

[반도체]

2026.04.01

Overweight

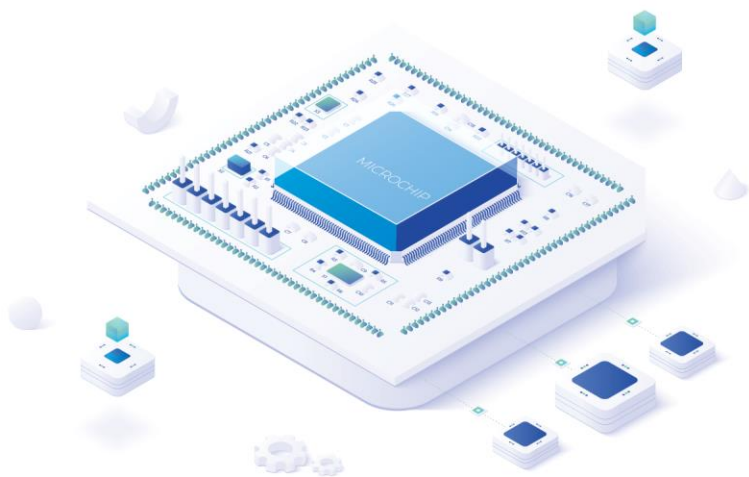
In-Depth Report

[月刊 반도체 4월]

스태그플레이션 우려 Vs 살아있는 업황

현물가격과 빅테크 Capex 증가율에 주목 필요

[반도체]
송명섭 2122-9207
mssong@imfnsec.com





CONTENTS

[산업 분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	17
IV . 이슈 분석	23
V . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	36

[기업 분석]

삼성전자(005930)	42
SK하이닉스(000660)	47

Summary

수요 전망

- 당사는 CY26 PC, 스마트폰 출하 증가율 전망치를 -7%로 하향했으며 추가 하향 조정 가능성도 높음. 반면 당사는 빅테크 Capex YoY 증가율이 92%로 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +12%로 상향. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 20.3%로 전망되어 생산 증가율 예상치 19.7%를 상회
- 당사의 현재 CY26 PC 출하 증가율 전망치는 -7.0%. 단 2월까지의 누적 출하량 YoY 증감률이 -11%임을 감안 시 CY26 출하량 증감률 전망치는 추가 하향 조정될 가능성이 높음. Lenovo, HP, Dell은 이미 2Q26에 단계적 추가 PC 가격 인상을 밝힌 상황
- 시장 조사 기관들은 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 -3.5 ~ -15.0%를 기록할 것으로 예상 중. 당사 신규 전망치는 -6.8%. PC와 스마트폰 생산 계획 조정은 2Q26부터 본격화될 전망이며, CY26 2월까지의 중국 누적 스마트폰 출하량 YoY 증감률이 -14.3%를 기록함에 따라 이미 중국 스마트폰 발 Memory 반도체 주문은 둔화 조짐 발생 중
- 중국 향 Nvidia GPU 출하가 제한되며 Nvidia의 GPU 1개가 처리할 연산을 성능이 떨어지는 Huawei GPU 1.5 ~ 2개가 나눠서 처리하게 되면서, 이를 지원하기 위한 DDR5 및 HBM 수요가 중국에서 급증. 이는 4Q25 이후 DRAM 공급 부족의 트리거 역할을 한 것으로 판단됨. 최근 미 정부가 Nvidia H200 GPU의 중국 출하를 허가한 것이 CY27부터 중국 AI 서버 생산과 Memory 반도체 주문 증가율에 어떤 영향을 미칠지에 주목 필요
- 3월 30일 현재 시장의 FY26 빅테크 Capex 증감률 전망치는 +72.8%로 2월 25일 전망치 68.3%에서 상승. 향후 추가 상향 조정될 가능성이 있는 것으로 보임. 또한 중국 업체들은 CY26 서버 생산량을 100% 증가시킬 것으로 언급 중이므로, Memory 가격 급등에 따른 비용 증가 요소를 감안해도 CY26 서버 출하량 증가율은 12%에 도달할 가능성이 충분한 듯. 향후 반도체 업황은 2Q26 이후 PC, 스마트폰에서의 부정적인 영향을 빅테크 Capex와 서버 출하량 증가율이 얼마나 높게 나와 상쇄하고도 남을지가 관건이 될 전망
- CY26 CoWoS Capa 확장 속도 및 AI 가속기 반도체 생산량 전망치 상향에 따라 CY26 HBM 수요량은 48.9억 GB로 당초 예상치를 크게 상회. 현재 CY26 생산량 전망치는 46.9억 GB (SK하이닉스 25.0억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 하회해 공급 및 가격 안정 예상
- Nvidia가 HBM4의 요구 입출력 속도를 11.7Gbps에서 10Gbps로 하향 조정했다는 보도는 사실인 것으로 판단됨. 따라서 HBM 3사는 모두 HBM4를 Nvidia에 공급할 수 있게 된 것으로 보임. HBM4E에서 삼성전자는 Core Die에 기존 1C 나노를 그대로 사용하고 SK하이닉스와 Micron은 1B에서 1C 나노로 전환 예정이며, Custom HBM은 1D 나노에서부터 본격화될 듯. 각 업체들은 차세대 HBM 개발을 위한 인재 확보에 적극적으로 나서고 있는 상황
- 당사는 CY26 HBM4 가격이 CY25 HBM3E 12단 가격 대비 10%대 중반 상승하고, CY26 HBM3E 12단 가격은 YoY 10 ~ 15% 가량 하락할 것으로 추정. 이 경우 HBM4의 비용 증가와 HBM3E 12단의 가격 하락을 감안 시, 1위 업체의 CY26 HBM 영업이익률은 전년 대비 소폭 하락할 것으로 전망됨

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 유통업자들에 따르면 현물 가격 하락이 지속될 경우 고객, 모듈 업체, 유통 업자들의 저가 매수가 발생할 전망이므로, 최근 나타나고 있는 현물 가격의 하락이 낙폭이 확대되며 추세가 되지는 않을 가능성이 높은 것으로 보임. 단 만약 향후 현물 가격의 낙폭이 확대되고 하락 추세가 지속된다면, 이는 Memory BOM Cost 부담이 업황 전반에 본격적으로 악영향을 미치기 시작했다는 의미로 해석될 수 있음. 당분간 현물 가격 흐름에 주목 필요
- 현재 CY26 고정거래가격 협상의 구조는 극소수 대형 고객들과 1년 간의 가격을 정하면서 1분기 가격은 대폭 인상 후 향후 분기별로 소폭 인상하고, 그 외 고객들과는 분기 또는 월별로 가격을 결정하는 형태. 장기 계약 협상은 2Q26에도 지속될 전망. 이를 감안 시 2Q26에는 Legacy DRAM, NAND 고정 거래가격이 기존 장기계약 고객과는 10% 가량, 그 외 대부분 고객들과는 30 ~ 50% 상승하여 전체 고객 평균 30%대 중후반 인상될 가능성이 높은 듯. 이에 따라 당사는 2Q26 DRAM, NAND ASP 상승폭 전망치를 33%, 37%로 상향하고 Memory 반도체 업계 실적 전망치도 추가 상향 조정하였음
- 현재 FY26 Memory Capex는 969억 달러 (YoY +27%)를 기록할 전망이다. 단 Micron은 F26 동사 Capex를 250억 달러로 YoY 81% 증가시키고, FY27에도 큰 폭의 Capex 증가 (350억 ~ 400억 달러)를 예고했음. 이에 자극 받은 한국 업체들의 FY26 Capex 증가율이 현재의 20%에서 추가 상향 조정될 가능성이 있는 듯
- YMTC의 DRAM 생산 개시와 CXMT의 DRAM 생산 증가는 CY27에 본격화될 전망이다. 또한 삼성전자 (P3, P4)와 Micron (Idaho, 구 Powerchip 라인) 역시 CY27에 신규 설비 양산 규모가 CY26보다 커질 것으로 판단됨. 따라서 2H27 이후 DRAM 공급 증가가 업황에 부담 요인이 될 수 있음

이슈 분석

- 최근 AI 산업의 폭발적 성장과 함께 형성된 GPU 담보 대출 시장에서 균열 발생. Nvidia H100 등 핵심 자산의 시장 가치가 하락함에 따라, 이를 담보로 네오 클라우드, 소프트웨어 업체들에게 대규모 대출을 실행한 사모펀드의 건전성이 악화 중으로, 이는 AI 버블 붕괴로 이어질 가능성이 있다는 비관적 주장 존재. 단 일부 소형 업체들에 대한 대출 부실이 AI 산업 전체의 붕괴로 이어질 확률은 낮다는 낙관적 해석이 현재 비관적 주장 대비 우위에 있는 상황
- Feynman부터는 LPU 칩당 2GB 또는 4GB 단위의 SRAM이 사용되고 GPU와 LPU가 동일 패키지에 적층될 전망. 이 경우 SRAM 용량 급증에 따른 LPU 및 GPU 통합 패키지의 사이즈가 크게 증가하는 문제 발생. 따라서 향후에는 LPU + SRAM 원칩 (Foundry 제조) 형태에서 GPU Core 위에 LPU Core를 적층하고 그 위에 SRAM을 또 적층하는 방식으로 전환될 듯. Nvidia 입장에서는 연산 코어는 Foundry에서 만들고 Custom SRAM은 Memory 업체들로부터 받아와서, Foundry 업체가 적층하는 것이 가장 효율적. 이 경우 Memory 반도체 업체들의 SRAM 매출이 발생하고, 만약 삼성전자가 자사 Foundry에서 GPU와 LPU를 만들고 그 위에 자사 SRAM을 직접 쌓는 원스톱 솔루션을 제공할 수 있다면, Foundry 시장의 판도가 흔들릴 가능성도 있음

Summary

- 터보퀀트는 최근 AI 업계에서 뚜렷하게 나타나고 있는 HBM에 대한 의존도를 줄이려는 흐름을 가속화. 이미 Google은 터보퀀트를 내부 테스트와 검색 엔진 고도화에 활용 중인 것으로 밝혔으며, Nvidia 역시 유사한 개념의 KVTC와 NVFP4 기반의 양자화 기술을 개발 중. 연산 기능 향상을 위한 HBM의 용량 증가는 이어질 것이나, 급격히 증가 중인 KV Cache의 사이즈 자체가 축소되므로 이를 보관하는 HBM의 용량이 감소하거나 증가율이 크게 둔화되는 것을 피할 수는 없음. 또한 SSD에서 KV Cache를 관리할 수 있는 알고리즘 (ICMS) 채택이 가속화 될 수 있으나, ICMS 등장 시 기대되었던 NAND 수요의 급격한 증가는 KV Cache의 용량 축소에 따라 다소 둔화될 수 있음. 단 터보퀀트의 데이터 6배 압축과 NAND의 저렴한 대용량이 만나면, On-device AI의 성장이 빨라질 수 있음. 장기적으로는 AI 사용량의 급증을 불러와 Memory 반도체 수요에 긍정적인 영향을 미칠 가능성도 존재함. 또한 터보퀀트가 초거대 LLM에서도 오류 없이 잘 작동할 것인지와, 하드웨어와의 조합이 잘 이루어질 것인지에 대해서는 아직 검증이 필요한 상황임
- 테라뎀은 600 ~ 750조원에 달할 투자액 확보 외에도 EUV 장비, 핵심 소재, 인력 수급 등 현실적인 난제에 따라 성공 가능성이 높지않은 것으로 판단됨

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 이란 전쟁 발발과 함께 유동성이 감소하고 유동성 YoY 증감률이 급락 중임. 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 2월 중순 ~ 7월 초까지 하락하며 이는 반도체 주가에 우려 요인. Global 유동성 YoY 증감률이 하락하더라도 1) AI Capex 증가율의 상향 조정이 지속되고, 2) 현물가격 상승세가 유지된다면, 반도체 주가는 3Q25의 경우처럼 단기 조정 이후 상승세를 지속할 가능성이 높음. 단 이란 전쟁이 장기화될 경우 향후 고금리에 따라 Global 유동성의 상승 추세는 꺾이고 AI 투자도 둔화될 가능성이 높음. 결국 이번 이란 전쟁과 경기, 업황, 주가 요인들은 모두 연결되어 있음
- 삼성전자의 현주가는 FY26 BPS 대비 2배 (과거 고점 배수) 이하에서 거래 중이며, Val. 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈춘 상황임. FY26 영업 이익은 272조원, BPS는 9만원으로 예상됨. 동사 FY26 예상 ROE가 39%로 지난 30년간 최고점이었던 FY04의 34%를 상회하므로, 목표주가 산정을 위해 적어도 당시 동사 고점 P/B 배수 3.0배를 적용할 필요가 있음. 이를 감안해 28만원의 목표주가 도출. 단 P/B 3.0배의 적용과 28만원의 목표주가는 이란 전쟁이 단기 종료될 경우에 한함. 이란 전쟁 장기화 시, AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 Val. 배수의 하향 조정이 불가피함
- SK하이닉스의 현주가는 FY26 BPS 대비 2배 (최근 중간 배수) 이하에서 거래 중이며, 이란 전쟁 발발에 따라 Val. 배수 하락 중. FY26 영업이익은 234조원, BPS는 43만원으로 예상됨. CY26 중에 동사 ADRI 상장될 경우 충분히 P/B 3.5배 (MU P/B 배수)를 적용한 목표주가 150만원 도출 가능. 단 이란 전쟁 장기화 시, AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 목표주가 산정을 위한 Val. 배수의 하향 조정이 불가피함

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/280,000원) : 스테그플레이션 우려 Vs 살아있는 업황
- SK하이닉스 (00660/BUY/1,500,000원) : 현물가격과 빅테크 Capex 증가율에 주목

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 CY26 PC, 스마트폰 출하 증가율 전망치를 최근 시장 조사기관들 전망치의 중간 수준으로 하향했으며 추가 하향 조정 가능성도 높음. 반면 당사는 빅테크 Capex YoY 증가율이 92%로 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +12%로 상향. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 20.3%로 전망됨
- 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
- 2H26 이후 업황의 관건은 PC, 스마트폰에서의 부정적 영향을 서버 출하량 증가율이 얼마나 높게 나와 상쇄할 것인지에 달려있는 듯

<표1> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 추정

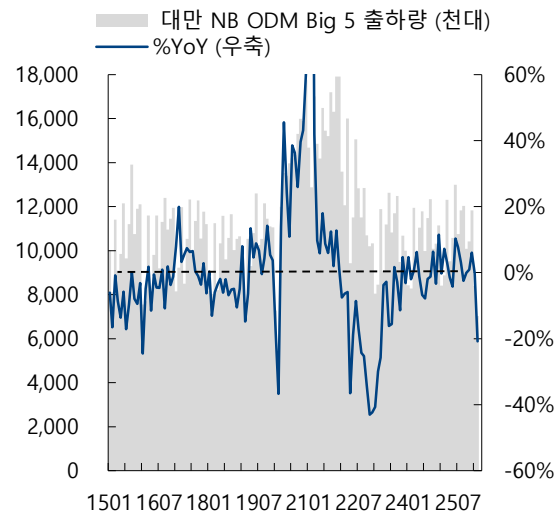
CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	-5.2%	-7.0%	-2.4%	-6.8%	-3.4%	-3.4%	0.0%	0.0%	10.0%	12.0%		
DRAM 탑재량 증가율	4.9%	4.9%	5.0%	5.0%	3.4%	3.4%	2.2%	2.2%	30.4%	31.9%		
DRAM 수요 증가율	-0.5%	-2.5%	2.5%	-2.1%	-0.2%	-0.2%	2.2%	2.2%	43.5%	47.7%	20.1%	20.3%
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%	-7.0%	2.3%	-6.8%	11.0%	-3.4%	-0.7%	0.0%	8.9%	12.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	4.9%	10.0%	5.0%	4.3%	3.4%	1.6%	2.2%	22.4%	31.9%		
DRAM 수요 증가율	10.9%	-2.5%	12.5%	-2.1%	15.8%	-0.2%	0.9%	2.2%	33.3%	47.7%	20.0%	20.3%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 2Q26 이후 PC 가격 인상 및 DRAM 탑재량 축소가 가속화될 듯

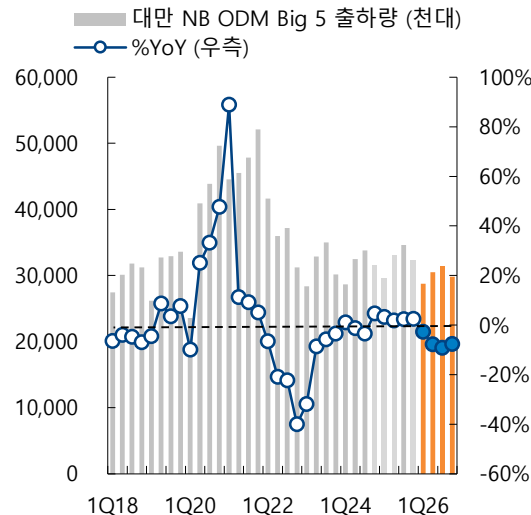
- 대만 NB ODM 업체들의 CY26 2월 출하량은 7.0백만대로 -20.8%의 YoY 증감률을 기록해 전월의 -0.1%에서 급락. Memory 반도체 가격 급등에 따른 NB 가격 인상 및 2월 춘절에 대비한 선제 출하의 영향으로 1월은 양호했으나 2월에는 PC 가격 인상에 따라 급락
- 저가 PC인 Asus 비보북 Go (8GB/256GB)의 실구매가는 3Q25의 40만원에서 1Q26에 69만원으로 73% 상승. 중가 PC인 HP 파빌리온 에어로 (16GB/512GB)의 실구매가는 3Q25의 90만원에서 1Q26에 120만원으로 33% 상승. 고가 PC인 Dell XPS 14 AI PC (32GB/1TB)의 실구매가는 3Q25의 298만원에서 1Q26에 408만원으로 37% 상승
- PC 업체들이 보유한 저가 DRAM 재고는 1Q26 내에 대부분 소진될 전망이고 1Q26에 Memory 반도체 가격이 더 큰 폭으로 상승했으므로, 2Q26 이후 PC 가격 인상 폭이 더욱 커질 가능성이 높음. Lenovo, HP, Dell은 이미 2Q26에 단계적 추가 PC 가격 인상을 밝힌 상황. 또한 중가 PC에서 DRAM 탑재량이 16GB에서 8GB로 축소되는 현상도 가속화될 듯
- CY26 PC 출하량 증가율에 대해 현재 IDC는 -4.9 ~ -9.0%, Trendforce는 -9.4%로 전망 중이며 당사 현재 전망치는 -7.0%. 단 2월까지의 누적 출하량 YoY 증감률이 -11%임을 감안 시 CY26 출하량 증감률 전망치는 추가 하향 조정될 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



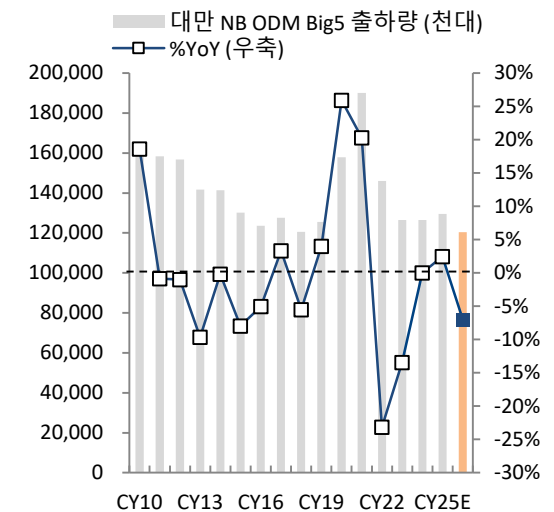
자료: 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

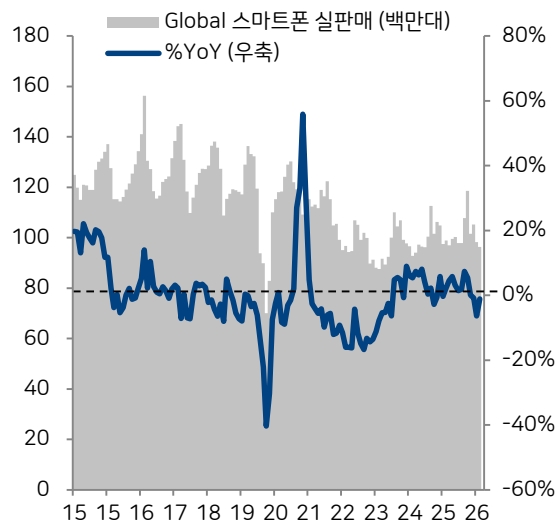


자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

스마트폰: CY26 출하량 큰폭의 역성장 전망

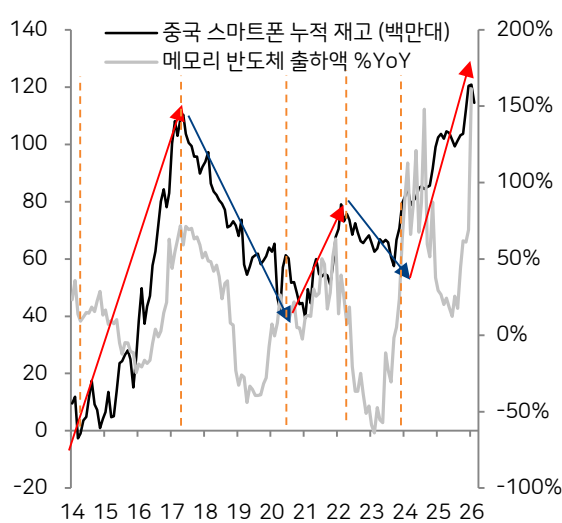
- CY26 2월 글로벌 스마트폰 판매량은 96.3백만대로 YoY 증감률이 전월의 -6.4%에서 -1.2%로 회복. 단 2월 지역별 판매량 YoY 증감률은 중국 (27.1M, -22.9% -> +16.2%)을 제외하고, 기타 지역 (40.4M, +3.4% -> -2.9%), 유럽 (12.4M, -3.2% -> -8.4%), 인도 (8.9M, -6.8% -> -12.0%), 미국 (7.4M, -2.4% -> -15.1%)에서 모두 둔화
- 가격 인상 없이 마진을 흡수하며 점유율을 확대하려는 애플의 중국 시장 전략이 있었고 화웨이는 Pura 70, Nova 12 시리즈 등 자국산 반도체를 활용한 신제품을 앞세워 내수 시장에서 강력한 성장세를 보였음. 단 중국 스마트폰 판매량 YoY 증감률이 2월과 같은 강세를 지속하기는 어려움
- 갤럭시 S26 시리즈의 가격은 전작 대비 6 ~ 20% 인상에 그쳤고 삼성전자 역시 애플과 유사한 전략을 사용 중임. 단 1Q26 Memory 가격 급등에 따라 향후 신제품 스마트폰 가격들은 추가 인상이 불가피할 전망
- 시장 조사 기관들은 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 IDC -3.5 ~ -5.0%, Counterpoint -4.0%, Trendforce -9.4 ~ -15.0%를 기록할 것으로 예상 중. 당사 신규 전망치는 -6.8%. PC와 스마트폰 생산 계획 조정은 2Q26부터 본격화될 전망
- CY26 2월까지의 중국 누적 스마트폰 출하량 YoY 증감률이 -14.3%를 기록하며 이미 중국 스마트폰발 Memory 반도체 주문은 둔화 조짐 발생 중

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



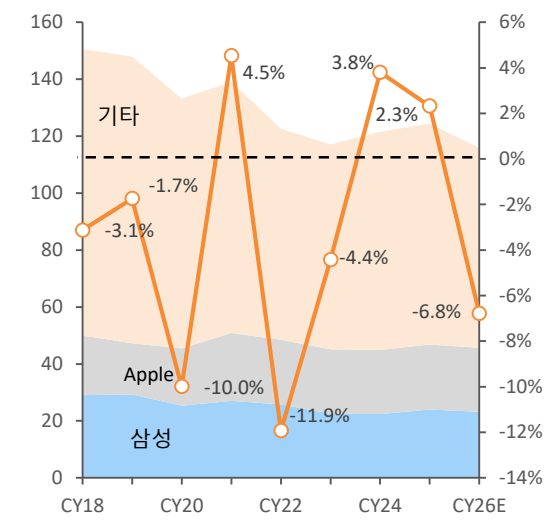
자료 : Counterpoint

<그림5> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림6> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY

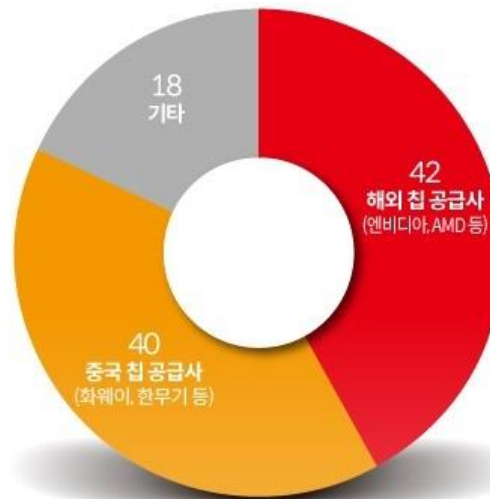


자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

Server: 트럼프가 견인한 Memory 반도체 부족

- 미국의 대중국 반도체 수출 규제가 심화됨에 따라 CY25에 중국 빅테크 업체들이 Nvidia GPU의 대안으로 Huawei의 Ascend 시리즈를 대거 채택. Ascend 910C의 성능은 H100에도 약 60 ~ 70% 수준에 불과해, 부족한 개별 칩의 성능을 더 많은 수의 Huawei GPU를 병렬로 연결하여 보완
- Nvidia GPU 1개가 처리할 연산을 Huawei GPU 1.5 ~ 2개가 나눠서 처리하게 되면서, 더 많은 GPU와 AI 서버 생산이 필요하고 이를 지원하기 위한 서버용 DDR5 수요가 급증. 이는 미국 빅테크 업체들의 수요 증가와 더불어 4Q25 이후 DDR5 공급 부족의 트리거 역할을 한 것으로 판단됨
- Huawei GPU는 연산 효율이 낮아 이를 보완하기 위해 HBM에 더 크게 의존하는 구조. 미국의 추가 제재 (HBM 수출 금지 등)를 우려한 중국 기업들이 2H25부터 CY26까지 HBM 재고를 1년치 이상 선 확보한 것으로 보임
- Huawei와 중국 빅테크 업체들은 외산 Memory 반도체 수급 리스크를 줄이기 위해 CXMT와 YMTC에 강력한 구매 보증을 약속. 이에 따라 YMTC가 신규 라인 (Fab 3)의 50%를 DRAM 생산에 할당하고 CXMT가 신규 라인 양산 시기를 앞당기는 등 AI 서버 용 DRAM 생산에 주력
- 최근 미 정부가 Nvidia H200의 중국 출하를 허가한 것이 CY27부터 중국 AI 서버 생산과 Memory 반도체 주문 증가율에 어떤 영향을 미칠지에 주목 필요

<그림7> CY25 중국 AI 서버칩 시장 점유율



자료: IDC

Server: CY26 서버 출하 증가율 전망치 12%

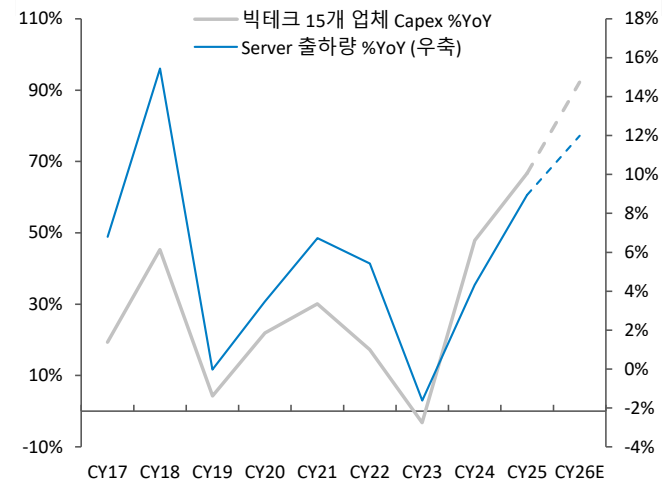
- 3월 30일 집계된 Neo Cloud 업체 포함 빅테크 업체 15개사의 FY25 Capex 증감률은 11월 20일 집계치 +64.6%에서 +66.7%로 상승. 당사는 이를 반영하여 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 8.7%에서 8.9%로 상향
- Memory 가격 급등에도 불구하고 Trendforce, IDC, Digitimes 등은 CY26 서버 출하량이 약 10 ~ 13% 증가할 것으로 예상하며 기존 증가율 전망치를 최근 상향. 당사 역시 기존 10%에서 12%로 상향 조정
- 3월 30일 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +72.8%로 CY25 11월 20일 전망치 33.6% 뿐 아니라 2월 25일 전망치 68.3%에서도 추가 상승한 것이고 향후 92%까지 상향 조정될 가능성이 있는 것으로 보임. 빅테크 Capex 증가율과 서버 출하량 증가율 간의 비례 관계를 고려 시 92%의 Capex 증가율이 달성된다면 CY26 서버 출하 증가율은 12%에 도달할 전망
- 또한 중국 업체들은 CY26 서버 생산량을 100% 증가시킬 것으로 언급 중이므로, Memory 가격 급등에 따른 비용 증가 요소를 감안해도 CY26 서버 출하량 증가율은 12%에 도달할 가능성이 충분한 듯

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E	
											2월 25일	3월 30일
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	91,447	180,502	177,085
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,715	13,509	13,426
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	69,691	123,629	123,523
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	131,819	184,732	197,162
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	105,034	106,940
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,091	1,607	1,579
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	50,386	50,374
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	852	958	962
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	525	555	560
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	695	594
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	17,594	17,508
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	13,306	13,938	13,720
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,680	1,736	1,747
CoreWeave	-	-	-	-	-	-	72	2,943	8,702	10,309	26,519	32,431
NeBius	144	212	453	318	341	606	750	1,073	808	4,066	12,192	15,636
Total Capex	54,318	64,829	94,211	98,258	119,803	155,831	182,699	176,756	261,414	435,833	733,586	753,245
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	394,564	661,607	672,204
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	26,894	33,268	32,975
Neo Cloud Capex	144	212	453	318	341	606	822	4,016	9,510	14,375	38,711	48,067
Total %YoY	19.8%	19.4%	45.3%	4.3%	21.9%	30.1%	17.2%	-3.3%	47.9%	66.7%	68.3%	72.8%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	66.8%	67.7%	70.4%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	74.6%	23.7%	22.6%
Neo Cloud %YoY	-32.9%	47.1%	113.2%	-29.9%	7.4%	77.5%	35.7%	388.6%	136.8%	51.2%	169.3%	234.4%

자료 : Bloomberg

<그림8> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

HBM 업황: CY26 수급 안정 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 수요량을 대폭 상회. CY25에 HBM 가격이 하락한 이유
- 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 28.6억 GB로 YoY 96% 증가하고 전체 실수요량은 48.9억 GB로 126% 증가할 전망이다. 이는 가속기 반도체 생산량 전망치 상향에 따라 당초 전망치보다 대폭 상향 조정된 것임
- 현재 CY26 생산량 전망치는 46.9억 GB (SK하이닉스 25.0억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 하회해 수급 및 가격 안정 예상. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더 높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 것으로 알려진 Micron이 HBM을 줄이고 Legacy DRAM을 늘릴 가능성도 존재

<표4> CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

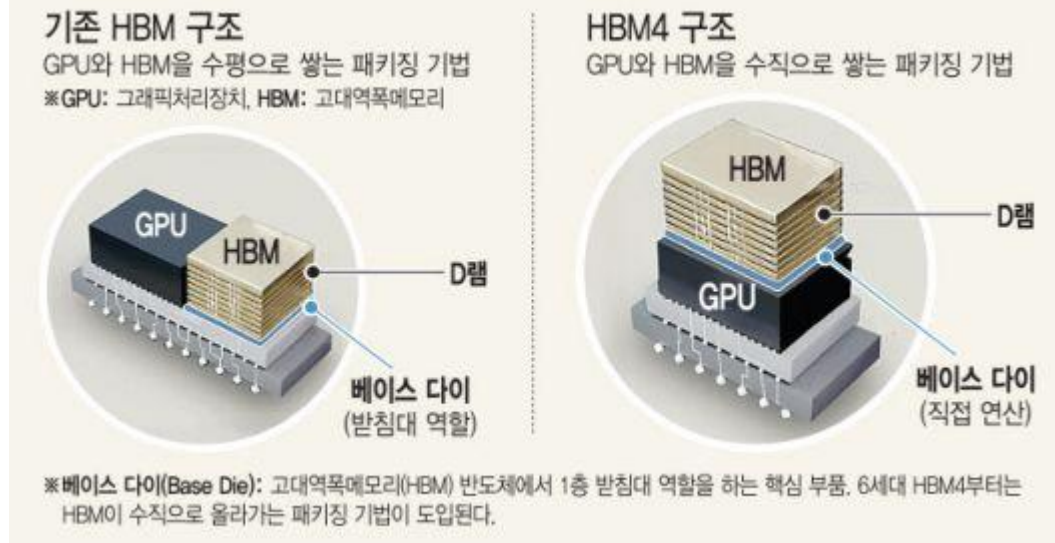
	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	1,257	HBM3E	24	6	144	181	
		New H20	0	HBM3E	24	6	144	0	
		B200	2,482	HBM3E	24	8	192	477	
		B300A	1,182	HBM3E	36	4	144	170	
		B300	2,187	HBM3E	36	8	288	630	
		Total	7,108					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	1,242	HBM3E	36	4	144	179	
		B300	4,968	HBM3E	36	8	288	1,431	
		중국 전용 (H200)	1,201	HBM3E	24	6	144	173	
		Rubin	3,726	HBM4	36	8	288	1,073	
		Total	11,137					2,856	96%
	AMD	MI350X	1,352	HBM3E	36	8	288	389	
		MI400X	966	HBM4	48	8	384	371	
		Total	2,318					760	230%
	Broadcom	TPU	1,490	HBM3E/4	27	10	261	389	
		MTIA	1,490	HBM3E/4	24	6	134	200	
		Bytedance	994	HBM3E	24	5	115	114	
		OpenAI 등	265	HBM4	32	12	384	102	
Total		4,239					806	115%	
기타	ASIC/FPGA	3,091	HBM3E/4	24	6	151	467		
Total		18,037				271	4,889	126%	

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 업황 전망: 당초 우려보다 양호한 가격 예상

- 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 인상하려는 Memory 반도체 업체들의 시도가 있는 것으로 보임
- CY26의 연간 HBM 가격은 아직 확정되지 않은 듯. 단 HBM3E 12단 가격의 경우 여전히 YoY로는 하락할 가능성이 높으나 당초 우려되었던 것보다 훨씬 높은 수준으로 결정될 전망이다
- 당사는 CY26 HBM4 가격이 CY25 HBM3E 12단 가격 대비 10%대 중반 상승하고, CY26 HBM3E 12단 가격은 전년 대비 10 ~ 15% 가량 하락할 것으로 추정 중임. 이 경우 HBM4의 비용 증가와 HBM3E 12단의 가격 하락을 감안 시, 1위 업체의 CY26 HBM 영업이익률은 전년 대비 소폭 하락할 것으로 전망됨

<그림10> HBM4의 구조 변화

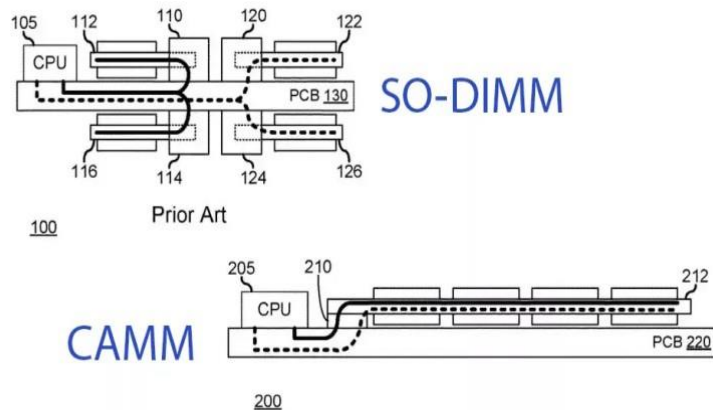


자료 : 이데일리

SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 2.9%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 3,726K개로 예상되고 이중 40%가 VR200 통합칩에 탑재된다고 가정하면, VR200에 사용되는 Rubin 칩은 1,490K. VR200 당 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로 VR200 칩 생산량은 745K
- VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 192GB 모듈이 8개 장착되므로 총 1.5TB
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 1,145M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 2.9%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 1,145M GB를 크게 상회할 전망이다

<그림11> CY26 SOCAMM 수요 추정



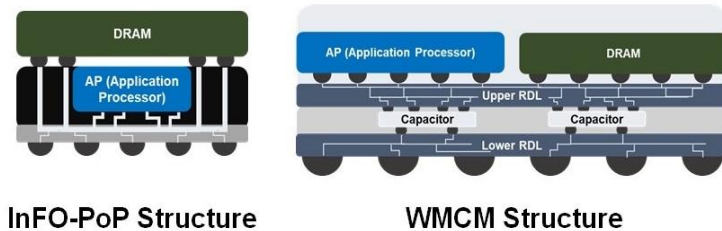
CY26 Rubin GPU 생산량 (K)	3,726	
Rubin 생산량 중 VR200에 사용되는 양 (K)	1,490	60% Rubin이 HGX 시스템에 단품으로 채택
Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)	745	VR200에 Rubin GPU 2개 장착
VR200에 들어가는 SOCAMM 용량 (GB)	1,536	LPDDR5X 24Gb 칩으로 구성된 192GB 모듈 8개 탑재
CY26 VR200 SOCAMM 총 수요량 (M GB)	1,145	VR200 2H26 출시 예정
CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중	2.9%	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

<그림12> Apple의 AP, CPU Package 변화



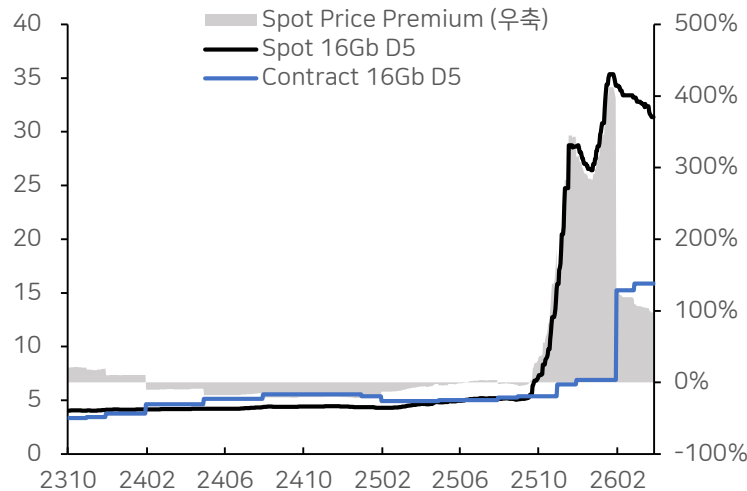
특징	InFO-PoP	WMCM
칩 배치 방식	수직 적층 (AP 위에 DRAM 패키지 적층)	수평 배치 (로직 칩과 DRAM을 나란히 배치)
구조적 이점	얇은 프로파일 구현, 기판 및 C4 범프 제거	더 나은 방열 성능과 전력 효율 제공
유연성	상대적으로 고정된 3D 패키징 구조	여러 칩 (CPU, GPU, DRAM 등) 통합 및 다양한 레이아웃 구성에 유연함
적용 제품	애플 A시리즈 칩 등 기존 모바일 AP	애플 A20, M6 등 차세대 2nm 공정 칩셋

자료 : Google

현물 가격 전망: 당분간 현물 가격 흐름에 주목 필요

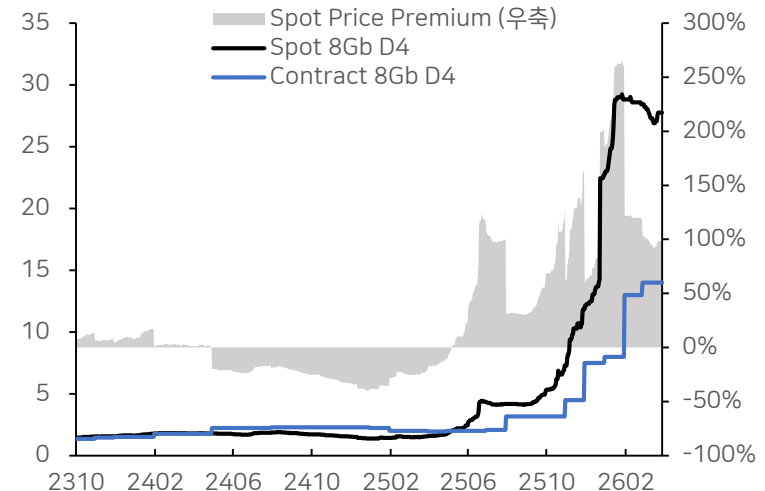
- Adata에 따르면 상당한 공급 부족에도 불구하고 동사는 DRAM 재고를 3Q25말 8주에서 현재 12주 이상으로 증가시켰으며, NAND 재고는 여전히 5 ~ 6개월로 높은 수준을 유지 중. Adata, Kingston 등 일부 Top Tier 모듈 업체들의 경우에는 재고를 소폭 늘리고 있는 상황으로 판단됨
- 반면 여타 중소형 모듈 업체들과 유통 업체들은 재고가 감소하고 있어 전체적인 유통 채널 내 재고에는 큰 변화가 없는 것으로 보임
- 최근 현물 가격은 완만한 상승, 유지, 완만한 하락이 반복되고 있는 상황임. 이는 현물 가격이 절대적으로 높은 상황에서 최근 일부 유통업체들의 재고 증가, 공급 부족 지속에 대한 우려 등이 복합적으로 영향을 미치고 있기 때문인 것으로 판단됨
- 현물 시장 유통업체들에 따르면 현물 가격 하락이 지속될 경우 고객, 모듈 업체, 유통 업체들의 저가 매수가 발생할 전망이므로, 최근 나타나고 있는 현물 가격의 하락이 낙폭이 확대되며 추세가 되지 않는 가능성을 높은 것으로 보임
- 단 만약 향후 현물 가격의 낙폭이 확대되고 하락 추세가 지속된다면, 이는 Memory BOM Cost 부담이 업황 전반에 본격적으로 악영향을 미치기 시작했다는 의미로 해석될 수 있음. 당분간 현물 가격 흐름에 주목할 필요가 있음

<그림13> 16Gb D5 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

<그림14> 8Gb D4 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄

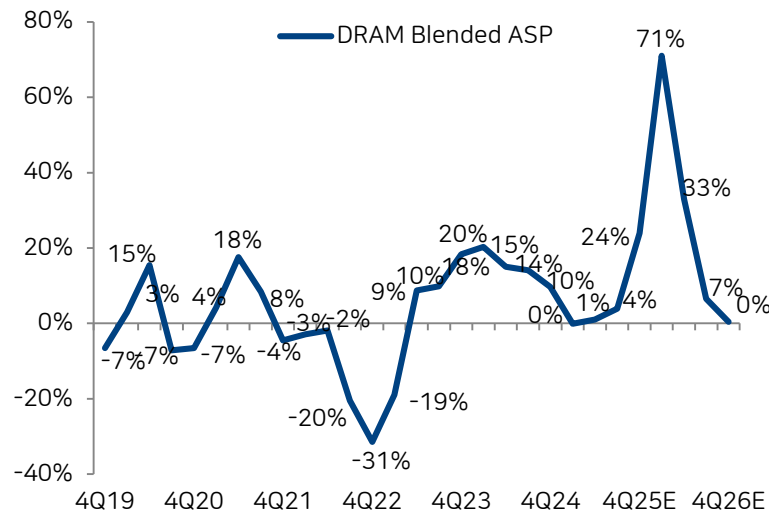


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

1Q26에 이어 2Q에도 고정거래가격 상승폭은 예상을 상회할 듯

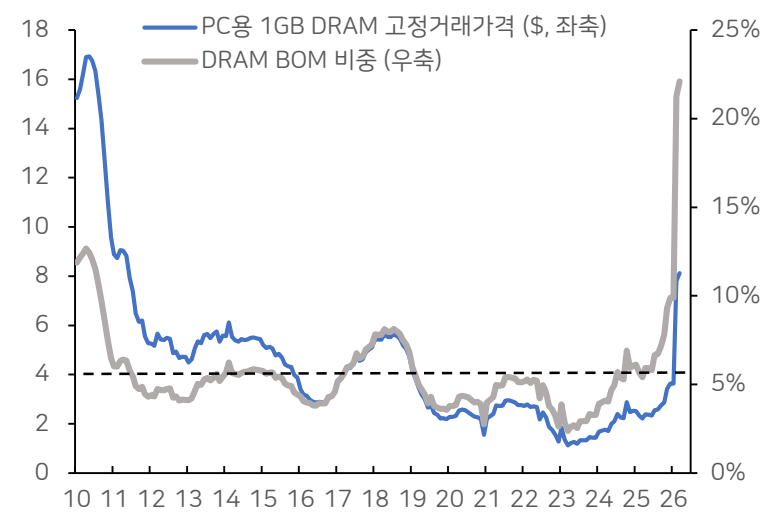
- 2월초부터 재개된 1Q26 협상에서 Legacy DRAM 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 훨씬 높은 95%를 기록하고 HBM을 포함한 Blended DRAM ASP 상승률은 70% 수준에 이른 것으로 판단됨. NAND 고정거래가격 역시 80% 가량의 상승률을 기록한 듯
- 기존에 당사는 1Gb 기준 Legacy DRAM 가격이 역사적 최상단이었던 \$1에 도달하고 상승이 멈출 것이라는 가정 하에, Legacy DRAM 고정거래가격이 1Q26에 95%, 2Q26에 15%, 3Q26에 5% 상승할 것으로 실적 전망에 반영해 놓았었음
- 그러나 현재 CY26 고정거래가격 협상의 구조는 극소수 대형 고객들과 1년 간의 가격을 정하면서 1분기 가격은 대폭 인상 후 향후 분기별로 소폭 인상하고, 그 외 고객들과는 분기 또는 월별로 가격을 결정하는 형태인 것으로 판단됨. 장기 계약과 관련한 협상은 2Q26에도 지속될 전망
- 이를 감안 시 2Q26에는 Legacy DRAM 고정거래가격이 기존 장기계약 고객과는 10% 가량, 그 외 대부분 고객들과는 30 ~ 50% 상승하여 전체 고객 평균 30%대 중후반 인상될 가능성이 높은 것으로 추정됨. HBM 포함 2Q26 Blended DRAM ASP 상승률은 30%대 초중반 전망
- 이러한 신규 전망에 따라 당사는 2Q26 DRAM, NAND ASP 상승폭 전망치를 33%, 37%로 상향하고 삼성전자, SK하이닉스에 대한 실적 전망치도 추가 상향 조정하였음

<그림15> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림16> CY26 3월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

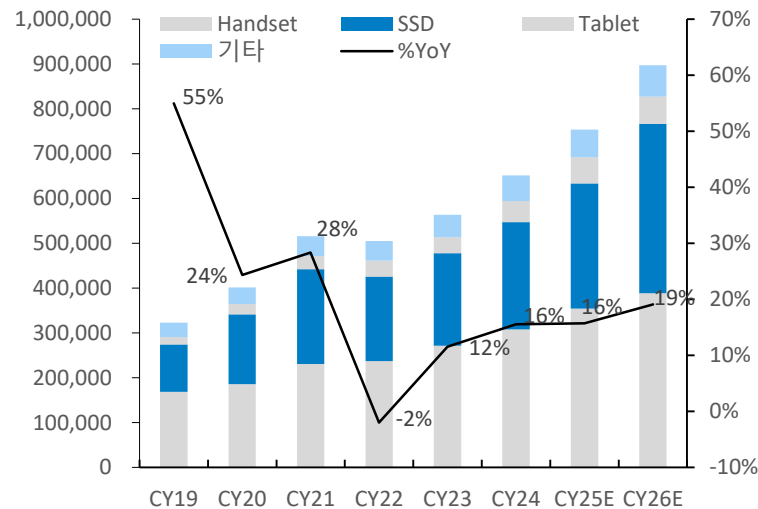


자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

NAND: CY26 호황 지속 예상

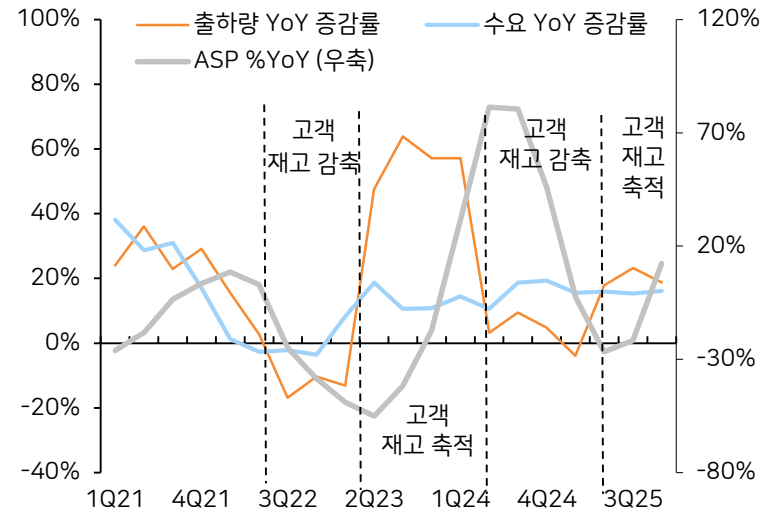
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +15.7%이며 업계 생산 증가율은 감산에 따라 +5.8%에 불과
- 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25 이후 재고를 재축적하기 시작한 것으로 추정됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 ICMS 포함 19.1%로 예상되며 업계 생산 증가율 목표치는 19.2% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 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 라인의 50%를 DRAM, HBM 생산으로 전환할 가능성이 있어 향후 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

<그림17> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림18> 분기별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY26 Memory Capex 27% 이상 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
- 단 Micron은 F26 동사 Capex를 250억 달러로 YoY 81% 증가시키고, FY27에도 큰 폭의 Capex 증가 (350억 ~ 400억 달러)를 예고했음. 이에 자극 받은 한국 업체들의 FY26 Capex 증가율이 현재의 20%에서 추가 상향 조정될 가능성이 있는 듯

<표5> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

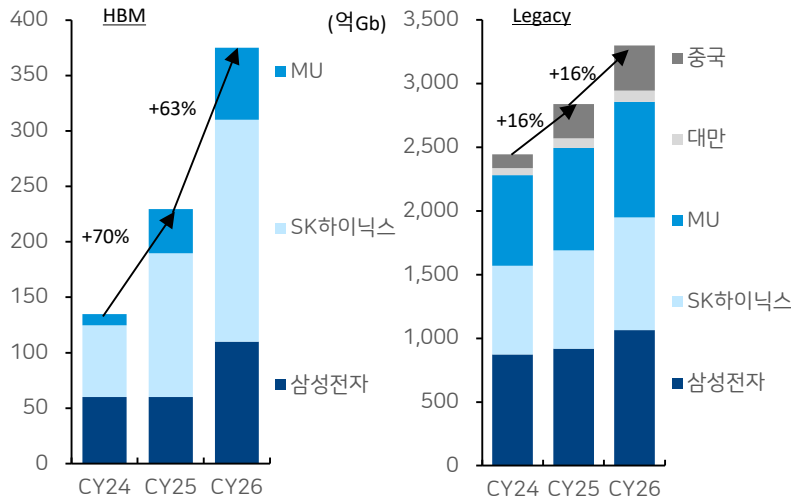
DRAM (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E
삼성전자	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	18,116	22,645
Micron	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,000	22,000
SK하이닉스	1,980	1,952	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	76,762
% YoY	-26%	25%	76%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-28%	62%	42%	32%
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	3,000
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	20,150
% YoY	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-14%	6%	13%
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	96,912
% YoY	-19%	12%	35%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-29%	29%	31%	27%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

향후 업황은 강세 지속 가능성 높은 듯

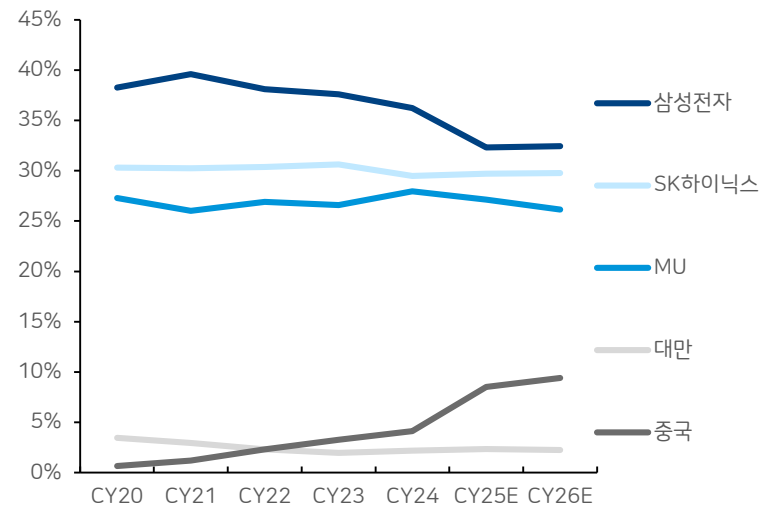
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 추정치는 16%와 70%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율 20.0%를 하회하는 18.1%
- CY26에도 서버 출하 증가율이 12%를 기록할 경우 수요 증가율 (20.3%)이 생산 증가율 (19.7%)을 상회할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 강세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자는 CY26 HBM 생산 증가율 83%, Legacy DRAM 생산 증가율 16%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY26 생산량 증가율은 HBM 54%, Legacy DRAM 15%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

<그림19> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림20> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

DRAM 생산 급증은 CY27 중순부터 재개될 듯

- CXMT는 상해에 신규 라인 2기를 건설 중이며 당초 Phase1 (100K)은 CY28, Phase2 (100K)는 CY29에 양산을 개시할 계획이었으나, 이를 1년 씩 앞당길 계획인 것으로 판단됨. YMTC는 우한시 소재 신규 라인 (Fab3, 100K)의 50%를 CY27에 DRAM 생산으로 전환할 전망이다
- Huawei는 Swaysure 포함 100K 규모의 DRAM 라인을 CY24말부터 특수 용도 DRAM 생산을 위해 운용 중이었으나, 동 라인은 현재 CXMT 또는 YMTC와의 협력을 통해 Huawei의 Ascend 시리즈 용 Memory 생산으로 전용 중
- YMTC의 DRAM 생산 개시와 IPO (6.1조원 규모)를 앞두고 있는 CXMT의 DRAM 생산 증가는 CY27 중순에 본격화될 전망
- 또한 삼성전자 (P3, P4) 200K, SK하이닉스 (M15X) 30K, Micron (Idaho, 구 Powerchip 라인) 120K 등도 CY27에 신규 설비 양산 계획이 있어 2H27 이후 DRAM 업황에 부담 요인이 될 수 있음
- 단 지난 수년간 축적해 놓은 외산 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입했으므로, 향후 중국 업체들은 자국산 장비를 주로 사용해 1A 나노 이하 공정 DRAM을 생산해야 할 상황임. 따라서 설비 증설에도 불구하고 중국 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성이 있는 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: Funding에도 불구하고 여전히 IPO 성공 필요

- 향후 10년 간 1.4조 달러를 지출할 것으로 언급한 OpenAI는 최근 1,100억 달러 규모의 Funding 성공. 단 당초 목표치였던 8,400억 달러보다는 낮은 7,300억 달러의 기업 가치를 인정 받았고, 이번 Funding에서 Nvidia의 투자 규모 축소와 Amazon의 단계별 지급 조건 등 다소 순탄치 못한 모습을 보였음
- 이번 Funding에서 OpenAI가 향후 2년 내에 완전히 영리 법인으로 전환하지 못할 경우, 투자사들은 투자금 회수를 요구할 수 있는 권리를 가짐. 또한 Amazon은 자사 클라우드 사용량을 대폭 늘리는 조건을, Nvidia는 자사 칩 우선 구매 및 기술 협력을 조건으로 걸어 순환 투자의 성격이 짙음
- 이번 Funding 성공에도 불구하고 OpenAI는 1.4조 달러의 투자 약속을 지키기 위해, 당초 계획한 바와 같이 CY26 내 1조 달러 규모의 IPO 성공이 필수적임
- 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 희석될 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 전망이며, 최근 동사 IPO 성공 여부와 관련해 일론 머스크와의 소송 Risk가 강하게 부각 중

<표7> 오픈AI의 최근 Funding에서 투자자별 투자 금액 및 세부 조건

투자자	투자액	세부 조건
Amazon	\$500억	- 최대 투자자이나, 이 중 \$150억만 즉시 지급. 나머지 \$350억은 OpenAI가 AGI (범용 인공지능)를 달성하거나 IPO를 발표할 때 지급되는 조건부 계약 - OpenAI가 AWS의 Cloud 사용량을 대폭 늘리는 조건 포함
Nvidia	\$300억	- 당초 젠슨 황 CEO는 \$1,000억 투자를 시사했으나, 오픈AI의 방만한 경영과 경쟁사 (구글, 앤스로픽)의 추격을 우려해 실제 투자액을 1/3 수준으로 대폭 축소 - OpenAI가 Nvidia의 GPU를 우선 구매하고 양사 간 기술 협력을 실시하는 조건
SoftBank	\$300억	- 전액 현금 투자이나 리스크 분산을 위해 CY26 4월, 7월, 10월에 걸쳐 3회 분할 집행
Total	\$1,100억	- OpenAI가 향후 2년 내 완전 영리 법인으로 전환에 실패할 경우 투자금 회수 가능

자료 : iM증권 리서치본부

OpenAI의 위기: 일론 머스크와의 소송 Risk 심화

- 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 둔화로 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 있는 것으로 판단됨. 상장 이후 OpenAI의 패소 시 주주의 돈이 머스크에게 배상금으로 지불될 수 있기 때문

사모 펀드 사태와 AI 투자의 관계 (비관적 해석)

- AI 투자와 관련된 사모 펀드 사태의 개요: 최근 AI 산업의 폭발적 성장과 함께 형성된 GPU 담보 대출 시장에서 균열 발생. Nvidia H100 등 핵심 자산의 시장 가치가 하락함에 따라, 이를 담보로 대규모 대출을 실행한 사모펀드의 건전성이 악화 중으로 이는 AI 투자 위축으로 이어질 가능성이 있음
- GPU 담보 대출 시장의 현황: CoreWeave, Fluidstack, Lambda Labs, Crusoe 등은 GPU를 담보로 대출받은 돈으로 다시 GPU를 사고, 그 GPU를 다시 담보로 맡겨 추가 대출을 받아 현재 약 27조 원 이상의 GPU 담보 대출이 승인된 듯
- GPU 담보 대출 시장의 형성 배경: 초기 API 활용 단계에서 발생하는 높은 운영 비용을 절감하기 위해, SaaS 기업들이 자체 AI 서버를 확보하려는 수요 급증. SaaS 업체 및 Neo Cloud 업체들이 직접 GPU를 구매할 수 있도록, Blackstone, Blue Owl 등 사모펀드가 GPU를 담보로 대규모 자금을 수혈. GPU의 내용 연수를 낙관적으로 전망하고 중고 시장의 유동성에 기반해, 취득 가액의 70 ~ 80% 수준까지 공격적인 대출 실행

주요 리스크 요인:

- CY24 대출 실행 당시 약 35 ~ 40K 달러에 육박하던 H100 단가가 현재 14 ~ 24K 달러 수준으로 하락. 담보 가치가 대출 원금을 하회하는 상황이 되며 사모 펀드의 원금 회수가 어려워지는 국면 진입
- CY25 기준 AI 관련 프로젝트 및 기업들이 조달한 부채 규모는 약 270조원으로 추산되며 1H26부터 해당 대출의 만기가 집중적으로 도래함에 따라 CoreWeave 등 주요 채무자의 상환 능력이 시험대에 진입
- 시장 신뢰도 저하로 일부 AI 인프라 펀드에서 투자자 환매 중단 사태가 발생하며 사모 금융 시장 내 자금 경색 심화

예상 파급 효과:

- 은행 시스템과 달리 사모 펀드는 손실을 투자자에게 직접 전가함에 따라 개인 투자자, 연기금, 대학 기부금 재단의 자본 잠식 우려
- 담보권 실행에 따른 중고 GPU 물량 출회는 자산 가격의 추가 하락을 부추기는 악순환을 유발 시킬 수 있음
- 금융권의 자금 공급 중단은 GPU 구매 감소로 이어져, Nvidia의 실적 둔화 및 AI 버블 붕괴의 트리거가 될 수 있음

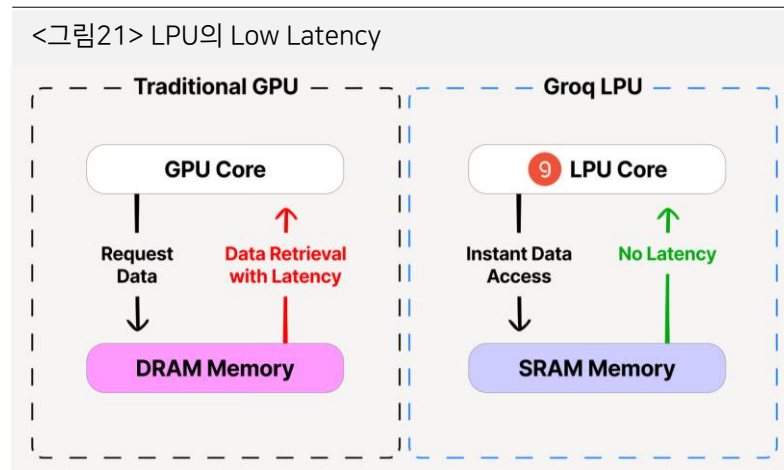
현재 AI 산업은 기술적 진보와 별개로 금융적 과잉에 따른 조정 국면에 진입. 시장 참여자들은 실제 지표 (GPU 중고가, 사모펀드 환매 동향 등)를 바탕으로 리스크를 재평가해야 함. 또한 변동성이 큰 시기이므로 위험 자산 비중을 조절하고 현금 유동성을 확보하는 보수적 포트폴리오 운용이 권고됨

사모 펀드 사태와 AI 투자의 관계 (낙관적 해석)

- 리스크의 실체인 GPU 담보 가치 하락 가능성에는 동의함. 하드웨어 자산은 감가상각이 매우 가파르므로 이를 견고한 담보로 간주한 금융 상품 설계는 명백한 구조적 결함임. 특히 제도권 밖의 사모 금융에서 발생한 부실은 투명성이 낮아 예기치 못한 시점에 터질 수 있음
- 실제로 Black Stone, Blue Owl, Cliffwater, Morgan Stanley, Black Rock, Apollo, JP Morgan, Deutsch Bank 등 주요 펀드에서 환매 요청이 급증하고 펀드런 방지를 위해 환매 한도를 조정하는 현상은 금융권 내부에 실질적인 공포가 형성되어 있음을 시사
- 단 이번 환매 사태의 단초는 GPU 담보 가치의 급락보다는 AI 발전에 따른 SaaS 업체들의 퇴조 전망에 기반한 것임. H100 가격은 SXM5 모델 기준 2026년 3월 현재 여전히 25K 선을 유지하고 있음
- 현재 GPU 시장의 지배적 구매자는 사모 펀드 대출을 받는 스타트업이 아니라, 현금이 풍부한 빅테크 업체 들임. 이들은 아직 부채가 아닌 자사 자본으로 대부분의 인프라를 구축하므로, 일부 스타트업의 대출 부실이 산업 전체의 붕괴로 이어질 확률은 낮음
- Nvidia Blackwell 등 신모델 출시에 따른 구형 (H100) 모델의 가격 하락은 기술 시장의 일반적인 사이클임. 이를 붕괴로 정의하는 것은 비약이며 이번 사태는 AI 버블의 붕괴가 아니라, 금융의 옥석 가리기 과정임
- 현재까지는 낙관적 해석이 비관적 해석 대비 우위에 있는 상황

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. CY27 출시될 Rubin Ultra 및 그 후속 모델에 LPU 설계 아이디어를 통합하여, Nvidia 생태계 내에서 최고의 추론 성능을 낼 수 있도록 할 예정. AI 에이전트와 로보틱스 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 Cache라고 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 놨는데, 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
- Rubin Ultra에서 SRAM 용량이 512MB로 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
- 현재 가속기 반도체에 사용되는 SRAM은 GPU 연산부 내부에 함께 설계되어 짝혀 나오는 Embedded Memory로 Foundry 업체가 SRAM 생산의 주체임. 공정이 미세화 되어도, SRAM (Transistor 6개 구조)은 크기가 거의 줄어들지 않음에 따라 가속기 반도체의 크기가 급격히 커지는 문제점이 있음

Nvidia의 SRAM 활용 방식과 한국 업체들에 대한 영향

- Rubin Ultra까지는 GPU와 LPU가 서로 다른 패키지로 구성되는 형태가 예상됨. 이 경우 단일 LPU 칩에 512MB (0.5GB), LPX 컴퓨팅 트레이 (8개 칩)에 4GB, LPX Rack 시스템 (256개 칩)에 128GB의 SRAM이 탑재될 것으로 추정됨
- Feynman부터는 칩당 2GB 또는 4GB 단위의 SRAM 블록이 사용되고 GPU와 LPU가 동일 패키지에 적층될 전망이므로, 이 경우 SRAM의 특성 및 용량 급증에 따른 LPU 및 GPU 통합 패키지의 사이즈가 크게 증가하는 문제 발생
- 이를 해결하기 위해 향후에는 LPU + SRAM 원칩 형태에서 GPU Core 위에 LPU Core를 적층하고 그 위에 SRAM을 또 적층하는 방식으로 전환될 가능성이 높음
- 관건은 One Chip에서 Two Chip으로 변화될 때 나타날 Latency의 증가와 적층으로 인한 고열 발생을 어떻게 해결할 것인가라는 점. Nvidia는 Latency 증가 문제는 하이브리드 본딩 및 TSV를 활용한 이중 칩 적층 방식으로 해결하고, 고열 문제는 후면 전력 공급 (BSPDN), Dummy 하이브리드 본딩, Liquid Cooling, 전력 밀도 분산 등을 통해 해결할 계획인 것으로 판단됨
- LPU 설계에서 SRAM의 분리는 공간 측면 뿐 아니라 비용 측면에서도 매우 유리한 방향임. Foundry 업체들의 최신 4나노 이하 로직 공정은 연산 코어를 만드는 데는 효율적이거나, 공정 전환을 해도 칩 사이즈 축소가 제한적인 SRAM을 만들기에는 효율성이 너무 낮음. 즉 비싼 Wafer 요금을 지불하고 Foundry에서 SRAM을 대량 생산하는 것은 너무 비효율적이라는 의미
- 따라서 Nvidia 입장에서는 연산 코어는 Foundry에서 만들고 면적을 많이 차지하는 SRAM은 Memory 업체 들로부터 Custom SRAM 형태로 받아와서, Foundry 업체가 적층하는 것이 가장 효율적인 방식임
- 이러한 경우 Memory 반도체 업체들은 향후 SRAM 매출 급증을 기대할 수 있으며, 또한 Nvidia의 LPU 코어와 SRAM이 수만 개의 TSV로 직접 연결되어야 하므로 설계 단계부터 Nvidia와 밀접하게 협력해야 함
- 만약 삼성전자가 자사 Foundry에서 GPU와 LPU를 만들고 그 위에 자사 SRAM을 직접 쌓는 원스톱 솔루션을 제공할 수 있다면, 현재 TSMC가 과점 중인 Foundry 시장의 판도를 흔들 가능성도 있음

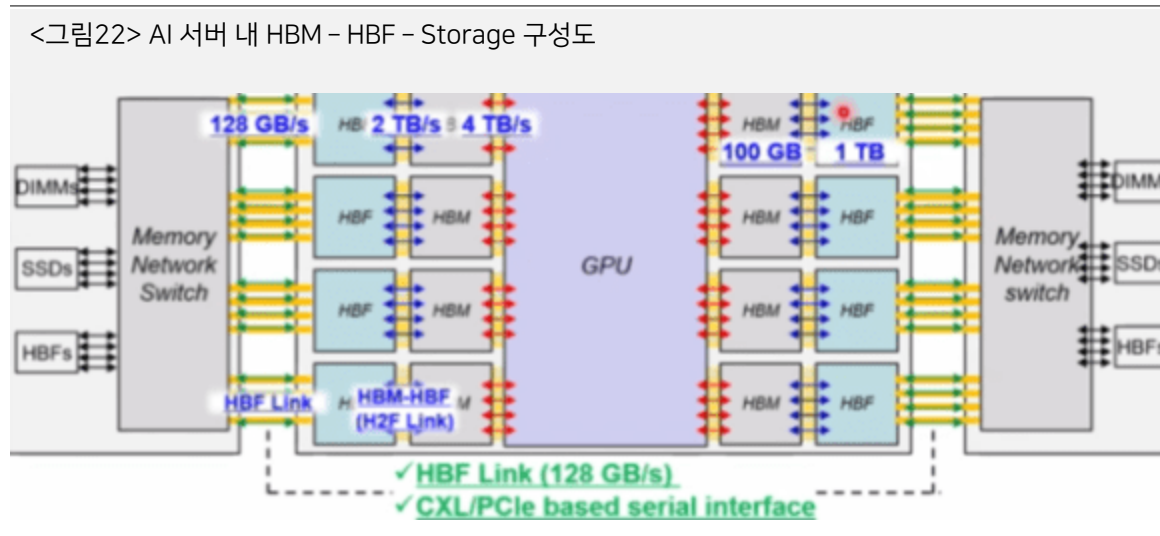
Nvidia의 대응: NAND / HBM / SRAM을 모두 활용한 AI Memory 전략

- 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, LLM이 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 주요 대화 내역)를 저장. 사용자가 과거에 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 구조
- 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 남는 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 근처에 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

NAND 수요 급성장 예상

- Nvidia의 현재 ICMS 전략은 일반 eSSD를 그대로 사용한다는 것임. 이는 HBF로 간다 해도 NAND 자체의 느린 Latency를 극복하기 어렵고, 고대역폭은 eSSD로도 가능하다고 보는 견해임. 반면 Google은 HBF를 적극적으로 추진하고 있는 상황
- HBF (High Bandwidth Flash): NAND를 HBM처럼 수직으로 쌓아 대역폭을 넓은 초대용량 고속 메모리. HBF는 HBM 대비 속도는 약 80 ~ 90% 수준이나, 용량은 8 ~ 16배 크고 소비 전력은 40% 가량 낮아 AI 추론 서버의 중간 계층 메모리에 최적화
- HBF의 기술적 난관: 초고층 적층으로 인한 고열, 하단의 고성능 로직 칩 설계, 수만 개의 구멍을 뚫는 TSV 공정, 신뢰성 및 수명 확보, 메탈 배선 공정에서 몰리브덴으로의 전환
- 각 업체들의 HBF 대응: 삼성전자는 파운드리 강점을 살린 로직 칩 통합에, SK하이닉스는 SanDisk와의 협력을 통한 글로벌 표준화에 노력 중임. 현재 삼성전자보다는 SK하이닉스가 HBF에 좀더 적극적인 것으로 보임. 2H26에 삼성전자와 SK하이닉스가 시제품 공개 및 고객사 검증 개시 예정
- Nvidia의 견해대로 ICMS를 위해 eSSD를 사용하건, Google의 방향대로 HBF를 적극 도입하건 향후 NAND 수요 성장률이 매우 빠를 것이라는 것은 변함이 없는 듯

<그림22> AI 서버 내 HBM - HBF - Storage 구성도



자료 : EBN

*** 참고: HBF 관련주**

<표8> HBF 관련주 정리		
분류	주요 종목	핵심 수혜 요인 및 역할
메모리 제조 (IDM)	삼성전자	낸드 시장 점유율 1위로 HBF 상용화 주도 및 몰리브덴 공정 선제 도입
	SK하이닉스	HBM 노하우를 HBF에 이식, 하이패스 기술 기반 고층 적층 리더십
차세대 배선 소재	디엔에프	몰리브덴 (Mo) 전구체 국산화 및 삼성전자 공급 가시성
	솔브레인	고층 적층 필수 소재인 고선택비 식각액 (HSN) 및 세정액 공급
	솔브레인홀딩스	지주사로서 디엔에프·솔브레인을 통한 소재 수직계열화 수혜
적층 및 패키징 장비	한미반도체	TSV 공정용 TC 본더 등 HBM/HBF 수직 적층 핵심 장비
	유진테크	몰리브덴 배선 증착에 필수적인 차세대 ALD (원자층 증착) 장비
	원익IPS	고단 낸드용 CVD/ALD 증착 장비 및 몰리브덴 공정 장비 개발
검사 및 부품	티에프이	고층 적층 낸드의 수율 검증을 위한 고성능 테스트 소켓
	티씨케이	고단 식각 공정용 소모성 부품인 SiC 링 수요 확대
	이오테크닉스	적층 전 웨이퍼 두께를 조절하거나 커팅하는 레이저 장비

자료 : iM증권 리서치본부

Google TurboQuant의 영향: HBM 용량 증가율 하락 Vs ICMS 도입 촉진

- LLM 모델에서 HBM에 16비트 단위로 저장하던 데이터를 3비트로 압축해 AI가 기존 대화 내용을 기억하는 KV Cache의 용량을 6배 이상 축소. 데이터를 압축하면 문맥에 대한 정확도가 떨어지나, 터보퀀트는 수학적 설계를 통해 정확도 저하 없이 압축에 성공
- 두 가지 핵심 기술: 1. PolarQuant는 데이터 벡터를 회전시켜 기하학적 구조를 단순화하고 이를 통해 복잡한 데이터를 예측 가능한 형태로 바꿔 효율적으로 압축. 2. QJL (Quantized Johnson-Lindenstrauss)은 첫 단계에서 발생하는 미세한 오차를 단 1비트만 사용하여 보정. 이 과정이 수학적 에러 체크 역할을 하여 정확도를 보존
- 터보퀀트는 최근 AI 업계에서 뚜렷하게 나타나고 있는 HBM에 대한 의존도를 줄이려는 흐름을 가속화시키는 기술인 것으로 판단됨. 이미 Google은 터보퀀트를 내부 테스트와 검색 엔진 고도화에 활용 중인 것으로 밝혔으며 따라서 향후 현실화 가능성도 높은 것으로 보임. 또한 Nvidia 역시 유사한 개념의 KVTC (KV Cache Transform Coding)와 NVFP4 기반의 양자화 기술을 개발 중
- HBM의 현재 문제는 LLM이 긴 문맥을 처리할수록 KV Cache가 선형적으로 늘어나 HBM 용량을 상당량 차지하므로 한 번에 처리할 수 있는 사용자 수가 제한된다는 점. 터보퀀트를 이용하면, HBM에 저장되는 KV Cache의 점유율이 1/6 이하로 감소하므로 같은 HBM 용량으로 6배 더 많은 사용자를 동시 처리하거나, 6배 더 긴 문장을 입력할 수 있게 됨. 물론 연산 기능 향상을 위한 HBM의 용량 증가는 이어질 것이나, 급격히 증가 중인 KV Cache의 사이즈 자체가 축소되므로 이를 보관하는 HBM의 용량이 감소하거나 증가율이 크게 둔화되는 것을 피할 수는 없음
- KV Cache를 NAND에 두면 속도가 너무 느려 AI의 답변 속도가 크게 저하됨. 터보퀀트를 활용하면 NAND에서 가져와야 할 데이터 양 자체가 1/6로 감소하므로 실질적으로는 6배 더 빠른 데이터 전송 효과 발생. 따라서 고가의 HBM이 아니더라도 SSD에서 KV Cache를 관리할 수 있는 알고리즘 (ICMS) 채택이 가속화 될 수 있음. 단 ICMS 등장 시 기대되었던 NAND 수요의 급격한 증가는 KV Cache의 용량 축소에 따라 다소 둔화될 수는 있음
- 터보퀀트의 사용이 단기적으로는 HBM의 용량 축소 또는 증가율 하락을 가져와 Memory 반도체 업계에 불리하게 작용할 수 있음. 단 장기적으로는 반대로 NAND 수요가 크게 증가하고 AI 사용량의 증가를 불러와 전반적인 Memory 반도체 수요에 긍정적인 영향을 미칠 가능성도 존재
- 터보퀀트의 데이터 6배 압축과 NAND의 저렴한 대용량이 만나면, On-device AI의 성장이 빨라질 수 있음. 또한 빅테크 업체 입장에서는 고가의 GPU 서버를 늘리는 대신, 상대적으로 저렴한 NAND 기반 스토리지 서버로 고객의 문맥을 장기 보관할 수 있음
- 또한 터보퀀트가 과연 초거대 LLM 모델에서도 오류 없이 잘 작동할 것인지와, GPU 등 하드웨어와의 조합이 잘 이루어질 것인지에 대해서는 아직 검증이 필요한 상황

Tesla 테라팸의 성공 가능성은 낮은 듯

- Tesla의 테라팸 (Terafab)은 초대형 반도체 자체 제조 시설 프로젝트로 Tesla뿐 아니라 SpaceX, xAI도 공동 참여하여 반도체 공급망을 완전히 내재화하는 것이 목표. 자율주행용 칩 (FSD), 휴머노이드 로봇 옵티머스용 프로세서, 그리고 우주 데이터 센터 및 AI 연산을 위한 Logic, Memory 반도체 등을 직접 생산할 계획
- 동 팸은 미국 텍사스주 오스틴에 건설될 예정이며, Phase1 (2나노, 100K/월)에 대한 초기 투자 규모는 29 ~ 36조 원으로 제시되었음. 단 이는 현재 일반적인 투자 금액 (60 ~ 75조원) 대비 절반 수준으로 현실성이 떨어지는 것으로 판단됨
- Tesla는 최종 1M/월의 생산 설비를 확보하는 것이 목표로 이는 현재 TSMC 생산 능력의 약 70% 수준에 해당하는 공격적인 계획임. 단 1M/월의 생산 설비를 만들기 위해서는 Tesla의 계획 (290 ~ 360조원)과는 달리 현실적으로 600 ~ 750조원의 Capex가 필요한 것으로 보임
- Tesla는 CY25 말 기준 약 60조 원의 현금을 보유 중이며 동사가 매년 창출하는 영업현금흐름을 쏟아 붓더라도 투자 금액을 감당하기 어려울 전망이다. 따라서 SpaceX의 기업 가치 (약 2,000억 달러)와 Starlink의 수익성을 담보로 한 대규모 펀딩이나, xAI의 벤처 캐피털 자금을 결합한 J/V 형태의 조달이 유력. 또한 자체 칩 생산을 통해 절감되는 비용을 다시 재투자하는 구조를 시장에 설득하여 대규모 채권을 발행할 가능성이 높음
- 자금 외에도 EUV 장비, 핵심 소재, 전문 인력을 어떻게 공급할지가 테라팸 프로젝트의 성패를 가르는 핵심적인 요소가 될 전망
- Tesla는 2나노 공정에 필수적인 High-NA EUV 장비를 조기 확보하기 위해 ASML에 막대한 선입금을 지불하거나, 미국 정부를 압박해 CHIPS Act 차원의 우선 배정을 요구할 가능성이 큼. 단 TSMC와 삼성전자, SK하이닉스, Intel 등은 ASML의 수십년 된 고객이며 장비 업체 입장에서는 한두 번의 프로젝트를 진행하는 Tesla보다, 수십년간 수백 조 원을 써온 기존 업체들의 물량을 우선 배정할 수밖에 없음. 또한 2나노 공정은 장비사와 제조사가 수년간 공동 R&D를 통해 공정을 최적화해야 함. 이 시간을 Tesla가 단기에 추월하기는 어려울 것으로 판단됨
- Tesla는 반도체 제조에 필요한 특수 가스, 포토레지스트, 웨이퍼 등을 배터리 소재 내재화 경험을 살려 직접 생산하거나 전용 공급망을 구축할 것으로 보임. 또한 삼성전자 테일러 공장과 인접한 오스틴의 지리적 이점을 활용하여, 기존에 구축된 반도체 소재 에코시스템을 흡수하려고 노력할 전망이다. 단 소재 업체들 역시 기존 반도체 업체들과 끈끈한 관계를 형성하고 있으며, 공급량이 제한적이라면 Tesla에 핵심 소재가 선 공급될 가능성은 매우 제한적임
- Tesla는 Apple, Nvidia, Intel 출신의 설계 및 공정 전문가들을 확보해 이미 반도체 설계 팀을 보유하고 있으며, 이를 제조 인력까지 확장 중임. 단 기본적으로 반도체 설계 및 공정 전문가들은 이미 전세계적으로 수요가 공급을 크게 상회하고 있는 상황임
- 단 Tesla는 여러가지 현실적 문제를 제조업 차원이 아닌 국가 안보와 AI 생존의 문제로 치환하여 돌파구를 찾으려 할 전망이다. 또한 만약 Tesla가 EUV가 아닌 새로운 노광 기술 (ex. Nano-imprint)이나 대만에 의존하지 않는 자체 패키징 방식을 사용한다면 성공 가능성이 없는 것은 아님

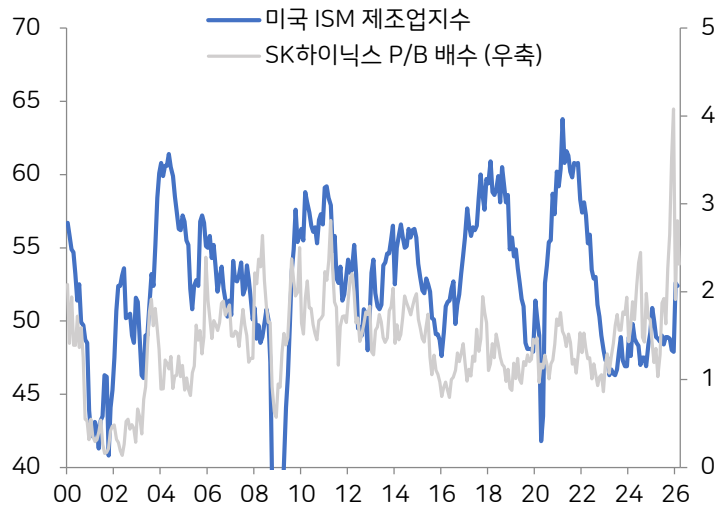
이란 전쟁이 한국 반도체에 미칠 영향

- 이란 전쟁은 미국의 완전한 승리로 단기에 종료될 경우 반도체 주가에 장기적으로 오히려 긍정적인 영향을 줄 것이나, 장기화 될 경우 업황 및 주식 수급 측면 모두에서 심각한 악영향을 미칠 것으로 판단됨
- 이번 전쟁이 국지적 충격에 그치고 호르무즈 해협 봉쇄가 조기에 해제될 경우,
 1. Memory 반도체 주가가 단기 하락할 수는 있으나 펀더멘탈의 손상이 없으므로 빠른 주가 회복이 나타날 것임
 2. 이란의 원유 생산 및 수출 경로에 대한 미국의 영향력이 커지면서, 공급 불확실성이 제거되어 장기적으로 유가가 오히려 하향 안정화될 수 있음. 유가 하락 시 금리 인하, 유동성 증가에 따라 Memory 반도체 수요 및 주식 수급 개선 예상
- 이란의 강력한 보복과 중동 전역으로의 전쟁 확산, 호르무즈 해협의 장기 봉쇄 상황이 발생할 경우,
 1. 유가 급등과 물류비 상승은 반도체 생산 비용을 직접적으로 높여 수익성을 악화시킬 수 있음
 2. 이미 Memory 가격 부담에 따라 둔화되고 있는 스마트폰, PC 등 전방 산업의 소비가 글로벌 스태그플레이션 우려로 더욱 위축되어 Memory 반도체 수요가 크게 둔화될 수 있음
 3. 고유가가 유지되면 인플레이션 발생으로 고금리에 따른 유동성 축소가 나타날 수 있음. 또한 달러 강세로 인한 원화 가치 하락은 수입 원자재 가격을 높이고 외인 투자자의 이탈을 가속화하여 한국 반도체 주가에 하락 압력을 가할 수 있음
- 단 이란 사태의 장기화 여부는 알 수 없는 것이므로, 향후 반도체 주가 전망을 위해 동 영향을 감안하는 것이 현재 매우 어려운 상황임

미국 ISM 제조업지수: 반도체 주가에 대한 영향력 대폭 약화

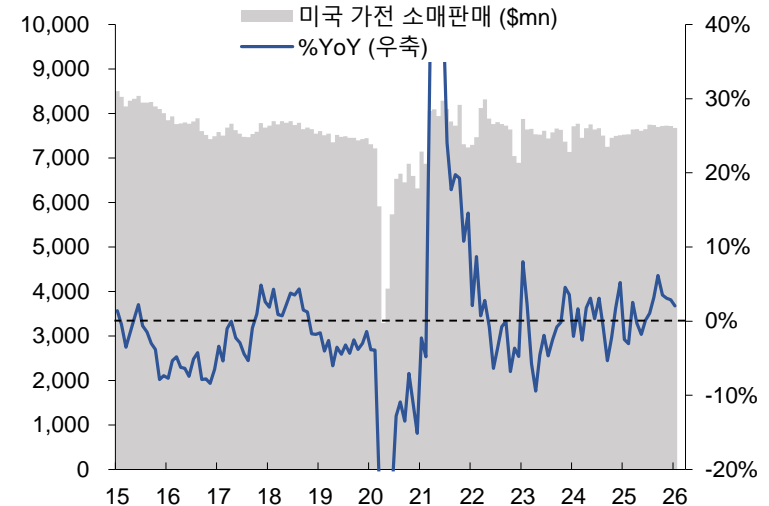
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 2월에 52.4를 기록해 전월의 52.6에서 소폭 하락
- 2월 지수의 세부 지표를 보면 생산 (55.9 -> 53.5), 신규 주문 (57.1 -> 55.8)에서는 하락했으나, 고용 (48.1 -> 48.8), 재고 (47.6 -> 48.8), 가격 (59.0 -> 70.5) 부문에서는 상승한 것으로 나타났음
- 특히 가격의 급등에 따라 인플레이션 우려가 크게 상승한 듯
- 단 관세 부과와 미국 ISM 제조업 지수에 대한 영향은 이제 거의 사라진 것으로 보임. 향후 미국 ISM 제조업 지수는 상승과 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

<그림23> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림24> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률

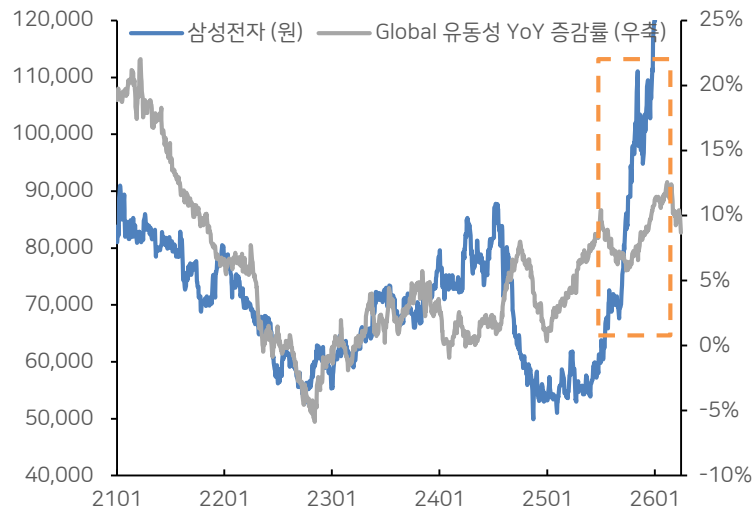


자료 : Datastream

Global 유동성 YoY 증감률: 2월 중순 ~ 7월 초에 하락 예상

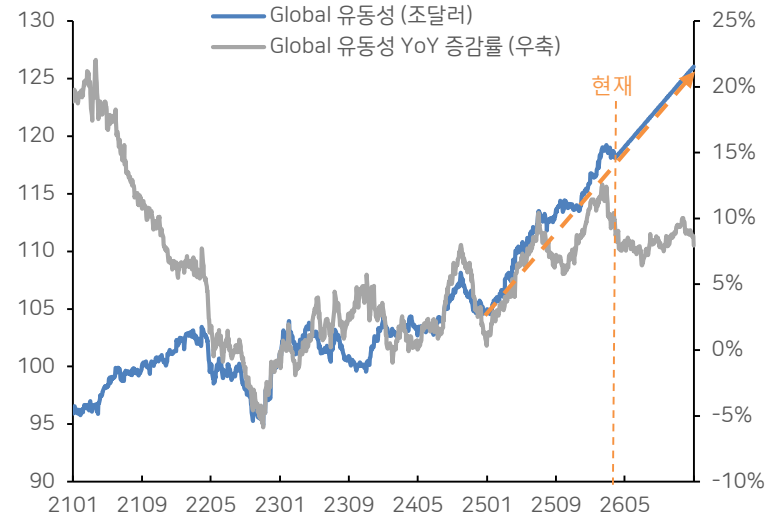
- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음. 공교롭게 이란 전쟁 발발과 함께 유동성이 감소하고 유동성 YoY 증감률이 급락 중임
- 향후 Global 유동성이 최근 추세대로 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 2월 중순 ~ 7월 초까지 하락할 것으로 예상되며 이는 반도체 주가에 우려 요인임. 단 최근 반도체 주가에는 경기 요인보다 산업 요인 및 기업 자체 경쟁력 요인이 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음
- 과거에는 PC, 스마트폰 등 경기에 민감한 소비재에 Memory 반도체 수요가 크게 의존함에 따라 경기 지표와 반도체 주가의 상관 관계가 강했으나, 최근에는 경기가 부진해도 강력한 AI 투자가 이어지며 산업재인 서버에 대한 Memory 수요 의존도가 대폭 상승했기 때문
- 따라서 Global 유동성 YoY 증감률이 7월 초까지 하락하더라도 1) AI Capex 증가율의 상향 조정이 지속되고, 2) 현물가격 상승세가 유지된다면, 반도체 주가는 3Q25의 경우처럼 단기 조정 이후 상승세를 지속할 가능성이 높음
- 단 이란 전쟁이 장기화될 경우 향후 고금리에 따라 Global 유동성의 상승 추세는 꺾이고 유동성 YoY 증감률 및 AI 투자가 둔화될 가능성이 높음. 결국 이번 이란 전쟁과 경기, 업황, 주가 요인들은 모두 연결되어 있음

<그림25> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

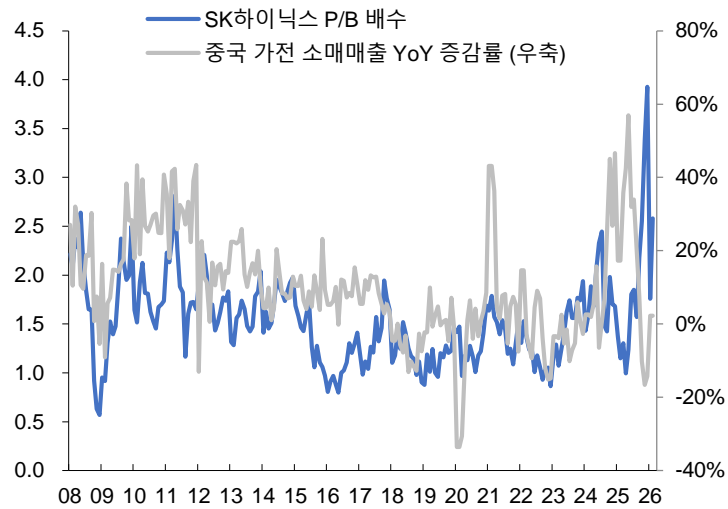


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 추이

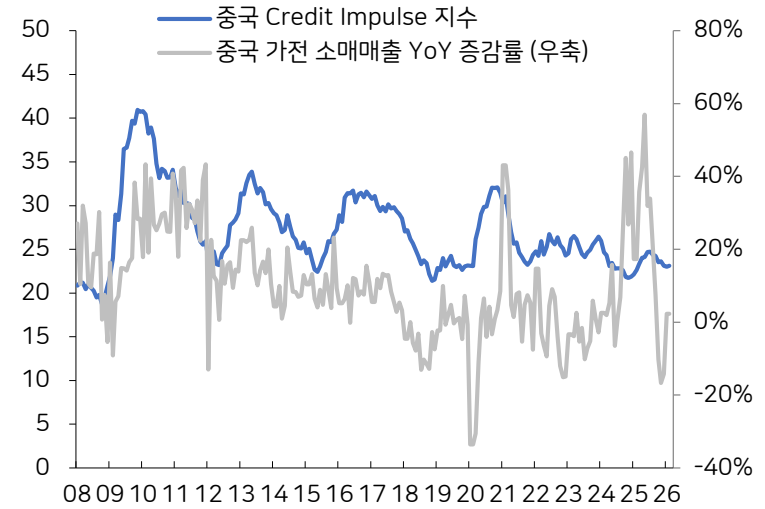
- CY25 7월 (24.7) 이후 CY26 1월 (23.0)까지 하락세를 보인 중국 Credit Impulse 지수는 CY26 2월 (23.1)에 소폭 반등
- CY25 6월 이후 급락세를 보이던 중국 가전 수요 YoY 증감률 역시 2월에 소폭 반등

<그림27> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림28> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

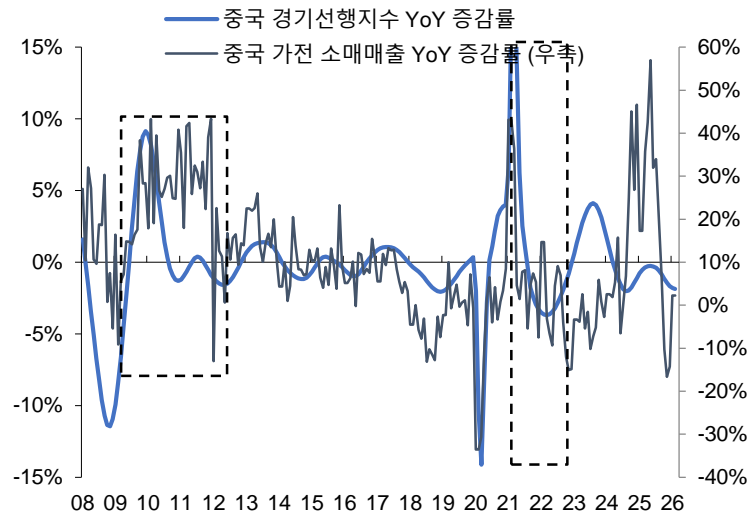


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 추이

- CY26 12월부터 반등하던 중국 M2 YoY 증감률은 CY26 2월 (+9.0%)에 전월 수준 유지. 반면 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 CY26 7월 이후 CY27 2월까지 지속 하락세
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률은 최근 부진한 모습을 보이다 2월에 반등
- 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 의지와 자국산 GPU 사용 증가 추세를 감안 시, CY26에도 중국 빅테크 업체들의 서버 생산은 대폭 증가하고 중국 서버용 Memory 반도체 출하는 강세를 유지할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 또한 최근 미국 대법원의 상호 관세 관련 판결에 따라 중국에 대한 관세율이 대폭 하락하게 되면, 이는 중국의 대미 수출, 제조업 경기의 회복을 불러 오고 Memory 반도체에 대한 수요를 증가시킬 가능성이 있음

<그림29> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림30> 중국 M2 YoY 증감률 추이

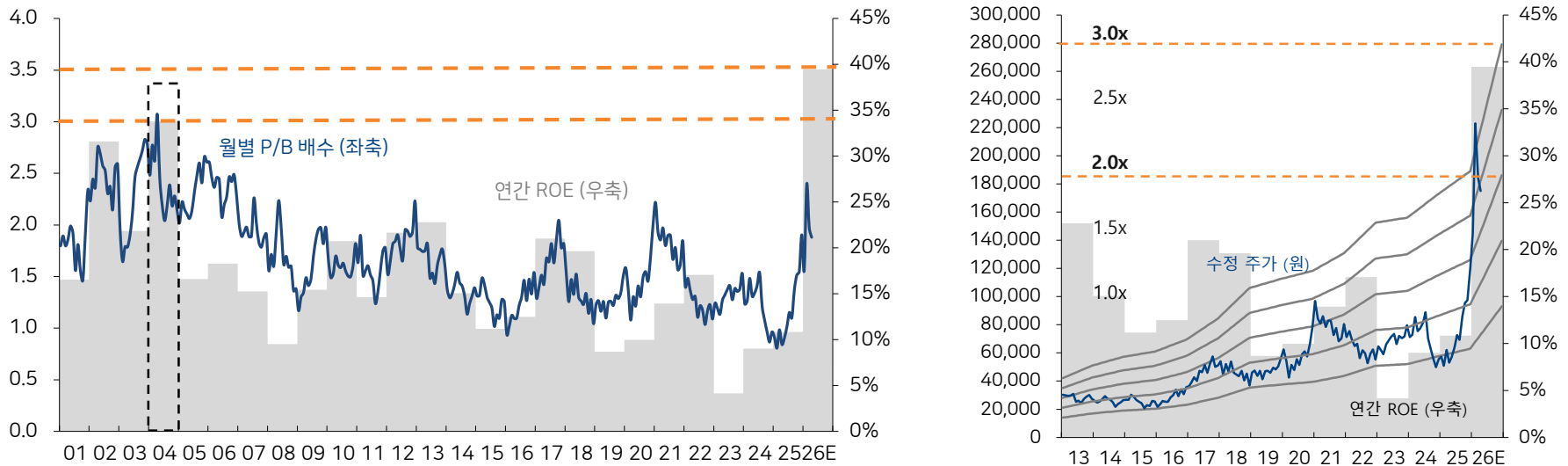


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 이란 전쟁 조기 종료 시 P/B 3.0배 적용 가능

- 삼성전자의 현재 주가는 FY26 BPS 대비 2배 (과거 고점 배수) 이하에서 거래 중이며, 최근 발생 중이던 Valuation 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈춘 상황임
- 삼성전자의 FY26 영업이익은 272조원으로 YoY 525% 증가할 전망이다 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 9만원. 단 동사 향후 실적 및 BPS, ROE는 직원들에 대한 신규 보상 체계에 따라 하향 조정 가능
- 동사 FY26 예상 ROE가 39%로 지난 30년간 최고점이었던 FY04의 34%를 상회하므로, 목표주가 산정을 위해 적어도 당시 동사 고점 P/B 배수 3.0배를 적용할 필요가 있음. 이를 감안해 P/B 3.0배를 FY26 BPS에 적용 시 28만원의 목표주가 도출. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 28만원 이상에서 추가 상승할 수 있을지가 결정될 듯
- 단 P/B 3.0배의 적용과 28만원의 목표주가는 이란 전쟁이 단기 종료될 경우에 한함. 이란 전쟁 장기화 시, 스태그플레이션이 발생하고 고금리, 유동성 축소, 경기 악화에 따라 AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 Val. 배수 및 목표주가의 하향 조정이 불가피함

<그림31> 삼성전자 ROE와 P/B Valuation을 이용한 목표주가 산출



자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 이란 전쟁 조기 종료 시 P/B 3.5배 가능

- SK하이닉스의 현재 주가는 FY26 BPS 대비 2배 (최근 중간 배수) 이하에서 거래 중이며, 최근 발생 중이던 Valuation 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈춘 상황임
- 직원들에 대한 영업이익 10% 지급 조건을 반영한 SK하이닉스의 FY26 영업이익은 234조원으로 YoY 395% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 43만원
- CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 CY25 동사 고점 P/B 배수가 이미 4.0배까지 상승한 바 있으므로 동사 목표 주가 산정을 위해 충분히 3.5배 (MU P/B 배수)를 적용할 수 있음. P/B 3.5배를 FY26 예상 BPS에 적용 시 목표주가는 150만원. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 150만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯
- 단 P/B 3.5배의 적용과 150만원의 목표주가는 이란 전쟁이 단기 종료될 경우에 한함. 이란 전쟁 장기화 시, 스태그플레이션이 발생하고 고금리, 유동성 축소, 경기 악화에 따라 AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 목표주가 산정을 위한 Val. 배수의 하향 조정이 불가피함

<그림32> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

스태그플레이션 우려 Vs 살아있는 업황

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	280,000원(상향)
증가(2026.03.31)	167,200원
상승여력	67.5%

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	591,964만주
시가총액	1,043,632십억원
외국인지분율	48.7%
52주 주가	53,000~218,000원
60일평균거래량	30,950,216주
60일평균거래대금	5,323.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.6	47.0	110.1	205.0
상대수익률	-3.1	21.8	56.0	92.3



[투자포인트]

- 현주가는 FY26 BPS 대비 2배 (과거 고점 배수) 이하에서 거래 중이며, Val. 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈춘 상황임. FY26 예상 ROE가 39%로 지난 30년간 최고점이었던 FY04의 34%를 상회하므로, 목표주가 산정을 위해 적어도 당시 고점 P/B 배수 3.0배를 적용할 필요가 있음. 이를 FY26 예상 BPS 9만원에 적용해 28만원의 목표주가 도출
- 단 P/B 3.0배의 적용과 28만원의 목표주가는 이란 전쟁이 단기 종료될 경우에 한함. 전쟁 장기화 시, AI 투자 및 Memory 업황도 둔화될 것이므로 Val. 배수 및 목표 주가의 하향 조정이 불가피함
- 2Q26 DRAM, NAND ASP 상승률 전망치를 각각 33%, 37%로 상향 조정하며, 이에 따라 2Q26 및 FY26 영업이익 전망치 역시 70.0조원과 272.4조원으로 상향함. 가격 부담에도 불구하고 업황은 여전히 살아있는 상황임. 단 5월 파업을 전후해 직원들에 대한 신규 보상 체계가 결정되면, 동사 향후 실적 및 BPS, ROE가 소폭 하향 조정될 수 있음
- 1Q26 매출 및 영업이익을 QoQ 33%, 126% 증가하는 125.2조원과 45.3조원으로 추정함. Memory 가격 급등과 원-달러 환율의 상승에 따른 결과임. Memory 부문에서만 44.7조원의 영업이익이 발생할 것으로 예상됨. 단 Sys-LSI에서는 전분기 수준의 적자가 발생했을 것으로 보이고, SDC와 MX/네트워크, CE 부문 (하만 포함)의 영업이익은 Memory 가격 부담에 따라 0.4조원, 1.4조원, 820억원에 그칠 것으로 판단됨

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	333,606	593,792	534,413	587,854
영업이익(십억원)	43,601	272,380	196,671	216,726
순이익(십억원)	44,261	207,435	156,628	175,794
EPS(원)	6,564	30,797	23,254	26,099
BPS(원)	62,995	93,053	115,568	140,929
PER(배)	18.3	5.7	7.6	6.8
PBR(배)	1.9	1.9	1.5	1.3
ROE(%)	10.8	39.5	22.3	20.4
배당수익률(%)	1.4	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	7.5	2.5	2.6	1.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표9> 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	125,199	148,012	165,637	154,944	300,871	333,606	593,792
	매출총이익	28,131	25,497	33,500	44,306	69,429	93,400	104,225	101,281	114,309	131,434	368,334
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.9%	47.2%	55.5%	63.1%	62.9%	65.4%	38.0%	39.4%	62.0%
	영업이익	6,685	4,676	12,166	20,074	45,343	69,979	80,814	76,244	32,726	43,601	272,380
	영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	36.2%	47.3%	48.8%	49.2%	10.9%	13.1%	45.9%
DS	매출	25,073	27,883	33,119	44,005	71,630	99,782	111,681	107,017	111,069	130,081	390,110
	매출총이익	5,507	5,166	11,678	21,399	48,600	74,782	85,182	81,266	32,807	43,751	289,830
	매출총이익률	22.0%	18.5%	35.3%	48.6%	67.8%	74.9%	76.3%	75.9%	29.5%	33.6%	74.3%
	영업이익	1,123	393	6,964	16,417	43,461	69,280	79,345	75,224	15,156	24,896	267,310
	영업이익률	4.5%	1.4%	21.0%	37.3%	60.7%	69.4%	71.0%	70.3%	13.6%	19.1%	68.5%
SDC	매출	5,910	6,400	8,092	9,503	6,362	7,045	8,063	8,112	29,140	29,904	29,582
	매출총이익	5,365	5,444	6,221	7,259	5,392	5,247	5,666	6,021	23,218	24,288	22,326
	매출총이익률	90.8%	85.1%	76.9%	76.4%	84.7%	74.5%	70.3%	74.2%	79.7%	81.2%	75.5%
	영업이익	500	501	1,199	2,003	370	147	488	607	3,760	4,203	1,613
	영업이익률	8.5%	7.8%	14.8%	21.1%	5.8%	2.1%	6.1%	7.5%	12.9%	14.1%	5.5%
MX/네트워크	매출	37,006	29,207	34,106	29,297	36,040	29,852	35,112	29,815	117,229	129,616	130,818
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	11,138	8,817	9,598	8,240	39,831	44,325	37,793
	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	1,428	318	636	262	10,661	12,910	2,645
	영업이익률	11.6%	10.6%	10.6%	6.5%	4.0%	1.1%	1.8%	0.9%	9.1%	10.0%	2.0%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,900	17,915	17,894	19,413	17,915	18,171	17,932	18,381	70,695	73,122	72,399
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	11,138	8,817	9,598	8,240	39,831	44,325	37,793
	매출총이익률	69.5%	55.4%	65.8%	52.5%	62.2%	48.5%	53.5%	44.8%	56.3%	60.6%	52.2%
	영업이익	600	704	295	-288	82	257	239	115	3,071	1,311	692
	영업이익률	3.4%	3.9%	1.7%	-1.5%	0.5%	1.4%	1.3%	0.6%	4.3%	1.8%	1.0%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표10> 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	1,461	1,446	1,431	1,416	1,305	1,367	1,426	1,436	
DRAM	16Gb 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%	11%	14%	9%	20%	
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	1.0	1.3	1.4	1.4	0.2	0.3	0.4	1.3	
	%QoQ / %YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	41%	66%	33%	6%	-44%	62%	27%	189%	
	매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	16,554	27,825	39,153	44,389	42,671	17,279	31,974	44,432	154,039
	%QoQ / %YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	43%	68%	41%	13%	-4%	-39%	85%	39%	247%
	매출 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	24,070	40,661	56,628	63,535	60,435	22,541	43,723	63,380	221,258
	%QoQ / %YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	50%	69%	39%	12%	-5%	-37%	94%	45%	249%
	영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	13,916	29,876	45,208	51,611	48,884	-985	12,773	27,411	175,579
	영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	58%	73%	80%	81%	81%	-4%	29%	43%	79%
NAND	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%	8%	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	0.5	0.5	0.1	0.2	0.1	0.4
	%QoQ / %YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	6%	26%	80%	37%	5%	0%	-47%	63%	-6%	186%
	매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	8,670	16,417	24,367	27,644	26,609	15,410	28,387	27,719	95,037
	%QoQ / %YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	16%	89%	48%	13%	-4%	-39%	84%	-2%	243%
	매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	12,606	23,991	35,242	39,567	37,686	20,073	38,752	39,469	136,485
	%QoQ / %YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	22%	90%	47%	12%	-5%	-38%	93%	2%	246%
	영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	3,885	14,795	25,292	28,832	27,201	-11,296	7,208	4,267	96,121
	영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	31%	62%	72%	73%	72%	-5%	19%	11%	70%
System LSI	매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	6,914	6,602	7,576	8,247	8,569	22,460	26,590	25,952	30,993
	%QoQ / %YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	7%	-5%	15%	9%	4%	-25%	18%	-2%	19%
	영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-1,460	-1,331	-1,319	-1,160	-884	-2,571	-5,422	-7,097	-4,694
	영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-21%	-20%	-17%	-14%	-10%	-11%	-20%	-27%	-15%
디스플레이	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%
	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	6,362	7,045	8,063	8,112	30,969	29,140	29,904	29,582
	%QoQ / %YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	17%	-33%	11%	14%	1%	-10%	-6%	3%	-1%
	중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-45	-47	-61	-78	-67	-64	-116	-215	-176	-270
	영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%	-34%	-15%	-7%	-10%
	소형 영업이익 (십억원)	351	1,084	1,585	956	540	546	1,244	2,049	432	225	555	671	5,686	3,975	4,379	1,883
	영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	23%	16%	8%	4%	19%	14%	16%	8%
	전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,199	2,003	370	147	488	607	5,569	3,760	4,203	1,613
	영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	21%	6%	2%	6%	7%	18%	13%	14%	5%
휴대폰 / Tablet	출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	67.6	67.3	61.2	65.8	62.3	260.9	260.3	273.4	256.6
	%QoQ / %YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-3%	0%	-9%	8%	-5%	-13%	0%	5%	-6%
	ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	343	285	356	326	362	326	310	319	322	343
	%QoQ / %YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-17%	25%	-8%	11%	-10%	8%	3%	1%	6%
	매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	19,281	23,931	19,956	23,822	20,271	80,891	83,063	88,054	87,981
	%QoQ / %YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-19%	24%	-17%	19%	-15%	-6%	3%	6%	0%
	매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	28,034	34,971	28,862	34,097	28,710	105,126	113,105	125,371	126,640
	%QoQ / %YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-16%	25%	-17%	18%	-16%	-5%	8%	11%	1%
	영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	1,755	1,287	184	555	173	12,899	10,518	12,480	2,199
	영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	6.3%	3.7%	0.6%	1.6%	0.6%	12.3%	9.3%	10.0%	1.7%
TV	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
	%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%	-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%	-1%	-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	6,879	6,708	6,718	7,313	26,842	27,740	27,560	27,618
	%QoQ / %YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	23%	-14%	-2%	0%	9%	-10%	3%	-1%	0%
	영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	6	-113	-62	-57	-57	-62	1,895	1,431	395	-238
	영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	7%	5%	1%	-1%
기타	매출 (십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	5,428	4,682	5,734	5,951	5,411	4,120	30,922	21,821	21,970	21,216
	영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	485	88	409	523	545	324	1,056	2,457	1,942	1,800
Total	매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	93,837	125,199	148,012	165,637	154,944	258,935	300,871	333,606	593,792
	%QoQ / %YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	9%	33%	18%	12%	-6%	-14%	16%	13%	7%
	영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	20,074	45,343	69,979	80,814	76,244	6,567	32,726	43,601	272,380
	영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	21%	36%	47%	49%	49%	3%	11%	13%	46%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산		247,685	464,347	624,660	809,797
현금 및 현금성자산		57,856	175,993	346,766	503,770
단기금융자산		67,991	78,423	86,265	94,892
매출채권		58,609	104,319	93,887	103,276
재고자산		52,637	93,689	84,320	92,753
비유동자산		319,257	326,293	326,094	325,952
유형자산		215,305	225,021	226,766	227,977
무형자산		29,481	25,798	22,853	20,499
자산총계		566,942	790,639	950,754	1,135,748
유동부채		106,411	123,217	128,332	138,753
매입채무		13,039	23,209	20,888	22,977
단기차입금		17,575	17,575	17,575	17,575
유동성장기부채		1,178	1,178	1,178	1,178
비유동부채		24,210	24,210	24,210	24,210
사채		7	7	7	7
장기차입금		6,480	6,480	6,480	6,480
부채총계		130,622	147,428	152,543	162,963
지배주주지분		424,313	626,772	778,424	949,242
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		402,136	598,510	744,079	908,813
기타자본항목		16,876	22,960	29,044	35,127
비지배주주지분		12,007	16,440	19,787	23,544
자본총계		436,320	643,212	798,211	972,785

현금흐름표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름		85,315	190,993	236,041	223,055
당기순이익		45,207	211,868	159,976	179,551
유형자산감가상각비		43,606	45,284	48,255	48,789
무형자산상각비		3,321	3,683	2,945	2,354
지분법관련손실(이익)		683	683	683	683
투자활동 현금흐름		-68,512	-66,913	-59,323	-60,107
유형자산의 처분(취득)		-47,372	-55,000	-50,000	-50,000
무형자산의 처분(취득)		-4,617	-	-	-
금융상품의 증감		-9,045	-10,432	-7,842	-8,627
재무활동 현금흐름		-13,478	-11,109	-11,061	-11,061
단기금융부채의증감		4,655	-	-	-
장기금융부채의증감		-46	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-9,897	-11,108	-11,060	-11,060
현금및현금성자산의증감		4,151	118,136	170,773	157,004
기초현금및현금성자산		53,706	57,856	175,993	346,766
기말현금및현금성자산		57,856	175,993	346,766	503,770

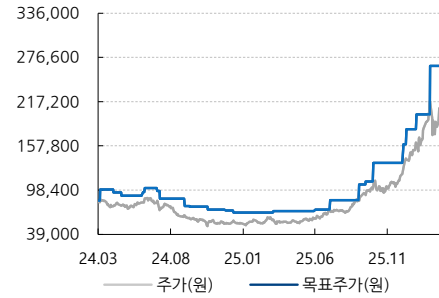
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액		333,606	593,792	534,413	587,854
증가율(%)		10.9	78.0	-10.0	10.0
매출원가		202,236	225,458	251,174	276,292
매출총이익		131,370	368,334	283,239	311,563
판매비와관리비		87,769	95,955	86,568	94,837
연구개발비		37,740	43,347	39,012	42,913
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		43,601	272,380	196,671	216,726
증가율(%)		33.2	524.7	-27.8	10.2
영업이익률(%)		13.1	45.9	36.8	36.9
이자수익		16,240	20,933	27,452	33,497
이자비용		11,734	12,138	12,138	12,138
지분법이익(손실)		683	683	683	683
기타영업외손익		691	633	633	633
세전계속사업이익		49,481	282,490	213,301	239,401
법인세비용		4,275	70,623	53,325	59,850
세전계속이익률(%)		14.8	47.6	39.9	40.7
당기순이익		45,207	211,868	159,976	179,551
순이익률(%)		13.6	35.7	29.9	30.5
지배주주귀속 순이익		44,261	207,435	156,628	175,794
기타포괄이익		6,084	6,084	6,084	6,084
총포괄이익		51,291	217,951	166,059	185,634
지배주주귀속총포괄이익		50,217	213,391	162,585	181,750

주요투자지표		2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS		6,564	30,797	23,254	26,099
BPS		62,995	93,053	115,568	140,929
CFPS		13,522	38,066	30,855	33,692
DPS		1,668	1,668	1,668	1,668
Valuation(배)					
PER		18.3	5.7	7.6	6.8
PBR		1.9	1.9	1.5	1.3
PCR		8.9	4.6	5.7	5.2
EV/EBITDA		7.5	2.5	2.6	1.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		10.8	39.5	22.3	20.4
EBITDA이익률		27.1	54.1	46.4	45.6
부채비율		29.9	22.9	19.1	16.8
순부채비율		-23.1	-35.6	-51.1	-58.9
매출채권회전율(x)		6.0	7.3	5.4	6.0
재고자산회전율(x)		6.4	8.1	6.0	6.6

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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%
2026-01-08	Buy	180,000	-17.8%	-9.8%
2026-01-29	Buy	200,000	-11.2%	9.0%
2026-02-27	Buy	265,000	-29.0%	-21.3%
2026-03-31	Buy	280,000		



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 전제, 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)

[투자비용등급공시 2026-03-31 기준]

매수
88.2%

중립(보유)
11.8%

매도
-

SK하이닉스(000660)

현물가격과 빅테크 Capex 증가율에 주목

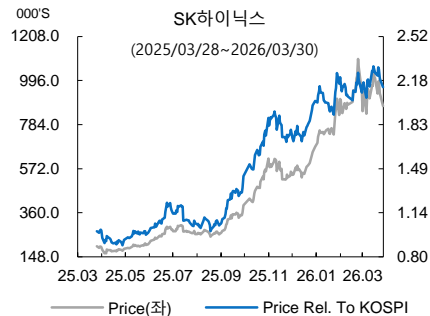
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,500,000원(상향)
증가(2026.03.31)	807,000원
상승여력	85.9%

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	71,270만주
시가총액	622,189십억원
외국인지분율	53.1%
52주 주가	164,800~1,099,000원
60일평균거래량	4,546,080주
60일평균거래대금	4,000.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-17.7	34.1	151.2	357.8
상대수익률	-2.2	8.9	97.1	245.1



[투자포인트]

- 현주가는 FY26 BPS 대비 2배 (최근 중간 배수) 이하에서 거래 중이며, 이란 전쟁 발발에 따라 Val. 배수 하락 중. CY26 중에 ADR이 상장될 경우 CY25 동사 고점 P/B 배수가 이미 4.0배까지 상승한 바 있으므로, 충분히 P/B 3.5배 (MU P/B 배수)를 FY26 BPS 43만원에 적용한 목표주가 150만원 도출 가능. 단 이란 전쟁 장기화 시, AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 Val. 배수 및 목표 주가의 하향 조정이 불가피함
- 2Q26 DRAM, NAND ASP 상승률 전망치를 상향 조정하며, 이에 따라 2Q26 및 FY26 영업이익 전망치 역시 60.6조원과 233.5조원으로 상향함. 가격 부담에도 불구하고 고객들의 Memory 확보 욕구는 여전한 상황임
- 1Q26 매출과 영업이익은 QoQ 73%, 105% 증가하는 56.8조원과 39.4조원으로 추정됨. 직원들에 대한 상여금 지급을 위한 충당금 반영을 감안하면 실제 영업이익은 43.3조원에 달할 듯. DRAM, NAND ASP가 각각 71%, 80% 급등했을 것으로 전망되며, 이에 더해 원-달러 환율의 상승이 동사 실적이 예상을 상회하는 원인
- 최근 소폭의 약세를 보이고 있는 현물가격이 급격한 하락 추세로 전환될 가능성은 낮아 보이나, 만약 향후 현물 가격의 낙폭이 확대되고 하락 추세가 지속된다면, 이는 Memory BOM Cost 부담이 업황 전반에 본격적으로 악영향을 미치기 시작했다는 의미로 해석될 수 있음. 당분간 현물 가격 흐름에 주목할 필요가 있음
- 2Q26 이후 PC, 스마트폰에서의 부정적 영향을 상쇄하기 위해서는 서버 출하량 및 Memory 탑재량의 빠른 증가가 필요한 상황임. 이를 담보하는 빅테크 Capex 증가율의 지속적인 상향 조정 여부에 주목할 필요가 있음

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	97,147	314,416	289,263	332,653
영업이익(십억원)	47,206	233,545	185,638	213,643
순이익(십억원)	42,919	187,799	151,166	175,360
EPS(원)	58,955	263,502	212,102	246,049
BPS(원)	165,544	429,684	638,977	882,217
PER(배)	11.0	3.3	4.1	3.5
PBR(배)	3.9	2.0	1.4	1.0
ROE(%)	44.2	88.0	39.7	32.3
배당수익률(%)	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	7.6	1.9	1.6	0.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표11> 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	1.12	1.49	1.59	1.59	0.25	0.43	0.55	1.46
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.9%	24.0%	71.4%	32.9%	6.5%	0.5%	-36.8%	75.5%	27.6%	164.1%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,467	16,820	28,874	41,740	47,265	45,864	16,390	32,828	51,681	163,742
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	0.33	0.34	0.34	0.06	0.12	0.11	0.31
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	11.0%	31.0%	80.0%	37.0%	5.0%	0.0%	-43.3%	90.8%	-7.5%	192.7%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,862	5,547	9,812	14,150	15,601	14,858	7,982	15,093	15,408	54,421
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	38,885	56,088	63,053	60,881	24,935	48,414	68,198	218,907
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,454	1,461	1,446	1,431	1,416	1,314	1,366	1,424	1,436
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,449	32,827	56,822	81,121	90,248	86,226	32,766	66,123	97,147	314,416
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,420	10,250	13,193	15,475	16,589	15,810	33,299	34,364	38,456	61,066
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,029	22,576	43,630	65,645	73,659	70,416	-533	31,759	58,690	253,350
판매비 (십억원)	2,661	2,770	2,646	3,407	4,271	5,033	5,309	5,191	7,197	8,361	11,484	19,805
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	11,383	19,170	39,359	60,612	68,350	65,225	-7,730	23,398	47,206	233,545
영업이익률	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	69.3%	74.7%	75.7%	75.6%	-23.6%	35.4%	48.6%	74.3%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,972	15,761	31,005	47,132	53,483	51,350	1,021	21,070	43,515	182,969
%/Sales	53.7%	56.2%	58.7%	64.4%	73.5%	78.1%	79.1%	79.1%	4.7%	46.9%	59.1%	77.8%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	396	3,396	8,343	13,469	14,857	13,866	-8,763	2,345	3,630	50,534
%/Sales	0.7%	-3.6%	7.4%	42.1%	58.2%	65.8%	66.5%	65.9%	-83.6%	11.4%	16.5%	64.7%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산		69,458	245,672	388,112	559,988
현금 및 현금성자산		14,924	144,280	291,946	451,859
단기금융자산		20,331	21,348	22,415	23,536
매출채권		18,468	31,442	28,926	33,265
재고자산		14,289	47,162	43,389	49,898
비유동자산		106,650	124,913	133,653	139,638
유형자산		77,503	97,698	107,364	114,384
무형자산		4,049	3,200	2,573	2,110
자산총계		176,108	370,585	521,765	699,625
유동부채		37,379	46,011	47,926	52,312
매입채무		2,848	9,219	8,482	9,754
단기차입금		2,396	2,396	2,396	2,396
유동성장기부채		5,766	5,766	5,766	5,766
비유동부채		18,062	18,062	18,062	18,062
사채		11,206	11,206	11,206	11,206
장기차입금		4,845	4,845	4,845	4,845
부채총계		55,441	64,073	65,988	70,374
지배주주지분		120,516	306,236	455,400	628,758
자본금		3,658	3,581	3,581	3,581
자본잉여금		8,954	8,954	8,954	8,954
이익잉여금		106,577	292,304	441,398	614,687
기타자본항목		1,328	1,398	1,467	1,537
비지배주주지분		151	276	377	493
자본총계		120,667	306,512	455,777	629,251

현금흐름표	(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름		53,373	162,250	176,295	188,322
당기순이익		42,948	187,924	151,266	175,477
유형자산감가상각비		13,099	14,805	20,334	22,980
무형자산상각비		831	850	627	463
지분법관련손실(이익)		-565	-565	-565	-565
투자활동 현금흐름		-48,054	-27,095	-22,146	-22,199
유형자산의 처분(취득)		-27,374	-35,000	-30,000	-30,000
무형자산의 처분(취득)		-1,058	-	-	-
금융상품의 증감		-17,321	-1,017	-1,067	-1,121
재무활동 현금흐름		-1,445	-2,768	-2,668	-2,668
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		768	-	-	-
자본의증감		-	-77	-	-
배당금지급		-1,681	-2,095	-2,071	-2,071
현금및현금성자산의증감		3,719	129,356	147,666	159,913
기초현금및현금성자산		11,205	14,924	144,280	291,946
기말현금및현금성자산		14,924	144,280	291,946	451,859

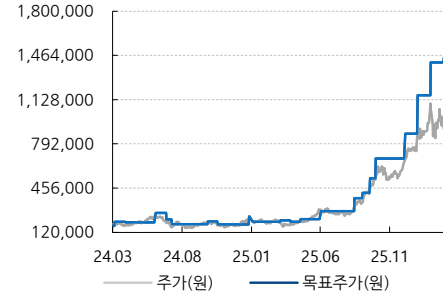
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액		97,147	314,416	289,263	332,653
증가율(%)		46.8	223.7	-8.0	15.0
매출원가		38,456	61,066	85,343	98,145
매출총이익		58,691	253,350	203,920	234,508
판매비와관리비		11,484	19,805	18,282	20,865
연구개발비		6,466	7,860	7,232	8,316
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		47,206	233,545	185,638	213,643
증가율(%)		101.2	394.7	-20.5	15.1
영업이익률(%)		48.6	74.3	64.2	64.2
이자수익		16,373	6,001	8,087	10,344
이자비용		12,505	4,077	4,077	4,077
지분법이익(손실)		-565	-565	-565	-565
기타영업외손익		-45	-	-	-
세전계속사업이익		50,466	234,905	189,083	219,346
법인세비용		7,518	46,981	37,817	43,869
세전계속이익률(%)		51.9	74.7	65.4	65.9
당기순이익		42,948	187,924	151,266	175,477
순이익률(%)		44.2	59.8	52.3	52.8
지배주주귀속 순이익		42,919	187,799	151,166	175,360
기타포괄이익		69	69	69	69
총포괄이익		43,017	187,993	151,336	175,546
지배주주귀속총포괄이익		42,989	187,868	151,235	175,429

주요투자지표		2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)					
EPS		58,955	263,502	212,102	246,049
BPS		165,544	429,684	638,977	882,217
CFPS		78,090	285,467	241,512	278,943
DPS		3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)					
PER		11.0	3.3	4.1	3.5
PBR		3.9	2.0	1.4	1.0
PCR		8.3	3.1	3.6	3.1
EV/EBITDA		7.6	1.9	1.6	0.7
Key Financial Ratio(%)					
ROE		44.2	88.0	39.7	32.3
EBITDA이익률		62.9	79.3	71.4	71.3
부채비율		45.9	20.9	14.5	11.2
순부채비율		-9.2	-46.1	-63.7	-71.7
매출채권회전율(x)		6.1	12.6	9.6	10.7
재고자산회전율(x)		7.0	10.2	6.4	7.1

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-21.2%	-5.3%
2026-02-27	Buy	1,410,000	-33.0%	-25.1%
2026-03-31	Buy	1,500,000		



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 전제, 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)

[투자비용등급공시 2026-03-31 기준]

매수
88.2%

중립(보유)
11.8%

매도
-