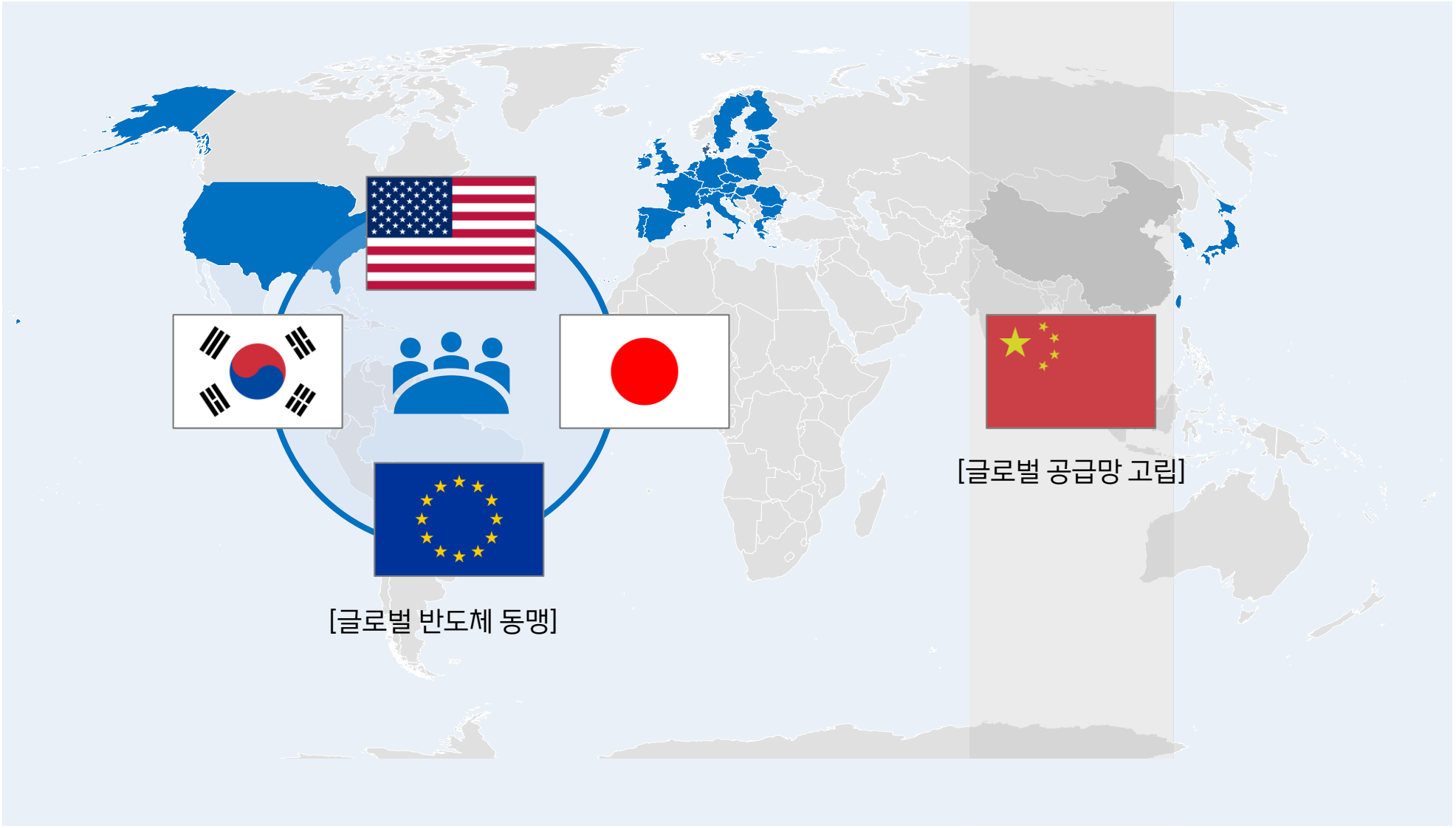
CXMT: 공정 기술 로드맵

구분	내용
Gen 1	1) Tech node: 한국 반도체 기준 DRAM 2y 공정에 해당 (24nm로 추정) 2) 제품 양산: DDR4, LPDDR4 (8Gb)
Gen 3	1) Tech node: 한국 반도체 기준 DRAM 1x 공정에 해당 (19nm로 추정) 2) 제품 양산: DDR4, LPDDR4
Gen 4	1) Tech node: 한국 반도체 기준 DRAM 1z 공정에 해당 2) 제품 양산: DDR5, LPDDR5
Gen 4b	1) Tech node: 한국 반도체 기준 DRAM 1z 공정에 해당 (High-K Metal Gate를 사용한 Gen 4 변형 공정) 2) 개발 목표: 2025년 9월 말 개발 완료 목표이나, 일정을 당기려고 노력 중인 것으로 추정. 3) 제품 양산: LPDDR5 8,533Mbps, DDR5 7,200Mbps 이상 고부가 제품 양산 목표. High-K Metal Gate를 적용하여 Gen 4로 양산이 어려운 고부가 제품 수요에 대응하는 것이 목표. 4) 기술적 한계: 소자 배합 구조와 같은 기술적 한계 돌파 필요. 전력 소비가 아직 과하다는 한계가 존재.
Gen 5	1) Tech node: 한국 반도체 기준 DRAM 1a 공정에 해당 (14nm에 근접) 2) 개발 목표: 2026년 내 개발 완료 목표 3) 기술적 한계: Power가 한국 반도체 대비 현저히 높다는 한계점이 존재. Power를 낮춰야 상용화가 가능한 상황. 미세 공정에 필요한 장비 수급에도 난항. 미국의 중국 반도체 제재가 심화되고 있는 만큼 Gen 5 상용화를 위해선 장비 국산화가 필요.

자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

AI는 팀전이다. 중국 반도체는 미국과 한 팀이 되기 어렵다.



[글로벌 반도체 동맹]

[글로벌 공급망 고립]

얽힌 실타래 풀기

주가의 반등은 언제, 어떻게 올까?

LTA의 숨은 요건

일부 계약에 "계약 연장 옵션"이 포함된 것으로 추정. 기체결 계약의 종료일에 한참 앞선 시점에 계약의 연장 여부를 결정하는 옵션에 해당. 고객의 적극도, 협의의 요건 등을 기반으로 고객의 실수요를 선제적으로 확인 가능한 기회. 보다 유연한 공급 대응으로 사이클의 변동성을 구조적으로 축소해갈 것으로 기대.

HBM의 부활

2027년의 경우, ASP 상승 기반 성장 가속화 예상. 2028년 수요 가시성도 증가. 다수의 고객들이 2028년 수요의 폭증에 대해 이야기하고 있고, 선제적 물량 확보에 적극 나서고 있는 환경.

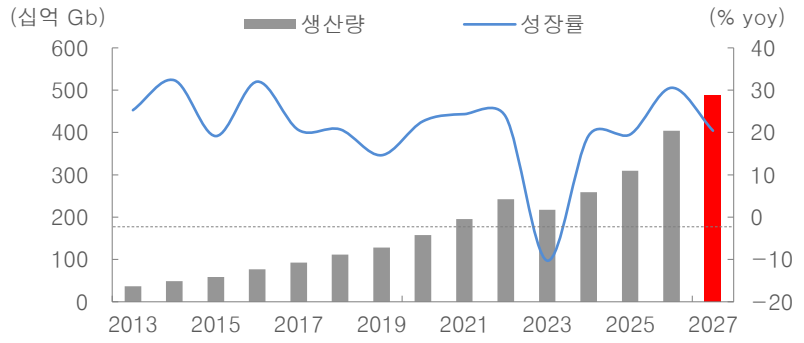
주주환원의 연속성

2026년 주주환원액은 삼성전자 110조원, SK하이닉스 80조원 이상으로 전망. 장기계약에 기반한 사이클 Risk 축소 효과가 연속적인 주주환원의 강화를 이끌 것으로 전망.

얽힌 실타래 풀기

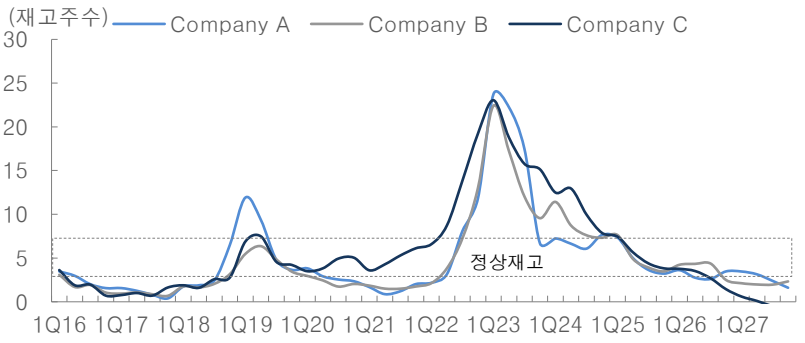
반등의 매개체 1. 시장은 LTA (장기계약)의 가치를 과소평가

글로벌 DRAM 생산량 추이 및 전망



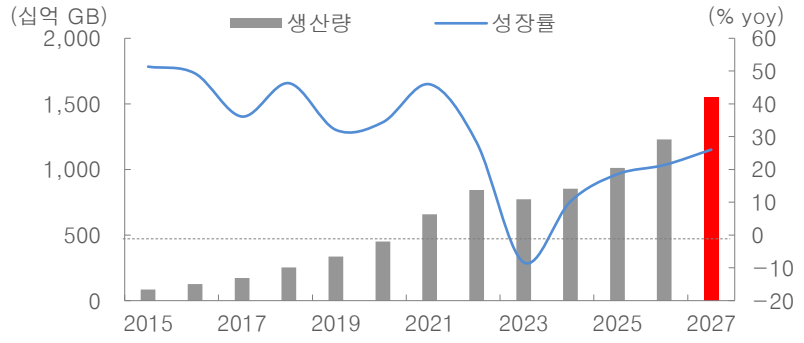
자료: 대신증권 Research Center

DRAM: 공급업계 재고 추이 및 전망



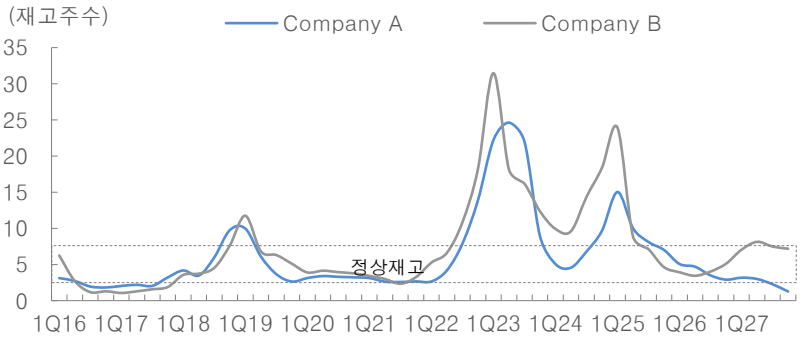
자료: 대신증권 Research Center

글로벌 NAND 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

NAND: 공급업계 재고 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

신공장의 생산 기여는 2028년부터 본격화

메모리반도체: 신공장 스케줄

구분	내용
삼성전자	1) P4L (평택 4공장): 공격적인 Capa Build up을 전개 중이나, Full Capa (Wafer Input 기준)가 되는 시점은 2027년 상반기 말일 것으로 전망. Phase별 인프라 스케줄을 감안할 필요. 2) P5L Fab 1 (기존 평택 5공장): 공장 디자인 변경 및 건설 투자 극대화 등을 통해 준공 시점을 최대한 앞당기려고 노력 중. 현실적인 여건을 감안 시, 공장 완공 시점은 2027년 7월일 것으로 예상. 가동 준비 및 생산의 리드타임을 감안 시, 2027년에는 완제품 생산이 나오기 어려운 환경 (Wafer Output은 1Q28 말부터 시작될 것). 3) P5L Fab 2 (기존 평택 6공장): 인프라 투자 상향. 준공 시점을 최대한 앞당기기 위해 노력. 4Q28 완공 예상. 생산 기여 시점은 2H29일 것.
SK하이닉스	1) M15x: 공격적인 Capa Build up을 전개 중 (DRAM 1b). 2027년 일부 Capa를 DRAM 1c로 전환하여 생산 효율화에 나설 것. DRAM 1b과 DRAM 1c 간의 공정 유사성 감안 시, 전환투자 부담은 크지 않을 것. 2) 용인 1기: 2027년 2월로 공장 완공 시점을 앞당길 예정. Phase 1/2 동시 투자를 통해 Capa 확대에 나설 것으로 예상. 스케줄 상, 2027년 구간에 생산 기여 가능한 Capa는 월 20K 내외 (Wafer Output 기준)로 제한될 것. 3) M17: NAND 전용 공장으로 2028년부터 건설 시작될 것. 생산 기여는 2030년 이후가 될 것.
Micron Technology	1) PSMC: P3의 경우, 연말 Wafer Out 시작 전망. P5의 생산 기여 시점은 2027년 구간일 것. 2) Idaho 1공장: 2Q27 Wafer Input, 4Q27 Wafer Output 예상 3) 싱가포르 사이트: DRAM 공정 일부와 HBM Post Fab을 진행 예정 4) 히로시마 2공장: 2029년부터 Wafer Output이 시작될 것

자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

LTA, 오해와 진실

- [장기 계약의 기본 구조] "다년 계약 (3년 이상)", "Prepayment (전체 계약의 10-30% 규모)", "가격 Band 설정"이 장기 계약의 기본 구조. 구매 비중이 높은 서버 고객, Auto/산업용 제품 중심으로 장기 계약의 확산이 나타나고 있는 상황. 세트에서도 대형 고객 중심의 Mini LTA (1년 미만의 계약)가 확산.
- [LTA의 숨은 조건 찾기] 일부 계약의 경우, "계약 연장 옵션 " 이 포함되어 있는 것으로 추정. 기체결 계약의 종료일에 한참 앞선 시점에 계약의 연장 여부를 결정하는 옵션에 해당. 고객의 적극도, 협의의 요건 등을 기반으로 고객의 실수요를 선제적으로 확인 가능한 기회.
- [기대 효과] 보다 유연한 공급 대응으로 사이클의 변동성을 구조적으로 축소해갈 것으로 기대. Downcycle을 맞이해도, 흑자를 유지 가능한 구조로 변모.

장기 계약의 기본 구조

구분	내용
계약 기간	1) 기본 구조: 서버 중심으로 LTA 체결이 확산. 3년 이상이며, 통상적으로 5년 계약이 체결. 2) 세부 옵션: Rolling Base (사전 계약 연장 옵션)
Prepayment	– 전체 계약규모의 10–30%를 Prepayment로 지급. 통상적으로, 20–30% 수준을 수취 중. – 메모리반도체 공급업계의 재무에 직접 반영되지 않는 케이스가 대부분일 것. – 약정 물량을 구매하지 않을 경우, 해당 수준의 Prepayment를 수취하면 되는 구조.
가격의 Band	– 가격 협상은 기존과 마찬가지로 매분기 전개. 차이점이 있다면, 가격의 Band가 설정되어 있다는 점. – 세부 조건은 고객별로 상이하나, 계약의 많은 부분이 2Q26 가격을 기준선으로 설정. – 1) 가격의 상한선 (Ceiling)과 하한선 (Floor)이 동시 설정된 구조, 2) 계약 기간 내 가격이 고정 (Fix)된 구조, 3) 가격의 하한선 (Floor)만을 설정한 구조 등으로 구분 가능. – 가격의 하한선에 도달해도, 60% 이상의 GPM을 확보할 수 있을 것으로 전망.

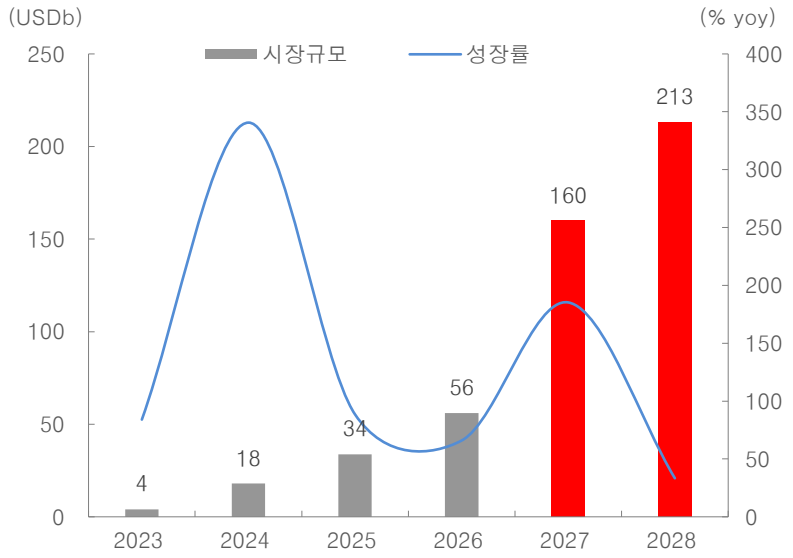
자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

반등의 매개체 2. HBM의 부활: 2027년은 가격 기반, 2028년은 물량 기반 성장

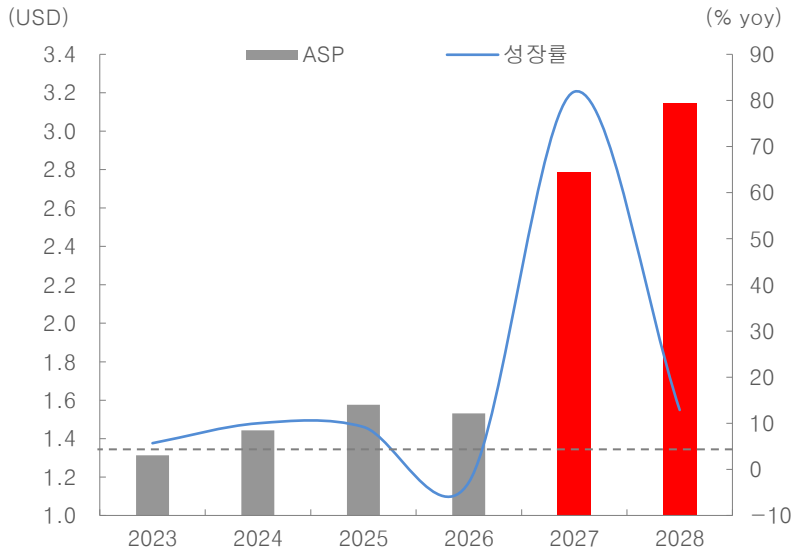
- [시장 전망] 전 제품군에 걸친 가격 상승 효과에 힘입어, 2027년 HBM 시장은 전년대비 185% 성장한 1,600억 달러에 이를 것.
- [출하량 전망] TSMC의 CoWoS Capa 지원 강화 (수율 조기 개선, Capa 조기 Ramp up) 효과 속, 실수요 중심의 HBM 수요 성장 가속화. 2027년 출하량은 574억 Gb로 전년대비 57% 상승할 것.
- [ASP 전망] 고객 전략에 따른 차별화 전망. 핵심 고객들과의 전략적 파트너십 구축 목적에서 가격 및 제품 믹스 전략이 차별화되는 분위기. 제품 믹스 변화 영향을 반영하여 2027년 ASP 전망을 전년대비 100% 상승에서 전년대비 82% 상승으로 조정.
- [수요 동향] HBM 조기 물량 확보 경쟁이 치열해지는 분위기. 2028년 수요에 대한 선행적 대응 요청이 확대. 2028년은 물량 기반 서프라이즈 기대 가능.

HBM: 시장규모 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

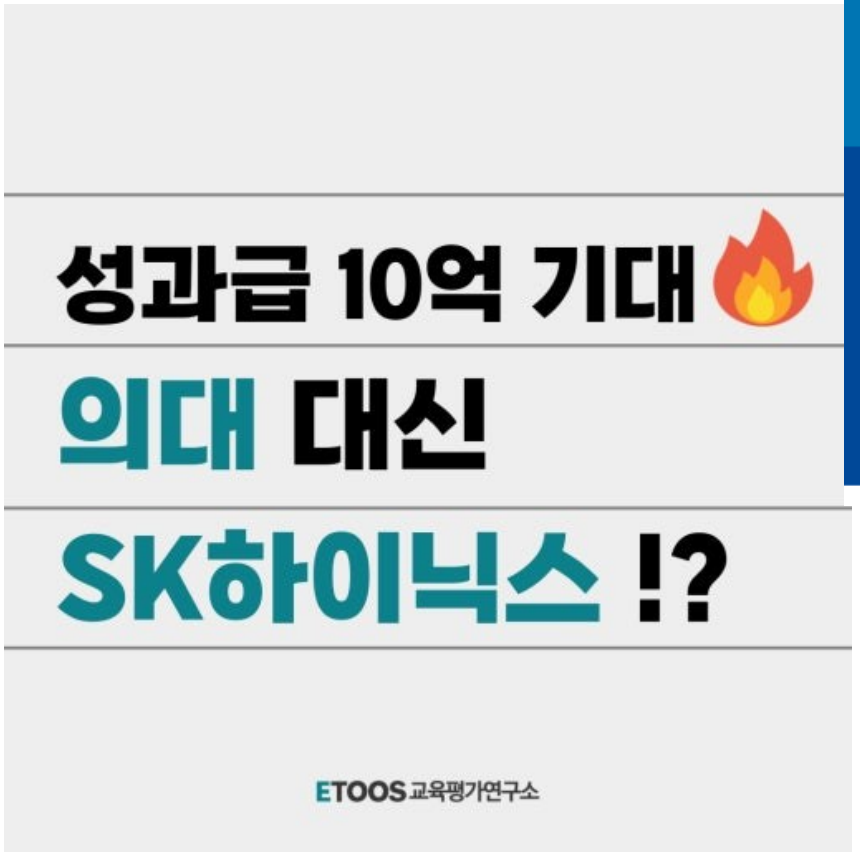
HBM: ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

반등의 매개체 3. 장기계약과 주주환원, 강화되는 연속성의 가치



SK하이닉스
(000660)

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

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	1,250,000 상향
현재주가 (26.01.29)	861,000

반도체업종

Results Comment

하.의.치 (하이닉스-의대-치대)

- 초호황에 다양한 사업 구조 변화 노력들이 중첩되고 있는 시점
- 중장기 수급 안정성 증대 노력 강화. 주주환원과 기업가치 제고 노력 지속.
- 목표주가를 125만원으로 상향. 적극 매수 접근 필요.

시장에 전달한 메시지

핵심 메시지는 4가지. 1) 메모리반도체 초호황의 환경에서도, 흥분하지 않고, Capex Discipline을 지킬 것을 강조했고, 2) 판매 정책의 변화 (Multi-Year LTA, Deposit, 선수금 등)를 추진하고 있음을 언급. 3) 앞단의 2가지 변화로 기업가치 극대화 (미래 성장 동력 확보)와 주주환원 강화 (ADR을 통한 Capital Yield 극대화 노력, 전통적 주주환원 정책 강화)라는 상장사의 지향점에 한발 더 다가갈 수 있는 기회를 마련했다는 판단. 4) HBM4의 경우, 시장 우려와 달리, 계획대로 출하를 준비 중이라는 입장을 제시했고, 점유율 1위 유지에 대한 강한 자신감을 피력.

얽힌 실타래 풀기

SK하이닉스, ADR 그 이후

SK하이닉스: 구조 변화를 위한 노력

구분	내용
ADR	1. 현재의 SK하이닉스 1) 임직원 보상책: 성과급 활용 재원을 확대. 영업이익의 10%를 성과 재원으로 활용 예정 (3년간 8:1:1 비율로 지급). 2) 주주가치 제고: 2024년 Value up 프로그램 발표. Capex Discipline 기반 재무 체력 강화, 고정배당금 상향 (1,500원) 등을 발표. 유의미한 재원 마련 시, 특별배당 혹은 자사주 매입/소각 등을 병행하겠다는 입장. 2. 미래의 SK하이닉스: 2025-2027년 FCF의 50% 이상을 주주환원 재원으로 활용 1) ADR: NASDAQ 상장 완료 (발행 주식의 2.5%). 중장기적으로는 발행 주식 수의 10%까지도 늘릴 가능성. 신주 발행과 자사주 매입/소각을 병행할 것 (SK스퀘어 최대주주 유지). 경쟁사 대비 저평가 해소를 통해 Capital Yield를 높이겠다는 전략. 2) 전통적 주주환원 강화: 추가 주주환원에 대한 요청 증가. 순현금은 당초 목표 (100조원)를 크게 상회. 특별배당, 감액배당, 자사주 매입/소각 등 다양한 옵션의 주주환원 정책이 하반기에 구체화될 것.
AI Company	1) 자금 조달 효율화 – AI 생태계 확산과 공정 미세화에 따른 단위당 투자 부담 증가로 자금 조달 방식 효율화 필요. SPC 설립 시, 초기 대규모 투자 부담을 외부 자본과 부담할 수 있고, 이를 통해 재무 구조를 안정화 가능. 2) 수급 안정성 확대: – SPC가 외부 자본을 조달 받아 반도체 공장을 건설하여 임대해주는 방향으로 변화 – 과거 대비 고객 수요의 진실성이 강화될 것으로 기대. – 기업 관점에서는 사이클 산업이라는 점에서 오는 Risk를 축소해줄 수 있는 변화 3) 향후 방향성 – 데이터센터 사업 중심 AI 스타트업 육성 및 투자 병행 계획. – SK그룹의 경우, 현재 해당 법인에 100억 달러 내외 출자를 검토 중.

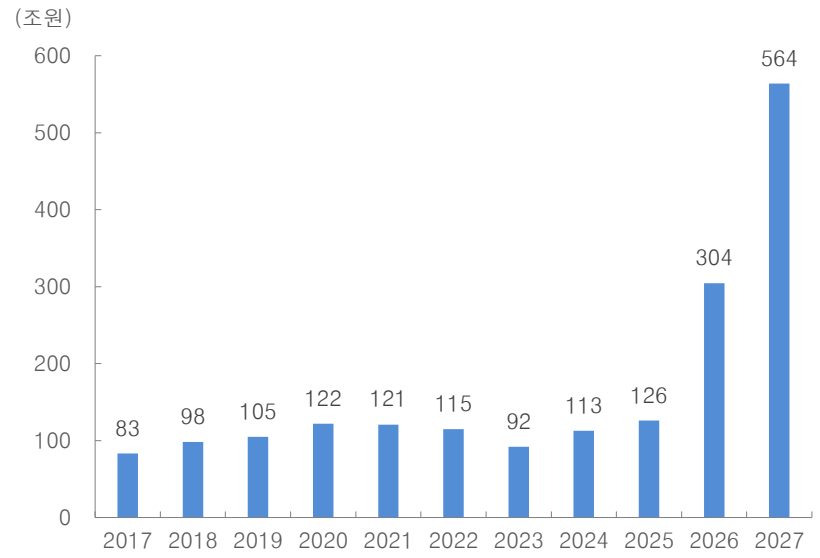
자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

삼성전자, 명확한 주주환원의 방향성 (3년 누적 FCF의 50%를 주주환원에 활용)

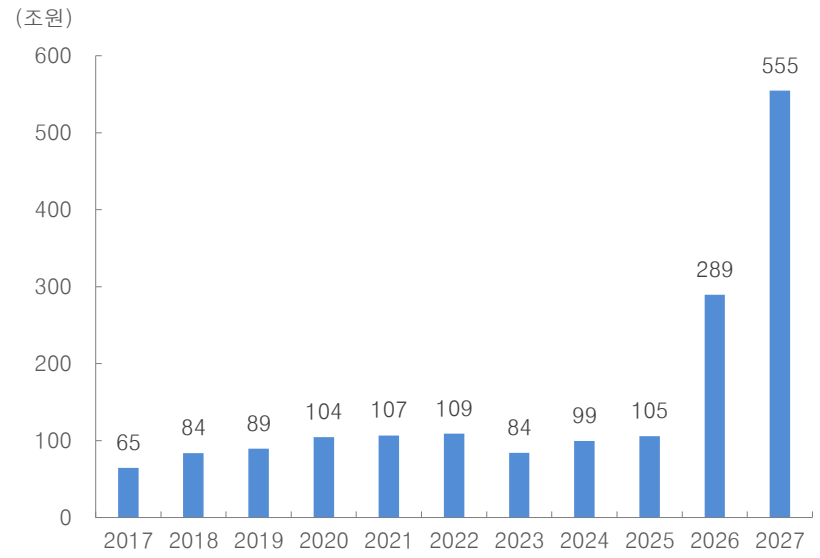
- [2026년 주주환원 정책] 3년 누적 (2024-2026년) FCF의 50%를 주주환원에 활용할 예정. 총 110조원을 주주환원에 활용할 것으로 전망. 3Q26 실적발표 이후, 30조원의 현금 배당을 진행 예정. 잔여 재원의 경우, 회계 연도 마감 이후 지급될 것. 특별배당과 자사주 매입/소각을 혼용할 것.
- [중장기 주주환원] 2027년 1월, 중장기 주주환원 정책 발표 예상. 조기 발표 가능성 상존. 지속가능한 FCF 창출 방안 (장기계약에 기반한 사이클 Risk 축소, Capex Discipline의 강화), 이를 기반으로 한 연속성 있는 주주환원 정책을 발표할 것이라는 판단.

삼성전자: 현금 및 현금성 자산 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

삼성전자: 순현금 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

얽힌 실타래 풀기

삼성파운드리의 부활, 높아지는 분기 흑자전환의 가시성 (4Q26)

Tech node	내용
2nm	1) 엑시노스 2600 (SF2 공정 적용): 갤럭시 S26 일반/플러스 (한국/유럽 판매) 탑재. 갤럭시 S26FE향 탑재 가능성. 2) 테슬라: AI 반도체 (AI4.1/AI5/AI6) 양산 예정. 2027년부터 매출에 본격 반영 예상. 물량 확대 가능성 존재. 3) 테슬라 외 다수의 북미 고객사를 2nm 고객으로 확보 4) 기타 – MicroBT와 Canaan (Mining ASIC) – Ambarella (ADAS용 반도체) – Preferred Networks (AI 반도체) 5) 추가 수주: 북미 Fabless (노트북용 CPU) 및 CSP (ASIC 신제품)향 신규 수주 확보 가시성 증가
3nm	엑시노스 2500 (3nm GAA 3세대), 비트코인 채굴용 반도체 등
4/5nm	Captive (LSI) 및 외부 수주 (테슬라 AI4 등) 활성화. 현재 Full 가동 중인 것으로 추정 (HBM Base Die, 엑시노스1680, LPU 등)
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

삼성전자(005930, 목표주가 560,000원/BUY)

주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율 (KRW/USD)	1,451	1,404	1,385	1,448	1,462	1,501	1,380	1,360	1,422	1,426	1,350
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	27.3	31.1	31.9	32.0	35.4	36.9	36.9	114.8	141.2	169.5
QoQ	0	11	14	3	0	11	4	0			
YoY	-7	-1	12	31	31	30	19	16	8	23	20
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.60	1.16	1.66	1.94	2.07	0.45	1.73	2.22
QoQ	-20	2	14	40	92	43	17	7			
YoY	22	4	12	30	211	339	351	244	20	281	29
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	23.9	26.5	29.6	30.3	30.5	33.0	33.5	32.8	110.2	129.8	146.5
QoQ	8	11	12	2	1	8	2	-2			
YoY	-7	-1	12	37	28	25	13	8	9	18	13
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.34	0.35	0.39	0.57	1.15	1.67	1.97	2.11	0.42	1.74	2.14
QoQ	-4	1	14	44	103	45	18	7			
YoY	21	3	16	59	236	384	402	272	28	315	23
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	71.1	78.1	69.7	76.1	76.6	82.7	85.6	274.5	321.1	388.6
QoQ	-11	28	10	-11	9	1	8	4			
YoY	-24	3	21	12	37	8	6	23	2	17	21
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.077	0.095	0.177	0.299	0.329	0.345	0.080	0.290	0.337
QoQ	-16	-5	6	23	87	69	10	5			
YoY	2	-19	-20	4	133	312	328	265	-8	262	16
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	58	62	60	59	62	62	57	240	240	235
QoQ	17	-4	6	-2	-2	5	0	-8			
YoY	1	8	7	16	-3	7	1	-5	8	0	-2
스마트폰 ASP (USD)	326	271	305	244	349	260	314	244	287	292	301
QoQ	25	-17	12	-20	43	-26	21	-22			
YoY	-3	-3	3	-6	7	-4	3	0	-3	2	3

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

삼성전자(005930, 목표주가 560,000원/BUY)

실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**79,141**	**74,566**	**86,062**	**93,837**	**133,873**	**171,499**	**191,103**	**193,768**	**333,606**	**690,243**	**902,676**
DS 사업부문	**25,131**	**27,875**	**33,117**	**44,005**	**81,716**	**127,516**	**143,063**	**151,416**	**130,128**	**503,712**	**717,780**
메모리반도체	19,069	21,178	26,690	37,143	74,780	120,840	136,426	144,342	104,081	476,387	684,462
DRAM	13,018	14,110	18,436	27,642	54,789	86,886	98,882	104,133	73,205	344,691	507,923
NAND	6,051	7,069	8,255	9,502	19,991	33,954	37,543	40,209	30,876	131,696	176,539
비메모리반도체	6,062	6,697	6,426	6,862	6,936	6,676	6,638	7,075	26,047	27,324	33,318
DX 사업부문	**51,717**	**43,570**	**48,375**	**44,305**	**52,655**	**48,022**	**49,840**	**42,613**	**187,967**	**193,130**	**190,858**
MX/Network	37,000	29,200	34,100	29,300	38,100	33,200	35,475	27,261	129,600	134,036	131,258
CE/VD	14,500	14,100	13,900	14,800	14,300	14,500	14,026	15,091	57,300	57,917	58,446
삼성디스플레이	**5,867**	**6,380**	**8,102**	**9,493**	**6,693**	**7,485**	**8,750**	**10,063**	**29,842**	**32,991**	**35,117**
Harman	**3,419**	**3,830**	**3,954**	**4,580**	**3,826**	**4,568**	**4,450**	**4,675**	**15,783**	**17,519**	**18,921**
영업이익	**6,685**	**4,676**	**12,166**	**20,074**	**57,233**	**89,492**	**106,436**	**115,627**	**43,601**	**368,789**	**548,748**
DS 사업부문	**1,106**	**350**	**6,991**	**16,411**	**53,663**	**89,196**	**105,540**	**114,935**	**24,858**	**363,334**	**543,654**
메모리반도체	3,400	2,950	7,700	17,800	54,600	91,900	106,469	115,289	31,850	368,258	544,388
DRAM	3,700	3,250	6,800	15,700	42,900	68,000	79,438	85,936	29,450	276,275	421,709
NAND	-300	-300	900	2,100	11,700	23,900	27,031	29,352	2,400	91,983	122,679
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-709	-1,389	-937	-2,704	-929	-354	-6,992	-4,924	-734
DX 사업부문	**4,722**	**3,326**	**3,469**	**1,336**	**2,968**	**-819**	**-820**	**-1,515**	**12,853**	**-187**	**-1,074**
MX/Network	4,300	3,100	3,600	1,900	2,800	-700	-820	-1,213	12,900	66	-1,507
CE/VD	300	200	-100	-600	200	-10	0	-302	-200	-112	433
삼성디스플레이	**462**	**473**	**1,225**	**1,956**	**363**	**681**	**1,314**	**1,812**	**4,116**	**4,169**	**4,482**
Harman	**307**	**484**	**421**	**320**	**222**	**415**	**403**	**396**	**1,531**	**1,435**	**1,686**
영업이익률	**8**	**6**	**14**	**21**	**43**	**52**	**56**	**60**	**13**	**53**	**61**
DS 사업부문	**4**	**1**	**21**	**37**	**66**	**70**	**74**	**76**	**19**	**72**	**76**
메모리반도체	18	14	29	48	73	76	78	80	31	77	80
DRAM	28	23	37	57	78	78	80	83	40	80	83
NAND	-5	-4	11	22	59	70	72	73	8	70	69
비메모리반도체	-38	-39	-11	-20	-14	-41	-14	-5	-27	-18	-2
DX 사업부문	**9**	**8**	**7**	**3**	**6**	**-2**	**-2**	**-4**	**7**	**-0**	**-1**
MX/Network	12	11	11	6	7	-2	-2	-4	10	0	-1
CE/VD	2	1	-1	-4	1	-0	0	-2	-0	-0	1
삼성디스플레이	**8**	**7**	**15**	**21**	**5**	**9**	**15**	**18**	**14**	**13**	**13**
Harman	**9**	**13**	**11**	**7**	**6**	**9**	**9**	**8**	**10**	**8**	**9**

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

SK하이닉스(000660, 목표주가 3,200,000원/BUY)

주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율 (KRW/USD)	1,451	1,404	1,385	1,448	1,462	1,501	1,380	1,360	1,422	1,426	1,350
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	25.5	24.9	26.7	29.4	37.0	92.9	118.0	146.4
QoQ	-7	25	8	1	-2	7	10	26			
YoY	16	19	32	26	33	14	16	45	24	27	24
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.67	1.12	1.43	1.75	1.88	0.57	1.58	2.06
QoQ	0	1	5	24	66	28	22	7			
YoY	51	29	16	31	117	177	223	180	30	180	30
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	16.0	20.4	22.1	22.1	20.7	22.2	26.0	31.9	80.6	100.8	125.0
QoQ	-8	27	8	0	-6	7	17	23			
YoY	4	10	28	27	29	9	18	45	17	25	24
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.53	1.09	1.46	1.74	1.91	0.40	1.60	1.95
QoQ	-7	4	10	41	106	34	19	10			
YoY	9	0	4	51	234	330	363	262	18	302	22
NAND 출하량 (십억 GB)	33.7	58.9	55.2	60.6	55.3	64.4	65.0	67.4	208.4	252.1	305.2
QoQ	-19	75	-6	10	-9	16	1	4			
YoY	-36	14	26	45	64	9	18	11	10	21	21
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.085	0.148	0.229	0.257	0.270	0.068	0.229	0.271
QoQ	-20	-9	11	32	74	54	12	5			
YoY	3	-20	-24	6	131	294	299	217	-7	235	18

자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

SK하이닉스(000660, 목표주가 3,200,000원/BUY)

실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**32,827**	**52,576**	**79,319**	**94,282**	**119,592**	**97,147**	**345,769**	**520,344**
DRAM	14,037	17,124	19,084	24,659	40,659	56,983	70,865	94,543	74,904	263,050	407,340
NAND	3,229	4,728	4,989	7,744	11,574	21,960	23,026	24,696	20,690	81,256	111,471
기타	373	380	376	423	343	376	391	352	1,552	1,463	1,534
영업이익	**7,441**	**9,213**	**11,383**	**19,170**	**37,610**	**60,543**	**75,215**	**97,882**	**47,206**	**271,250**	**422,935**
DRAM	7,500	9,500	11,500	17,000	31,400	46,100	59,480	80,660	45,500	217,640	345,380
NAND	15	-202	-86	2,371	6,149	14,355	15,774	17,257	2,099	53,536	77,709
기타	-75	-85	-31	-202	61	87	-39	-35	-393	75	-153
세전이익	**9,299**	**8,723**	**14,790**	**17,653**	**51,617**	**122,708**	**76,683**	**99,628**	**50,466**	**350,636**	**431,676**
순이익	**8,108**	**6,996**	**12,598**	**15,246**	**40,346**	**93,923**	**57,513**	**74,721**	**42,948**	**266,502**	**315,124**
이익률 (%)											
영업이익	**42**	**41**	**47**	**58**	**72**	**76**	**80**	**82**	**49**	**78**	**81**
DRAM	53	55	60	69	77	81	84	85	61	83	85
NAND	0	-4	-2	31	53	65	69	70	10	66	70
기타	-20	-22	-8	-48	18	23	-10	-10	-25	5	-10
세전이익	**53**	**39**	**60**	**54**	**98**	**155**	**81**	**83**	**52**	**101**	**83**
순이익	**46**	**31**	**52**	**46**	**77**	**118**	**61**	**62**	**44**	**77**	**61**

자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

※ 금융투자업규정 4-20조 1항 5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.(작성자: 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.

※ 본 자료는 저작권법 및 관련 법령에 따라 보호되며 당사의 사전 서면 동의 없이 무단으로 복제 배포 전송 공유하는 행위는 법적처벌 대상이 될 수 있습니다. 특히 상업적 활용 제3자 제공 온라인 게시 등은 엄격히 금지되어 있으며, 위반시 민형사상 책임을 질 수 있습니다.