

반도체업

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	107,000원
SK하이닉스	Buy	480,000원

더 높은 곳을 향해

- 2026년에도 호황은 지속될 것. 이익 성장의 강도도 그만큼 높아질 것.
- Valuation Trap에 갇힐 필요는 없다는 판단. 산업 생태계 변화에 주목.
- 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가 상향. 반도체 매수 의견 유지.

모두가 원한다

DRAM 구매 경쟁이 심화되고 있고, 그만큼 단기 업황은 강화. 시장의 관심은 사이클이 얼마나 연장될 수 있을지에 있을 것. 당사는 2026년 메모리반도체 시장규모가 2,784억 달러 (y-y +40%)에 이를 것으로 전망. 성장이 가속화되고 있는 만큼 삼성전자와 SK하이닉스의 이익 전망도 상향이 필요.

1) 공급의 Discipline 지속: 재고가 부족하고, 고객 수요가 상향되고 있는 만큼 공급업체의 2026년 Capex도 상향될 것. 다만, 과거와 같은 Capex의 급증이 나타나진 않을 것. 절제된 Capex를 통해 수급 환경을 개선해갈 것.

2) HBM의 Capa 잠식 효과: Nvidia에서 HBM4 I/O Speed 스펙 상향을 요청. 모든 다이에서 상위 스펙을 구현할 수 있는 것이 아닌 만큼 생산은 그만큼 타이트해질 것. 이는 수급과 가격에 긍정적 변화.

3) 새로운 기회가 열린다: SO-CAMM2가 Vera Rubin에 탑재될 예정. 2026년 공급업체의 출하량은 270억 Gb 내외일 것으로 전망 (HBM: 332억 Gb 전망). Grace CPU 때와 달리, 초기 시점부터 한국 반도체의 적극적인 참여가 예상.

더 높은 곳을 향해 나아갈 때

Valuation Trap에 갇혀야 할 이유는 없다고 생각. 우리가 참조하는 Historical Valuation은 과거의 유산. 지금은 Computing System의 변화 속 메모리반도체의 역할이 증가하고 있고, 사업을 대하는 공급업체의 스탠스도 변화. 그렇다면, 그 가치를 추가 부여할 수 있을 것이라는 판단.

1) Computing System의 변화: AI의 병목을 해결하기 위해선 메모리반도체 기술 혁신이 필요. 월 900K의 웨이퍼가 필요하다는 샘 올트만의 말을 100% 신뢰하긴 어렵지만, 분명한 것은 AI의 병목 해결에 메모리의 역할이 그만큼 중요해졌다는 것. Computing 혁신에 메모리반도체가 핵심 요소라면, 그만큼 산업의 가치도 더 받아야 한다는 판단. 넓어진 메모리반도체의 저변과 고객들의 구매 Budget 상승을 감안 시, Valuation의 상방은 열려 있다고 생각.

2) 공급 대응 구조 변화: 수요에 대한 낙관론만으로 게임에 임하고 있지 않은 상황. 여러 시나리오 분석을 통해 수급 환경을 공급업체에 유리하게 가져가려고 노력 중인 것으로 추정. 변화한 스탠스에 더 높은 가치를 부여할 필요.

삼성전자와 SK하이닉스 목표주가 상향

이익 전망과 Target P/B 상향 분을 감안하여 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 각각 107,000원, 480,000원으로 상향. 급등한 주가에 두려움을 가지기 보다 사이클을 즐겨야 할 때라 생각.

I. 그린라이트가 켜졌습니다 2탄

샘 올트만, 세상을 뒤흔든 그의 메세지

반도체 수요의 그린라이트가 잇달아 목격되고 있다. 첫번째 그린라이트가 일반서버 (AI 추론 확대에 따른 북미 클라우드 업체들의 일반서버 투자 상향)에서 켜졌다면, 2번째 그린라이트는 샘 올트만의 메세지에서 시작되는 모습이다.

- 샘 올트만 (Open AI CEO)은 지난 10월 1일 한국에서의 미팅을 통해 메모리반도체 수요의 새로운 지평선을 제시했다. Open AI 자체 추산 결과, 웨이퍼 기준 월 900K의 고부가 DRAM이 필요하다는 입장을 국내 반도체 업체에 제시했고, 삼성전자, SK하이닉스와 고부가 반도체 공급 관련 LOI (Letter of Intent, 의향서)를 체결했다.
- LOI가 법적 구속력을 가지고 있는 것은 아니지만, 월 900K의 DRAM 수요 TAM을 제시했다는 사실 하나만으로도 시장의 흥분감을 극대화하긴 충분했다는 판단이다.

그림 1. Open AI 의 추석 선물 (Feat. 삼성 그룹)



자료: 삼성 그룹, 대신증권 Research Center

그림 2. Open AI 의 추석 선물 (Feat. SK 그룹)



자료: SK 그룹, 대신증권 Research Center

표 1. Open AI: 반도체 구매 경쟁에 돌입

기업	내용
삼성 그룹	1) 10 월 1 일 글로벌 AI 핵심 인프라 구축을 위해 상호 협력하는 LOI (Letter of Intent) 체결식을 거행 2) Stargate 프로젝트를 진행 중인 Open AI가 고성능 메모리를 원활하게 공급 받을 수 있도록 지원할 계획 3) Open AI에서는 금번 미팅에서 웨이퍼 기준 월 900K의 고성능 DRAM이 필요하다는 입장을 표출.
SK 그룹	1) 10 월 1 일 Open AI와 메모리반도체 공급 의향서 (LOI)와 서남권 AI 데이터센터 협력 양해 각서 (MOU)를 체결 2) 중장기적으로 웨이퍼 기준 월 최대 900K 규모의 고부가 DRAM 공급 요청에 대응할 수 있는 양산 체제를 구축할 예정
AMD	1) AMD는 Open AI에 회사 보통주 최대 1.6억 주를 매입할 수 있는 Warrant를 발행. 행사가격은 주당 0.01 달러. 2) Warrant 주식은 AMD의 GPU 구매 실적에 연동된 마일스톤을 기준으로 Tranche 단위로 권리가 확정될 예정.

자료: 언론보도, 각 사, 대신증권 Research Center

1. 월 900K의 DRAM 수요 TAM, 얼마나 큰 규모일까?

당사 Channel Check에 따르면, Open AI가 제시한 월 900K의 DRAM 수요 TAM은 2029년 기준인 것으로 추정된다. 그 규모에 대해 숫자적으로 접근해볼 필요가 있다.

- 3Q25 말 기준 글로벌 DRAM Capa는 월 1,930K인 것으로 추정된다. 그렇다면, Open AI가 제시한 수요 TAM은 현 글로벌 DRAM Capa의 47%에 달한다고 볼 수 있다.
- Open AI가 필요로 하는 고부가 DRAM (HBM 포함)의 경우, DRAM 3사만이 공급할 수 있다. DRAM 3사의 유효 Capa 기준으로 보면, 그 비중은 60%로 높아진다.

2. 우리가 가져가야 할 Implication이 있다면?

월 900K라는 수요 TAM을 담보된 수요라 보긴 어렵다. 수요는 여러 변수에 의해 매번 변화하기 마련이고, 숫자의 진실성에 대해 100% 낙관하긴 어려운 것이 사실이다.

하지만, 우리가 얻을 수 있는 Implication은 명확하다. AI의 Computing 혁신에 있어 메모리반도체가 사전 증설을 요구할 정도로 중요해졌다는 점이다.

1) 고객의 마음은 갈대와 같다

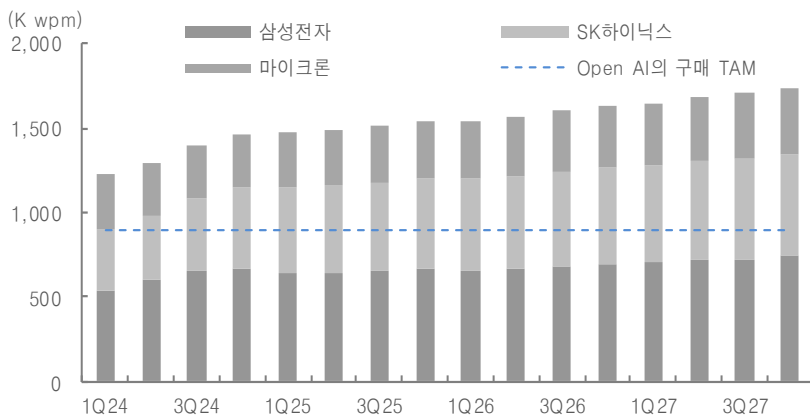
고객들은 메모리반도체 공급 부족이 심화될 때마다 매번 수요 전망치를 실수요 대비 높게 제시해왔다. 수요에 대한 낙관론을 통해 공급업체의 적극적인 증설을 유도하고, 이를 기반으로 공급과잉을 불러일으켜 왔던 것이 고객들의 전형적인 구매 패턴이었다.

사이클의 특수성도 감안할 필요가 있다. 수급이 사이클을 결정하는 시대가 아니다. 지정학, 정치 논리 등이 사이클을 지배하고 있고, 여러 변수에 따라, AI 투자의 강도는 변할 수 있다. 그만큼 현재 논의되고 있는 수요를 100% 확실하긴 어렵다고 생각한다.

2) Key Implication이 있다면, AI 경쟁에 있어 메모리반도체가 그만큼 중요하다는 점

Open AI 뿐 아니라, 다른 클라우드 업체들의 입장도 마찬가지일 것이라 생각한다. 안정적인 메모리반도체 수급을 위해 다양한 옵션을 제시하고 있고, 이는 AI Computing의 혁신에 있어 메모리반도체가 그만큼 중요하다는 점을 시사한다.

그림 3. DRAM 3사의 Capa와 Open AI의 구매 TAM 비교



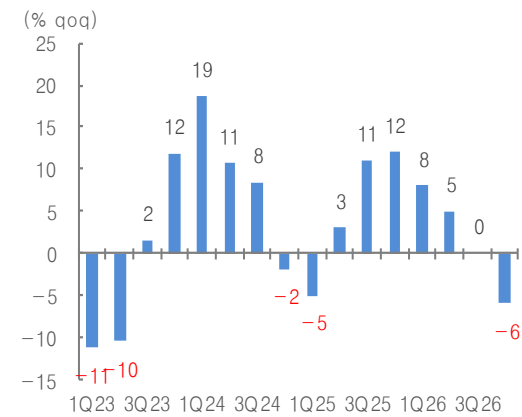
자료: Trendforce, 대신증권 Research Center

구매 경쟁 속 상향되는 가격 전망

4Q25 범용 DRAM 가격은 시장 전망치 (Trendforce: 전분기 대비 8-13% 상승)의 상단에 근접한 12% 성장 수준에서 형성될 것으로 전망한다. 일반서버 뿐 아니라, 모바일 수요도 견조한 상황이며, 수요 모멘텀이 상대적으로 약한 PC 업계도 핫날의 공급 부족 상황에 대비하여 가격 인상을 수용하며, 구매를 이어가고 있는 것으로 추정된다.

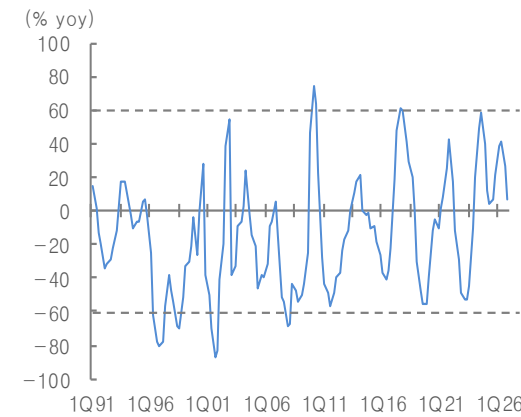
NAND 가격도 견조한 회복세를 이어갈 것이라는 판단이다 (4Q25 가격: 전분기 대비 5% 상승 전망). Client SSD는 PC 수요의 약세 (세트 출하 및 탑재량 증가 효과 둔화) 속 판매 하락이 예상되나, eSSD 수요가 급증하고 있기 때문이다. HDD의 품귀 현상 속 (리드타임: 1년 이상으로 확대), 2Tb QLC 제품을 중심으로 수요가 강하게 올라가고 있으며, 단기 수혜는 Solidigm, Kioxia, 마이크론이 받을 것이라는 판단이다.

그림 4. 범용 DRAM: ASP 전망 (전분기 대비)



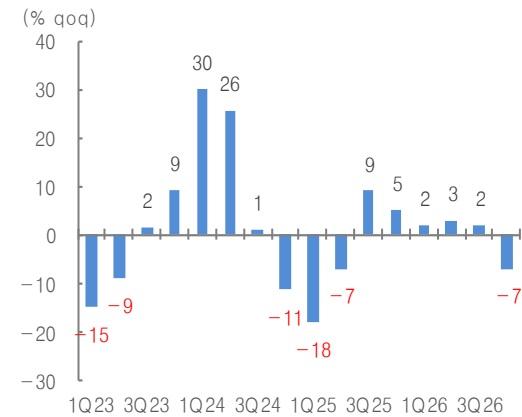
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 범용 DRAM: ASP 전망 (전년동기 대비)



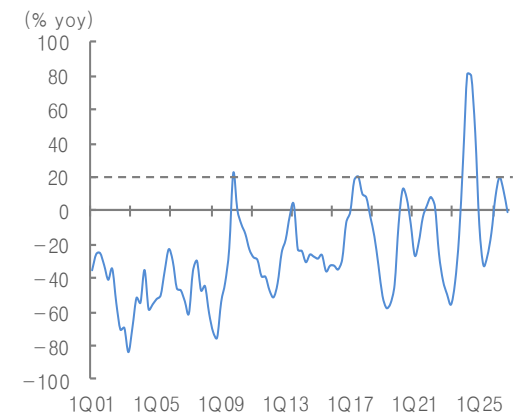
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. NAND: ASP 전망 (전분기 대비)



자료: 대신증권 Research Center

그림 7. NAND: ASP 전망 (전년동기 대비)



자료: 대신증권 Research Center

1. 재고가 하락하고 있다

공급업체의 보유 재고는 3Q25 말 기준 DRAM 4~5주 (고부가 DRAM 2~3주), NAND 8주 내외인 것으로 추정된다. 정상 재고가 6주 내외라는 점을 감안 시, DRAM은 재고가 현저히 부족하고, NAND도 eSSD 한정으로 보면 재고가 넉넉하지 않은 환경이다.

고무적인 부분이 있다면, 고객들의 재고도 하락하고 있다는 점이다. 이에, 고객들은 메모 리반도체 (DRAM 중심) 구매 레이스에 돌입하는 모습이다.

2. 일반서버: 2026년 수요 TAM은 30% 이상 성장 수준에서 형성

AI 추론 생태계의 확장이 그간 미뤄 놓은 일반서버 투자의 상향을 이끄는 모습이다. AI 시스템의 효율적 구동을 위해 일반서버 투자를 재개해야 하는 환경이며, 우리는 곳곳에서 데이터센터 Capa 부족 현상을 체감하고 있다.

현 시점에서 체감되는 수요의 분위기대로라면, 2026년 일반서버 출하량은 전년대비 10% 내외 상승할 수 있을 것이라 생각한다. 지난 3년 (2022~2024년) 간, 일반서버 출하 성장이 정체되어왔다면, 지금은 재차 상승 국면으로 진입하는 모습이며, 추론 서버 지원에 필요한 고부가 DRAM 중심으로 구매 수요가 형성되고 있다는 점을 감안 시, 탑재량 증가 효과 또한 상당할 것이라는 판단이다. 이를 반영한 2026년 일반서버 DRAM 구매 TAM은 전년대비 30% 성장 수준에서 형성되는 모습이다.

고객들의 달라진 스탠스도 감안할 필요가 있다. 공급업체의 생산이 빠르게 늘어나기 어려운 현실적인 여건을 감안하여, 클라우드 업체들은 선수급 지급, LTA (장기공급계약 체결, 연간 구매 물량 확보 목적) 등의 옵션을 제시하고 있으며, 그만큼 수요의 진실성은 강하다고 볼 수 있다는 판단이다.

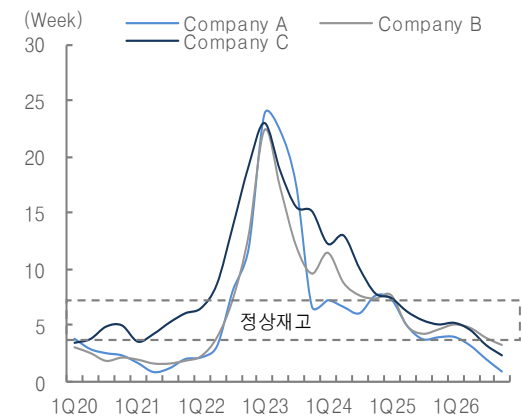
3. 세트향 영업 환경도 견조

세트 (모바일, PC) 출하 성장의 정체 속에서도, DRAM 구매 수요가 견조하다는 점은 표면적으로 보면 Irony한 현상일 수 있다. 하지만, Irony한 현상은 지속되고 있고, 세트 출하량과 별개로, 영업 환경은 견조한 것으로 추정된다.

1) 모바일: AI 기능 지원을 위한 DRAM 탑재량 확대가 DRAM 수요가 견조할 수 있는 근본적인 배경이다. DRAM 탑재량 확대는 이제 High-End를 넘어 Mid-End 급으로 확산되고 있으며, 중국 또한 모든 것을 자급자족할 수 없는 환경적 여건과 핫날 발생 가능한 지정학적 Risk (반도체 수출 통제)를 감안하여 구매를 늘리고 있는 것으로 추정된다.

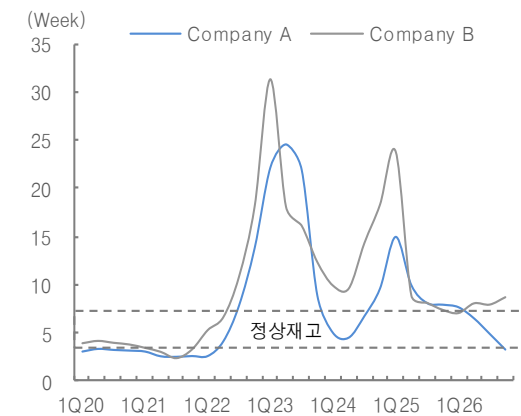
2) PC: 업황만 놓고 보면, 당장 DRAM 구매에 나설 필요는 없는 환경인 것으로 판단된다. 하지만, 핫날의 공급 부족 상황에 대비하여 공급업체의 가격 인상 요구를 수용하며, 선제적으로 구매에 임하고 있는 것으로 추정된다.

그림 8. DRAM: 공급업체의 재고 추이 및 전망



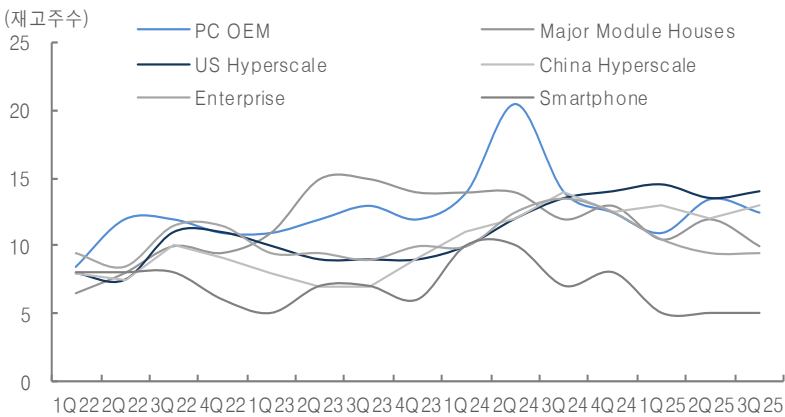
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. NAND: 공급업체의 재고 추이 및 전망



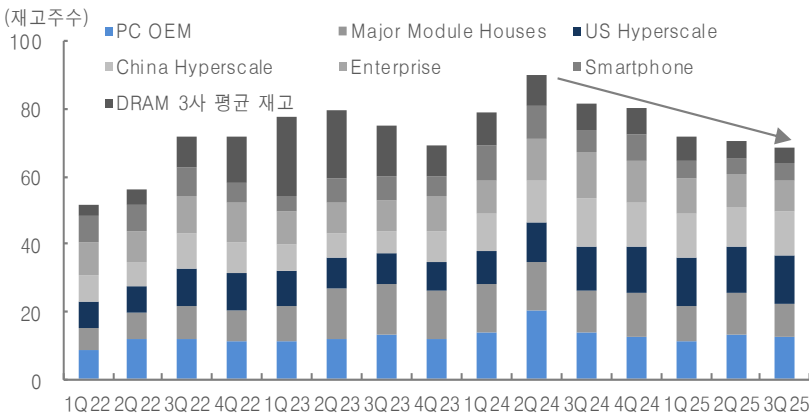
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. DRAM: 고객 재고 추이



자료: Trendforce, 대신증권 Research Center

그림 11. DRAM: 고객사와 공급업체의 합산 재고 추이



자료: Trendforce, 대신증권 Research Center

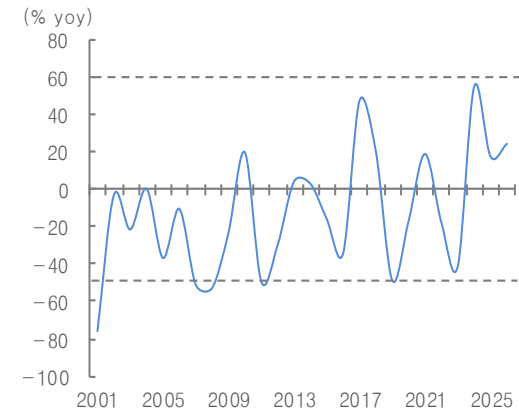
II. 지금부터의 관건은 공급

Executive Summary: 2026 년에도 호황은 지속

시장의 관심은 금번 사이클이 언제까지 연장될 수 있을지에 있을 것이라 생각한다. 수요의 상향이 사이클의 Upturn을 이끄는 신호탄으로 작용했다면, 사이클의 길이와 강도를 결정하는 것은 공급이다. 이제는 공급 단의 변화에 보다 주목할 때라는 판단이다.

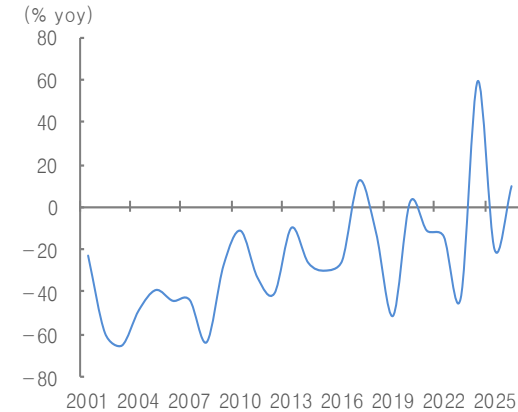
당사의 경우, 2026년에도 메모리반도체 호황이 지속될 것으로 전망한다. 공급 절제 효과가 지속되며, 수급 환경은 보다 개선될 것이고, 이에 가격 상승 폭은 확대될 것이라는 판단이다. 2026년 ASP의 경우, DRAM이 전년대비 24% 상승, NAND가 전년대비 10% 상승할 것으로 예상되며, 강한 가격의 상승 속, 한국 메모리반도체의 합산 영업이익은 2025년 62조원에서 2026년 96조원으로 상승할 것으로 전망한다.

그림 12. DRAM: ASP 전망 (전년 대비)



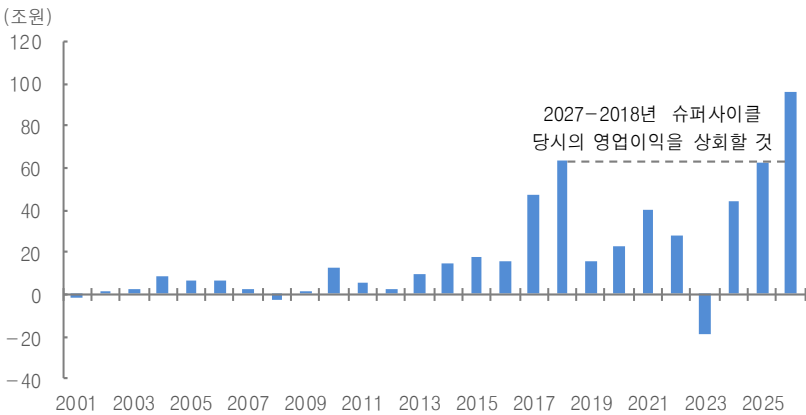
자료: 대신증권 Research Center

그림 13. NAND: ASP 전망 (전년 대비)



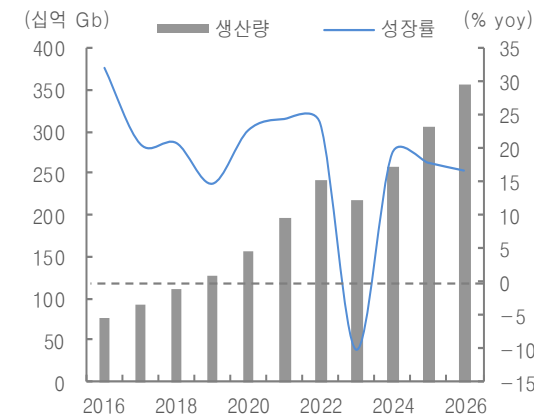
자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 한국 메모리반도체: 연간 영업이익 추이 및 전망



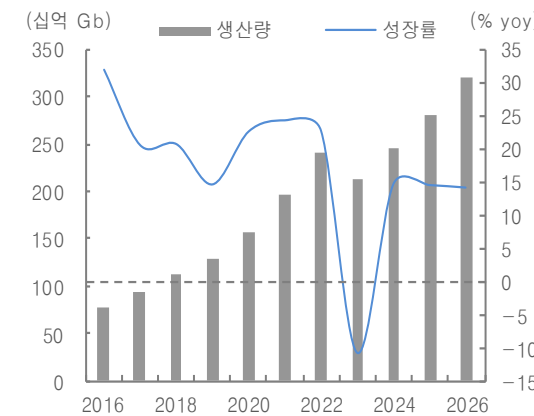
자료: 대신증권 Research Center

그림 15. DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



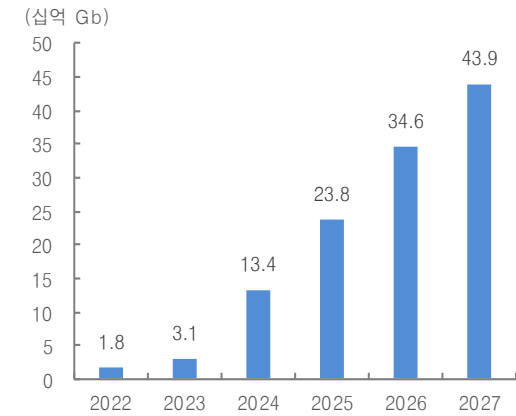
자료: 대신증권 Research Center

그림 16. 범용 DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망



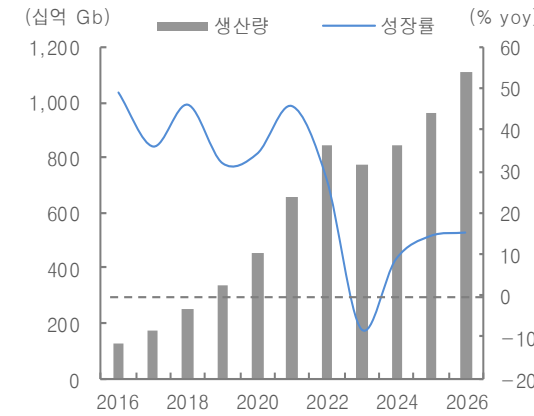
자료: 대신증권 Research Center

그림 17. HBM: 연간 생산량 추이 및 전망



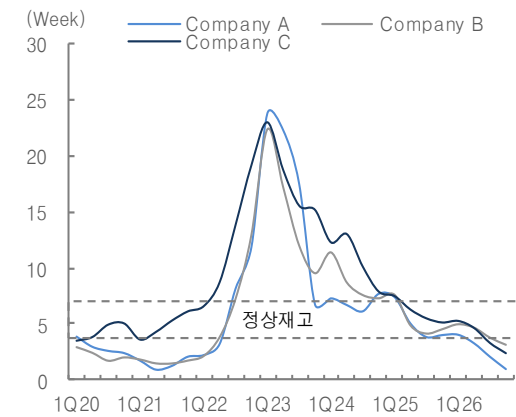
자료: 대신증권 Research Center

그림 18. NAND: 연간 생산량 추이 및 전망



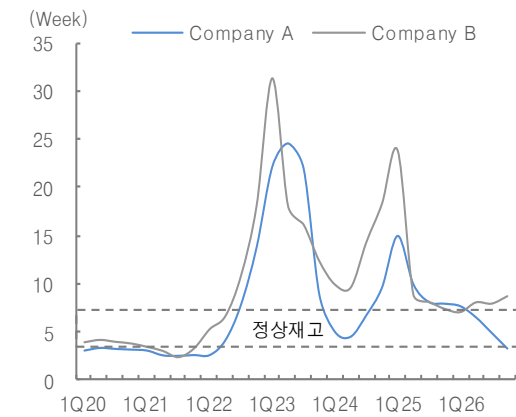
자료: 대신증권 Research Center

그림 19. DRAM: 공급업체의 재고 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 20. NAND: 공급업체의 재고 추이 및 전망



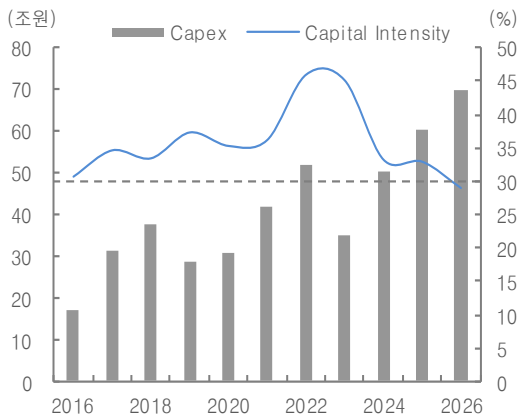
자료: 대신증권 Research Center

1. 2026 년 Capex: 올라가지만, 과도한 수준은 아닐 것

공급업계의 재고가 정상 수준을 하회하고 있는 환경에서 고객들의 수요가 상향되고 있다. 자연스러운 수준이 있다면, 공급업계의 Capex 상향일 것이다.

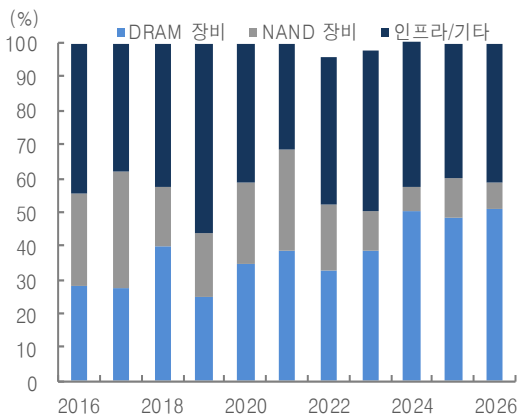
다만, 2026년 Capex가 과도하게 상승하진 않을 것이라는 판단이다. 당사가 전망하는 2026년 한국 메모리반도체 합산 Capex는 70조원으로 전년대비 16% 성장한 수준이다. 예상 Capital Intensity (매출액 대비 Capex 비중)는 29%로 지난 호황기의 평균 (30% 중반) 대비 낮을 것이며, 이는 공급 절제가 2026년에도 지속될 수 있음을 시사한다.

그림 21. 한국 메모리반도체: Capex 추이 및 전망



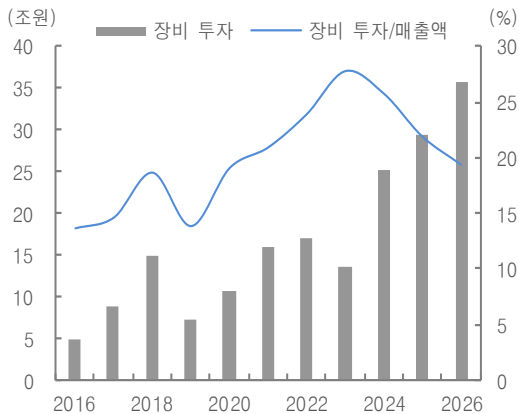
자료: 대신증권 Research Center

그림 22. 한국 메모리반도체: Capex Breakdown



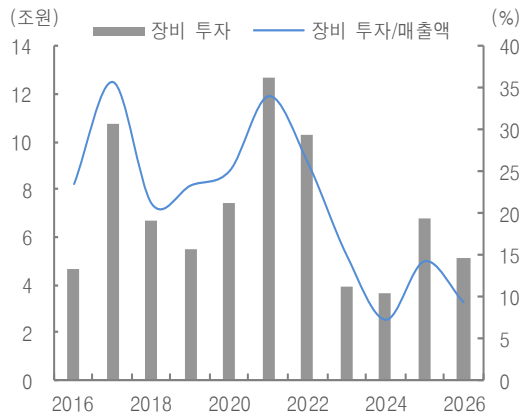
자료: 대신증권 Research Center

그림 23. 한국 DRAM: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 24. 한국 NAND: 장비투자/매출액 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

1) 삼성전자, 실리 우선주의

2026년 메모리반도체 Capex는 30조 중반으로 전년 수준을 기록할 것으로 전망한다. 경우에 따라, Capex를 상향될 수 있으나, 현 시점에서 이를 단정하기 어렵다. 실리를 우선 시하는 방향으로 2026년 Capex에 대한 정책을 가져갈 가능성이 높다는 판단이다.

2026년 Capex의 방향성: 선단공정 비중 확대가 2026년 Capex의 방향성이라 생각한다. DRAM에서는 DRAM 1c Capa 확대 중심으로, NAND에서는 V9 (286단)/V10 (428단) 비중 확대 중심으로 Capex가 집행될 것이라는 판단이다.

- DRAM: HBM4용 Core Die를 DRAM 1c 공정으로 양산하는 만큼 DRAM 1c에 대한 설비투자 (신규 Capa 증설과 전환투자를 병행)를 강도 높게 가져갈 것으로 전망한다.

- NAND: 과거 대비 원가 경쟁력이 떨어지고 있다. 선단공정 (V9/V10) 개발에서 여러 시행착오를 겪으며, 원가 상의 우위를 확보하는데 어려움을 겪고 있다는 판단이다. 이러한 환경을 타개하기 위해, 실리 우선주의로 NAND Capa를 운영해갈 것으로 전망한다. 수요가 좋지 않은 저부가 제품 생산 라인을 줄이는 동시에, V9/V10 Ramp up을 최대한 앞당겨 선단공정 비중을 늘려갈 것이라는 판단이다.

2026년 생산의 방향성: DRAM의 경우, DRAM 1c Capa의 90% 이상을 HBM4 12단에 할당하고, DRAM 1b와 DRAM 1b Prime (HPC) 공정으로 범용 DRAM 수요에 대응하는 것이 2026년 생산의 방향성일 것이라 생각한다.

- 생산 단의 Risk가 있다면, HBM4 12단 제품 인증 시점이다. 분위기는 좋으나, 제품 인증 시점을 단정지을 수 없는 것이 HBM 사업이다. 계획대로 2026년 1-2월에 HBM4 12단 제품 인증을 완료한다면, 이상적인 생산 구조 (DRAM 1c: HBM4, DRAM 1b/1b Prime: 범용 DRAM)를 지속 가져갈 수 있겠지만, HBM4 12단 고객 인증 시점이 예상 대비 지연된다면, DRAM 1c Capa의 일부를 범용 DRAM으로 전환해야 하는 일이 생길 수 있다. 그렇게 되면, 삼성전자가 목표하고 있는 1등 사업자로의 복귀 시점은 당초의 목표 대비 늦어질 수 있다.

- DRAM 1c 라인이 범용 DRAM 생산에 활용되기 시작한다면, 범용 DRAM 수급 구도에도 변화가 찾아올 수 있다. 업황에 있어 부담이 될 수 있고, 이는 범용 DRAM 업황에 따른 이익 민감도가 높은 삼성전자의 이익 환경에 부담으로 작용할 수 있다. 이에, 당장 Capex를 급격히 상향하기보다는 HBM4 사업 성과를 보며, Capex의 상향 여부를 결정하는 방식이 나올 가능성이 높다는 판단이다.

- 급격한 Capex의 상향이 가져올 실리 또한 크지 않다. 구공정과 신공정 간의 괴리가 큰 상황인 만큼 Capex 1원이 가져올 공급의 증가 가치가 예년 대비 크지 않기 때문이다. 그만큼 실리 중심의 Capex 정책이 펼쳐질 가능성은 높다는 판단이다.

2) SK하이닉스, 시장과의 약속

2026년 Capex는 30조 중반까지 상승할 것으로 전망한다. 예상 Capital Intensity는 27% 수준으로 SK하이닉스가 Value Up 프로그램에서 제시한 것에 부합하는 수준이며, Capex의 Detail을 감안 시, SK하이닉스발 공급 과잉 가능성은 제한적이라는 판단이다.

시장과의 약속: SK하이닉스는 2024년 발표한 Value Up 프로그램에서 Capex를 매출액 대비 35% 이내 (3개년 이동평균 기준)로 제한하여 Free Cash Flow의 예측 가시성을 높일 것이라 발표했다. 공급 절제를 통해 사이클의 변동성을 줄이기 위한 정책적 변화를 시사한 것이며, 이사회 승인 없이는 Capex 정책을 변화시키기 어려운 상황이다.

Capex의 성격에 집중: 2026년 인프라 투자는 2025년 대비 상승할 가능성이 높다고 생각한다. 장비 투자에 있어서도 성격의 변화가 예상된다. 그렇다면, SK하이닉스발 공급 과잉 가능성은 그만큼 제한적이라고 보는 것이 합리적이라는 판단이다.

- 인프라 투자: 2026년에 추가 상승할 가능성이 높다. 그만큼 순수 장비 투자의 증가 분은 제한될 수 있다는 의미이다. 2025년에 M15x 건설 중심으로 인프라 투자를 집행했다면, 2026년에는 M15x 마감 투자 및 용인 클러스터 1기 건설 중심으로 대규모 인프라 투자를 집행해야 하는 환경인 것으로 추정된다. 지정학적 Risk 속 Wuxi 공장의 활용 가치가 하락하고 있는 만큼 (DRAM 1a로 전환투자가 제한) 미래 수요에 적기 대응하기 위해선 인프라 투자를 추가 지연시키긴 어려울 것이라는 판단이다.

- 단기 생산에 영향을 주는 장비 투자의 특이점도 감안할 필요가 있다. 2026년부터는 미래 Tech (DRAM 1d, DRAM 1e 등)에 대비한 투자도 병행해야 하기 때문이다. 3D DRAM의 개화가 2030년 이후로 밀렸고, 그만큼 EUV를 통한 미세화의 기한은 연장되고 있다. 그렇다면, EUV를 미리 많이 사둬야 할 필요성은 늘어날 것이라 생각한다.

업계 기술 경쟁력 1위인 만큼 경쟁사의 HBM 사업 성공 여부에 따라 Capex를 추가 상향하는 방안이 나올 수 있으나, 아직은 모든 상황을 단정짓고, 게임에 임하기 어려운 시점이다. 그렇다면, 2026년 Capex는 30조 중반 수준까지만 제한적으로 상승한다고 보는 것이 현 시점에서의 합리적 판단이라 생각한다.

3) 마이크론, 우리는 다수의 Greenfield 투자를 전개 중입니다

FY2026 Capex는 전년대비 30% 증가한 180억 달러를 기록할 것으로 전망한다 (FY2025 Capex: 138억 달러). 증가율로 보면, Capex가 급증하는 것처럼 보일 수 있으나, 실상은 그렇지 않을 것이라 생각한다.

- 마이크론은 현재 다수의 Greenfield 프로젝트 (싱가포르 공장, Idaho 공장, 인도 후공정 공장 등)를 진행하고 있다. 정부 지원금을 받고, 투자를 집행하고 있다고 하나, 최근의 물가 상승과 건설비 증가 영향 등을 감안 시, 인프라 투자 부담의 급증은 불가피하다.

- 그만큼 Capex 증분의 많은 부분은 인프라 투자에서 비롯될 것이라는 판단이다. 2026년 장비 투자가 2025년 대비 늘어나긴 하겠지만, 급격한 생산의 증가보다는 공급 절제를 통한 가격의 상승을 지속 유도하는 방향으로 사업을 운영해갈 것이라 생각한다.

표 2. DRAM 공급업체: Greenfield Project

구분	내용
삼성전자	
중장기 계획	1) 평택 사업장: 총 7개 공장으로 구성, 단계적으로는 평택 사업장을 중심으로 Capa를 확대해갈 것. 2) 용인 클러스터: 총 6개 공장으로 구성, 2030년 이후 반도체 생산의 전진기지로 거듭날 것으로 예상.
2026년 인프라 투자	P4L (Phase 3, 4)과 P5L 중심으로 인프라 투자를 집행할 예정. 기존 계획 대비 인프라 투자가 지연, P4L의 생산 기여는 2026년 상반기 이후 본격화될 것. 단기 신규 Capa 확보보다는 기술 경쟁력 회복에 초점을 두고, 설비투자를 집행 중인 것으로 추정.
후공정	1) 온양 사업장: R&D 중심으로 활용 예상 2) 천안 사업장: HBM과 같은 Advanced Packaging 대응 역량을 확대 중인 것으로 추정
SK하이닉스	
중장기 계획	1) 기존 사업장: Wuxi 공장은 DRAM 1a 전용 공장으로 활용될 것. 한국 사업장은 DRAM 1b/1c와 같은 선단공정 중심으로 운영. 2) 신규 사업장: M15x (청주와 용인 클러스터 (총 3개 공장으로 구성) 중심으로 Capa 확장에 나설 것 - M15x: 2025년 10-11월 오픈 예상. 장비 셋업 후, Wafer Out이 본격화되는 시점은 2026년 상반기 말일 것으로 전망. - 용인클러스터: 1기 Fab은 2025년 2월 착공, 2027년 2분기 오픈 목표.
2026년 인프라 투자	M15x 마감 투자 및 용인 1기 건설 투자 중심으로 인프라 투자를 전개할 계획
후공정	Fab Space 효율성 강화 목적으로 제품별로 후공정 정책을 다르게 가져갈 것으로 예상. 생산 난이도가 낮은 Legacy 제품의 경우, 외주 비율을 높여갈 것으로 예상. Advanced Packaging 중심으로 자체 후공정 공장을 운영해갈 것이라는 판단.
마이크론	
중장기 계획	1) 기존 사업장: 최대 가능 Capa는 월 380K 수준으로 추정. 현재 Capa가 월 340K임을 감안 시, 신공장 건설을 통한 추가 Fab Space 확보가 필요한 상황. 2) 신규 사업장: 미국 중심으로 전공정 Capa 확보를 진행할 계획. 대만에도 A5 부지를 확보해 놓은 상황. - 히로시마 2공장: 2027년 가동 목표였으나, 가동 시점은 당초 기대 대비 지연될 것. 2028년 이후, Capa 기여가 시작될 것. - 미국 Idaho 1공장: 1H27 Wafer Input 시작. Wafer Output은 2H27부터 본격화될 것. - 미국 Idaho 2공장: 공장 설계를 시작, 2028년 이후 추가 Capa 확보에 활용될 것. - 미국 뉴욕 공장: 향후 20년간 최대 1,000억 달러 투자 예정. 4개 Fab으로 구성. 환경영향평가 초기 단계를 완료. 부지 준비 공사를 시작하기 위해 연방/주 정부와 협의 중. - 미국 Manassas 투자 (Dominion Fab 2): 미국 내 메모리반도체 생산 확대 목적으로 21.7억 달러를 투자할 예정. 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).
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 - Timeline: 2023년 착공, 2025년 12월 완공 예정. 2027년까지 2단계 추가 착공 및 가동이 이뤄질 전망. - 투자 규모: 총 27.5억 달러 투자 예정. 인도 중앙정부에서 50%, 주정부에서 20%의 보조금을 지급. 2) 대만 AUO 공장 - 2024년 8월 AUO로부터 타이중과 타이난에 위치한 2개의 공장을 81억 대만 달러에 인수. - 현재 반도체 후공정 용도에 맞게 용도를 변경 중인 것으로 추정. 4Q25부터 HBM 생산 기여를 본격화할 것으로 예상. 3) 싱가포르 패키징 공장 - Timeline: 70억 달러를 투자하여 후공정 공장을 신설, 2026년 가동을 시작하여 2027년부터 생산에 본격 기여할 것. - 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

2. HBM4, 스펙이 상향될수록 웨이퍼 소모는 많아질 것

Nvidia의 I/O Speed 스펙 상향 요청 (8/9Gbps → 10/11Gbps) 속, 신규 Sample에 대한 평가가 진행되고 있다. 제품 스펙이 10/11Gbps로 확정될 경우, HBM4의 선단공정 Capa 잠식 효과는 추가 확대될 수 있고, 이는 HBM 수급과 가격에 긍정적이다.

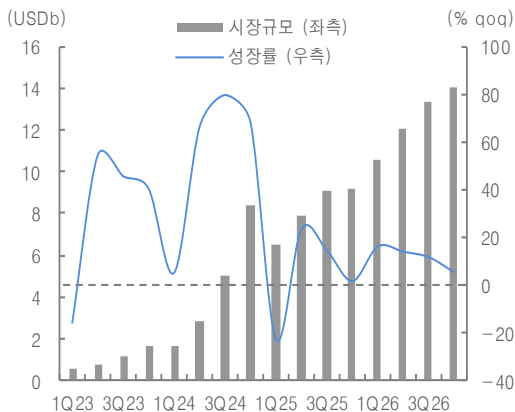
1) 모든 다이가 상위 스펙을 구현할 수 있는 것은 아니다

웨이퍼 상에서 구현된 모든 다이에서 상위 스펙의 I/O Speed를 구현할 수 있는 것은 아니라 생각한다. 다이 중 일부는 상위 스펙 이하로 스펙이 형성될 수 있고, 그만큼 동일 물량 확보를 위한 웨이퍼 투입 부담은 늘어날 수 있다.

2) 공급이 보다 제한된다면, 가격과 수급 환경은 개선

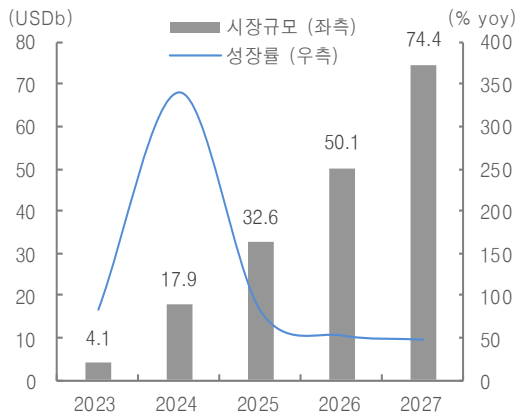
스펙 상향으로 공급이 추가 제한된다면, 그만큼 수급 환경은 타이트해질 것이고, 이는 HBM4 가격 협상에 긍정적 변화로 다가올 수 있다. 이를 감안 시, 시장의 우려 대비 HBM의 ASP 하락 폭은 둔화될 수 있다는 판단이다.

그림 25. HBM: 분기별 시장규모 추이 및 전망



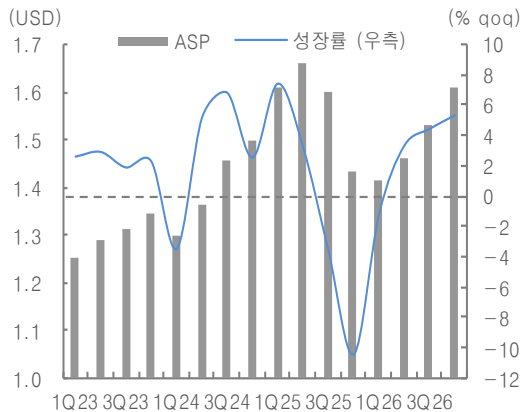
자료: 대신증권 Research Center

그림 26. HBM: 연간 시장규모 추이 및 전망



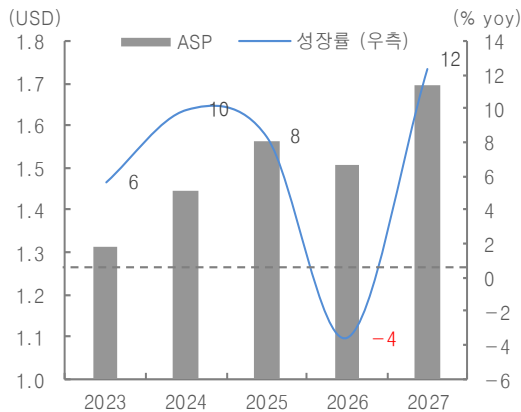
자료: 대신증권 Research Center

그림 27. HBM: 분기별 ASP 추이 및 전망



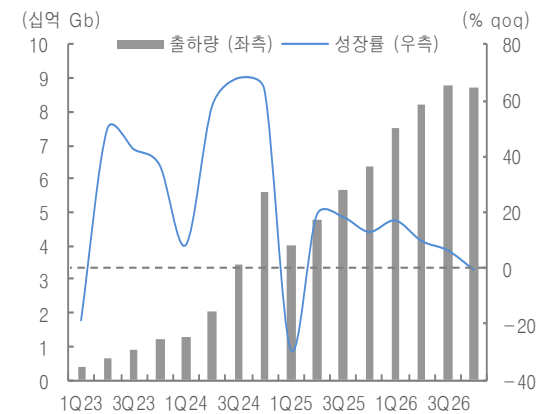
자료: 대신증권 Research Center

그림 28. HBM: 연간 ASP 추이 및 전망



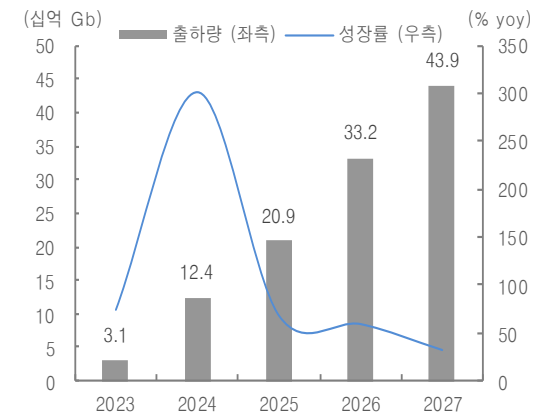
자료: 대신증권 Research Center

그림 29. HBM: 분기별 출하량 추이 및 전망



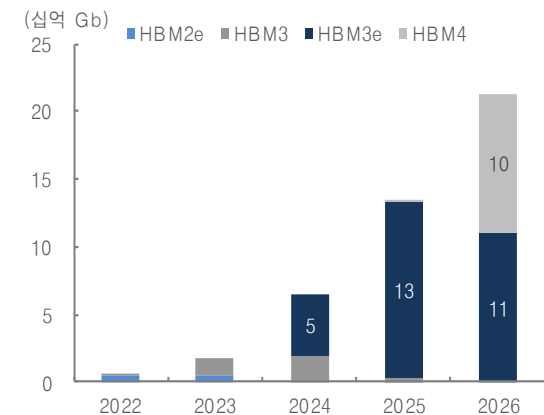
자료: 대신증권 Research Center

그림 30. HBM: 연간 출하량 추이 및 전망



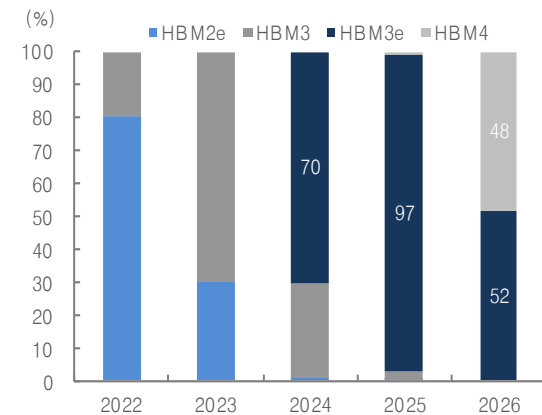
자료: 대신증권 Research Center

그림 31. Nvidia: HBM 구매 추이 및 전망



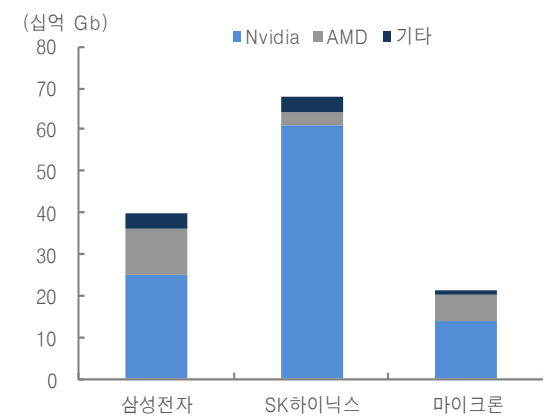
자료: 대신증권 Research Center

그림 32. Nvidia: HBM 제품군별 구매 비중



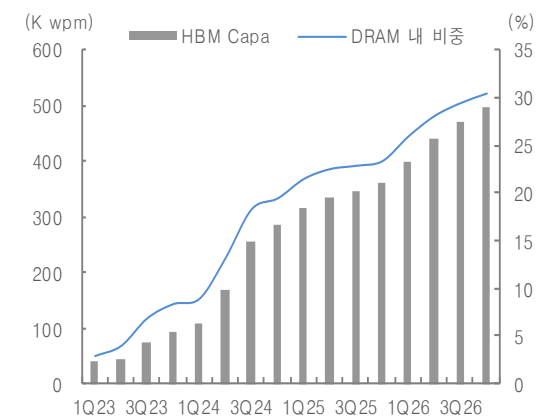
자료: 대신증권 Research Center

그림 33. HBM4: 공급업체별 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 34. HBM: Capa 추이 및 전망



참고: 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 합산 Capa 기준
자료: 대신증권 Research Center

3. 새로운 기회가 펼쳐진다 (Feat. SO-CAMM2)

새로운 기회는 신제품에서 찾을 수 있을 것이라 생각한다. DRAM에서는 SO-CAMM2, NAND에서는 고용량 eSSD (QLC)가 초과성장의 발판이 될 것이라는 판단이다.

1) Nvidia CPU향 DRAM 시장, 어떻게 달라질까?

Blackwell에 활용되는 Grace CPU와 Rubin에 활용될 Vera CPU향 DRAM 시장에 격변이 나타날 것으로 전망한다. GPU가 빨라지는 만큼 상호작용을 하는 CPU도 빨라져야 하며, 이에 CPU를 지원하는 DRAM의 스펙 상향이 두드러질 것이라는 판단이다.

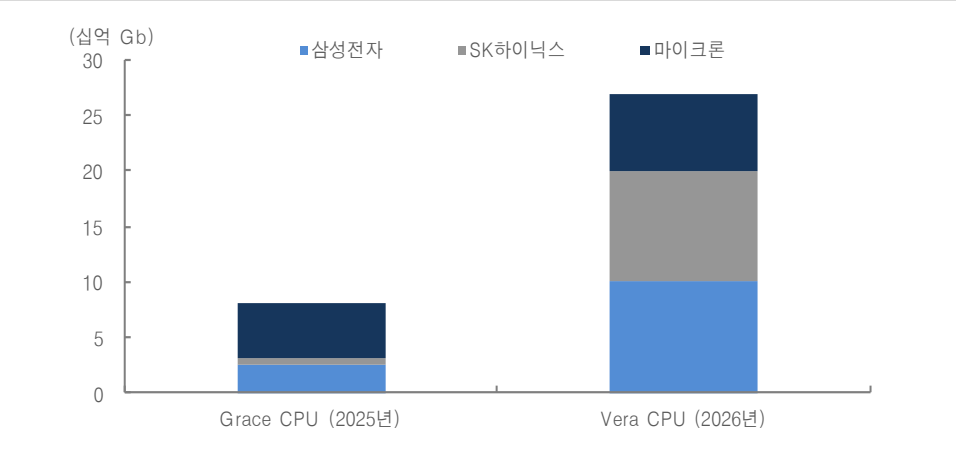
- Grace CPU: GB200과 GB300 모두 LPDDR5x 단품 (512GB)이 활용되었다. 당초 GB300향으로는 SO-CAMM의 진입이 예상되었으나, 납기 단축 및 보드와의 호환성 문제 등을 감안하여 LPDDR5x 단품이 지속 활용되는 방향으로 결정되었다.
- Vera CPU: 제품의 종류와 탑재량 모두에서 변화가 예상된다. SO-CAMM2가 활용될 예정이며, 탑재량은 Grace CPU 대비 3배 높은 1,536GB로 상승할 것이라는 판단이다.

2) TAM의 확대와 한국 반도체의 조기 참전

2025년 Grace CPU향 LPDDR5x 단품 TAM은 75억 Gb 수준인 것으로 추정된다. 탑재량 증가 효과 속, 2026년 메인 제품인 Vera CPU향 DRAM 구매 TAM은 270억 Gb로 증가할 것이라는 판단이다. Gb 기준 HBM의 2026년 TAM이 320-330억 Gb 수준인 것을 감안하면, 메모리반도체 입장에선 HBM만큼의 시장이 하나 더 열리는 셈이고, 이는 메모리반도체 초과성장을 이어가게 할 발판으로 작용할 것이라 생각한다.

긍정적인 점이 있다면, 한국 반도체가 조기부터 참전할 것이라는 점이다. Grace CPU 시장의 경우, 마이크론이 초기 시장을 독점했으나, Vera CPU 시장은 다르다. 제품 인증 일정도, 물량도 한국이 더 많다. 삼성전자와 SK하이닉스가 100억 Gb씩, 마이크론이 70억 Gb를 공급하는 방향으로 2026년 경쟁 구도가 형성될 가능성이 높다는 판단이다.

그림 35. 2025년 Grace CPU 향 DRAM TAM vs 2026년 Vera CPU 향 DRAM TAM



자료: 대신증권 Research Center

III. 더 높은 곳을 향해 나아갈 때

메모리반도체 사이클은 연장됩니다

새로운 응용처가 생길 때마다, 메모리반도체 시장은 약 2배씩 성장해왔고, AI는 지난 디바이스 사이클 당시 대비 더 큰 규모의 성장을 이끌 수 있을 것이라 생각한다. 당사의 경우, 2025, 2026년 메모리반도체 시장 규모가 각각 1,991억 달러 (y-y +20%), 2,745억 달러 (y-y +38%)로 3년 연속 성장 가능할 것으로 전망한다.

시장이 커진다면, 그만큼 한국 반도체의 영업이익의 전망도 상향될 필요가 있다. 삼성전자와 SK하이닉스의 2025-2026년 영업이익의 전망치를 상향한다.

그림 36. 메모리반도체 시장 규모 추이 및 전망

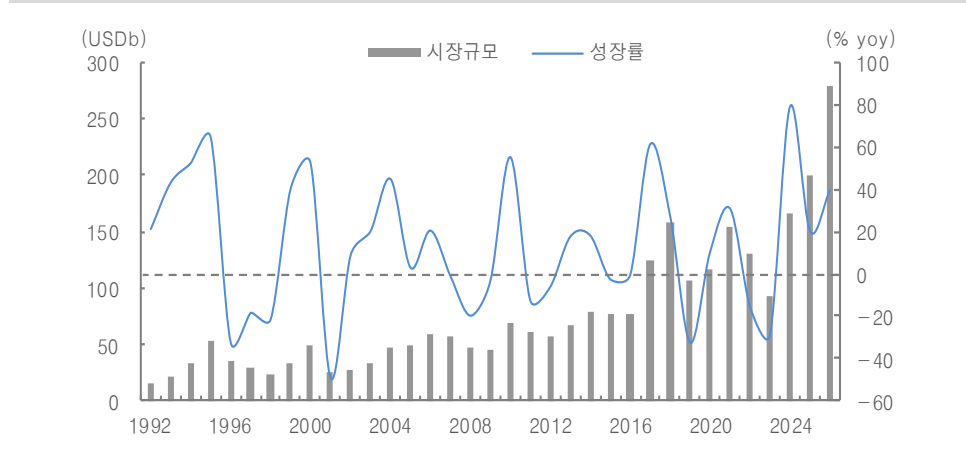
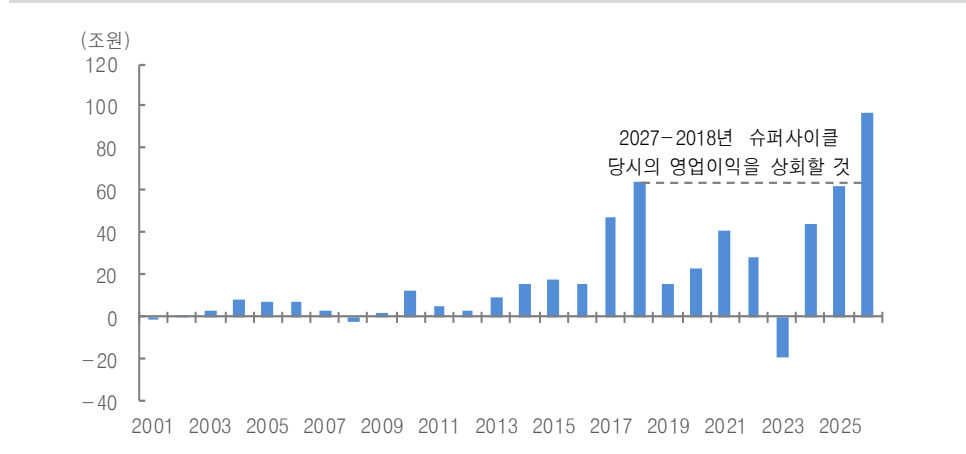


그림 37. 한국 메모리반도체: 연간 영업이익 추이 및 전망



투자자들의 의문: Valuation은 어디까지 열어놔야 하는가?

주가가 급등한 만큼 투자자들의 관심사는 적정 Multiple로 물리고 있다. 당사의 경우, Valuation에 있어 그 상한선을 높일 수 있는 시점이라 생각한다.

이익 전망 및 Target Multiple 상향 분을 반영하여 삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 각각 107,000원, 480,000원으로 상향한다.

1) Computing 시스템의 변화

- 디바이스 시대의 메모리반도체는 재료비와 CPU 스펙이라는 Trap에 갇혀 있었다. AI 시대는 다르다. 병렬 구조의 연산 처리 방식으로 변화하며, 메모리반도체의 역할과 구매 Budget이 늘어나고 있다. 흔히 이야기하는 CPU의 노예 시절에서 벗어난 것이다.
- NAND에도 희망이 피어나고 있다. 탑재량 성장 속도의 둔화와 YMTC의 급격한 성장 속, 암흑기가 장기화될 수 있을 것으로 예상되었으나, HDD의 품귀 현상으로 서버향 침투율이 조기에 확대될 수 있는 기회가 열렸다.
- 시대가 변한 만큼 과거의 Valuation에 사로 잡힐 필요가 없다고 생각한다.

2) 여전히 한국 반도체가 싸다

글로벌 메모리반도체 업계와 비교 시, 한국 반도체는 여전히 싸게 거래되고 있다. 글로벌 NAND가 Overpricing 되었다는 지적이 나올 수 있으나, 지금은 DRAM의 가치가 Underpricing 되어 있다고 보는 것이 더 합리적이라 생각한다. DRAM의 가치를 감안 시, 급등한 주가에 두려움을 가지기보다는 아직은 사이클을 즐겨야할 때라는 판단이다.

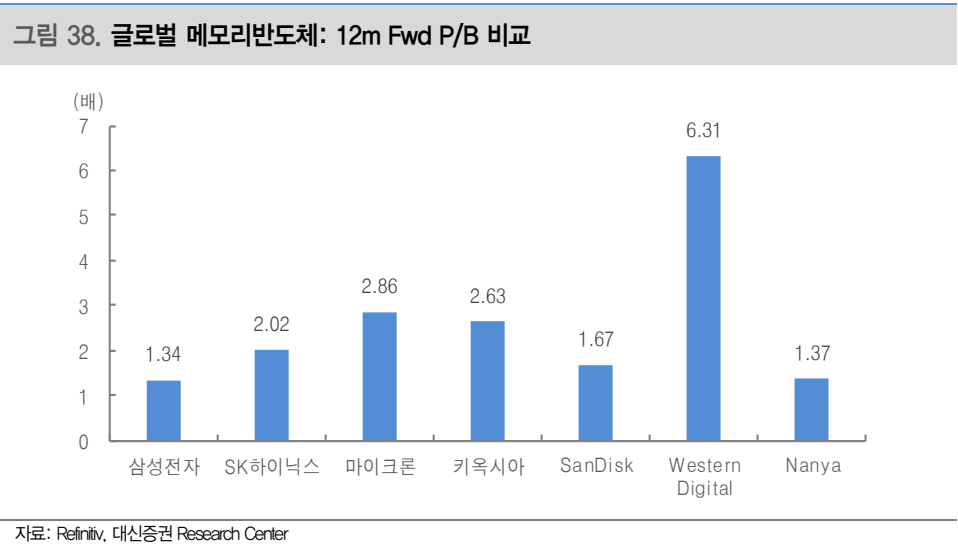


표 3. 삼성전자: 목표주가 산출

(원, 배)	2026E	비고
BPS	66,535	2026 년 BPS
Target P/B	1.6	201~2025 년 평균 12m Fwd P/B 에서 1SD 할증
목표주가	107,000	
현재 주가	89,000	2025 년 10 월 2 일 종가 기준
Upside (%)	20	

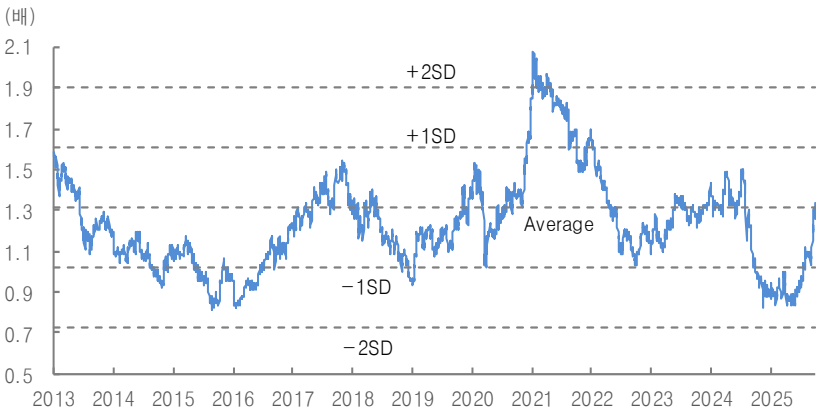
자료: 대신증권 Research Center

표 4. SK 하이닉스: 목표주가 산출

(원, 배)	2026E	비고
BPS	198,890	2026 년 BPS 적용
Target P/B	2.4	2023~2025 년 12m Fwd P/B 의 상단에서 10% 할증
목표주가	480,000	
현재 주가	395,500	2025 년 10 월 2 일 종가 기준
Upside (%)	21	

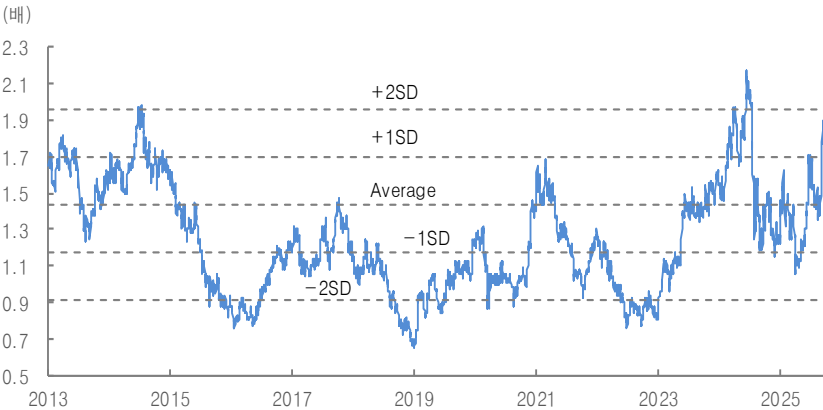
자료: 대신증권 Research Center

그림 39. 삼성전자: 12m Fwd P/B 추이



참고: 평균과 표준편차는 2021~2025년 일별 데이터 기준으로 산출 / 자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 40. SK 하이닉스: 12m Fwd P/B 추이



참고: 평균과 표준편차는 2023~2025년 일별 데이터 기준으로 산출 / 자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 5. 삼성전자: 주요 가정 (수정 후)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,398	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	27.3	30.0	30.4	31.1	32.4	34.1	34.8	105.9	112.2	132.5
QoQ	0	11	10	1	2	4	5	2			
YoY	-7	-1	8	25	27	19	14	14	13	6	18
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.48	0.53	0.55	0.56	0.55	0.38	0.42	0.55
QoQ	-20	2	15	11	9	5	1	-2			
YoY	22	4	12	4	42	46	29	14	63	11	30
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	71.1	74.7	72.1	70.7	73.5	77.2	79.5	268.2	273.5	300.8
QoQ	-11	28	5	-3	-2	4	5	3			
YoY	-24	3	16	16	27	3	3	10	12	2	10
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.076	0.078	0.077	0.079	0.082	0.077	0.087	0.076	0.079
QoQ	-16	-5	5	3	-2	3	4	-7			
YoY	2	-19	-21	-14	1	9	8	-2	64	-13	4
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	58	60	51	61	57	58	55	223	230	231
QoQ	19	-6	3	-15	20	-7	2	-5			
YoY	2	8	4	-1	-1	-2	-3	8	-2	3	0
스마트폰 ASP (USD)	326	270	302	263	326	278	311	270	294	292	297
QoQ	25	-17	12	-13	24	-15	12	-13			
YoY	-3	-3	2	1	0	3	3	3	3	-1	2

자료: 대신증권 리서치센터

표 6. 삼성전자: 주요 가정 (수정 전)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,380	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,397	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	27.3	30.0	30.3	31.0	32.2	33.7	34.5	105.9	112.1	131.4
QoQ	0	11	10	1	2	4	5	2			
YoY	-7	-1	8	24	27	18	12	14	13	6	17
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.47	0.48	0.51	0.52	0.51	0.38	0.42	0.50
QoQ	-20	2	15	8	3	6	2	-3			
YoY	22	4	12	1	30	35	20	8	63	10	21
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	71.1	74.7	72.1	70.7	73.5	78.6	83.4	268.2	273.5	306.2
QoQ	-11	28	5	-3	-2	4	7	6			
YoY	-24	3	16	16	27	3	5	16	12	2	12
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.076	0.075	0.073	0.075	0.078	0.074	0.087	0.075	0.075
QoQ	-16	-5	5	-1	-3	3	4	-5			
YoY	2	-19	-21	-17	-4	4	3	-1	64	-14	0
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	58	61	51	61	57	58	55	223	231	231
QoQ	19	-6	5	-16	20	-7	2	-5			
YoY	2	8	6	-1	-1	-2	-5	8	-2	4	-0
스마트폰 ASP (USD)	326	270	302	263	326	278	311	270	294	292	297
QoQ	25	-17	12	-13	24	-15	12	-13			
YoY	-3	-3	2	1	0	3	3	3	3	-1	2

자료: 대신증권 리서치센터

표 7. 삼성전자: 실적 추이 및 전망 (수정 후) (단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,566	84,262	79,399	88,775	87,132	92,374	88,777	300,871	317,367	357,058
DS 사업부문	25,131	27,875	32,831	34,533	36,405	39,365	40,765	40,881	111,066	120,370	157,416
메모리반도체	19,069	21,178	25,890	27,427	29,441	31,977	33,070	32,798	84,463	93,564	127,286
DRAM	13,018	14,110	18,009	19,786	22,102	24,116	24,804	24,879	53,255	64,922	95,901
NAND	6,051	7,069	7,881	7,641	7,339	7,861	8,267	7,919	31,208	28,642	31,386
비메모리반도체	6,062	6,697	6,941	7,106	6,963	7,388	7,694	8,084	26,603	26,806	30,129
DX 사업부문	51,717	43,570	46,904	40,008	49,788	44,086	46,071	41,877	174,888	182,200	181,822
MX/Network	37,000	29,200	32,450	25,531	34,987	28,996	31,141	26,896	117,230	124,182	122,020
CE/VD	14,500	14,100	14,142	14,208	14,526	14,821	14,613	14,699	56,440	56,950	58,659
삼성디스플레이	5,867	6,380	7,599	8,045	6,102	6,699	8,283	8,849	29,158	27,891	29,933
Harman	3,419	3,830	3,927	3,813	3,481	3,983	4,255	4,169	14,275	14,989	15,888
영업이익	6,685	4,676	10,514	10,991	12,684	14,518	16,359	12,552	32,726	32,866	56,114
DS 사업부문	1,106	350	5,513	7,599	8,159	10,502	11,554	8,619	15,094	14,568	38,834
메모리반도체	3,400	2,950	6,612	8,510	9,122	11,006	11,848	8,847	20,467	21,472	40,823
DRAM	3,700	3,250	6,457	8,208	9,198	10,538	10,942	8,771	16,483	21,615	39,450
NAND	-300	-300	154	302	-77	468	906	76	3,984	-144	1,373
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-1,098	-911	-963	-504	-294	-228	-5,373	-6,904	-1,989
DX 사업부문	4,722	3,326	3,467	2,076	3,688	3,005	3,032	2,392	12,440	13,591	12,117
MX/Network	4,300	3,100	3,151	1,906	3,405	2,691	2,752	2,213	10,660	12,457	11,060
CE/VD	300	200	317	170	283	314	280	179	1,750	986	1,057
삼성디스플레이	462	473	1,134	941	511	631	1,319	1,123	3,733	3,010	3,584
Harman	307	484	399	375	326	381	455	417	1,308	1,565	1,579
영업이익률	8	6	12	14	14	17	18	14	10	8	9
DS 사업부문	4	1	17	22	22	27	28	21	12	8	9
메모리반도체	18	14	26	31	31	34	36	27	16	12	12
DRAM	28	23	36	41	42	44	44	35	24	19	19
NAND	-5	-4	2	4	-1	6	11	1	-9	-14	-16
비메모리반도체	-38	-39	-16	-13	-14	-7	-4	-3	-6	-4	-1
DX 사업부문	9	8	7	5	7	7	7	6	8	7	7
MX/Network	12	11	10	7	10	9	9	8	10	9	9
CE/VD	2	1	2	1	2	2	2	1	2	2	3
삼성디스플레이	8	7	15	12	8	9	16	13	9	10	15
Harman	9	13	10	10	9	10	11	10	10	10	11

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 8. 삼성전자: 실적 추이 및 전망 (수정 전) (단위:십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	79,141	74,566	84,468	78,464	86,498	84,763	90,072	86,733	300,871	316,639	348,065
DS 사업부문	25,131	27,875	32,717	33,598	34,127	36,996	38,462	38,837	111,066	119,321	148,422
메모리반도체	19,069	21,178	25,802	26,493	27,163	29,608	30,767	30,754	84,463	92,542	118,293
DRAM	13,018	14,110	17,951	19,148	20,182	22,129	22,753	22,683	53,255	64,227	87,747
NAND	6,051	7,069	7,851	7,345	6,982	7,479	8,014	8,070	31,208	28,315	30,546
비메모리반도체	6,062	6,697	6,915	7,106	6,963	7,388	7,694	8,084	26,603	26,779	30,129
DX 사업부문	51,717	43,570	47,225	40,008	49,788	44,066	46,071	41,877	174,888	182,521	181,822
MX/Network	37,000	29,200	32,771	25,531	34,987	28,996	31,141	26,896	117,230	124,502	122,020
CE/VD	14,500	14,100	14,142	14,208	14,526	14,821	14,613	14,699	56,440	56,950	58,659
삼성디스플레이	5,867	6,380	7,599	8,045	6,102	6,699	8,283	8,849	29,158	27,891	29,933
Harman	3,419	3,830	3,927	3,813	3,481	3,983	4,255	4,169	14,275	14,989	15,888
영업이익	6,685	4,676	10,014	9,723	9,463	11,422	14,226	10,945	32,726	31,099	46,056
DS 사업부문	1,106	350	5,011	6,332	4,909	7,376	9,422	6,998	15,094	12,798	28,705
메모리반도체	3,400	2,950	6,313	7,349	6,011	7,954	9,640	7,145	20,467	20,012	30,749
DRAM	3,700	3,250	6,198	7,279	6,433	7,807	9,002	7,229	16,483	20,427	30,472
NAND	-300	-300	114	70	-422	146	638	-84	3,984	-415	278
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-1,302	-1,018	-1,102	-578	-217	-147	-5,373	-7,214	-2,044
DX 사업부문	4,722	3,326	3,452	2,076	3,717	3,034	3,016	2,407	12,440	13,575	12,174
MX/Network	4,300	3,100	3,149	1,906	3,405	2,691	2,740	2,213	10,660	12,456	11,048
CE/VD	300	200	302	170	312	344	276	194	1,750	972	1,126
삼성디스플레이	462	473	1,172	941	511	631	1,319	1,123	3,733	3,048	3,584
Harman	307	484	380	375	326	381	469	417	1,308	1,545	1,593
영업이익률	8	6	12	12	11	13	16	13	9	8	13
DS 사업부문	4	1	15	19	14	20	24	18	10	8	18
메모리반도체	18	14	24	28	22	27	31	23	14	11	22
DRAM	28	23	35	38	32	35	40	32	23	20	30
NAND	-5	-4	1	1	-6	2	8	-1	-13	-16	-3
비메모리반도체	-38	-39	-19	-14	-16	-8	-3	-2	-5	-3	0
DX 사업부문	9	8	7	5	7	7	7	6	8	7	7
MX/Network	12	11	10	7	10	9	9	8	10	9	9
CE/VD	2	1	2	1	2	2	2	1	2	2	3
삼성디스플레이	8	7	15	12	8	9	16	13	9	10	15
Harman	9	13	10	10	9	10	11	10	10	10	11

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 9. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 후)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,398	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.5	26.0	26.2	26.9	28.0	28.5	75.0	93.7	109.6
QoQ	-7	25	9	2	0	3	4	2			
YoY	16	19	34	29	40	15	10	10	16	25	17
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.53	0.55	0.59	0.62	0.63	0.61	0.43	0.53	0.61
QoQ	0	1	2	4	6	6	2	-3			
YoY	51	29	14	8	14	20	19	11	81	22	16
NAND 출하량 (십억 GB)	33.7	58.9	59.3	59.0	59.3	60.5	59.6	58.9	190.0	210.9	238.2
QoQ	-19	75	1	-1	1	2	-1	-1			
YoY	-36	14	35	41	76	3	0	-0	-1	11	13
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.067	0.070	0.073	0.075	0.075	0.071	0.074	0.065	0.074
QoQ	-20	-9	15	5	4	3	0	-6			
YoY	3	-20	-21	-12	14	30	13	0	93	-12	13

자료: 대신증권 Research Center

표 10. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 전)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,380	1,350	1,350	1,350	1,300	1,300	1,365	1,397	1,325
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.5	26.0	25.5	26.4	27.7	28.1	75.0	93.7	107.7
QoQ	-7	25	9	2	-2	4	5	1			
YoY	16	19	34	29	37	13	8	8	16	25	15
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.53	0.56	0.55	0.57	0.58	0.58	0.43	0.53	0.57
QoQ	0	1	2	5	-1	3	3	-1			
YoY	51	29	14	9	7	10	10	4	81	22	7
NAND 출하량 (십억 GB)	34	59	59	57	55	56	59	60	190	209	230
QoQ	-19	75	0	-3	-4	2	4	2			
YoY	-36	14	34	38	64	-5	-0	4	-1	10	10
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.062	0.063	0.060	0.061	0.064	0.061	0.074	0.062	0.062
QoQ	-20	-9	7	2	-5	2	4	-5			
YoY	3	-20	-26	-21	-6	6	3	-4	93	-17	0

자료: 대신증권 Research Center

표 1. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 후) (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,698	25,543	27,023	29,251	29,419	28,724	66,193	90,111	114,417
DRAM	14,037	17,124	18,740	19,442	20,711	22,581	23,049	22,791	44,732	69,343	89,133
NAND	3,229	4,728	5,478	5,595	5,850	6,146	5,844	5,404	19,274	19,030	23,244
기타	373	380	480	505	461	523	526	529	2,187	1,738	2,040
영업이익	7,441	9,213	11,607	12,200	13,257	14,842	14,917	12,242	23,467	40,461	55,258
DRAM	7,500	9,500	11,224	11,571	12,368	13,639	13,633	11,725	20,959	39,795	51,364
NAND	15	-202	455	705	958	1,282	1,362	596	2,800	974	4,199
기타	-75	-85	-72	-76	-69	-78	-79	-79	-292	-308	-306
세전이익	9,299	8,723	11,633	12,294	13,373	14,976	15,189	12,587	23,885	41,949	56,125
순이익	8,108	6,996	8,725	9,220	10,030	11,232	11,392	9,440	19,797	33,050	42,094
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	48	49	51	51	43	35	45	48
DRAM	53	55	60	60	60	60	59	51	47	57	58
NAND	0	-4	8	13	16	21	23	11	15	5	18
기타	-20	-22	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-13	-18	-15
세전이익	53	39	47	48	49	51	52	44	36	47	49
순이익	46	31	35	36	37	38	39	33	30	37	37

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

표 2. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 전) (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,242	25,040	23,946	25,479	26,439	26,343	66,193	89,153	102,206
DRAM	14,037	17,124	18,693	19,621	19,004	20,293	21,033	21,086	44,732	69,475	81,415
NAND	3,229	4,728	5,069	4,914	4,481	4,663	4,880	4,728	19,274	17,940	18,751
기타	373	380	480	505	461	523	526	529	2,187	1,738	2,040
영업이익	7,441	9,213	11,020	11,547	9,905	11,228	12,266	10,622	23,467	39,220	44,020
DRAM	7,500	9,500	10,925	11,521	10,240	11,272	11,920	10,691	20,959	39,445	44,123
NAND	15	-202	167	102	-266	8	398	-43	2,800	82	97
기타	-75	-85	-72	-76	-69	-52	-53	-26	-292	-308	-201
세전이익	9,299	8,723	11,021	11,639	9,977	11,165	12,370	10,675	23,885	40,682	44,187
순이익	8,108	6,996	8,266	8,729	7,383	8,262	9,154	7,899	19,797	32,100	32,698
이익률 (%)											
영업이익	42	41	45	46	41	44	46	40	35	44	43
DRAM	53	55	58	59	54	56	57	51	47	57	54
NAND	0	-4	3	2	-6	0	8	-1	15	0	1
기타	-20	-22	-15	-15	-15	-10	-10	-5	-13	-18	-10
세전이익	53	39	45	46	42	44	47	41	36	46	43
순이익	46	31	34	35	31	32	35	30	30	36	32

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

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

(담당자:류형근)

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

[투자등급관련사항]

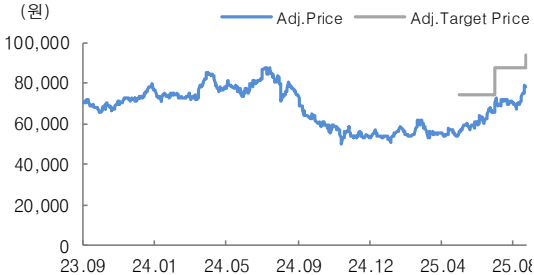
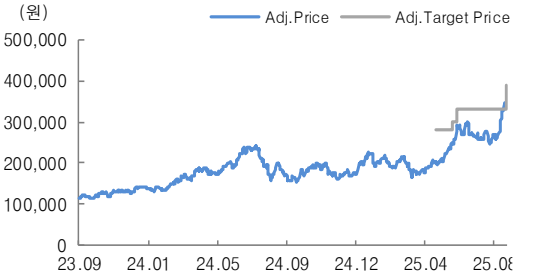
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후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

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	10.3%	0.0%

(기준일자: 20251007)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용					
											
제시일자	25.10.10	25.09.18	25.07.29	25.05.28	25.05.22	제시일자	25.10.10	25.09.18	25.06.26	25.06.18	25.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	107,000	90,000	88,000	74,000	72,000	목표주가	480,000	400,000	330,000	300,000	280,000
과리율(평균.%)			(18.94)	(16.66)	(24.06)	과리율(평균.%)			(16.21)	(10.00)	(21.22)
과리율(최대/최소.%)			(9.77)	(4.59)	(22.36)	과리율(최대/최소.%)			5.45	(2.33)	(11.07)
제시일자						제시일자					
투자의견						투자의견					
목표주가						목표주가					
과리율(평균.%)						과리율(평균.%)					
과리율(최대/최소.%)						과리율(최대/최소.%)					
제시일자						제시일자					
투자의견						투자의견					
목표주가						목표주가					
과리율(평균.%)						과리율(평균.%)					
과리율(최대/최소.%)						과리율(최대/최소.%)					
제시일자						제시일자					
투자의견						투자의견					
목표주가						목표주가					
과리율(평균.%)						과리율(평균.%)					
과리율(최대/최소.%)						과리율(최대/최소.%)					