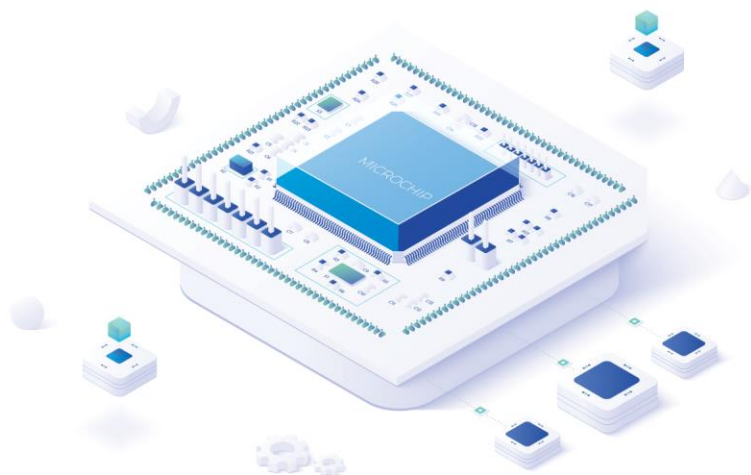


[月刊 반도체 2월]

업황 강세 지속 전망

역대급 가격 상승 Vs BOM Cost 부담 개시



[반도체]

송명섭 2122-9207
mssong@imfnsec.com



CONTENTS

[산업 분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	16
IV . 이슈 분석	22
V . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	27

[기업 분석]

삼성전자(005930)	33
SK하이닉스(000660)	38

Summary

수요 전망

- CY26 DRAM 수요 증가율은 20.1%로 전망되며 이는 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율 19.7% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Micron 15%, 중국 32%)를 소폭 상회. 이에 더해 당분간 고객들의 DRAM 확보 노력이 강력하게 지속될 가능성이 높아 업황 호조가 이어질 것으로 판단됨
- PC 가격 상승과 DRAM 탑재량 축소를 반영해 CY26 PC 출하량 증가율에 대해 IDC는 -4.9 ~ -8.9%, Trendforce는 -5.4 ~ -10.1%로 전망 중. 당사 현재 전망치는 -5.2%. 1Q26의 Memory 반도체 가격 추가 급등에 따라 PC 가격의 추가 인상 및 DRAM 탑재량 축소가 가속화될 전망
- 중국 스마트폰에 이어 갤럭시 S26 시리즈와 차세대 아이폰 역시 가격 인상이 불가피할 전망이다. 1Q26 Memory 가격 급등에 따라 향후 스마트폰 가격 추가 인상 전망. CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률에 대해 IDC는 -0.9 ~ -5.2%, Counterpoint는 -2.1%, Trendforce는 -7%를 기록할 것으로 예상 중이며 당사 현재 전망치는 -2.4%. PC와 스마트폰 업체들의 CY26 생산 계획 조정은 2Q26부터 시작될 전망
- Memory 가격 급등은 서버에도 영향을 미치기 시작. Dell, Lenovo는 일반 서버 가격을 10% 이상 인상하겠다고 발표했고 일부 분석에 따르면 AI 서버 구축 비용은 최대 25%까지 상승. 이에 따라 Trendforce, IDC, Gartner 등은 CY26 서버 출하량이 약 4 ~ 6% 증가에 그칠 것으로 예상 중
- 현재 시장의 FY26 빅테크 Capex 증감률 전망치는 +42.5%이나 당사는 전년의 경우처럼 실적 발표를 거치며 향후 지속 상향 조정될 것으로 예상. 또한 중국 업체들은 CY26 서버 생산량을 전년 대비 100% 증가시킬 것으로 언급 중. 이 경우 CY26 전세계 서버 출하량 증가율은 충분히 10%에 도달할 듯
- CY26 CoWoS Capa 확장 속도 및 AI 가속기 반도체 생산량 전망치 상향에 따라 CY26 HBM 수요량은 45.0억 GB로 당초 예상치를 크게 상회. 현재 CY26 생산량 전망치는 45.6억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량과 유사해 공급 밸런스와 가격 안정 예상
- 1Q26에 HBM4 공급을 개시할 계획인 삼성전자는 입출력 속도와 공급 스케줄 측면에서 시장을 선도하고 있어 완전히 경쟁력을 회복한 듯. 1H26에는 업계 전반적으로 HBM3E 위주의 공급이 진행되고 HBM4의 공급은 주로 2H26에 집중될 전망. CY26에 SK하이닉스는 Nvidia가, 삼성전자는 Broadcom이 최대 고객이 될 듯
- 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황과 HBM 수요 전망치 상향에 따라, 가격 협상에서 다른 DRAM 제품과 HBM을 패키지로 공급하는 조건으로 가격을 당초 고객 제시치보다 올리려는 시도가 있는 것으로 보임. CY26 가격은 당초 우려보다 높은 수준으로 결정될 전망이나 여전히 YoY로는 하락할 전망이다
- 당초 예상보다 CY26 Rubin GPU의 생산 비중이 하락함에 따라 VR200용 SOCAMM의 수요는 CY26 전체 DRAM 수요의 2.8%를 차지하는 것으로 하향 조정되었음. 단 2H26에는 CY27 수요에 대비한 출하가 개시될 것이므로 CY26 실제 공급량은 수요량을 크게 상회할 전망이다

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 최근에는 춘절 연휴 전 재고 확보가 종료되며 현물가격 상승세가 단기적으로 주춤한 상황. 향후 현물가격의 추가 급등은 어려우나 고객, 모듈 업체, 유통업자들의 재고 확보가 지속될 전망이므로 완만한 상승 또는 보합세가 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 2월 이후로 미뤄진 1Q26 협상에서 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 훨씬 높은 80% 이상을 기록할 듯. 일부 Memory 반도체 업체들이 100% 수준의 가격 인상을 제안해도 이를 받아들이는 고객들이 존재하는 것으로 보임. 만약 1Q26에 Legacy DRAM 고정거래가격이 85% 상승하고 2Q26와 3Q26에 추가적으로 15%, 5% 상승 시, 1Gb 기준 Legacy DRAM 가격이 역사적 최상단이었던 \$1에 도달. 당사는 이러한 가격 가정을 실적 전망에 반영
- CY26 NAND 수요 증가율은 ICMS 포함 18.8%로 예상되며 업계 생산 증가율 목표치는 19.2% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 19%)로 수요 증가율을 소폭 상회할 전망이다. 단 일부 업체들의 생산 차질 가능성을 감안 시 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- FY26 Memory Capex는 919.1억 달러 (YoY +21%)를 기록할 전망이다. FY26 DRAM, NAND 업계 Capex는 각각 22%, 19% 증가 예상. 삼성전자와 SK하이닉스의 FY26 Memory Capex는 20% 가량 증가하는 40조원, 30조원대 중반으로 예상. Micron의 FY26 Capex는 200억 달러 (YoY +45%)

이슈 분석 - AI 반도체 트렌드

- OpenAI는 CY26에 추가 대규모 펀딩과 IPO를 계획 중인 것으로 보임. 이의 성공 여부는 AI 주식에 대한 투자 심리에 큰 영향을 줄 대형 이벤트가 될 전망이다. 단 일론 머스크가 제기한 최대 200조원 규모의 손해 배상 소송이 OpenAI에게 치명적인 Risk로 작용할 가능성이 존재함. CY26 4월 27일부터 배심원 재판으로 1심 진행 예정인 동 소송에서 패소할 경우, OpenAI는 존립이 어려워지고 올해 예상되는 IPO에 실패할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- Nvidia는 실시간 AI 추론 시장의 주도권을 강화하기 위해 Groq를 인수하며, HBM 병목 현상을 해결한 LPU의 초저지연, 고효율 기술을 전격 흡수. LPU의 핵심은 초고속 Memory인 SRAM을 Processor 내에 위치시키고 데이터 이동 없이 LPU 내에서 바로 연산이 이루어지도록 하는 것임. Nvidia는 이 기술을 확보함으로써 고용량 데이터는 HBM이 담당하고 실시간 고속 연산은 SRAM 기반의 LPU 기술이 담당하는 하이브리드 메모리 아키텍처 구축 가능
- Nvidia는 Rubin 플랫폼에 새로운 Storage 레이어인 ICMS를 도입할 예정. LLM이 생성하는 방대한 KV Cache (주요 과거 대화 내역) 데이터를 기존에는 비싼 HBM에 두었으나, 모델의 Context가 길어지면서 HBM 대신 대용량 eSSD를 활용. ICMS는 CY26 NAND 수요의 2.7%를 차지할 듯. 향후 AI GPU의 HBM 탑재량 증가율은 낮아지고, NAND의 수요량이 대폭 증가할 것으로 판단됨. 또한 Rubin 아키텍처가 지향하는 SRAM-HBM-NAND 중심의 계층 구조는 기존 AI 서버에서 범용 DDR5 DRAM이 수행하던 역할을 상당 부분 대체하거나 축소시키는 방향으로 작용할 가능성이 큰 듯

Summary

- 과거에는 GPU의 HBM 용량이 부족해 남는 데이터를 CPU와 연결된 DDR5로 보내 저장. 그러나 Rubin은 이 역할을 NAND가 직접 가져가도록 설계. 이 과정에서 DDR5를 거쳐야 했던 경로가 생략되면서, AI 연산만을 위한 DDR5의 중요도와 수요는 상대적으로 낮아질 듯
- Nvidia가 Groq의 기술을 흡수하고 NAND를 GPU 옆에 붙이는 행보는, 결국 느린 CPU-DDR5 경로를 거치지 않고 직접 GPU로 모든 것을 처리하겠다는 의도인 듯. 이는 Memory 반도체 업체들에게 DDR5보다는 HBM, CXL (공유 Memory), eSSD에 더 집중해야 한다는 의미로 판단됨

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- CY25 9월부터 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 빠르게 증가하고, 유동성 YoY 증감률의 상승이 재개됨에 따라 반도체 주가가 다시 초강세를 보이고 있음. 물론 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도, YoY 증감률은 1H26 초 이후 중순까지 하락할 전망이다
- 단 최근 반도체 주가에는 Macro 요인보다 경기와 상관없는 강력한 AI 투자에 따른 반도체 업황 강세 및 기업 자체 경쟁력 요인이 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음. 따라서 Global 유동성 YoY 증감률이 1Q26 초 이후 하락하더라도 AI 투자가 강력하게 유지되고 현물가격 상승세가 지속된다면, 반도체 주가는 3Q25의 경우처럼 소폭의 단기 조정 이후 상승세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자의 FY26 영업이익은 211조원으로 YoY 384% 증가할 전망이다이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 89,613원. HBM에서의 부진에 따라 동사 P/B 밴드가 하향 조정된 바 있으나 HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 P/B 밴드가 과거 수준으로 상향 중임. 동사 경쟁력이 회복되었고 당분간 반도체 호황이 지속될 전망이다며 FY26 ROE가 역사적 고점 수준이므로 동사 과거 고점 P/B 배수 2.2배를 적용하지 못할 이유가 없음. 이를 감안 시 20만원의 목표주가 도출. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 20만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯
- SK하이닉스의 FY26 영업이익은 199조원으로 YoY 321% 증가할 전망이다이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 385,495원. CY26 내내 반도체 호황이 이어지고 CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 (MU P/B 배수) 이상으로 상향될 수 있고, 3.0배를 FY26 BPS에 적용 시 목표 주가는 116만원. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 116만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/200,000원) : 완전한 경쟁력 회복과 실적 대폭 개선
- SK하이닉스 (000660/BUY/1,160,000원) : 역대급 분기 가격 상승 예상

CY26 DRAM 수요 증감률: 생산 증가율을 상회할 듯

- CY25 PC, 스마트폰, 서버 출하 증가율은 +2.5%, +2.3%, +8.9%, DRAM 수요 증가율은 20.0%를 기록한 것으로 추정됨. CY25 DRAM 수요 증가율은 업계 생산 증가율인 18.1%를 상회
- 당사는 CY26에 PC, 스마트폰 출하 증가율 전망치를 당초 0%에서 최근 시장 조사기관들 전망치의 상단 수준으로 하향 조정. 당사는 빅테크 Capex YoY 증가율이 76%까지 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 20.1%로 전망됨. CY26 PC, 스마트폰의 GB/Box는 BOM Cost 부담에 따라 증가율이 하락할 전망이나 CoWoS Capa 확장 가속화에 의해 HBM 수요는 예상을 상회할 듯
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율 목표치는 19.7% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Micron 15%, 중국 32%). CY26 DRAM 수요 증가율이 생산 증가율을 상회하고 당분간 고객들의 DRAM 확보 노력이 강력하게 지속될 가능성이 높아 업황 호조가 이어질 것으로 판단됨

<표1> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 추정

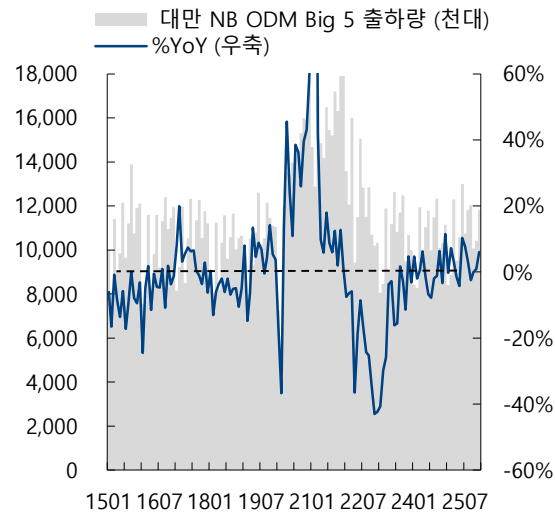
CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	1.4%	2.5%	0.1%	2.3%	-5.3%	11.0%	0.2%	-0.7%	8.1%	8.9%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.3%	11.5%	10.0%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.5%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	10.9%	11.6%	12.5%	-0.8%	15.8%	3.6%	0.9%	30.8%	33.4%	18.1%	20.0%
CY25E Vs CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Set 출하 증가율	2.5%	-5.2%	2.3%	-2.4%	11.0%	-3.4%	-0.7%	0.0%	8.9%	10.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	4.9%	10.0%	5.0%	4.3%	3.4%	1.6%	2.2%	22.5%	30.5%		
DRAM 수요 증가율	10.9%	-0.5%	12.5%	2.5%	15.8%	-0.2%	0.9%	2.2%	33.4%	43.5%	20.0%	20.1%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: PC 가격 인상 및 DRAM 탑재량 축소가 가속화될 듯

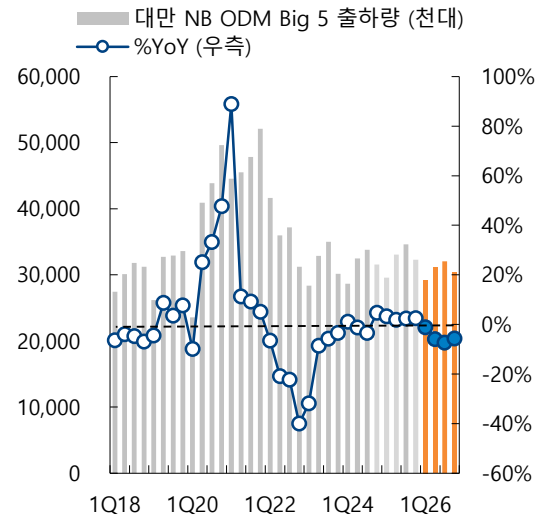
- 12월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 11.8백만대로 YoY 6.1%의 증감률을 기록해 전월의 0.9%에서 개선되었고 MoM으로도 13.6% 증가. PC 업체들이 Memory 반도체 가격의 추가 상승에 대비해 생산을 미리 앞당긴 효과인 듯. 4Q25 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 32.3백만대로 YoY +2.4%의 증감률을 기록해 전분기와 동일. 4Q25까지의 양호한 출하량에 따라 CY25 PC 출하 증가율은 +2.5%를 기록
- 최근 DRAM, NAND 가격 급등에 따라 PC 가격의 상승과 PC 당 Memory 반도체 탑재량의 정제/감소가 발생 중임. Dell은 CY25년 12월 17일부터 기업용 PC 가격을 10 ~ 30% 인상한다고 발표했으며 삼성전자, LG전자, Lenovo, HP, Acer, Asus 등 주요 업체들도 15 ~ 20% 수준의 가격 인상을 예고하거나 진행 중. CY25년 말부터 주요 PC 업체들은 일부 중저가형 모델의 DRAM 용량을 16GB에서 8GB로 낮춰 출시하는 전략을 취하고 있으며 가격 부담에 따라 AI PC 시장의 확대도 지연될 전망이다
- PC 가격 상승과 Memory 탑재량 감소에 따라 소비자들의 PC 구매가 둔화될 경우 Memory 수요에 부정적인 영향 발생 가능. CY26 PC 출하량 증가율에 대해 IDC는 -4.9 ~ -8.9%, Trendforce는 -5.4 ~ -10.1%로 전망
- 1Q26의 Memory 반도체 가격 추가 급등에 따라 PC 가격의 추가 인상 및 DRAM 탑재량 축소가 가속화될 전망

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



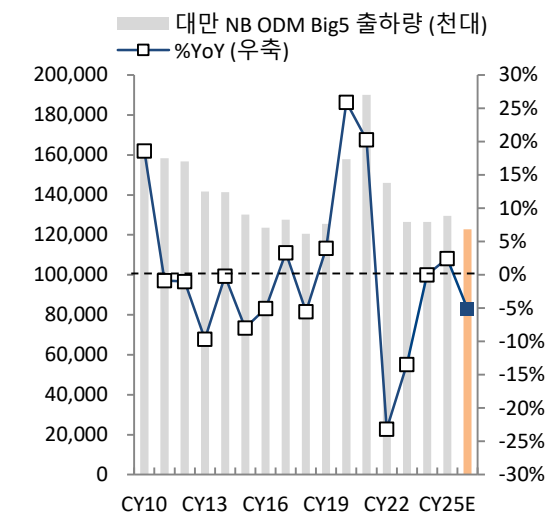
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

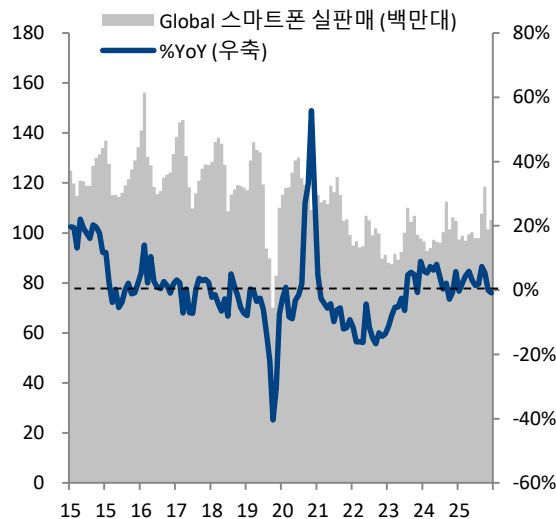


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

스마트폰: CY26 출하량 큰폭의 역성장 전망

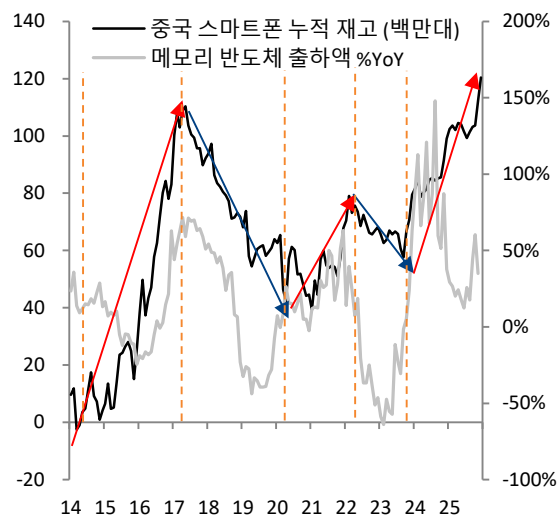
- CY25 12월 글로벌 스마트폰 판매량은 105.2백만대로 YoY 증감률이 전월의 0.0%에서 -0.9%로 하락세 지속. 12월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (47.7M, +4.9% -> +1.6%), 중국 (20.6M, +3.5% -> +0.1%), 유럽 (15.1M, +0.3% -> -1.3%)에서 하락했고, 미국 (12.5M, -5.0% -> -1.4%), 인도 (9.4M, -23.7% -> -12.4%)에서 역성장폭 완화
- Memory BOM Cost 부담에 따른 스마트폰 가격 인상이 저가폰에서부터 판매에 영향을 주기 시작한 듯. 인도에서는 스마트폰 가격이 11월과 12월 사이 약 3 ~ 21% 인상되며 판매 급감
- 최근의 Memory 구매 비용 급등으로 인해 Xiaomi, OPPO, Vivo 등 중국 업체들은 이미 CY25 12월부터 스마트폰 가격을 15% 이상 인상했으며 중저가 모델에서 DRAM 탑재량을 8/12GB에서 6/8GB로 낮추기 시작. 또한 신제품의 초기 양산 물량을 전작 대비 15~20% 삭감. CY26 초 출시될 갤럭시 S26 시리즈와 차세대 아이폰 역시 가격 인상이 불가피할 전망이다. 1Q26 Memory 가격 급등에 따라 향후 스마트폰 가격 추가 인상 전망
- 시장 조사 기관에서는 Memory 반도체 가격 급등에 따른 소비 위축으로 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 IDC -0.9 ~ -5.2%, Counterpoint -2.1%, Trendforce -7%를 기록할 것으로 예상 중. PC와 스마트폰 업체들의 CY26 생산 계획 조정은 2Q26부터 시작될 전망

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



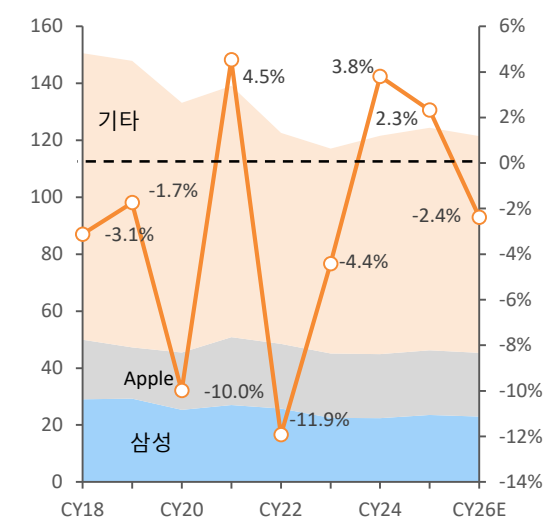
자료 : Counterpoint

<그림5> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림6> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료 : Counterpoint, iM증권 리서치본부

Server: CY26 서버 출하 증가율이 10% 이상에 도달할 수 있을지가 관건

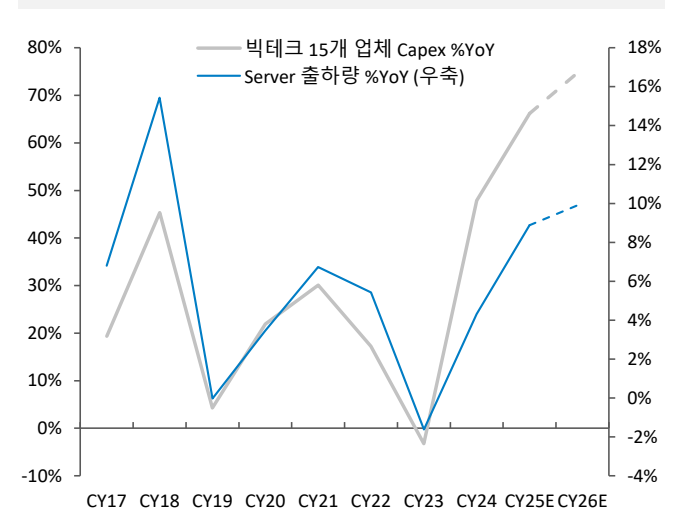
- 1월 30일 집계된 Neo Cloud 업체 포함 빅테크 업체 15개사의 FY25 Capex 증감률은 11월 20일 집계치 +64.6%에서 +66.4%로 상승. 당사는 이를 반영하여 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 8.7%에서 8.9%로 상향
- 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +42.5%이나 이는 전년 11월 20일 전망치 33.9%에서 상승한 것이고 전년처럼 향후 실적 발표 시마다 지속 상향 조정될 것으로 예상. 또한 중국 업체들은 CY26 서버 생산량을 전년 대비 100% 증가시킬 것으로 언급 중. 이 경우 CY26 서버 출하량 증가율은 충분히 10%에 도달할 듯. CY26 서버 출하 증가율이 10% 이상에 도달할 수 있을지가 CY26 반도체 업황의 관건이 될 전망이다
- Quanta에 따르면 기존 빅테크 업체들의 CY26 AI 서버 생산 증가율은 하락하나 Oracle의 주문이 대폭 증가하여 CY26에도 동사 AI 서버 생산 증가율이 100%에 달할 듯. 단 최근 HPE, Dell 등의 대규모 감원과 Memory 가격 급등에 따라 CY26 일반 서버 생산 증가율은 둔화될 전망
- 단 Memory 가격 급등은 서버에도 영향을 미치기 시작. Dell, Lenovo는 일반 서버 가격을 10% 이상 인상하겠다고 발표했고 일부 분석에 따르면 AI 서버 구축 비용은 최대 25%까지 상승. 이에 따라 Trendforce, IDC, Gartner 등은 CY26 서버 출하량이 약 4 ~ 6% 증가에 그칠 것으로 예상 중

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E	
											11월 20일	1월 30일
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	91,187	114,615	117,515
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,715	13,988	14,720
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	69,691	108,373	116,975
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	125,507	144,264	144,725
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	97,114	99,709
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,617	1,570	1,602
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	35,804	50,420
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	932	1,000	998
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	531	544	543
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	721	695
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	15,066	17,472
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	13,227	12,791	14,057
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,871	1,577	1,719
CoreWeave	-	-	-	-	-	-	72	2,943	8,702	14,885	25,840	26,521
NeBius	144	212	453	318	341	606	750	1,073	808	4,476	9,265	12,239
Total Capex	54,318	64,829	94,211	98,258	119,803	155,831	182,699	176,756	261,414	434,970	582,532	619,911
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	388,605	517,993	547,901
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	27,005	29,434	33,249
Neo Cloud Capex	144	212	453	318	341	606	822	4,016	9,510	19,361	35,105	38,761
Total %YoY	19.8%	19.4%	45.3%	4.3%	21.9%	30.1%	17.2%	-3.3%	47.9%	66.4%	33.9%	42.5%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	64.3%	33.3%	41.0%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	75.4%	9.0%	23.1%
Neo Cloud %YoY	-32.9%	47.1%	113.2%	-29.9%	7.4%	77.5%	35.7%	388.6%	136.8%	103.6%	81.3%	100.2%

자료 : Bloomberg

<그림7> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

Server: CY26 CoWoS 할당량 및 AI 가속기 반도체 생산은 당초 예상을 상회

- TSMC는 당초 보수적으로 CoWoS 설비를 확장할 계획이었으나 가속기 반도체 업체들의 요청에 따라 확장 속도를 앞당긴 듯
- 가속기 반도체에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 CY25의 635K에서 1,385K (TSMC 1,150K, ASE 175K, Amkor 60K)로 118% 증가할 전망이다. CY26 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량도 800K로 103% 증가할 듯. AMD, Broadcom에 대한 CY26 CoWoS Capa 할당량은 50K -> 90K, 76K -> 150K로 증가 예상
- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량과 각 GPU의 Net Die 수를 감안하면 동사 CY26 AI GPU 생산량은 YoY 51% 증가할 듯. Net Die 수가 적은 Rubin의 생산 비중이 당초 예상보다 낮을 전망이다 점은 동사 AI GPU 생산량 증가율 상승 요소. 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 65% 증가할 듯

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY26 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY26	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	B200	15	
			B300A	30	
			B300	15	
			중국 전용 (H200)	29	
			Rubin	9	
		CoWoS (K)		800	103%
		비중	B200	0%	
			B300A	5%	
			B300	40%	
			중국 전용 (H200)	5%	
			Rubin	50%	
		Chip 수 (K)	B200	0	
			B300A	1,200	
			B300	4,800	
			중국 전용 (H200)	1,160	
			Rubin	3,600	
			Total	10,760	51%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI350X	14	
			MI400X	10	
		CoWoS (K)		90	80%
		비중	MI350X	50%	
			MI400X	50%	
		Chip 수 (K)	MI350X	630	
			MI400X	450	
			Total	1,080	35%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20	
		CoWoS (K)		0	-100%
		비중	Gaudi3	100%	
	ASIC/FPGA 생산량	Chip 수 (K)	Gaudi3	0	-100%
		Net Die	Avg.	18	
		CoWoS (K)		495	173%
		Chip 수 (K)		9,059	100%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		20,899	65%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: CY26 수급 밸런스 예상

- CY25 HBM 실수요량은 21.7억 GB로 YoY 107% 증가한 것으로 보임. CY25 업계 생산량은 28.8억 GB (SK하이닉스 16.3억, 삼성전자 7.5억, Micron 5.0억)로 연초 계획치인 37.5억 GB에서 대폭 하향되었으나 여전히 생산량이 수요량을 상회. CY25에 HBM 가격이 하락한 이유
- 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 27.6억 GB로 YoY 89% 증가하고 전체 실수요량은 45.0억 GB로 108% 증가할 전망이다. 이는 가속기 반도체 생산량 전망치 상향에 따라 당초 전망치보다 대폭 상향 조정된 것임
- 현재 CY26 생산량 전망치는 45.6억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량과 유사해 수급 밸런스와 가격 안정 예상. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더 높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시할 듯. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 것으로 알려진 Micron이 HBM을 줄이고 Legacy DRAM을 늘릴 가능성도 존재

<표4> CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					% YoY
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	1,257	HBM3E	24	6	144	181	
		New H20	0	HBM3E	24	6	144	0	
		B200	2,482	HBM3E	24	8	192	477	
		B300A	1,182	HBM3E	36	4	144	170	
		B300	2,187	HBM3E	36	8	288	630	
		Total	7,108					1,458	136%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	4,525	HBM3/3E	20	5	100	453	67%
Total			12,633				171	2,166	107%
CY26	Nvidia	B200	0	HBM3E	24	8	192	0	
		B300A	1,200	HBM3E	36	4	144	173	
		B300	4,800	HBM3E	36	8	288	1,382	
		중국 전용 (H200)	1,160	HBM3E	24	6	144	167	
		Rubin	3,600	HBM4	36	8	288	1,037	
		Total	10,760					2,759	89%
	AMD	MI350X	630	HBM3E	36	8	288	181	
		MI400X	450	HBM4	54	8	432	194	
		Total	1,080					376	63%
	Intel	Gaudi3	0	HBM2E	16	8	128	0	-100%
	기타	ASIC/FPGA	9,059	HBM3E/4	24	6	151	1,368	202%
Total			20,899				215	4,503	108%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 경쟁력 완전 회복

- HBM4의 일부 Revision에 들어갔던 것으로 알려진 SK하이닉스는 1월에 최종 샘플을 제출한 것으로 보임. 인증 통과 후 1Q26말, 2Q26초경 1B 나노 베이스 HBM4 초도 공급이 가능할 듯
- Micron 역시 1B 나노 베이스 HBM4의 재설계 버전 샘플을 Nvidia에 제출한 것으로 보임. 통과 시 2Q26에 공급 개시 계획
- 1Q26말에 공급을 개시할 계획인 삼성전자는 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택해 속도 측면에서 유리. 발열 문제가 관건이나 최근 고객들이 발열, 전력 소모량보다 속도를 중시하는 경향이므로 적시 HBM4 공급 가능성이 매우 높은 듯
- 단 1H26에는 업계 전반적으로 HBM3E 위주의 공급이 진행되고 HBM4의 공급은 주로 2H26에 집중될 전망. CY26에 SK하이닉스는 Nvidia가, 삼성전자는 Broadcom이 최대 고객이 될 전망
- HBM 업체들은 HBM4의 입출력 속도를 JEDEC 스탠다드인 8Gbps보다 높은 10.XGbps와 11.7Gbps (Nvidia 요구 Spec.)의 두가지로 공급

<그림8> Nvidia와 AMD GPU 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

Company	Chips	2024E				2025E				2026E				제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25				CY26	
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
NVIDIA	H200	HBM3e 8hi 144GB (24GB*6), TSMC 4N												HBM2e	SK하이닉스	8/16GB																	
	B200					HBM3e 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 4NP										삼성전자	8/16GB																
	GB200					HBM3e 8hi 384GB (2 x 24GB*8), TSMC 4NP											Micron	16GB															
	B300					HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 4NP								HBM3	SK하이닉스	16GB				24GB													
	B300A					HBM3e 12hi 144GB (36GB*4), TSMC 4NP										삼성전자					16GB				24GB								
	Rubin													HBM3e	SK하이닉스										24GB		36GB						
AMD	MI300X	HBM3 8hi 192GB (24GB*8), TSMC 5/6nm													삼성전자									24GB		36GB							
	MI325X					HBM3e 8hi 256GB (32GB*8), TSMC 5/6nm										Micron									24GB		36GB						
	MI355X					HBM3e 12hi 288GB (36GB*8), TSMC 3nm								HBM4	SK하이닉스														36GB				
	MI400															Micron														36GB			
		HBM4 432GB																												36GB			

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 당초 우려보다 양호한 가격 예상

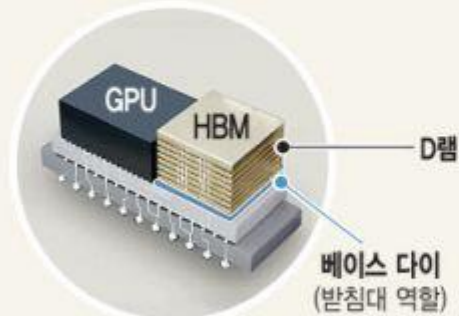
- 최근 HBM 계약은 고객의 연간 최대 구매 물량만 정하고 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- 최대 고객은 CY25에 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 가격을 분기 단위로 인하해 왔음
- 단 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황과 HBM 수요 전망치 상향에 따라, 가격 협상에서 다른 DRAM 제품과 HBM을 패키지로 공급하는 조건으로 가격을 당초 고객 제시치보다 올리려는 시도가 있는 것으로 보임
- CY26의 연간 HBM 가격은 아직 확정되지 않은 듯. 당초 우려되었던 가격보다 높은 수준으로 결정될 전망이나 여전히 YoY로는 하락할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림9> HBM4의 구조 변화

기존 HBM 구조

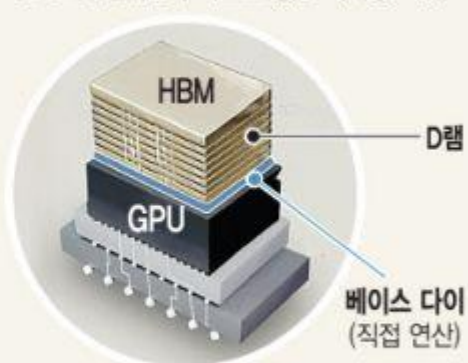
GPU와 HBM을 수평으로 쌓는 패키징 기법

※GPU: 그래픽처리장치, HBM: 고대역폭메모리



HBM4 구조

GPU와 HBM을 수직으로 쌓는 패키징 기법



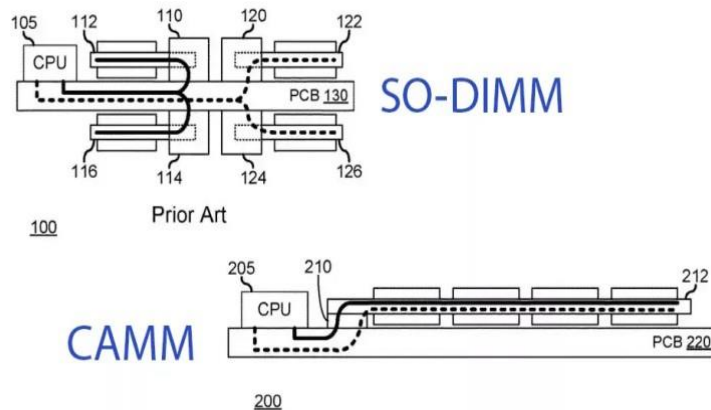
※베이스 다이(Base Die): 고대역폭메모리(HBM) 반도체에서 1층 받침대 역할을 하는 핵심 부품. 6세대 HBM4부터는 HBM이 수직으로 올라가는 패키징 기법이 도입된다.

자료: 이데일리

SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 2.8%를 차지할 듯

- CY26으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM (Small Outline Compression Attached Memory Module)은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시. 단 GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택
- CY26 Rubin GPU의 생산량은 3,600K개로 예상되고 이중 40%가 VR200 통합칩에 탑재된다고 가정하면, VR200에 사용되는 Rubin 칩은 1,440K. VR200 당 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로 VR200 칩 생산량은 720K
- VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 192GB 모듈이 8개 장착되므로 총 1.5TB
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 1,106M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 2.8%에 해당
- 당초 예상보다 Rubin 생산량이 축소될 전망이므로 SOCAMM 수요 역시 다소 부정적인 영향을 받을 것으로 판단되나, 2H26에는 CY27 수요에 대비한 출하가 개시될 것이므로 CY26 실제 공급량은 1,106M GB를 크게 상회할 전망이다

<그림10> CY26 SOCAMM 수요 추정



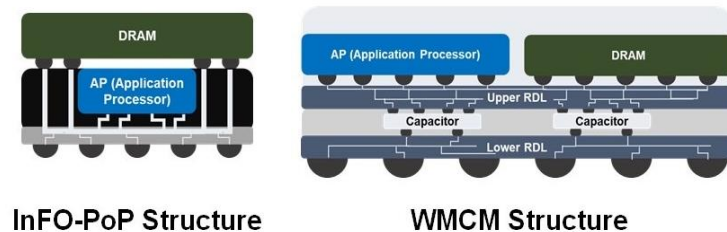
CY26 Rubin GPU 생산량 (K)	3,600	
Rubin 생산량 중 VR200에 사용되는 양 (K)	1,440	60% Rubin이 HGX 시스템에 단품으로 채택
Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)	720	VR200에 Rubin GPU 2개 장착
VR200에 들어가는 SOCAMM 용량 (GB)	1,536	LPDDR5X 24Gb 칩으로 구성된 192GB 모듈 8개 탑재
CY26 VR200 SOCAMM 총 수요량 (M GB)	1,106	VR200 2H26 출시 예정
CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중	2.8%	AI PC에 SOCAMM 탑재 시 상회 가능

자료 : 서울신문, iM증권 리서치본부

Apple WMCM: Mobile DRAM 수요 증가를 이끌기 어려워진 듯

- Apple은 올해까지 AP와 CPU에 InFO-PoP (Integrated Fan-Out Package-on-Package)를 사용하나 CY26에는 2나노를 사용하는 일부 최신 AP 및 맥북용 CPU에 WMCM (Wafer-Level Multi-Chip Module)을 채택할 예정이었음
- 수직 적층으로 발열 문제가 있고 DRAM 탑재량에 제한이 있던 InFO-PoP와는 달리 WMCM은 수평 구조로 더 나은 방열 성능과 DRAM 용량 증가가 가능하다는 장점이 있음
- 단 당초 온디바이스 AI 강화를 위해 CY26 아이폰 전모델에 12 ~ 16GB DRAM 탑재가 유력했으나, 현재는 Memory BOM Cost 부담에 따라 기본 모델 8GB 유지, 프로 모델에만 12GB를 적용하는 보수적인 전망이 나오고 있음. WMCM은 아이폰 18 시리즈 중 최상위 모델에만 테스트 베드 성격으로 도입될 가능성이 높음
- WMCM을 통한 Mobile DRAM 탑재량 대폭 증가는 현재의 Memory 가격 급등이 끝날 때까지 현실화되기 어려워진 듯

<그림11> Apple의 AP, CPU Package 변화



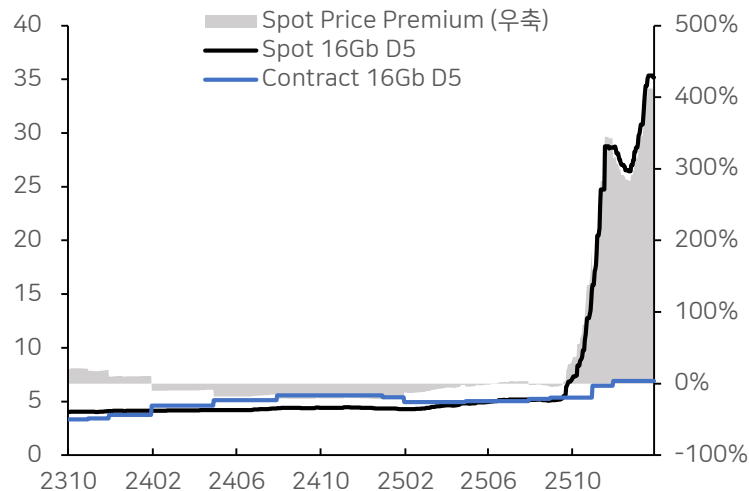
특징	InFO-PoP	WMCM
칩 배치 방식	수직 적층 (AP 위에 DRAM 패키지 적층)	수평 배치 (로직 칩과 DRAM을 나란히 배치)
구조적 이점	얇은 프로파일 구현, 기판 및 C4 범프 제거	더 나은 방열 성능과 전력 효율 제공
유연성	상대적으로 고정된 3D 패키징 구조	여러 칩 (CPU, GPU, DRAM 등) 통합 및 다양한 레이아웃 구성에 유연함
적용 제품	애플 A시리즈 칩 등 기존 모바일 AP	애플 A20, M6 등 차세대 2nm 공정 칩셋

자료 : Google

현물 가격 전망: 완만한 상승 또는 보합세가 이어질 가능성이 높은 듯

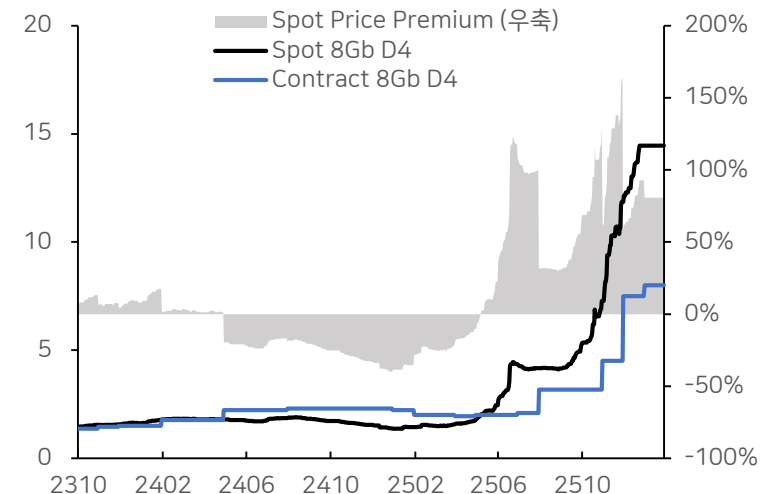
- Adata, Kingston을 제외한 모듈 업체들 및 유통 업자들이 여전히 충분한 DRAM을 공급 받지 못하고 있으며, 동 업체들 뿐 아니라 고객들도 3Q25 말부터 향후 공급 부족을 의식하고 DRAM 재고를 적극 확보 중인 것으로 판단됨
- 단 Adata에 따르면 상당한 공급 부족에도 불구하고 동사는 DRAM 재고를 3Q25말 8주에서 현재 12주 이상으로 증가시켰으며, NAND 재고는 여전히 5 ~ 6개월로 높은 수준을 유지 중. Adata, Kingston 등 일부 Top Tier 모듈 업체들의 경우에는 재고를 소폭 늘릴 수 있는 상황으로 판단됨
- 연초부터 일부 중국 고객들의 현물시장 내 DRAM 구매가 재개되며 완만한 가격 상승이 나타났다가 최근에는 춘절 연휴 전 재고 확보가 종료되며 현물가격 상승세가 단기적으로 주춤한 상황
- 향후 현물가격의 추가 급등은 어려우나 고객, 모듈 업체, 유통 업자들의 재고 확보가 지속될 전망이므로 완만한 상승 또는 보합세가 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림12> 16Gb D5 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

<그림13> 8Gb D4 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄

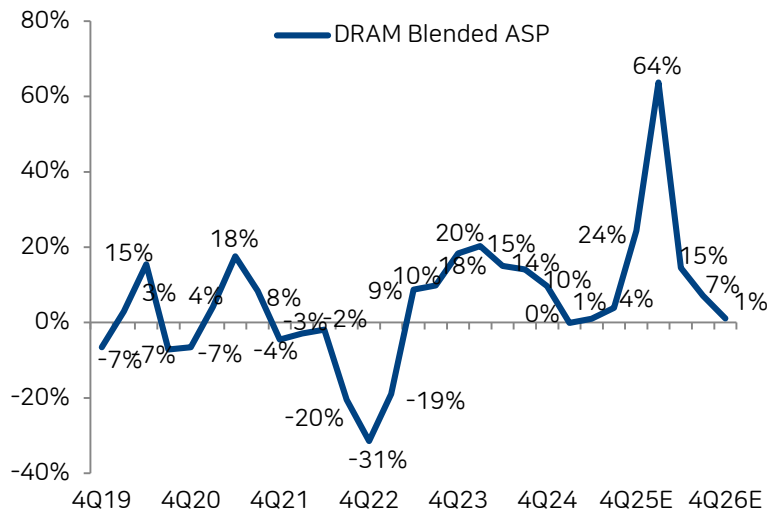


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

역사적으로 본 적 없는 분기 ASP 상승 예상

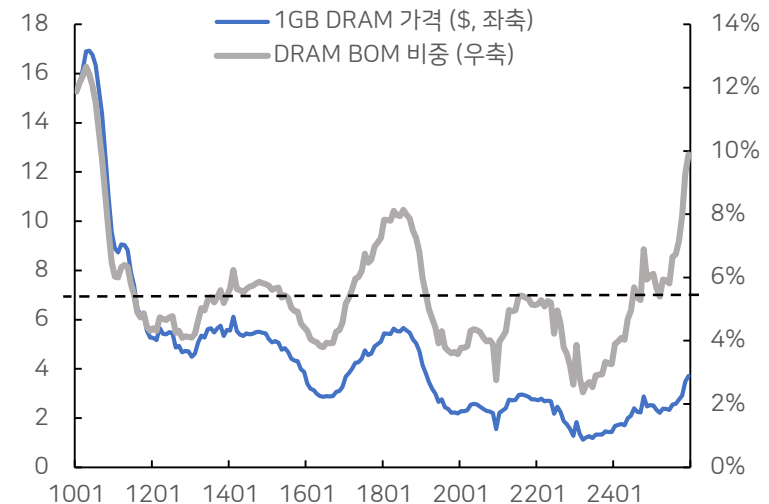
- 2월 이후로 미뤄진 1Q26 협상에서 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 훨씬 높은 80% 이상을 기록할 듯. 일부 Memory 반도체 업체들이 100% 수준의 가격 인상을 제안해도 이를 받아들이는 고객들이 존재하는 것으로 보임. Memory 반도체 업체들은 가격 인상에 동의하는 고객들 위주로 판매를 집중할 전망이다
- 이미 가격이 매우 높은 DRAM의 경우 PC, 스마트폰 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 12월 고정거래가격 기준 10%에 달해 역사적 평균인 5.4%를 크게 상회. 1Q26 고정거래가격이 80% 이상 상승하면 1Q26말 기준 동 비중은 18%를 넘어서 역사적 최고점인 12.7%를 대폭 상회
- 만약 1Q26에 Legacy DRAM 고정거래가격이 85% 상승하고 2Q26와 3Q26에 추가적으로 15%, 5% 상승 시, 1Gb 기준 Legacy DRAM 가격이 역사적 최상단이었던 \$1에 도달. 당사는 이러한 가격 가정을 실적 전망에 반영
- 최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 판단됨. 물론 향후 시장 가격의 급격한 변동 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있고 단기 실적에도 부정적이므로, DRAM 업체들은 시장 가격을 기준으로 가격 협상을 진행할 전망이다. 어쨌든 과거에 없었던 형태의 계약이 나타나고 있는 점은 DRAM 공급 부족이 그만큼 심한 상황임을 의미

<그림14> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림15> CY25 12월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

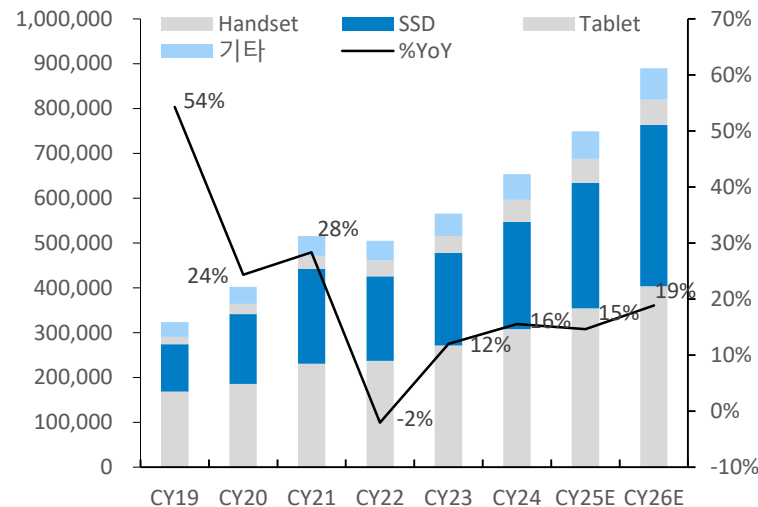


자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

NAND: CY26 호황 지속 예상

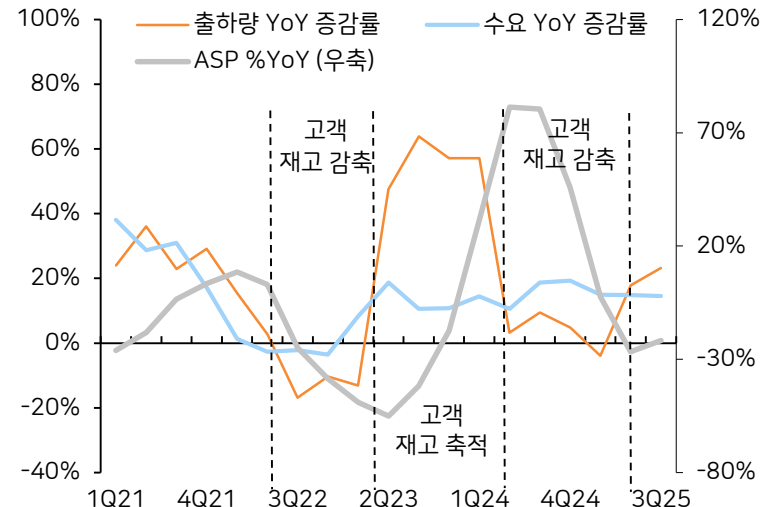
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +14.6%로 예상되며 업계 생산 증가율은 감산에 따라 +5.8%에 불과
- 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25 이후 재고를 재축적하기 시작한 것으로 추정됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 ICMS 포함 18.8%로 예상되며 업계 생산 증가율 목표치는 19.2% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 19%)로 수요 증가율을 소폭 상회할 전망이다. 단 일부 업체들의 생산 차질 가능성을 감안 시 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- Kioxia는 Kitakami 신규 라인 증설과 Yokkaichi 라인 전환에 따라 높은 생산 증가율이 예상되며, YMTC는 신규 라인을 DRAM, HBM 생산으로 전환할 가능성이 있어 예상보다 낮은 생산 증가율이 발생할 전망이다
- DRAM과 달리 NAND 가격은 그간 하락세가 지속되어 왔으므로 향후 NAND 가격의 상승세가 DRAM보다 장기화될 수 있음. 반면 Set 성능과 좀더 밀접한 DRAM의 탑재량 증가를 위해 NAND 탑재량이 희생될 수 있다는 관측도 존재

<그림16> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림17> 분기별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY26 Memory Capex 증가 예상

- FY25 Memory Capex는 당초 업체들의 가이드선 대비 7% 증가한 760.1억 달러로 YoY 31% 증가한 것으로 추정됨. FY26 Memory Capex는 919.1억 달러 (YoY +21%)를 기록할 전망이다. FY26 DRAM, NAND 업계 Capex는 각각 22%, 19% 증가 예상
- FY26 삼성전자의 DRAM Capa는 60~80K 증가 예상. 동사 1B (Legacy DRAM), 1C (HBM4) 나노 전환 투자는 대폭 확대될 듯. SK하이닉스는 M15X 라인 (최종 Capa. 80K)의 투자를 앞당겨 CY26에 40K를 증설할 전망
- 삼성전자의 FY26 Memory Capex는 CY25 대비 20% 가량 증가하는 40조원, DRAM Capex는 25% 가량 증가할 것으로 추정됨. SK하이닉스의 FY26 Capex는 FY25의 20조원대 중후반에서 30조원대 중반으로 20% 증가 예상. Micron의 F26 Capex는 200억 달러로 YoY 45% 증가 전망

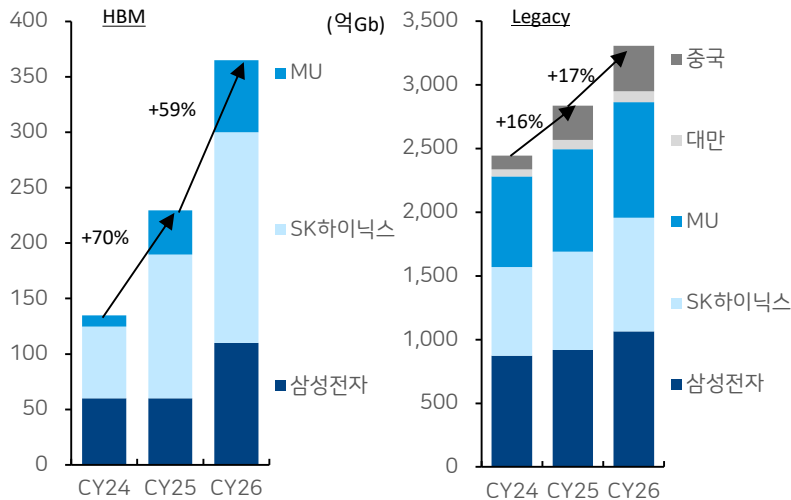
<표5> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망															
DRAM (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
삼성전자	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	18,116	22,645
Micron	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,000	16,000
SK하이닉스	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	17,812	21,375
Elpida	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	1,160	930
Nanya	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	432	1,613
UMC+Fujian	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	3,000	4,000	5,788	3,700
YMTC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	900	1,500
Huawei	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000	3,000
Total	5,418	6,766	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	25,358	40,992	58,208	70,762
% YoY	-26%	25%	76%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-28%	62%	42%	22%
NAND (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
삼성전자	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407	5,704	5,700
Micron	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250	2,800	4,000
SK하이닉스	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	2,500	2,750
Kioxia + WD	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	3,191	3,200	4,700
Intel	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,600	4,000
Total	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,856	17,804	21,150
% YoY	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-14%	6%	19%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
WW Memory CAPEX (\$mn)	14,115	15,852	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	45,008	57,848	76,012	91,912
% YoY	-19%	12%	35%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-29%	29%	31%	21%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

향후 업황은 강세 지속 가능성 높은 듯

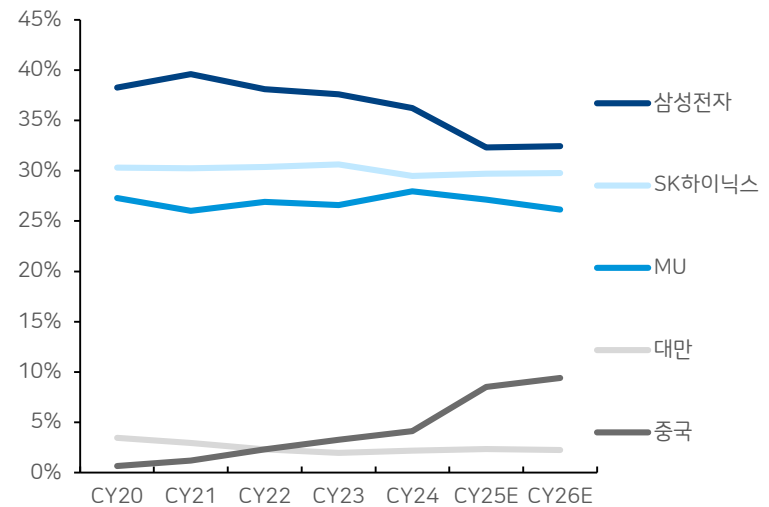
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 추정치는 16%와 70%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율 20.0%를 하회하는 18.1%
- CY26에도 서버 출하 증가율이 10%를 기록할 경우 수요 증가율 (20.1%)이 생산 증가율 (19.7%)을 상회할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 강세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자는 CY26 HBM 생산 증가율 83%, Legacy DRAM 생산 증가율 16%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY26 생산량 증가율은 HBM 47%, Legacy DRAM 16%로 예상됨. Micron의 CY26 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 63%, 13%로 추정됨
- 생산량 기준 CY26 DRAM 시장 점유율은 삼성전자 32%, SK하이닉스 30%, Micron 26%, 중국 9%로 전망됨

<그림18> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림19> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

중국 Memory 반도체 업체 동향

- CXMT는 상해에 신규 라인 2기를 건설 중이며 Phase1은 CY28, Phase2는 CY29에 양산을 개시할 전망이다
- Huawei는 Swaysure 포함 100K 규모의 DRAM 라인을 CY24말부터 특수 용도 DRAM 생산을 위해 운용 중. 동 라인이 향후 CXMT 또는 YMTC에 양도된다는 루머 존재
- YMTC가 우한시 소재 신규 라인을 DRAM 또는 HBM 생산으로 전환할 것이라는 루머 존재
- 향후 중국에서 DRAM 생산이 지속적으로 크게 증가할 가능성이 있는 것으로 판단됨
- 단 지난 수년간 축적해 놓은 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입했으므로, 향후 중국 업체들은 자국산 장비를 주로 사용해 1A 나노 이하 공정 DRAM을 생산해야 할 상황임. 따라서 설비 증설에도 불구하고 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성이 큰 것으로 판단됨

<표6> 중국 Memory 반도체 업체 현황

회사	주요 제품	라인 소재	공정	Capa / M
CXMT	DRAM (DDR4/5, LPDDR4/5, 향후 HBM)	안후이성 허페이시	~18.5nm급 DUV DRAM	현재 250K에서 상해에 200K 추가 전망
YMTC	3D NAND (232단, 294단 TLC 등), 향후 DRAM, HBM 생산 계획	후베이성 우한시	3D NAND Xtacking	현재 150K/M (Designed Capa 300K)
Huawei (Memory)	특수 용도 DDR4	푸젠성 진장시	성숙 공정 위주	현재 100K/M

자료 : iM증권 리서치본부

OpenAI의 위기: 일론 머스크와의 소송

- AI 순환 투자 구조가 성공하기 위해서는 Nvidia의 GPU를 자체적으로, 또한 Oracle, CoreWeave를 통해 간접적으로 구매할 OpenAI의 조기 이익 발생이 필수적임
- 향후 10년 간 1.4조 달러를 지출할 것으로 언급한 OpenAI가 현재까지 Oracle, CoreWeave, AWS 등과의 클라우드 컴퓨팅 설비 임차 계약 및 AMD, Broadcom, Nvidia (Nvidia의 투자 금액으로 충당)와의 AI 반도체 구매 계약을 모두 합하면 향후 7년간 총 7,100억 달러의 비용이 발생. 이 중 Nvidia의 투자 금액을 제외하면 6,100억 달러 (900조원)의 비용이 사용될 전망임
- 반면 동사는 Microsoft로부터 130억 달러, 소프트뱅크 주도로 400억 달러, CY24 10월에 66억 달러 등 총 579억 달러 (80조원)의 투자를 유치. 따라서 향후 천문학적인 비용을 감당하기 위해 CY26에 추가 대규모 투자 유치와 IPO가 필요한 상황임
- 동사 IPO 성공에 대한 우려 요인은 1) 막대한 적자 규모, 2) AI 버블 논란, 3) 창업자 중 한 명인 일론 머스크가 제기한 손해 배상 소송, 4) IPO로 인해 지배권이 희석될길 원치 않는 Microsoft의 반대 등임
- 동사의 IPO 성공 여부는 장기적인 관점에서 AI 투자 강도와 AI 주식에 대한 투자 심리에 큰 영향을 줄 대형 이벤트가 될 전망임

<표7> 오픈AI가 현재 계약상 향후 7년간 지불해야할 금액

Partner	예상 지불 총액 (가정/추정치 포함)	계약 내용	계약 기간
Oracle	3,000억 달러	클라우드 컴퓨팅 설비 임차	5년 (향후 2029년까지)
Broadcom	1,500억 달러 (가정)	AI 칩 구매	수년 간 (2026년 후반부터 배포)
AMD	900억 달러 (가정)	AI 칩 구매	수년 간 (4년 이상 예상)
Amazon AWS	380억 달러	클라우드 컴퓨팅 설비 임차	7년
CoreWeave	224억 달러	클라우드 컴퓨팅 설비 임차	수년 간 (현재 진행 중)
NVIDIA	1,000억 달러 (NVIDIA의 투자 금액으로 충당)	AI 칩 구매	파트너십
총합계	약 6,100억 달러 (900조원) 이상		최대 7년

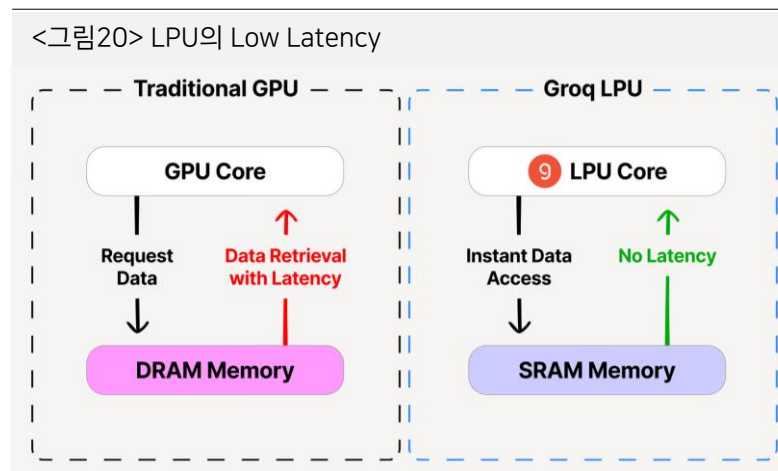
자료 : iM증권 리서치본부

OpenAI의 위기: 일론 머스크와의 소송

- OpenAI의 적자가 심화되면 Nvidia의 투자금 회수가 어려워지고, 보유 지분 가치가 하락해 재무 안정성에 타격을 입을 수 있음. OpenAI의 재정난이 심화되면 GPU 구매량을 줄일 가능성이 높고, 이는 Nvidia의 매출 감소와 실적 악화로 이어질 수 있음. 또한 AMD, Broadcom과의 AI 반도체 구매 계약이 현실화되지 못할 수 있음
- Oracle은 OpenAI와 3,000억 달러 규모의 초대형 클라우드 컴퓨팅 계약을 체결했으며 동사의 향후 성장은 OpenAI와의 대규모 계약에 크게 의존. OpenAI가 재정적으로 어려움을 겪으면 이 계약을 이행하지 못할 가능성이 커짐. 현재 Oracle의 차입금 규모는 1,300억 달러, 부채 비율은 400%에 달하는 것으로 보임. OpenAI가 재정 위기에 빠지면 CoreWeave의 핵심 매출원이 사라질 수 있음. 동사의 현재 기준 차입금 비율은 381%이며 현재 총 차입금 규모가 250억 달러 수준
- 투자자들에게 OpenAI의 적자가 빠르게 축소되는 모습을 보여야 추가 대규모 투자 및 IPO가 성공할 수 있을 전망이다. 특히 일론 머스크와의 소송이 OpenAI에게 치명적인 Risk로 작용할 가능성이 존재함. 일론 머스크와의 소송에서 패소할 경우 OpenAI는 존립이 어려워지고 올해 예상되는 IPO에 실패할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 일론 머스크는 OpenAI의 설립 초기에 560억원 (설립 당시 지분의 60%) 규모의 지분 투자를 원했으나 OpenAI는 비영리 연구소라는 이유로 동 금액을 기부금으로 받았음. 그러나 OpenAI는 일론 머스크의 이사회 퇴임 후 3개월만에 영리 법인으로 전환했으며, 최근 창업자 중 한명인 그레그 브록먼이 기부금을 받기 이전에 이미 영리법인으로의 전환을 샘알트먼과 논의했고, 일론 머스크를 이사회에 퇴출시킬 계획이 있었음이 적혀 있는 일기가 증거로 제출되었음. 이에 따라 미국 연방법원은 OpenAI와 MS가 요청한 머스크의 소송에 대한 기각 신청을 거부하고 CY26 4월 27일부터 배심원 재판으로 1심 진행 예정
- 머스크는 최대 200조원의 손해 배상을 청구한 상황이며 OpenAI는 패소 시 이를 감당할 현금이 없는 상황이므로 머스크는 OpenAI의 지적재산권에 대한 강제 압류를 신청할 전망. 또한 1심에서 어떤 결과가 나오든 패소한 쪽은 항소할 가능성이 높으며, 회사의 존립에 영향을 줄 막대한 규모의 소송이 진행 중인 상황에서 SEC는 OpenAI의 IPO를 승인하지 않을 가능성이 높은 것으로 판단됨. 상장 이후 OpenAI의 패소 시 주주의 돈이 머스크에게 배상금으로 지불될 수 있기 때문

Nvidia의 대응: Groq 인수와 SRAM 활용

- 추론 시대를 맞이하여 AMD, Google 등의 도전에 대한 Nvidia의 대응은 지난 12월 24일에 있었던 200억 달러 규모의 Groq 인수에서 잘 나타남
- Nvidia가 Groq를 인수한 이유는, 1. LPU 기술 확보: Groq의 LPU (언어 처리 장치)는 기존 GPU보다 압도적으로 빠른 초저지연 (Low-latency) 추론 성능 보유. 2. 미래 경쟁자 제거: Groq은 구글 TPU를 만든 핵심 인재들이 설립한 회사로, 엔비디아 GPU의 비싼 가격과 전력 소모 문제를 해결할 가장 강력한 대항마로 꼽혀 왔음. 이번 딜로 잠재적 라이벌을 우군으로 흡수. 3. 추론 시장 주도권: Nvidia는 Groq의 기술을 통해 저비용, 고효율 추론 솔루션을 강화함으로써 빅테크들의 탈 Nvidia 움직임을 차단
- LPU의 차별점은 1. HBM 병목 현상 제거: GPU는 HBM에서 데이터를 읽어오는 과정에서 지연 시간 발생. 반면 LPU는 데이터 이동 없이 칩 안에서 즉각 연산이 가능한 On-Chip-SRAM 구조를 사용하여 초저지연 실현. 2. 결정론적 스케줄링: 데이터 처리의 흐름을 미리 예측 가능하게 설계하여, 여러 칩을 연결해도 효율 저하 없이 하나의 거대한 코어처럼 작동. 3. 실시간 처리 능력: 기존 GPU 대비 약 10배 이상 빠른 응답 속도와 90% 이상 높은 에너지 효율을 제공하여, 실시간 대화형 AI나 자율주행 등 즉각적인 반응이 필요한 서비스에 최적화
- Nvidia는 고사양 모델 학습에는 기존의 GPU를 사용하고, 실시간 추론 단계에는 LPU의 저지연 설계를 도입하는 하이브리드 솔루션을 제공할 계획. CY26 출시될 Rubin 및 그 후속 모델에 LPU 설계 아이디어를 통합하여, Nvidia 생태계 내에서 최고의 추론 성능을 낼 수 있도록 할 예정. AI 에이전트와 로봇틱스 시장에서 요구하는 즉각적인 의사결정 인프라를 선점하기 위해 LPU 기술을 핵심 엔진으로 활용할 계획
- Google이나 AMD로 눈을 돌리려던 고객들에게 Nvidia가 학습뿐 아니라 추론에서도 가장 빠르고 저렴하다는 인식을 각인시켜 이탈을 방지



자료 : eesel AI

Nvidia의 대응: Groq 인수와 SRAM 활용

- LPU의 핵심은 Ultra Low Latency임. 기존 GPU는 연산 장치와 HBM이 분리되어 있음. GPU가 계산을 하려면 외부 HBM에서 데이터를 가져와야 하는데, 이 이동 속도가 계산 속도를 따라가지 못하므로 이 과정에서 지연 시간 (Latency) 발생
- 반면 Groq의 LPU는 모든 모델 데이터를 LPU 내부의 초고속 메모리인 SRAM에 직접 올림. 데이터 이동 없이 LPU 내에서 바로 연산이 이루어지므로 초 저지연이 가능. 또한 데이터를 먼 거리 (HBM)까지 이동시킬 필요가 없어 전력 소모가 대폭 감소. Nvidia는 이 기술을 확보함으로써 고용량 데이터는 HBM이 담당하고 실시간 고속 연산은 SRAM 기반의 LPU 기술이 담당하는 하이브리드 메모리 아키텍처 구축 가능
- SRAM은 기존 GPU들에 이미 탑재되어 있었음. H100, B200의 내부에는 L1/L2 캐시라고 불리는 SRAM이 이미 존재. 다만, 그 용량이 80 ~ 144MB 수준으로 매우 작아 모델 전체를 담지 못하고 데이터가 잠시 거쳐 가는 용도. Rubin 설계 단계에서도 이미 SRAM의 용량을 기존보다 대폭 키우고, 연산 유닛과의 대역폭을 극대화하는 설계를 반영. 이는 HBM의 속도 한계를 극복하려는 반도체 업계의 공통된 흐름임
- 기존의 Nvidia는 SRAM을 보조적인 Cache Memory로 썼으며 데이터가 SRAM에 있는지 없는지 체크하는 과정에서 시간 필요. 반면 LPU는 SRAM을 Main Memory처럼 사용하므로 체크 과정 없이 데이터의 위치를 미리 알고 연산. Nvidia는 Rubin 설계 당시에 이미 SRAM 비중을 높여 놔는데, 이 SRAM을 가장 잘 다루는 소프트웨어 알고리즘이 Groq에 있었던 것
- 2H26 출시 예정인 Rubin의 하드웨어 구조는 이미 정해져 있으나, Groq의 핵심 인재들이 Rubin의 소프트웨어를 최적화하여, Rubin 내부에 이미 커진 SRAM을 LPU처럼 효율적으로 제어하도록 만드는 작업을 수행할 전망. Groq의 SRAM 내 데이터 흐름을 완벽히 제어하는 하드웨어 설계 IP가 직접적으로 칩 설계 도면에 적용되는 시점은 Rubin Ultra가 될 듯
- Rubin에서 SRAM 용량이 600MB 이상으로 대폭 증가하더라도, SRAM은 모델 전체를 담는 용도가 아니라 HBM에서 가져온 데이터를 한 번에 더 많이 펼쳐 놓고 작업하는 넓은 책상의 역할임. SRAM이 커질수록 HBM에서 데이터를 다시 불러오는 횟수가 줄어들어 추론 속도는 빠르게 상승하지만, 모델 전체를 저장해야 하는 HBM의 절대 용량은 모델의 크기가 커짐에 따라 여전히 완만하게 증가할 전망이다
- 가속기 반도체에 사용되는 SRAM은 Memory 반도체 업체가 만드는 단품 칩이 아니라, GPU 연산부 내부에 함께 설계되어 짝혀 나오는 Embedded Memory로 TSMC가 SRAM 생산의 주체임. 공정이 미세화 될수록 연산 코어는 작아지나, SRAM은 크기가 거의 줄어들지 않음에 따라 TSMC는 3D 패키징 기술을 사용하여 GPU 다이 위에 SRAM 전용 다이를 수직으로 쌓아 올리는 방식으로 제조

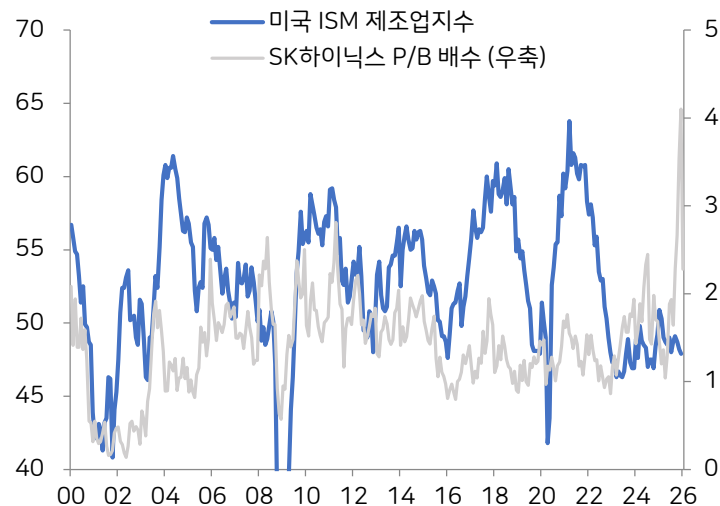
Nvidia의 대응: NAND / HBM / SRAM을 모두 활용한 AI Memory 전략

- Nvidia는 Rubin 플랫폼에 BlueField-4 DPU를 활용한 새로운 스토리지 레이어인 ICMS (Inference Context Memory Storage)를 도입할 것으로 CES에서 발표. ICMS는 LLM이 추론 과정에서 생성하는 방대한 KV Cache 데이터를 저장하기 위한 공간. 기존에는 이 데이터를 비싼 HBM에 두었으나, 모델의 문맥 (Context)이 길어지면서 HBM 용량만으로는 한계에 부딪혔고, 이를 보완하기 위해 대용량 NAND 플래시 기반의 eSSD를 활용
- Rubin GPU 1개당 약 16TB의 NAND가 할당되는 구조. CY26 전 세계 NAND 수요의 2.7%를 차지할 듯
- Rubin 아키텍처 이후로 Nvidia는 SRAM, HBM, NAND 세 가지를 하나로 묶는 계층형 AI Memory 전략을 완성하고자 하는 듯. SRAM은 책상, HBM은 책꽂이, NAND는 대형 창고의 역할을 수행
- SRAM: 연산에 즉각 필요한 현재의 단어 (토큰)를 처리. CY25 말 Groq 인수를 통해 확보한 기술을 바탕으로, On-Chip-SRAM의 활용 효율을 극대화해 칩 내부 SRAM에서 즉시 처리 함으로써, 챗봇이 답변을 시작하는 속도를 단축
- HBM: AI 모델의 매개변수와 현재 진행 중인 대화의 핵심 데이터를 보관. SRAM에 담기엔 크고 NAND에 두기엔 빠른 처리가 필요한 데이터들이 머무는 중간 정류장
- NAND: 방대한 KV Cache (과거 대화 내역 전체)를 저장. 사용자가 며칠 전 대화했던 내용이나 수만 페이지 분량의 PDF 문서를 AI가 읽어야 할 때, 이 방대한 데이터를 저렴하고 용량이 큰 NAND에 보관. 필요할 때 BlueField-4 DPU가 NAND에서 필요한 문맥만 선별해 HBM/SRAM으로 이동
- 만약 AI에게 "지난달에 분석했던 보고서 내용이랑 오늘 뉴스를 비교해줘"라고 시킨다면, NAND는 보관 중이던 수천 페이지의 지난달 보고서 데이터를 꺼내고, HBM은 오늘 뉴스의 내용과 모델의 지식을 로딩하며, SRAM은 GPU가 두 데이터를 빠르게 비교 연산하도록 돕는 시나리오
- 이러한 방향으로 진행될 경우 Rubin Ultra 이후 AI GPU의 HBM (기존에 KV Cache를 저장했던) 탑재량은 기존에 알려졌던 것 대비 축소되고, 반대로 NAND의 수요량이 증가할 것으로 판단됨. 또한 Rubin 아키텍처가 지향하는 SRAM-HBM-NAND 중심의 계층 구조는 기존 AI 서버에서 범용 DDR5 DRAM이 수행하던 역할을 상당 부분 대체하거나 축소시키는 방향으로 작용할 가능성이 큰 듯
- 과거에는 GPU의 HBM 용량이 부족해 남은 데이터를 CPU와 연결된 DDR5로 보내 저장. 그러나 Rubin은 이 역할을 NAND (ICMS)가 직접 가져가도록 설계. 이 과정에서 DDR5를 거쳐야 했던 경로가 생략되면서, AI 연산만을 위한 DDR5의 중요도와 수요는 상대적으로 낮아질 듯
- Nvidia가 Groq의 기술을 흡수하고 NAND를 GPU 옆에 붙이는 행보는, 결국 느린 CPU-DDR5 경로를 거치지 않고 직접 모든 것을 처리하겠다는 의도인 듯. 이는 Memory 반도체 업체들에게 DDR5보다는 HBM, CXL (공유 Memory), eSSD에 더 집중해야 한다는 의미로 판단됨

미국 ISM 제조업지수: 반도체 주가에 대한 영향력 대폭 약화

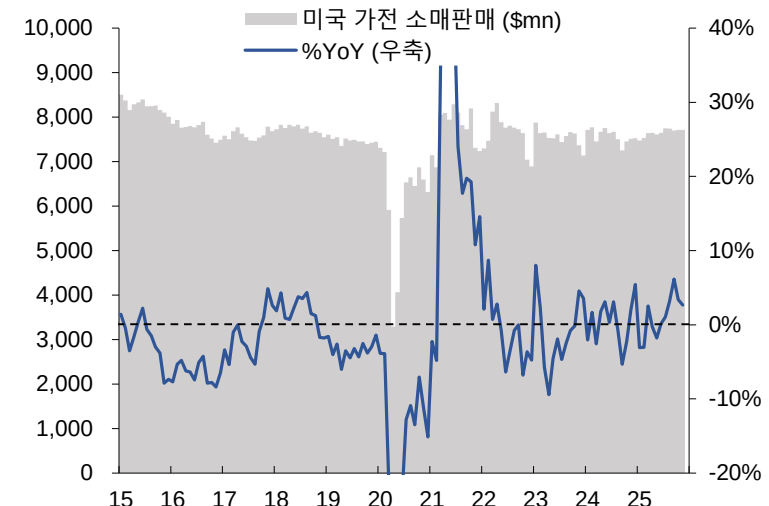
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 12월에 47.9를 기록해 전월의 48.2에서 추가 하락. 최근 동지수는 상승과 하락을 반복 중
- 12월 지수의 세부 지표를 보면 신규 주문 (47.4 -> 47.7), 고용 (44.0 -> 44.9)은 상승했고 생산 (51.4 -> 51.0), 재고 (48.9 -> 45.2)는 하락, 가격 (58.5 -> 58.5)은 유지한 것으로 나타났음
- 관세 부과와 미국 ISM 제조업 지수에 대한 영향은 이제 거의 사라진 것으로 보임. 향후 미국 ISM 제조업 지수는 상승과 하락이 반복되는 모습이 예상됨
- 역사적으로 미국 ISM 제조업 지수와 동행해온 반도체 주식의 P/B 배수는 최근 미국 ISM 제조업 지수를 크게 아웃퍼폼하는 모습. 이는 과거와 달리 AI 투자 강도 등 산업적 요소와 업체 경쟁력 요인 등이 매크로 경기 요인보다 반도체 주가에 더 큰 영향을 주고 있음을 의미

<그림21> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림22> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률

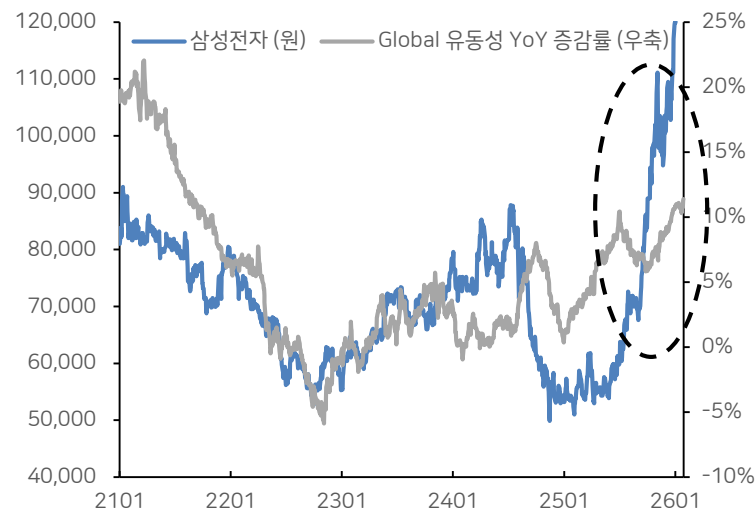


자료 : Datastream

Global 유동성 증감률: 1H26에 하락 예상되나...

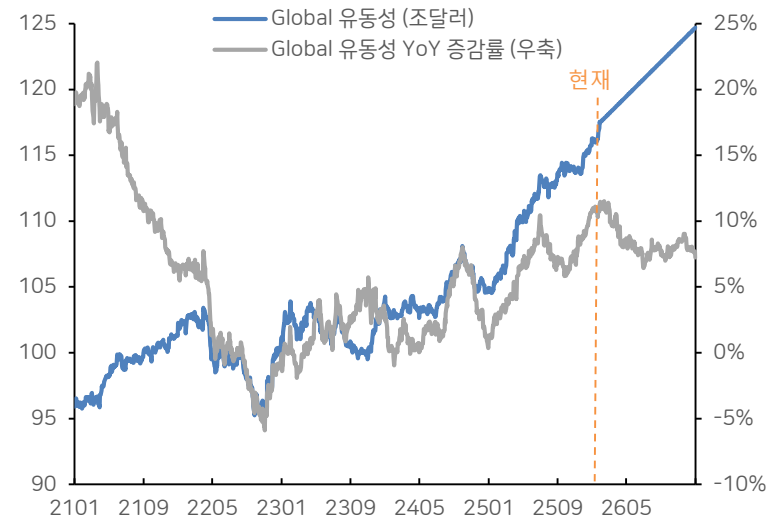
- 최근에는 주가가 Global 유동성 YoY 증감률을 약간 선행 중이나 현재까지도 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음
- 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락했음. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 단기 조정 국면에 진입. 9월부터는 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 증가하고 유동성 YoY 증감률의 상승이 재개됨에 따라 반도체 주가가 다시 강세를 보이고 있음
- 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도, YoY 증감률은 1H26에 하락할 것으로 예상됨. 단 최근 반도체 주가에는 Macro 요인보다 경기와 상관없는 강력한 AI 투자에 따른 업황 강세 및 기업 자체 경쟁력 요인이 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음
- 따라서 Global 유동성 YoY 증감률이 1Q26 초 이후 하락하더라도 AI 투자가 강력하게 유지되고 현물가격 상승세가 지속된다면, 반도체 주가는 3Q25의 경우처럼 소폭의 단기 조정 이후 상승세를 지속할 가능성이 높음

<그림23> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림24> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

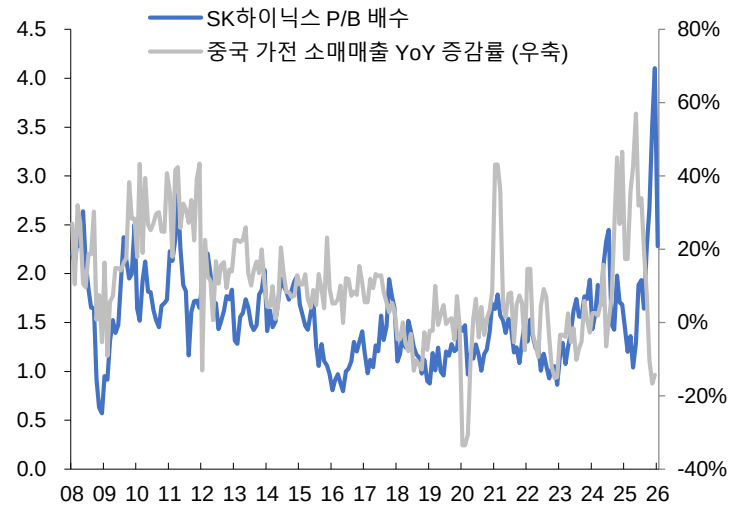


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 둔화 가능성

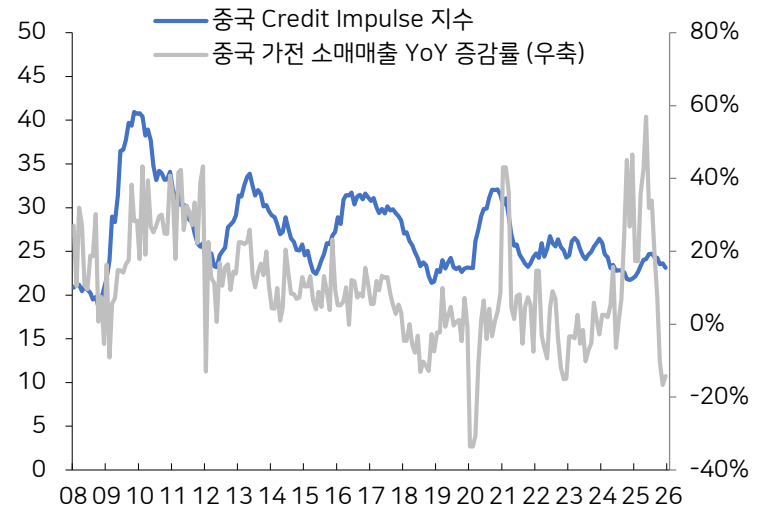
- CY24 12월부터 6월까지 반등한 중국 Credit Impulse 지수는 7월 이후 12월까지 전반적으로 하락세
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승하다 6월 이후 급락세

<그림25> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림26> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

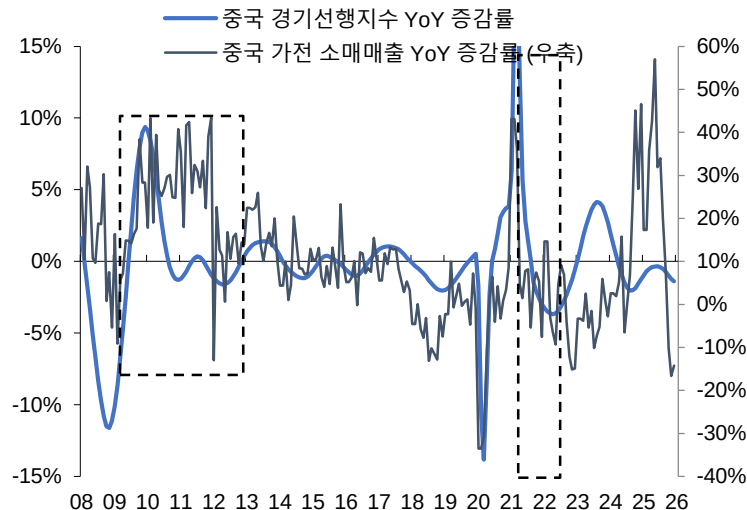


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 둔화 가능성

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY25 9월 이후 하락하다 12월에 반등하는 모습. 반면 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 7월 이후 12월까지 지속 하락세. 만약 중국 경기 선행 지표들의 하락이 추세화되면 1Q26 이후 중국 경기 및 IT 수요가 둔화될 가능성이 있음
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률도 최근 부진한 모습
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국 경기가 부진해질 경우 중국의 PC, 스마트폰용 반도체 수요가 악화 되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음
- 반면 중국 정부의 강력한 AI 투자 의지를 감안 시 CY26에도 중국 빅테크 업체들의 서버 생산은 대폭 증가하고 중국 서버용 Memory 반도체 출하는 강세를 유지할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림27> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림28> 중국 M2 YoY 증감률 추이

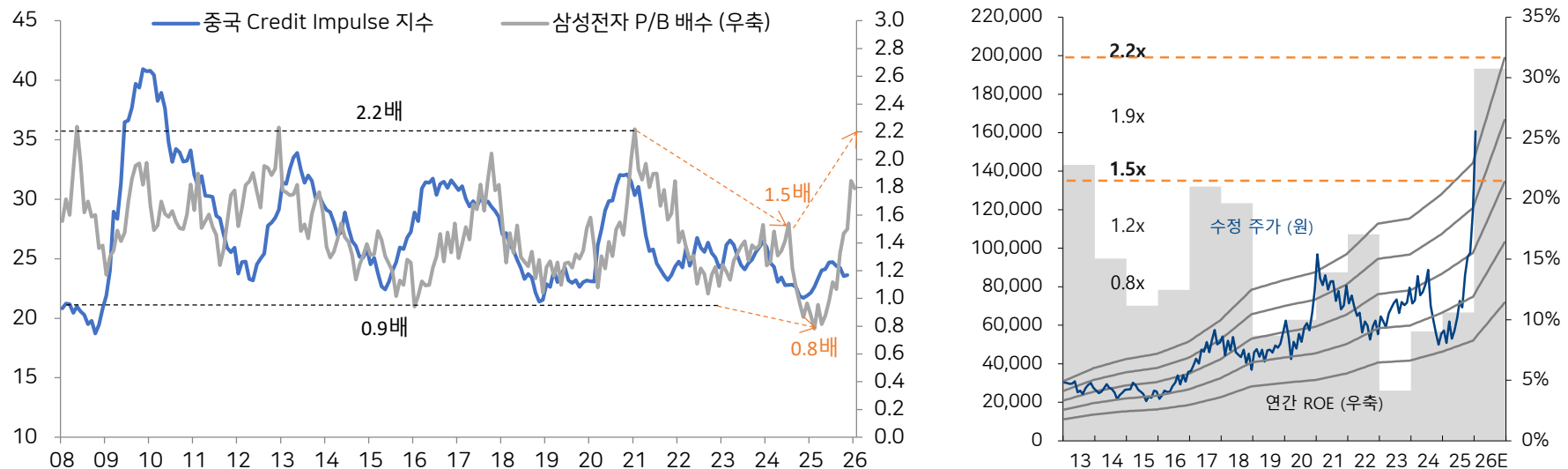


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 과거 고점 배수로의 회복

- 삼성전자의 FY26 영업이익은 211조원으로 YoY 384% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 89,613원
- FY26 예상 BPS에 동사 최근 중간 P/B 배수 1.2배를 적용할 경우 10.8만원의 주가가 도출되며 현주가는 이를 이미 대폭 상회
- HBM에서의 부진에 따라 동사 P/B 밴드가 하향 조정된 바 있으나 HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 P/B 밴드가 과거 수준으로 상향 중임
- 동사 경쟁력이 회복되었고 당분간 반도체 호황이 지속될 전망이며 FY26 ROE가 역사적 고점 수준이므로 동사 과거 고점 P/B 배수 2.2배를 적용하지 못할 이유가 없음. 이를 감안 시 20만원의 목표주가 도출
- CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 20만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯

<그림29> 중국 Credit Impulse 지수와 삼성전자 P/B 밴드

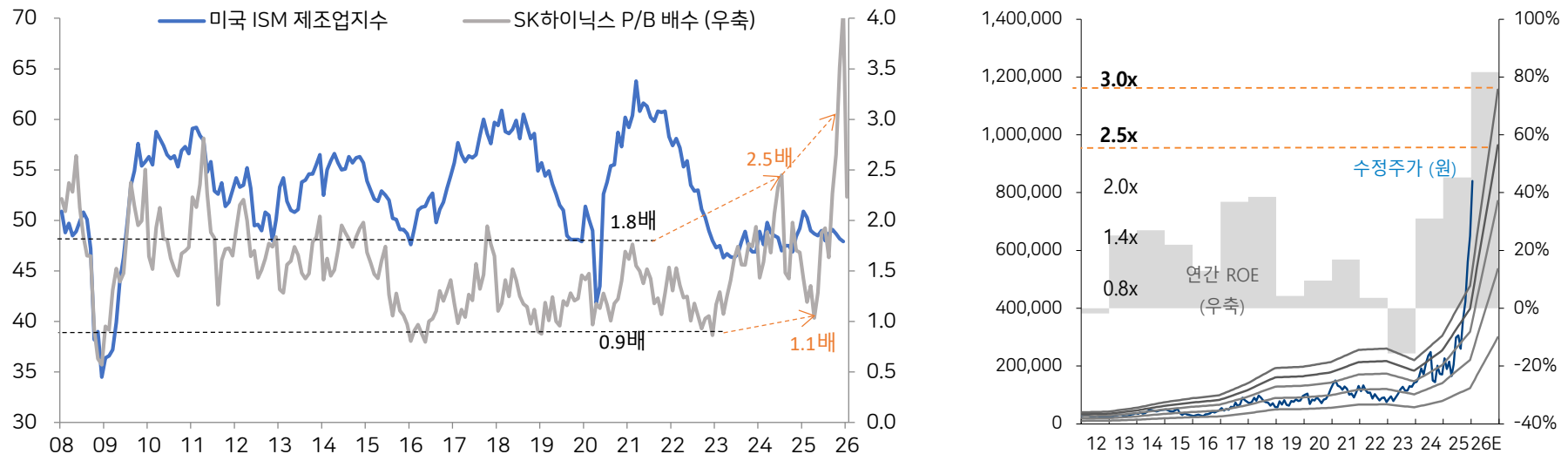


자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: P/B 3.0배 가능

- SK하이닉스의 FY26 영업이익은 199조원으로 YoY 321% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 385,495원
- FY26 예상 BPS에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.0배를 적용하면 77만원의 주가 도출. 동사 주가는 77만원을 이미 상회 중이고 이는 CY26 반도체 업황이 호황이므로 동사 목표 주가에 중간 이상의 P/B 배수가 적용되어야 하기 때문
- CY26 내내 반도체 호황이 이어지고 CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 (MU P/B 배수)로 상향될 수 있고, FY26 BPS에 적용 시 목표주가는 116만원으로 상향 가능
- CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 116만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯

<그림30> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

완전한 경쟁력 회복과 실적 대폭 개선

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	200,000원(유지)
증가(2026.01.30)	160,500원
상승여력	24.6 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	1,045,612십억원
외국인지분율	51.8%
52주 주가	51,000~162,400원
60일평균거래량	24,018,940주
60일평균거래대금	2,920.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.0	54.4	121.3	199.3
상대수익률	10.1	26.6	60.9	93.4



[투자포인트]

- 2월 이후로 미뤄진 1Q26 협상에서 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격의 상승률은 역대급으로 높은 수준을 기록할 듯. 1Q26에 고정거래가격이 85% 상승하고 2Q26와 3Q26에 추가적으로 15%, 5% 상승 시, 1Gb 기준 Legacy DRAM 가격이 역사적 최상단이었던 \$1에 도달. 당사는 이러한 가격 가정을 동사 실적 전망에 반영. 동사 1Q26 영업이익은 42.3조원 (QoQ +111%), FY26 영업이익은 211.2조원 (YoY +384%)으로 전망됨
- 당사는 1Q26 내 HBM4 공급을 개시할 전망이며 Core DRAM에 1C 나노, Logic Die에 4 나노를 채택해 속도 측면에서도 가장 유리. 당사는 HBM 부문에서 완전히 경쟁력을 회복한 듯
- KV Cache 저장용 eSSD의 수요가 CY26 전세계 NAND 수요의 2.7%를 차지하고 향후 빠르게 증가할 전망임. 당사는 NAND 업계 1위 생산 업체로서 가장 큰 수혜를 입을 것으로 판단됨
- 단 2Q26 이후 본격화될 Memory BOM Cost 부담이 업황에 미칠 영향은 아직 Risk 요인임
- HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 P/B 밴드가 과거 수준으로 회복 중. 또한 당분간 반도체 호황이 지속될 전망이며 FY26 ROE가 역사적 고점 수준이므로, 동사 과거 고점 P/B 배수 2.2배를 적용하지 못할 이유가 없음. P/B 2.2배를 FY26 예상 BPS에 적용하면 20만원의 목표주가 도출. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 20만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 것으로 판단

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	333,606	526,469	473,822
영업이익(십억원)	32,726	43,601	211,225	151,963
순이익(십억원)	33,621	44,118	161,498	121,534
EPS(원)	4,950	6,495	23,775	17,892
BPS(원)	57,663	64,998	89,613	108,345
PER(배)	10.7	24.7	6.8	9.0
PBR(배)	0.9	2.5	1.8	1.5
ROE(%)	9.0	10.6	30.8	18.1
배당수익률(%)	2.7	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	3.5	10.1	3.1	3.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표8> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY24	FY25	FY26E
전사	매출	79,141	74,566	86,062	93,837	120,627	128,353	143,564	133,924	300,871	333,606	526,469
	매출총이익	28,131	25,497	33,500	44,306	66,063	74,553	83,269	81,421	114,309	131,434	305,306
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.9%	47.2%	54.8%	58.1%	58.0%	60.8%	38.0%	39.4%	58.0%
	영업이익	6,685	4,676	12,166	20,074	42,338	51,647	60,292	56,949	32,726	43,601	211,225
	영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	35.1%	40.2%	42.0%	42.5%	10.9%	13.1%	40.1%
DS	매출	25,073	27,883	33,119	44,005	67,771	80,062	89,656	86,330	111,069	130,081	323,819
	매출총이익	5,507	5,166	11,678	21,399	45,143	55,517	63,558	60,805	32,807	43,751	225,024
	매출총이익률	22.0%	18.5%	35.3%	48.6%	66.6%	69.3%	70.9%	70.4%	29.5%	33.6%	69.5%
	영업이익	1,123	393	6,964	16,417	40,047	50,071	57,782	54,822	15,156	24,896	202,722
	영업이익률	4.5%	1.4%	21.0%	37.3%	59.1%	62.5%	64.4%	63.5%	13.6%	19.1%	62.6%
SDC	매출	5,910	6,400	8,092	9,503	6,265	6,937	7,937	7,984	29,140	29,904	29,123
	매출총이익	5,365	5,444	6,221	7,259	5,623	5,513	6,213	6,565	23,218	24,288	23,914
	매출총이익률	90.8%	85.1%	76.9%	76.4%	89.7%	79.5%	78.3%	82.2%	79.7%	81.2%	82.1%
	영업이익	500	501	1,199	2,003	601	413	1,035	1,151	3,760	4,203	3,201
	영업이익률	8.5%	7.8%	14.8%	21.1%	9.6%	6.0%	13.0%	14.4%	12.9%	14.1%	11.0%
MX/네트워크	매출	37,006	29,207	34,106	29,297	35,529	30,125	35,294	29,725	117,229	129,616	130,672
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	10,980	8,887	9,638	8,209	39,831	44,325	37,715
	매출총이익률	33.6%	34.0%	34.5%	34.8%	30.9%	29.5%	27.3%	27.6%	34.0%	34.2%	28.9%
	영업이익	4,300	3,100	3,602	1,908	1,410	828	1,030	717	10,661	12,910	3,986
	영업이익률	11.6%	10.6%	10.6%	6.5%	4.0%	2.7%	2.9%	2.4%	9.1%	10.0%	3.1%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,900	17,915	17,894	19,413	17,810	18,068	17,827	18,266	70,695	73,122	71,971
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	10,980	8,887	9,638	8,209	39,831	44,325	37,715
	매출총이익률	69.5%	55.4%	65.8%	52.5%	61.7%	49.2%	54.1%	44.9%	56.3%	60.6%	52.4%
	영업이익	600	704	295	-288	117	357	339	224	3,071	1,311	1,036
	영업이익률	3.4%	3.9%	1.7%	-1.5%	0.7%	2.0%	1.9%	1.2%	4.3%	1.8%	1.4%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표9> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25	FY26E
원/달러 환율 (원)		1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,401	1,388	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394	1,305	1,367	1,426	1,415
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	27,835	28,417	28,691	30,380	32,413	30,737	81,698	93,428	101,862	122,221
	%QoQ / %YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	16%	2%	1%	6%	7%	-5%	11%	14%	9%	20%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	0.9	1.0	1.1	1.1	0.2	0.3	0.4	1.0
	%QoQ / %YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	41%	55%	14%	7%	2%	-44%	62%	27%	138%
	매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	16,554	25,903	31,188	35,441	34,283	17,279	31,974	44,432	126,816
	%QoQ / %YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	43%	56%	20%	14%	-3%	-39%	85%	39%	185%
	영업이익 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	24,070	37,275	44,412	49,936	47,791	22,541	43,723	63,380	179,414
NAND	%QoQ / %YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	50%	55%	19%	12%	-4%	-37%	94%	45%	183%
	영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	13,916	26,818	33,439	38,481	36,689	-985	12,773	27,411	135,427
	영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	58%	72%	75%	77%	77%	-4%	29%	43%	75%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	52,810	48,675	51,207	55,477	59,941	57,695	158,613	178,991	186,907	224,320
	%QoQ / %YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	10%	-8%	5%	8%	8%	-4%	14%	13%	4%	20%
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.1	0.2	0.1	0.4
	%QoQ / %YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	6%	26%	80%	10%	5%	0%	-47%	63%	-6%	139%
System LSI	매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	8,670	16,417	19,565	22,196	21,364	15,410	28,387	27,719	79,543
	%QoQ / %YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	16%	89%	19%	13%	-4%	-39%	84%	-2%	187%
	매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	12,606	23,625	27,860	31,274	29,782	20,073	38,752	39,649	112,541
	%QoQ / %YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	22%	87%	18%	12%	-5%	-38%	93%	2%	185%
	영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	3,885	14,429	17,911	20,539	19,298	-11,296	7,208	4,267	72,176
	영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	31%	61%	64%	66%	65%	-56%	19%	11%	64%
	매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	6,914	6,501	7,459	8,119	8,434	22,460	26,590	25,952	30,512
디스플레이	%QoQ / %YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	7%	-6%	15%	9%	4%	-25%	18%	-2%	18%
	영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-1,460	-1,319	-1,381	-1,314	-1,217	-2,571	-5,422	-7,097	-5,232
	영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-21%	-20%	-19%	-16%	-14%	-11%	-20%	-27%	-17%
	출하량 (백만개)	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	196.9	215.3	150.9	170.2	204.2	214.4	716.0	747.0	709.3	739.7
	%QoQ / %YoY	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	25%	9%	-30%	13%	20%	5%	-15%	4%	-5%	4%
	ASP (\$)	28	29	29	28	29	29	30	30	29	29	28	27	33	29	30	28
	%QoQ / %YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	2%	2%	-5%	-1%	-4%	-3%	5%	-14%	4%	-6%
휴대폰 / Tablet	매출 (백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,832	6,536	4,354	4,871	5,633	5,728	23,766	21,312	21,000	20,586
	%QoQ / %YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	28%	12%	-33%	12%	16%	2%	-11%	-10%	-1%	-2%
	매출 (십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	8,092	9,503	6,265	6,937	7,937	7,984	30,969	29,140	29,904	29,123
	%QoQ / %YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	17%	-34%	11%	14%	1%	-10%	-6%	3%	-3%
	중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-45	-47	-50	-61	-58	-60	-116	-215	-176	-230
	소형 영업이익 (십억원)	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%	-34%	-15%	-7%	-8%
	영업이익률	351	1,084	1,585	956	540	546	1,244	2,049	652	475	1,093	1,212	5,686	3,975	4,379	3,431
TV	영업이익 (십억원)	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	23%	16%	12%	8%	19%	14%	16%	12%
	전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,199	2,003	601	413	1,035	1,151	5,569	3,760	4,203	3,201
	영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	21%	10%	6%	13%	14%	18%	13%	14%	11%
	출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	67.6	67.3	63.2	67.8	63.3	260.9	260.3	273.4	261.6
	%QoQ / %YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-3%	0%	-6%	7%	-7%	-13%	0%	5%	-4%
	ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	343	285	356	324	359	325	310	319	322	341
	%QoQ / %YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-17%	25%	-9%	11%	-10%	8%	3%	1%	6%
기타	매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	19,281	23,947	20,460	24,328	20,531	80,891	83,063	88,054	89,267
	%QoQ / %YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-19%	24%	-15%	19%	-16%	-6%	3%	6%	1%
	매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	28,034	34,460	29,135	34,279	28,620	105,126	113,105	125,371	126,494
	%QoQ / %YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-16%	23%	-15%	18%	-17%	-5%	8%	11%	1%
	영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	1,755	1,268	694	949	628	12,899	10,518	12,480	3,540
	영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	6.3%	3.7%	2.4%	2.8%	2.2%	12.3%	9.3%	10.0%	2.8%
	출하량 (백만개)	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.6	10.7	9.1	8.8	9.7	10.7	36.7	37.6	37.4	38.3
기타	%QoQ / %YoY	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	13%	12%	-16%	-3%	10%	10%	-6%	3%	-1%	2%
	ASP (\$)	558	564	519	524	529	535	492	514	519	525	483	483	563	540	517	501
	%QoQ / %YoY	0%	1%	-8%	1%	1%	1%	-8%	4%	1%	1%	-8%	0%	-5%	-4%	-4%	-3%
	매출 (백만불)	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,518	4,709	5,522	4,707	4,638	4,694	5,163	20,632	20,308	19,335	19,202
	%QoQ / %YoY	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	4%	17%	-15%	-1%	1%	10%	-10%	-2%	-5%	-1%
	매출 (십억원)	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,534	8,029	6,774	6,605	6,614	7,198	26,842	27,740	27,560	27,190
	%QoQ / %YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	23%	-16%	-2%	0%	9%	-10%	3%	-1%	-1%
기타	영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	6	-113	-28	43	43	47	1,895	1,431	395	106
	영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	0%	-1%	0%	1%	1%	1%	7%	5%	1%	0%
	매출 (십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	5,428	4,682	5,728	5,946	5,405	4,115	30,922	21,821	21,970	21,195
	영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	485	88	567	528	559	354	1,056	2,457	1,942	2,008
	매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	93,837	120,627	128,353	143,564	133,924	258,935	300,871	333,606	526,469
	%QoQ / %YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	5%	15%	9%	29%	6%	12%	-7%	-14%	16%	11%	58%
	영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	20,074	42,338	51,647	60,292	56,949	6,567	32,726	43,601	211,225
	영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	21%	35%	40%	42%	43%	3%	11%	13%	40%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		227,062	285,468	465,301	603,336
현금 및 현금성자산		53,706	99,829	211,418	360,909
단기금융자산		58,946	58,946	58,946	64,841
매출채권		53,246	59,039	93,171	83,854
재고자산		51,755	57,386	90,561	81,505
비유동자산		287,470	289,378	298,042	298,997
유형자산		205,945	210,157	220,570	222,820
무형자산		23,739	20,705	18,227	16,203
자산총계		514,532	574,847	763,343	902,333
유동부채		93,326	102,730	120,037	128,788
매입채무		12,370	13,716	21,646	19,481
단기차입금		13,173	13,173	13,173	13,173
유동성장기부채		2,207	2,207	2,207	2,207
비유동부채		19,014	19,014	19,014	19,014
사채		15	15	15	15
장기차입금		3,936	3,936	3,936	3,936
부채총계		112,340	121,743	139,051	147,802
지배주주지분		391,688	441,510	608,712	735,951
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	403,490	553,848	664,242
기타자본항목		15,873	32,718	49,563	66,408
비지배주주지분		10,504	11,594	15,580	18,581
자본총계		402,192	453,103	624,293	754,532

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	84,805	159,120	197,917
당기순이익		34,451	45,207	165,485	124,535
유형자산감가상각비		39,650	43,308	44,587	47,750
무형자산상각비		2,981	3,033	2,478	2,024
지분법관련손실(이익)		751	751	751	751
투자활동 현금흐름		-85,382	-40,773	-48,253	-49,148
유형자산의 처분(취득)		-51,250	-47,520	-55,000	-50,000
무형자산의 처분(취득)		-2,319	-	-	-
금융상품의 증감		-35,620	-	-	-5,895
재무활동 현금흐름		-7,797	-9,819	-11,149	-11,149
단기금융부채의증감		5,871	-	-	-
장기금융부채의증감		-960	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-10,889	-9,811	-11,141	-11,141
현금및현금성자산의증감		-15,375	46,123	111,589	149,491
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	99,829	211,418
기말현금및현금성자산		53,706	99,829	211,418	360,909

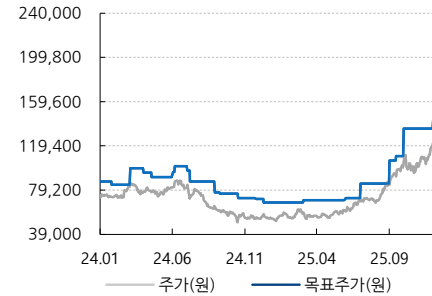
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		300,871	333,606	526,469	473,822
증가율(%)		16.2	10.9	57.8	-10.0
매출원가		186,562	202,172	221,163	236,911
매출총이익		114,309	131,434	305,306	236,911
판매비와관리비		81,583	87,832	94,080	84,948
연구개발비		34,998	36,697	38,432	34,589
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	43,601	211,225	151,963
증가율(%)		398.3	33.2	384.4	-28.1
영업이익률(%)		10.9	13.1	40.1	32.1
이자수익		16,703	16,647	19,995	24,657
이자비용		12,986	13,048	12,855	12,855
지분법이익(손실)		751	751	751	751
기타영업외손익		335	1,530	1,530	1,530
세전계속사업이익		37,530	49,481	220,647	166,046
법인세비용		3,078	4,275	55,162	41,512
세전계속이익률(%)		12.5	14.8	41.9	35.0
당기순이익		34,451	45,207	165,485	124,535
순이익률(%)		11.5	13.6	31.4	26.3
지배주주귀속 순이익		33,621	44,118	161,498	121,534
기타포괄이익		16,845	16,845	16,845	16,845
총포괄이익		51,296	62,052	182,330	141,380
지배주주귀속총포괄이익		50,061	60,557	177,937	137,974

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		4,950	6,495	23,775	17,892
BPS		57,663	64,998	89,613	108,345
CFPS		11,226	13,317	30,704	25,220
DPS		1,446	1,649	1,649	1,649
Valuation(배)					
PER		10.7	24.7	6.8	9.0
PBR		0.9	2.5	1.8	1.5
PCR		4.7	12.1	5.2	6.4
EV/EBITDA		3.5	10.1	3.1	3.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.0	10.6	30.8	18.1
EBITDA이익률		25.0	27.0	49.1	42.6
부채비율		27.9	26.9	22.3	19.6
순부채비율		-23.2	-30.8	-40.2	-53.9
매출채권회전율(x)		6.2	5.9	6.9	5.4
재고자산회전율(x)		5.8	6.1	7.1	5.5

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%
2025-01-08	Buy	68,000	-17.8%	-9.1%
2025-04-02	Buy	70,000	-19.1%	-12.4%
2025-06-30	Buy	72,000	-10.0%	0.8%
2025-07-31	Buy	85,000	-13.3%	1.3%
2025-09-30	Buy	106,000	-14.5%	-10.9%
2025-10-14	Buy	110,000	-10.6%	-7.3%
2025-10-30	Buy	135,000	-22.3%	-11.2%
2026-01-02	Buy	160,000	-12.9%	-11.9%
2026-01-29	Buy	200,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가 대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가 대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가 대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자 비율 등급 공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

SK하이닉스(000660)

역대급 분기 가격 상승 예상

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,160,000원(유지)
증가(2026.01.30)	909,000원
상승여력	27.6 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	626,810십억원
외국인지분율	53.4%
52주 주가	164,800~861,000원
60일평균거래량	4,147,618주
60일평균거래대금	2,643.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	32.3	51.6	226.8	289.6
상대수익률	8.4	23.8	166.3	183.8



[투자포인트]

- 1Q26 DRAM, NAND 고정거래가격이 역사적으로 가장 높은 분기 가격 상승률을 기록할 전망이며, 가격 상승 추세는 적어도 3Q26까지 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨. SK하이닉스의 1Q26와 FY26 영업이익은 40.0조원 (QoQ +108%)과 198.8조원 (YoY +321%)에 달할 것으로 추정됨. 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 385,495원
- CY26 내내 반도체 호황이 이어지고 CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우, 동사 고점 P/B 배수가 3.0배 (MU P/B 배수) 이상으로 상향될 수 있음. P/B 3.0배를 FY26 BPS에 적용 시 목표주가는 116만원으로 도출되며, CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 116만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 전망이다
- 동사 FY25 연간 주당 배당금은 기존의 1,500원에서 3,000원으로 상향되었고 동사는 주당가치 제고를 위해 보유 자사주 중 15.3백만주 (지분율 2.1%)를 소각할 예정. 만약 ADR 상장이 실행된다면 동사의 대규모 자사주 매입이 나타날 수 있음. 또한 올해 동사 이익과 현금흐름이 대폭 개선될 전망이므로 추가적인 주주환원 정책이 실행될 가능성이 매우 높은 것으로 판단됨
- Memory BOM Cost 부담에 따라 PC, 스마트폰, 일반 서버 업체들은 제품 가격을 10~30% 인상 중이며 저가 제품에서 DRAM 탑재량을 줄이기 시작. 1Q26의 Memory 가격 추가 급등에 따라 BOM Cost 부담은 더욱 심화될 전망이다. 올해 서버 출하량이 10% 이상 증가해 동 영향을 상쇄할 수 있을지가 호황 지속 여부를 결정할 듯

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	97,147	258,508	222,963
영업이익(십억원)	23,467	47,206	198,835	145,971
순이익(십억원)	19,789	42,930	159,625	119,619
EPS(원)	27,182	58,970	223,972	167,839
BPS(원)	101,515	159,359	385,495	552,184
PER(배)	6.4	14.6	3.8	5.1
PBR(배)	1.7	5.4	2.2	1.6
ROE(%)	31.1	45.2	81.7	35.8
배당수익률(%)	1.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	10.1	2.3	2.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표10> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	18,896	23,513	25,577	25,770	25,802	28,056	29,819	28,805	66,563	75,982	93,756	112,483
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	8.8%	0.8%	0.1%	8.7%	6.3%	-3.4%	13.1%	14.1%	23.4%	20.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.53	0.65	1.06	1.21	1.28	1.28	0.25	0.43	0.55	1.21
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.9%	24.0%	62.9%	13.7%	6.0%	-0.3%	-36.8%	75.5%	27.6%	119.9%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,467	16,820	27,440	33,912	38,198	36,784	16,390	32,828	51,681	136,334
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	38,350	42,047	41,322	43,497	45,672	43,497	131,867	130,645	144,206	173,987
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	-5.0%	9.6%	-1.7%	5.3%	5.0%	-4.8%	23.6%	-0.9%	10.4%	20.7%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.10	0.13	0.24	0.26	0.27	0.27	0.06	0.12	0.11	0.26
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	11.0%	31.0%	80.0%	10.0%	5.0%	0.0%	-43.3%	90.8%	-7.5%	145.5%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,862	5,547	9,812	11,362	12,526	11,930	7,982	15,093	15,408	45,630
기타 매출 (백만달러)	316	294	291	209	199	198	188	159	563	492	1,110	744
연결기준 매출 (백만달러)	12,132	15,870	17,619	22,577	37,451	45,473	50,912	48,873	24,935	48,414	68,198	182,708
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394	1,314	1,366	1,424	1,415
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,449	32,827	53,892	64,753	71,735	68,129	32,766	66,123	97,147	258,508
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,420	10,250	10,311	10,930	11,377	10,917	33,299	34,364	38,456	43,535
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,029	22,576	43,580	53,823	60,357	57,212	-533	31,759	58,690	214,973
판매비 (십억원)	2,661	2,770	2,646	3,407	3,620	3,781	3,940	4,796	7,197	8,361	11,484	16,138
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	11,383	19,170	39,960	50,042	56,417	52,416	-7,730	23,398	47,206	198,835
영업이익률	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	74.1%	77.3%	78.6%	76.9%	-23.6%	35.4%	48.6%	76.9%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,972	15,761	30,548	38,798	43,930	41,099	1,021	21,070	43,515	154,375
%/Sales	53.7%	56.2%	58.7%	64.4%	77.4%	80.3%	81.6%	80.2%	4.7%	46.9%	59.1%	80.0%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	396	3,396	9,401	11,233	12,476	11,308	-8,763	2,345	3,630	44,419
%/Sales	0.7%	-3.6%	7.4%	42.1%	66.6%	69.4%	70.7%	68.0%	-83.6%	11.4%	16.5%	68.8%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	71,973	218,137	327,366
현금 및 현금성자산		11,205	34,453	143,964	260,536
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	14,572	25,851	22,296
재고자산		13,314	14,572	38,776	33,444
비유동자산		77,576	91,076	109,258	117,657
유형자산		60,157	75,049	93,515	102,115
무형자산		4,019	3,395	2,894	2,492
자산총계		119,855	163,048	327,396	445,022
유동부채		24,965	26,030	31,582	30,359
매입채무		2,277	3,342	8,894	7,671
단기차입금		1,283	1,283	1,283	1,283
유동성장기부채		3,969	3,969	3,969	3,969
비유동부채		20,974	20,974	20,974	20,974
사채		12,409	12,409	12,409	12,409
장기차입금		7,208	7,208	7,208	7,208
부채총계		45,940	47,004	52,556	51,333
지배주주지분		73,903	116,014	274,743	393,543
자본금		3,658	3,658	3,581	3,581
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	106,281	263,839	381,392
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	30	96	146
자본총계		73,916	116,044	274,840	393,689

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	51,956	144,332	146,317
당기순이익		19,797	42,948	159,692	119,669
유형자산감가상각비		11,985	12,609	16,533	21,400
무형자산상각비		596	624	501	402
지분법관련손실(이익)		-38	-38	-38	-38
투자활동 현금흐름		-18,005	-29,894	-34,400	-29,416
유형자산의 처분(취득)		-15,898	-27,500	-35,000	-30,000
무형자산의 처분(취득)		-697	-	-	-
금융상품의 증감		-1,577	-3,310	-316	-332
재무활동 현금흐름		-8,704	-2,116	-2,739	-2,663
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-7,376	-	-	-
자본의증감		-	-	-77	-
배당금지급		-826	-1,520	-2,067	-2,067
현금및현금성자산의증감		3,618	23,248	109,511	116,572
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	34,453	143,964
기말현금및현금성자산		11,205	34,453	143,964	260,536

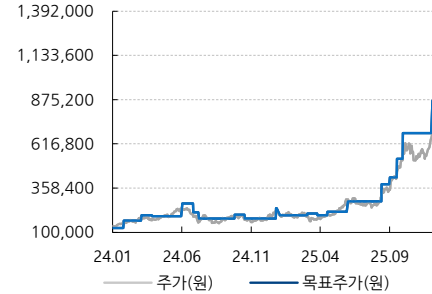
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	97,147	258,508	222,963
증가율(%)		102.0	46.8	166.1	-13.8
매출원가		34,365	38,456	43,535	62,905
매출총이익		31,828	58,690	214,973	160,058
판매비와관리비		8,361	11,484	16,138	14,086
연구개발비		4,436	5,440	6,463	5,574
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	47,206	198,835	145,971
증가율(%)		흑전	101.2	321.2	-26.6
영업이익률(%)		35.5	48.6	76.9	65.5
이자수익		4,855	5,422	5,586	8,422
이자비용		5,708	5,179	4,768	4,768
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	3,054	-	-
세전계속사업이익		23,885	50,466	199,615	149,586
법인세비용		4,088	7,518	39,923	29,917
세전계속이익률(%)		36.1	51.9	77.2	67.1
당기순이익		19,797	42,948	159,692	119,669
순이익률(%)		29.9	44.2	61.8	53.7
지배주주귀속 순이익		19,789	42,930	159,625	119,619
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	44,195	160,939	120,917
지배주주귀속총포괄이익		21,036	44,177	160,872	120,866

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	58,970	223,972	167,839
BPS		101,515	159,359	385,495	552,184
CFPS		44,464	77,146	247,873	198,431
DPS		2,204	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)					
PER		6.4	14.6	3.8	5.1
PBR		1.7	5.4	2.2	1.6
PCR		3.9	11.2	3.5	4.3
EV/EBITDA		3.8	10.1	2.3	2.3
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	45.2	81.7	35.8
EBITDA이익률		54.5	62.2	83.5	75.2
부채비율		62.2	40.5	19.1	13.0
순부채비율		14.4	-13.7	-45.7	-61.6
매출채권회전율(x)		6.5	7.0	12.8	9.3
재고자산회전율(x)		4.9	7.0	9.7	6.2

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000	-4.9%	3.0%
2025-05-16	Hold	220,000	5.5%	33.2%
2025-06-30	Hold	280,000	-3.0%	9.6%
2025-09-12	Buy	380,000	-8.4%	-5.0%
2025-09-30	Buy	420,000	-3.5%	1.9%
2025-10-16	Buy	530,000	-6.7%	0.9%
2025-10-29	Buy	680,000	-16.1%	-4.3%
2026-01-02	Buy	870,000	-13.5%	-3.3%
2026-01-29	Buy	1,160,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-