[반도체]

Overweight

[月刊 반도체 7월]

실적 전망치 상향 조정 지속

적어도 CY27까지는 반도체 호황 지속 예상

iM증권

2026.06.22

In-Depth Report

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

CONTENTS

[산업 분석]

Ⅰ. Summary 3

Ⅱ. 수요 전망 7

Ⅲ. Memory 반도체 업황 현황 및 전망 19

Ⅳ. 이슈 분석 25

Ⅴ. 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석 33

[기업 분석]

삼성전자(005930) 39

SK하이닉스(000660) 44

Summary

수요 전망

- 당사는 서버 출하 증가율을 +16%로 상향. 이에 더해 전체 서버 중 AI 서버 생산 비중 상승 및 AI CPU 전용 서버의 등장 효과 등에 따른 서버용 DRAM 탑재량 증가율의 상향에 따라 CY26 DRAM 수요 증가율을 기존의 26.2%에서 28.0%로 추가 상향 조정. CY26 업계 생산 증가율 예상치는 25.0% (삼성전자 28%, SK하이닉스 25%, Micron 20%, 중국 32%). 따라서 업황 호조가 이어질 가능성이 매우 높은 것으로 판단됨
- 6월 19일 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +101.7%로 5월 14일 전망치 97.8%에서 지속 상승했고 향후 추가 상향 조정될 가능성 존재. 대만 서버 ODM 업체들의 1Q26 생산량 YoY 증감률은 20%를 상회. 당사는 CY26 서버 출하 증가율 전망치를 기존 12%에서 16%로 상향 조정
- CY26 HBM 실수요량은 42.3억 GB로 95% 증가할 전망임. 현재 CY26 생산량 전망치는 44.4억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.8억, Micron 6.9억) 수준으로 수요량을 소폭 상회하나 수율 문제와 재고 구매까지 감안하면 전년 대비 수급 및 가격 안정 예상
- CY26 HBM4 가격은 CY25 3E 12단 가격 대비 10%대 중반 상승하고, CY26 3E 12단 가격은 YoY 15% 가량 하락한 것으로 추정. HBM4의 비용 증가와 3E 12단의 가격 하락을 감안 시, 1위 업체의 CY26 HBM 영업이익률은 전년 대비 소폭 하락 전망. 반면 2위 업체의 경우 HBM3E 12단 판매 정상화에 따라 전년 대비 이익률이 대폭 상승할 것으로 판단됨
- NVIDIA의 CY27 차세대 AI 가속기 Rubin Ultra는 당초 GPU 패키지당 HBM4E 1TB (1,024GB)의 용량으로 발표되었으나, 두 가지 제조 병목 (패키징 면적의 한계, HBM4E 16단 적층 수율)과 DRAM 공급 부족 가능성으로 인해 384GB으로의 축소안이 거론되고 있는 것으로 판단됨. 단 현재 NVIDIA와 메모리 업체 간 협의가 진행 중이며 아직 확정된 바는 없는 것으로 보임
- 만약 384GB 수정안으로 최종 결정될 경우 한국 메모리 업체들은 CY27 신규 양산 Capa의 일부를 Conventional DRAM 생산으로 전환해야 할 필요가 있는 것으로 보임, 이런 경우 한국 업체들의 CY27 DRAM 생산 증가율 전망치 10%대 초반은 소폭 상향 조정되고 이는 CY27 DRAM 수급에 다소의 영향을 미칠 수 있음
- 12단 HBM4E의 인증 성공은 그리 어렵지 않을 전망이므로 향후 약 1년간의 HBM4E 관련 관전 포인트는 '16단 HBM4E 샘플을 누가 먼저 제출하고, 누가 먼저 인증을 통과하느냐'인 것으로 판단됨. 단 16단 후공정에서 삼성전자와 SK하이닉스의 공정 노선이 갈릴 가능성이 높다는 점이 중요
- 현재 Nvidia는 DRAM 업체들에게 SOCAMM의 공급을 적극 요청 중이나 일부 DRAM 업체가 낮은 수율과 이익률을 이유로 생산 증가에 적극적이지 않은 상황. 이것이 VR200 당 SOCAMM 탑재량이 1.5TB에서 0.75TB로 감소하는 원인인 것으로 추정됨

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- DDR4 서버 모듈에서 칩을 떼어내 PC 모듈로 재 생산한 DDR4 Re-ball 제품의 소진에 따라 DDR4 현물가격 반등 중. DDR5의 경우 고객, 모듈 업체, 유통 업자들의 저가 매수가 지속 중이고, 공급 부족에 대한 확신이 워낙 강한 상황이므로 당분간 강보합세가 지속될 것으로 전망됨. 단 만약 향후 현물 가격의 낙폭이 확대되고 하락 추세가 지속된다면, 이는 고정거래가격의 상승을 기대하기 어렵다는 의미이므로 여전히 현물 가격 흐름에 주목할 필요가 있음
- 3Q26 DRAM, NAND 고정거래가격의 인상폭에 대해서 Edgewater 등 시장 조사 기관들이 5% 수준에서 10%대 중반으로 최근 상향 조정. 서플라이 체인에서는 DRAM 10% 이상, NAND 20% 가량 인상을 예상 중. 당사 역시 DRAM, NAND 모두 15% 인상을 전망 중임. 이에 따라 당사는 FY26 삼성전자, SK하이닉스에 대한 실적 전망치도 추가 상향 조정
- 장기 계약은 고객별로 내용이 매우 상이하나 1~5년의 기간으로 설정되고, 물량을 확정하는 대신 가격은 기본적으로 시장 가격 변동에 기반해 분기 단위로 재설정하는 경우가 대부분인 것으로 보임. 단 가격 구간대 설정, 선수금 지급 등의 방식으로 향후 변동폭을 축소하는 조건들을 첨가
- CY26 NAND 수요 증가율은 17.5%로 예상되며 업계 생산 증가율은 23.3%로 수요 증가율을 상회할 듯. 단 CY25의 감산에 따른 극심한 생산 부족을 채우기 위한 시간이 필요해 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- FY26 Memory Capex는 1,100억 달러로 YoY 46% 증가할 전망임. 삼성전자의 FY26 Memory Capex는 YoY 30% 증가하는 45조원, SK하이닉스의 Capex는 40조원으로 36% 증가 예상. 추가 상승 가능성도 존재. Micron은 F26 동사 Capex를 250억 달러로 YoY 81% 증가시키고, FY27에도 큰 폭의 Capex 증가 (450억 달러, YoY +80%)를 예고
- 해외 DRAM 업체들은 CY27부터 매우 높은 생산 증가율을 기록할 전망이나 한국 업체들의 경우 신규 양산 Capa 부족과 HBM 생산 비중 증가에 따라 CY27 DRAM 생산 증가율이 CY26 대비 크게 하락할 전망임. CY27 DRAM 업계 생산 증가율은 CY26의 25%에서 20% 이하로 하락할 듯. 단 CY28에는 모든 업체들의 신규 양산 Capa가 대폭 증가함에 따라 DRAM 생산 증가율이 재상승할 가능성이 높은 것으로 판단됨

이슈 분석

- 에이전틱 AI는 모델 호출 전후의 제어 과정이 확대됨에 따라 GPU뿐 아니라 CPU 스레드, 메모리, 네트워크, 스토리지 I/O를 모두 소모하므로 CPU 수요 증가. 향후 GPU 서버 N대 옆에 CPU 전용 서버 N대가 추가되는 형태로 변화 가능. 단 향후 CPU:GPU의 실제 비율은 1:2 ~ 1:1을 에이전틱 AI 대규모 채택 시나리오, 1:4 ~ 1:2를 향후 2 ~ 3년 간 기본 시나리오로 보는 것이 합리적. CPU 전용 서버는 일반 서버 대비 서버당 DDR5 탑재량이 2~4배 증가

Summary

- 일론 머스크와의 소송 1심에서 OpenAI가 승소함에 따라 동사의 CY26 내 IPO 성공 가능성이 높아졌음. 단 현재 샘 알트만의 자기 거래 및 이해 상충 혐의에 따라 미국 6개 주 법무 장관이 SEC에 IPO 관련 검토를 요청했고, 미 하원 감독 위원회의 조사도 시작된 상황임. 따라서 여전히 IPO 성공에 대한 변수들이 존재하는 것으로 판단됨
- 광네트워크의 도입으로 기존 목표 워크로드를 더 효율적으로 처리하게 된다면 데이터센터에 필요한 GPU 및 서버 수가 줄고, 그만큼 HBM, DDR5 수요에는 부정적임. 반면 AI 수요가 네트워크 병목에 의해 제한되어 있었다면, 병목 해소 후 워크로드 증가가 효율 개선분을 초과할 경우 중장기 Memory 총수요에는 긍정적임. 단 CXL DRAM에는 어떠한 경우에도 광네트워크의 도입이 매우 긍정적
- 전체 Memory 매출의 60% 이상이 서버에서 발생하고, 전 세계 서버 생산의 60% 이상을 미·중 빅테크 및 네오 클라우드 업체들이 점유. 즉 전체 Memory 매출의 약 36%가 단 15여 개 거대 고객사로부터 발생하는 상황. CY26 Memory 시장 규모 1,200조원 중 빅테크/네오 클라우드 구매액은 약 432조원. CY26 말 Memory 가격이 CY27에 계속 유지되어 CY27 ASP가 10% 상승하고 CY27 Memory 출하량 증가율이 20%를 기록하면 2027년 Memory 시장은 약 1,584조원 규모. 이 경우 빅테크/네오 클라우드 고객군의 비중 36%를 감안 시 동 업체들의 CY27 Memory 구매액은 약 570조원
- CY26 전체 빅테크, 네오 클라우드 Capex 중에 Memory 구매가 차지하는 비중 37%는 CY25의 Memory 15%, 가속기 및 CPU 60%, 기타 (네트워크, 전력, 쿨링, 섀시 등) 25%를 사용해온 추세에서 크게 벗어나는 것임. 또한 앞으로는 나머지 63%로 GPU, CPU, 전력망, 냉각 시스템, 데이터센터 부지 비용을 모두 해결해야 하는데, 최근 전력 및 냉각 솔루션 비용이 급격히 상승 중이므로 Memory 구매에 37%를 써버리면 전력 설비를 지을 돈이 부족할 수 있음. 따라서 빅테크, 네오 클라우드 업체들이 Capex를 무한정 증가시킬 수 없다면 Memory 구매 비중을 줄여야 원하는 데이터센터 건설이 가능
- 빅테크, 네오 클라우드 업체들은 주주 환원액을 대폭 줄이거나 대규모 차입, 유상 증자 등 자본 조달 없이 CY27 Capex를 증가시키기 어려운 상황인 것으로 판단됨. 만약 더 이상 Memory 반도체의 높은 가격과 어마어마한 Capex 부담을 감당할 수 없게 되면 Memory 업체들의 70 ~ 80% 이익률은 장기적으로 유지되기 어렵고 단가 하락을 동반한 시장 조정기가 CY28 이후 도래할 가능성이 있는 듯. 단 CY27까지는 빅테크 업체들이 Cash 부족에도 불구하고 유상 증자, 부외화 (SPV & JV) 등의 방식으로 데이터센터 투자를 강하게 지속할 전망임
- 단 AI 서비스가 전 세계적으로 유료 결제 돌풍을 일으켜, 2H26, CY27에 상상을 초월하는 현금을 벌어들일 경우, 또는 Memory 생산 시설에 문제가 생겨 공급이 강제로 더 줄어들며 가격이 계속 폭등하는 경우에는 Memory 반도체 업황의 호조가 CY28 이후에도 지속 가능
- 부외화 밸브가 막히는 순간이 AI Capex의 변곡점이자 메모리 정점 신호가 될 가능성이 존재함. 관련해 다음 지표들을 관찰할 필요가 있음. 1. 데이터센터 SPV 신디케이션 성공 여부, 2. 사모신용 펀드 환매 동향, 3. 데이터센터 ABS, 프로젝트본드 신용 스프레드 확대 여부, 4. 빅테크 CDS 급등 여부

Summary

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- Global 유동성 YoY 증감률이 7월 초까지 횡보 및 하락하더라도 1) AI Capex 증가율의 상향 조정이 지속되고, 2) 현물가격 상승세가 유지된다면, 반도체 주가는 7월 초 이후의 유동성 YoY 증감률의 회복과 함께 중기 상승 추세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자에 대한 Valuation 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈췄다가 최근 재개되고 있는 상황. 직원들에 대한 신규 보상 체계를 감안한 삼성전자의 FY26 영업이익은 340조원으로 YoY 680% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 10만원, ROE는 47%로 추정. 동사 FY26 예상 ROE는 지난 30년간 최고점이었던 FY00의 41%를 상회하므로, 동사 주가에 FY00 당시 동사 고점 P/B 배수 4.2배를 넘는 4.8배 적용 가능. 이를 감안해 P/B 4.8배를 FY26 BPS에 적용 시 48만원의 주가 도출. CY27의 메모리 가격 상승 지속 여부에 따라 동사 주가가 48만원 이상에서 추가 상승할 수 있을지가 결정될 것으로 판단
- SK하이닉스에 대한 Valuation 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈췄다가 최근 재개되고 있는 상황. 직원들에 대한 영업이익 10% 지급 조건을 반영한 SK하이닉스의 FY26 영업이익은 261조원으로 YoY 452% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 48만원. CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 최근 Micron의 P/B 배수가 7~10배 수준 (ROE 71%)이고, 동사의 올해 예상 ROE가 96%에 달하므로 동사에 충분히 7.0배 이상을 적용할 수 있음. P/B 7.5배를 FY26 예상 BPS에 적용 시 350만원의 주가 가능. 절대적 Valuation 관점에서도 이번 상승 싸이클의 시작이었던 FY24의 ROE 31%와 고점 P/B 배수 2.4배를 감안 시, FY26의 ROE가 96%라면 7.5배의 P/B 배수 적용이 가능. CY27의 메모리 가격 상승 지속 여부에 따라 동사 주가가 350만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 전망

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/480,000원) : 중기 주가 상승세 유지 예상
- SK하이닉스 (000660/BUY/3,500,000원) : 2Q26 영업이익 63.7조원 전망

CY26 DRAM 수요 증감률: 28.0%로 추가 상향

- CY25 DRAM 수요 증가율 23.9%는 업계 생산 증가율인 18.1%를 상회했음
- 당사는 CY26 PC, 스마트폰, Tablet 출하 증가율을 -11%, -10%, -8%로 전망. 반면 당사는 서버 출하 증가율을 +16%로 상향. 이에 더해 전체 서버 중 AI 서버 생산 비중 상승 및 AI CPU 전용 서버의 등장 효과 등에 따른 서버용 DRAM 탑재량 증가율의 상향에 따라 CY26 DRAM 수요 증가율을 기존의 26.2%에서 28.0%로 추가 상향 조정
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율은 25.0% (삼성전자 28%, SK하이닉스 25%, Micron 20%, 중국 32%). CY26에는 DRAM 수요 증가율이 생산 증가율을 상회하고 당분간 고객들의 DRAM 확보 노력이 강력하게 지속될 가능성이 높음
- 2H26 이후 업황의 관건은 PC, 스마트폰에서의 부정적 영향을 서버 출하량 증가율이 얼마나 높게 나와 상쇄할 것인지에 달려있으나 현재 상황에서는 업황 호조가 이어질 가능성이 매우 높은 것으로 판단됨

<표1> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 추정

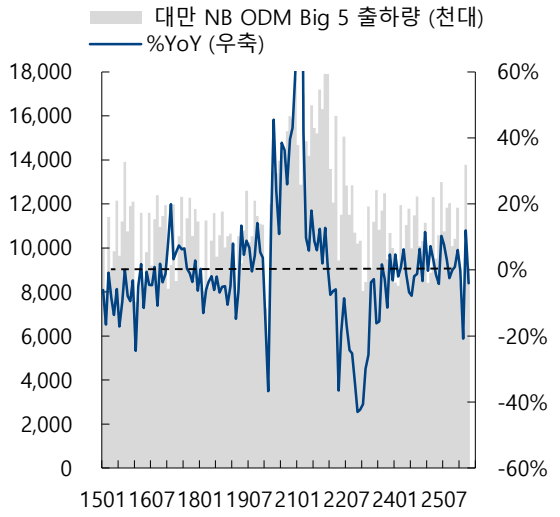
CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	-5.2%	-11.0%	-2.4%	-10.0%	-3.4%	-7.6%	0.0%	0.0%	10.0%	16.0%		
DRAM 탑재량 증가율	4.9%	-0.1%	5.0%	1.0%	3.4%	0.0%	2.2%	2.2%	30.4%	43.2%		
DRAM 수요 증가율	-0.5%	-11.1%	2.5%	-9.1%	-0.2%	-7.6%	2.2%	2.2%	43.5%	66.2%	20.1%	28.0%
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%	-11.0%	2.3%	-10.0%	11.0%	-7.6%	-0.7%	0.0%	8.9%	16.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	-0.1%	10.0%	1.0%	4.3%	0.0%	1.6%	2.2%	25.5%	43.2%		
DRAM 수요 증가율	10.9%	-11.1%	12.5%	-9.1%	15.8%	-7.6%	0.9%	2.2%	36.7%	66.2%	23.9%	28.0%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 2Q26 이후 PC 출하량 축소가 가속화될 듯

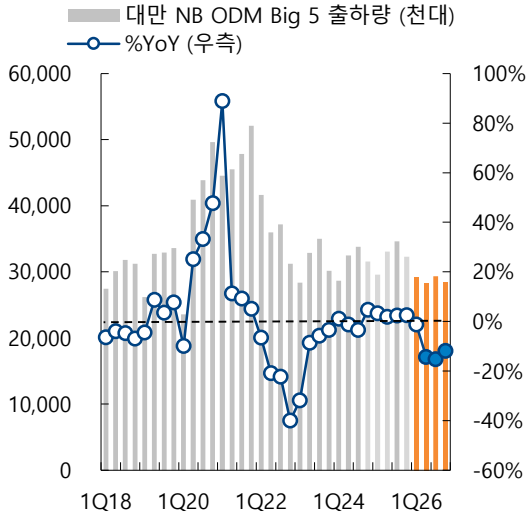
- 1Q26 대만 NB ODM 출하량 YoY 증감률은 -1.3%로 우려보다 양호했으며, 이는 PC OEM들이 기존 보유 저가 Memory 재고를 사용해 미리 저렴한 NB 완성품 재고를 확보하기 위한 것. PC 업체들의 Memory 반도체 주문도 아직까지는 양호한 상황
- 단 2Q26에는 Memory 가격 부담과 하반기 신제품 대기 수요로 인해 NB ODM 출하가 크게 제한될 전망임. 대만 NB ODM 업체들의 CY26 4월 출하량은 9.1백만대로 MoM 33.8% 감소했고 YoY 증감률도 전월의 +12.0%에서 -4.0%로 하락. 주요 ODM 업체들은 2Q26에 QoQ 소폭의 출하량 증가를 목표로 하고 있으나 역성장 가능성도 존재
- CY25 연말 대비 현재 PC 가격은 저가 35~40%, 중가 30~40%, 고가 20% 상승. PC 업체들이 보유한 저가 DRAM 재고는 1Q26 내에 대부분 소진될 전망이고 1Q26와 2Q26에 Memory 반도체 가격이 더 큰 폭으로 상승했으므로, 2H26 이후 PC 가격 인상 폭이 더욱 커질 가능성이 높음
- Lenovo, HP, Dell은 이미 추가 PC 가격 인상을 밝힌 상황. 또한 중가 PC에서 DRAM 탑재량이 16GB에서 8GB로 축소되는 현상도 가속화될 듯. 최근 8GB DRAM, 256GB NAND 사양의 초저가 ($599) 맥북 Neo의 판매량이 기록적인 흥행 (연간 7~10 백만대 예상)을 보이고 있음
- CY26 PC 출하량 증가율에 대해 현재 Gartner -10.4%, IDC -11.3%, Trendforce -14.8%로 전망 중이며 당사 현재 전망치는 -11.0%

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



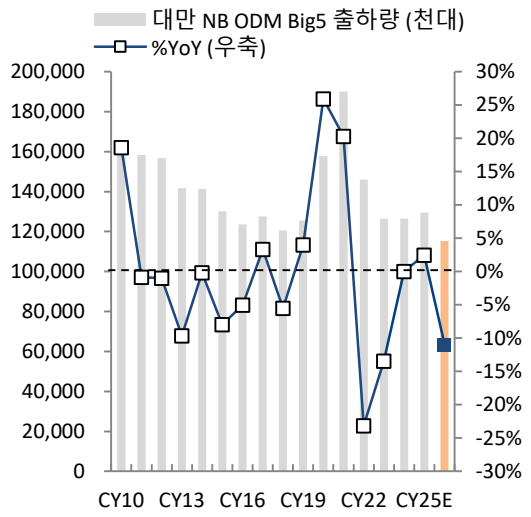
자료 : 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

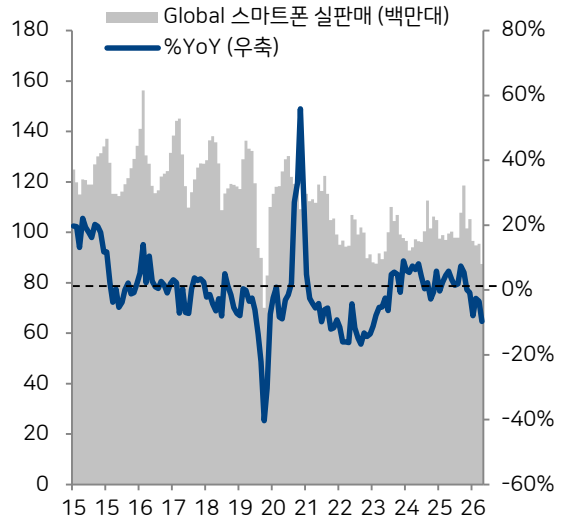


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

스마트폰: 2Q26부터 수요 위축 본격화

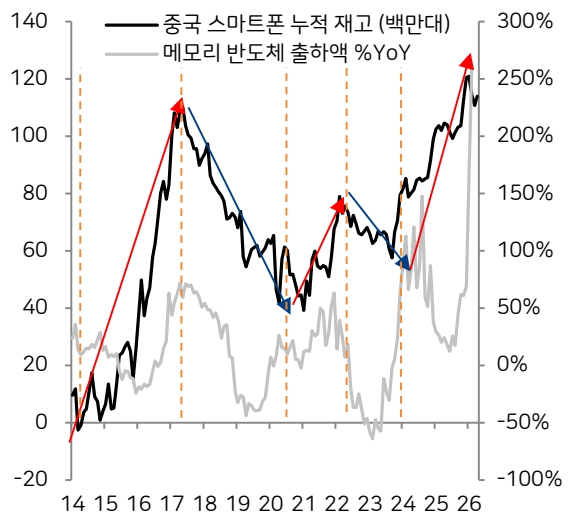
- CY26 4월 글로벌 스마트폰 판매량은 87.5백만대로 YoY 증감률이 전월의 -3.5%에서 -9.7%로 크게 둔화. 4월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (39.4M, -3.7% -> -8.7%), 중국 (16.8M, -1.3% -> -10.9%), 유럽 (12.5M, -6.5% -> -6.8%), 인도 (10.0M, -5.6% -> -13.3%), 미국 (8.7M, -0.3% -> -11.9%)에서 모두 하락
- 1Q26까지는 Memory 가격 급등에 대비해 스마트폰 제조사들이 부품 재고를 미리 확보하여 생산 라인을 가동했기 때문에, 스마트폰 가격 인상폭이 적고 출하량도 급감하지 않았으나 2Q26들어 수요 위축이 본격화되는 모습
- 1Q26, 2Q26 Memory 가격 급등에 따라 향후 신제품 스마트폰들의 가격은 대폭 인상이 불가피할 전망이며 이때부터 수요 위축은 더욱 심화될 가능성이 있는 듯
- 시장 조사 기관들은 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 Gartner -8.4%, IDC -12.9%, Counterpoint -12.4%, Trendforce -10 ~ -15.0%를 기록할 것으로 예상 중. 당사 전망치는 -10.0%. PC와 스마트폰 생산 계획 조정은 2Q26부터 본격화될 전망
- CY26 4월까지의 중국 누적 스마트폰 출하량 YoY 증감률이 -5.5%를 기록하며, 중국 스마트폰발 Memory 반도체 Order Cut이 일부 발생 중

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



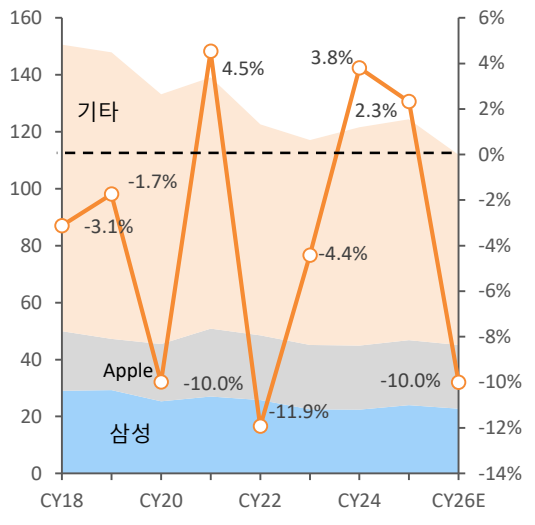
자료 : Counterpoint

<그림5> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림6> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

Server: CY26 서버 출하 증가율 전망치 16%

- Memory 가격 급등에도 불구하고 Trendforce, IDC, Digitimes 등은 CY26 서버 출하량 증감률을 기존의 4~6%에서 10~19%로 최근 상향. Digitimes에 따르면 대만 서버 ODM 업체들의 1Q26 생산량 YoY 증감률은 20%를 상회. Memory 반도체 업체들의 CY26 서버 출하량 증가율 전망치도 12~17%. 당사 역시 기존 12%에서 16%로 상향 조정

- 6월 19일 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +101.7%로 CY25 11월 20일 전망치 33.6% 뿐 아니라 5월 14일 전망치 97.8%에서도 지속 상승한 것이고 향후 추가 상향 조정될 가능성도 있는 것으로 보임

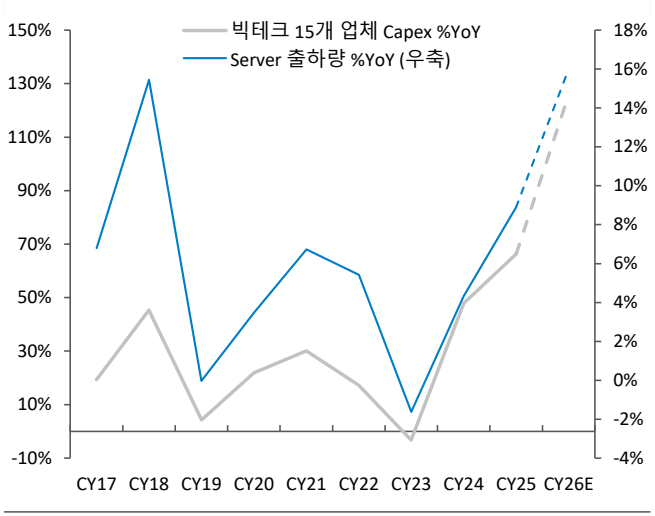
- 발표 기준 Capex 합계는 약 8,767억 달러이나, 부외 SPV, 사모 대출 구조의 집행분을 더하면 실제 전년 Capex 대비 CY26 총투입액은 약 1조 달러 안팎 (YoY +126%)으로 추정되므로 CY26 서버 출하량 증가율은 16%에 도달할 가능성이 충분한 듯

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex ($mn)	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E 5월 14일	FY26E 6월 19일	FY27E
Google	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	91,447	184,705	186,523	241,583
Apple	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,715	12,212	12,229	14,591
Meta	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	69,691	134,270	134,467	161,709
Amazon	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	131,819	198,856	199,284	229,003
Microsoft	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	190,000	190,000	240,000
IBM	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,091	1,627	1,670	1,712
Oracle	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	50,346	55,663	84,592
Paypal	704	866	908	706	623	683	852	965	969	999
eBay	508	463	444	449	456	458	525	503	502	549
Salesforce	595	643	710	717	798	736	658	695	594	673
Alibaba	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	17,788	17,876	20,289
Tencent	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	12,177	14,926	16,903	17,063
Baidu	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,680	1,859	2,282	2,366
CoreWeave	-	-	-	72	2,943	8,702	10,309	33,856	34,163	39,166
NeBius	318	341	606	750	1,073	808	4,066	17,095	23,605	27,779
Total Capex	98,258	119,803	155,831	182,699	176,756	261,414	434,703	859,703	876,729	1,082,075
미국 IDC Capex	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	394,564	774,179	781,901	975,411
중국 IDC Capex	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	25,764	34,573	37,060	39,718
Neo Cloud Capex	318	341	606	822	4,016	9,510	14,375	50,951	57,768	66,945
Total %YoY	4.3%	21.9%	30.1%	17.2%	-3.3%	47.9%	66.3%	97.8%	101.7%	23.4%
미국 업체 %YoY	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	66.8%	96.2%	98.2%	24.7%
중국 업체 %YoY	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	67.3%	34.2%	43.8%	7.2%
Neo Cloud %YoY	-29.9%	7.4%	77.5%	35.7%	388.6%	136.8%	51.2%	254.4%	301.9%	15.9%

자료 : Bloomberg

<그림7> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

Server ODM 동향: AI 서버 생산 Capa 부족

- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 CY26 Nvidia의 GPU 생산량 중 34%가 HGX 형태의 단품 서버로, 66%가 VR200, GB300 등 DGX 형태의 랙 단위로 사용될 전망. DGX 중에서는 VR200 서버의 생산이 3Q26에 시작 (Rubin GPU 생산은 5월 개시)되어 CY26 연간으로 25%의 비중, GB300 서버와 GB200 서버의 비중은 70%와 5%의 비중을 차지할 것으로 예상됨

- AI 서버 생산 Capa의 부족에 따라 Nvidia AI 서버 생산을 제외한 AMD 등의 AI 서버 생산에 차질이 발생 중이며, AMD AI 서버의 생산 증가율은 현재 YoY 10% 수준에 머물고 있는 것으로 판단됨. AI 서버용 부품 재고 역시 Nvidia가 사용하는 부품의 경우 여유가 있으나, 그 외 업체들향 부품은 공급이 부족한 상황인 것으로 보임

- Memory 반도체 재고는 안정된 공급 계약 체결로 현재 리드 타임이 길긴 하나 문제 없는 상황

- 서버/NB ODM 업체들은 서버 생산을 위한 Memory 확보는 고객들이 해주고 있으나, NB 생산을 위한 Memory는 공급 업체들과 직접 협상을 통해 확보하고 있음. 따라서 AI 서버 생산 마진은 10% 수준이나 NB 생산 마진은 급격히 악화되고 있음

- Quanta는 현재 주로 멕시코, 태국에 50개에 달하는 신규 서버 라인을 증설 중이며 이미 대부분 Booking이 완료된 상황임. 단 증설 규모와 인력 수급난을 감안 시, CY27 동사 AI 서버 생산 증가율은 CY26 대비 하락할 것으로 판단됨

- 전력 설비 부족에 따라 데이터센터의 증설이 여의치 않다는 보도가 있으나 이에 따라 서버 Order Cut이 발생하지는 않고 있음

<표3> Quanta의 Capa 증설 계획

지역	시기	투자 금액	시설 규모 및 특징	비고
태국 (촌부리 QMB 공장)	2025~2026	1.9억 달러	AI 서버 전용 SMT 라인 및 인프라 구축	동남아 최대 AI 서버 생산 거점
멕시코 (Santa Catarina)	2025~2026	10억 달러 (누적 기준)	신규 10만 m^2 임차 (총 16.9만 m^2 확보)	2026년 1분기 본격 양산 돌입
미국 (테네시 내슈빌)	2025~2027	별도 공개 (Capex 포함)	고부가가치 L11(랙 통합) 공정 중심	미주 CSP 직납 거점
대만 (타오위안 본사/린커우)	2025~2026	6.3억 달러 (FY25 Capex)	액침 냉각(Liquid Cooling) 고도화 라인	선단 공정 R&D 및 마더보드 생산

자료 : Quanta

가속기 반도체: CY26 CoWoS 할당량 및 가속기 반도체 생산은 기존 예상을 하회할 듯

- 가속기 반도체향 CY26 CoWoS Capa 할당량은 당사 기존 전망치보다 낮은 1,096K (TSMC 1,076K, Amkor 20K)로 CY25의 649K에서 69% 증가할 전망임. CY26 Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량도 640K로 56% 증가에 그칠 듯. AMD, Broadcom에 대한 CoWoS Capa 할당량은 45K -> 70K, 89K -> 272K로 증가 예상. CY26 TPU 생산량 전망치가 4백만개에 달하며 Broadcom에 대한 CoWoS Capa 할당량 대폭 증가

- Nvidia의 Rubin GPU CY26 생산량 전망치가 기존의 3백만개에서 150만개로 하향 조정. HBM4 출하 지연, 쿨링 문제 등이 원인인 듯하며 양산은 5월에 개시 예상

- Nvidia에 대한 CoWoS Capa 할당량과 각 GPU의 Net Die 수를 감안하면 동사 CY26 AI GPU 생산량은 YoY 31% 증가할 듯. Net Die 수가 적은 Rubin의 생산 비중이 당초 예상보다 낮을 전망인 점은 동사 AI GPU 생산량 증가율 상승 요소. 전체 가속기 반도체 생산량은 YoY 51% 증가할 듯

<표4> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY26 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY26	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	B200	16		CY26	Broadcom AI ASIC 생산량	Net Die	TPU	20	
			B300A	30					MTIA	22	
			B300	16					Bytedance	16	
			중국 전용 (H200)	28					OpenAI 등	9	
			Rubin	9				CoWoS (K)		272	206%
		CoWoS (K)		640	56%			비중	TPU	75%	
		비중	B200	12%					MTIA	17%	
			B300A	0%					Bytedance	6%	
			B300	54%					OpenAI 등	2%	
			중국 전용 (H200)	5%				Chip 수 (K)	TPU	4,027	
			Rubin	30%					MTIA	1,017	
		Chip 수 (K)	B200	1,229					Bytedance	261	
			B300A	0					OpenAI 등	49	
			B300	5,478					Total	5,354	70%
			중국 전용 (H200)	806			기타 업체 생산량	Net Die	Avg.	21	
			Rubin	1,728				CoWoS (K)		114	68%
			Total	9,242	31%			Chip 수 (K)		2,394	60%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI350X	16			Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		17,865	51%
			MI400X	9							
		CoWoS (K)		70	56%						
		비중	MI350X	50%							
			MI400X	50%							
		Chip 수 (K)	MI350X	560							
			MI400X	315							
			Total	875	22%						

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: CY26 수급 안정 예상

- CY25 HBM 실수요량은 21.7억 GB로 YoY 113% 증가한 것으로 보임. CY25 업계 생산량은 26.3억 GB (SK하이닉스 16.3억, 삼성전자 7.5억, Micron 2.5억)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 24.3억 GB로 YoY 57% 증가하고 전체 실수요량은 42.3억 GB로 95% 증가할 전망임. 이는 가속기 반도체 생산량 전망치 하향에 따라 당초 전망치보다 하향 조정된 것임

- 현재 CY26 생산량 전망치는 44.4억 GB (SK하이닉스 23.8억, 삼성전자 13.8억, Micron 6.9억) 수준으로 수요량을 소폭 상회하나 HBM4 수율 문제와 재고 구매까지 감안하면 전년보다 타이트한 수급 예상. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더 높은 Conventional DRAM 생산으로 일부 HBM Capa를 전환할 수 있을 듯

<표5> 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	1,148	HBM3E	24	6	144	165	
		New H20	0	HBM3E	24	6	144	0	
		B200	3,280	HBM3E	24	8	192	630	
		B300A	0	HBM3E	36	4	144	0	
		B300	2,624	HBM3E	36	8	288	756	
		Total	7,052					1,551	149%
	AMD	MI325X/350	720	HBM3E	36	8	288	207	53%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	3,864	HBM3/3E	20	5	100	386	62%
	Total		11,836				183	2,170	113%
CY26	Nvidia	B200	1,229	HBM3E	24	8	192	236	
		B300A	0	HBM3E	36	4	144	0	
		B300	5,478	HBM3E	36	8	288	1,578	
		중국 전용 (H200)	806	HBM3E	24	6	144	116	
		Rubin	1,728	HBM4	36	8	288	498	
		Total	9,242					2,427	57%
	AMD	MI350X	560	HBM3E	36	8	288	161	
		MI400X	315	HBM4	48	8	384	121	
		Total	875					282	36%
	Broadcom	TPU	4,027	HBM3E	35	6	211	851	
		MTIA	1,017	HBM3E/4	36	7	263	267	
		Bytedance	261	HBM3E	24	5	115	30	
		OpenAI 등	49	HBM4	36	8	288	14	
		Total	5,354					1,162	115%
	기타	ASIC/FPGA	2,394	HBM3E/4	24	6	151	362	
	Total		16,538				256	4,234	95%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 경쟁력 회복

- Nvidia가 HBM4의 요구 입출력 속도를 11.7Gbps에서 10Gbps로 하향 조정함에 따라 모든 업체들이 Nvidia에 HBM4를 공급할 수 있게 되었음
- 단 아직 HBM4의 수율은 업계 전반적으로 낮은 상황인 것으로 판단됨
- CY26 HBM 시장 점유율은 SK하이닉스 53%, 삼성전자 31%, Micron 16%로 예상됨
- 1H26에는 업계 전반적으로 HBM3E 위주의 공급이 진행되고 HBM4의 공급은 주로 2H26에 집중될 전망. CY26에 SK하이닉스는 Nvidia가, 삼성전자는 Broadcom이 최대 고객이 될 전망
- HBM4E에서 삼성전자는 Core Die에 기존 1C 나노를 그대로 사용하고 SK하이닉스와 Micron은 1B에서 1C 나노로 전환 예정. 지난 5월 29일에 삼성전자가 세계 최초로 12단 48GB HBM4E 샘플을 출하한 바 있으며, SK하이닉스는 당초 2H26로 예정되었던 동 제품 샘플을 6월 18일에 제출

<표6> 업체별 HBM 양산 시기

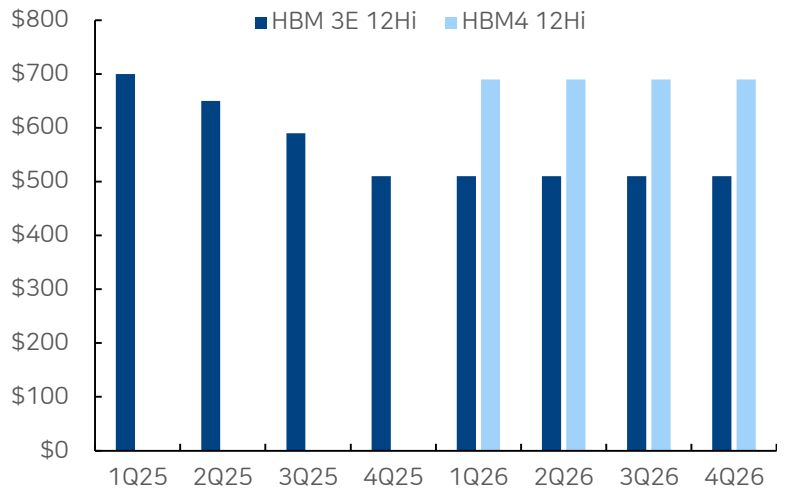
Product	Compay	CY22				CY23				CY24				CY25				CY26				CY27E			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
HBM2e	SK Hynix	8/16GB																							
	Samsung	8/16GB																							
	Micron	16GB																							
HBM3	SK Hynix					16GB (16Gb, 8Hi)				24GB															
	Samsung									16GB				24GB (24Gb, 8 Hi)											
HBM3e	SK Hynix									24GB				36GB (24Gb, 12 Hi)											
	Samsung													24GB				36GB							
	Micron									24GB				36GB											
HBM4	SK Hynix																	36GB							
	Samsung																	36GB							
	Micron																	36GB							
HBM4E	SK Hynix																					48GB			
	Samsung																					48GB (32Gb, 12Hi)			
	Micron																					48GB			

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM 업황 전망: 당초 우려보다 양호한 CY26 가격

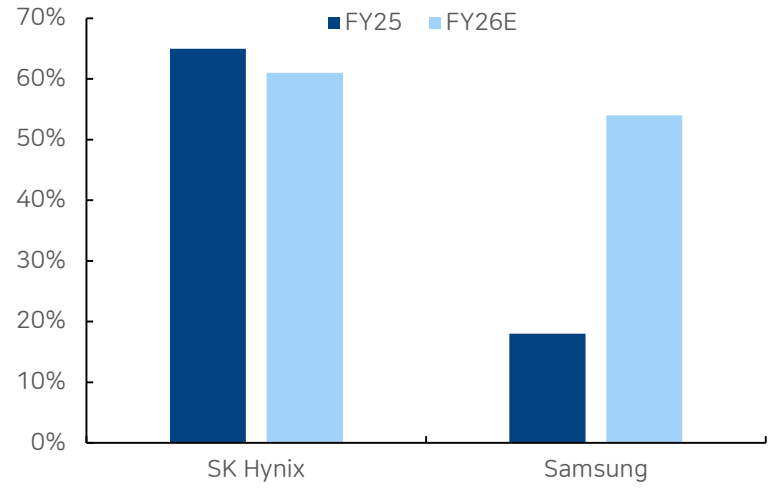
- 최대 고객은 CY25에 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 가격을 분기 단위로 인하했음
- 단 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황에 따라, 이미 계약이 체결된 물량 외 추가 물량 협상에서 당초 고객 제시치보다 가격을 인상하려는 Memory 반도체 업체들의 시도가 있는 것으로 보임
- 당사는 CY26 HBM4 가격이 CY25 HBM3E 12단 ASP 대비 10%대 중반 상승하고, CY26 HBM3E 12단 가격은 전년 대비 10%대 중반 가량 하락한 것으로 추정 중
- 이 경우 HBM4의 비용 증가와 HBM3E 12단의 가격 하락을 감안 시, 1위 업체의 CY26 HBM 영업이익률은 전년 대비 소폭 하락할 것으로 전망됨. 반면 2위 업체의 경우 HBM3E 12단 판매 정상화에 따라 전년 대비 이익률이 대폭 상승할 것으로 판단됨

<그림8> HBM Cube 가격 추이



자료 : iM 증권 리서치본부

<그림9> 한국 업체들의 HBM 영업이익률 전망



자료 : iM 증권 리서치본부

HBM 업황 전망: Rubin Ultra와 HBM4E의 스펙 변화 가능성

- NVIDIA의 CY27 차세대 AI 가속기 Rubin Ultra는 당초 GPU 패키지당 HBM4E 1TB (1,024GB)의 용량으로 발표되었으나, 두 가지 제조 병목 (패키징 면적의 한계, HBM 적층 수율)과 DRAM 공급 부족 가능성으로 인해 384GB으로의 축소안이 거론되고 있는 것으로 판단됨. 단 현재 NVIDIA와 메모리 업체 간 협의가 진행 중이며 아직 확정된 바는 없는 것으로 보임

- 스펙 변화의 내용은 GPU당 HBM 탑재량 = (GPU 당 컴퓨트 칩 수) × (칩당 HBM 큐브 4개) × (큐브당 DRAM 용량)의 구조에서, 원안은 4 × 4 × 64GB = 1,024GB (1TB)인데 반해 축소안에서는 2 × 4 × 48GB = 384GB로 바뀐다는 것

- 즉 GPU를 구성하는 칩의 개수가 원안의 4개에서 2개로, HBM 큐브 당 코어 다이 적층 수가 원안의 16단에서 12단으로 축소된다는 것이 핵심. 단 코어 DRAM 다이는 두 구성 모두 32Gb (4GB)칩으로 동일

- 첫번째로 거론되는 스펙 변화의 원인은 현재 최대 가능 면적이 8,150mm²인 CoWoS-L 패키지의 한계. 4개의 칩과 16개의 HBM으로 GPU를 구성 시, 총 인터포저 면적이 6,750mm²로 이론적으로는 제조가 가능하나, 인터포저 사이즈가 너무 커 Warpage (열, 응력때문에 기판이 휘는 현상) Risk가 급격히 증가. 이에 따라 범프 피로도 상승, 접합 수율 저하, 박리 리스크가 높아지는 문제가 발생할 가능성이 높음

- 두번째 원인은 16단 HBM4E의 적층 수율 하락 가능성. JEDEC이 설정한 775μm 높이의 제한 내로 16층을 적층하기 위해서는 웨이퍼를 약 30μm까지 박막화할 필요가 있음. 또한 16단은 micro bump의 두께 및 경제성의 한계로 하이브리드 본딩 또는 초고난도 MR-MUF 필요. 1C 나노 코어 DRAM과 16Gbps의 입출력 속도를 가지는 16단 HBM4E는 열, 신호 마진이 타이트해 CY27 양산 성공이 어려울 수 있음. 이 경우 CY27 양산 HBM4E의 주력은 48GB (12단)이고, 64GB (16단)는 CY28 이후 시장 진입이 유력

- 적층 (16단) 수율 문제는 DRAM 3사가, 인터포저 면적 문제는 TSMC (CoWoS-L → CoPoS)가 풀어야 할 과제로 1TB HBM4E 용량의 Rubin Ultra는 메모리 16단 수율과 TSMC의 CoPoS 패키징이 동시에 성숙해야 가능해질 전망

<표7> Rubin Ultra와 HBM4E Spec. 변화 비교

HBM4E	# of Chips / GPU	# of HBM Cubes / Chip	# of HBM Cubes / GPU	Core Die (GB)	# of Stacks	Density / HBM Cube (GB)	HBM Density / GPU (GB)
Original	4	4	16	4	16	64	1,024
Revised	2	4	8	4	12	48	384

자료 : iM증권 리서치본부

HBM 업황 전망: 스펙 변화의 영향과 주목할 점

- 한국 메모리 반도체 업체들의 CY27 신규 DRAM Capa (삼성전자 P4 Ph3 50K, SK하이닉스 M15X 50K)는 HBM 생산에 전용될 계획이며, 이는 Rubin Ultra에 1TB HBM4E가 들어간다는 원안에 기반한 것으로 판단됨

- 만약 384GB 수정안으로 최종 결정될 경우 한국 메모리 업체들은 CY27 신규 양산 Capa의 일부를 Conventional DRAM 생산으로 전환해야 할 필요가 있는 것으로 보임, 이런 경우 한국 업체들의 CY27 DRAM 생산 증가율 전망치 10%대 초반은 소폭 상향 조정되고 이는 CY27 DRAM 수급에 다소의 영향을 미칠 수 있음

- 12단 HBM4E의 인증 성공은 그리 어렵지 않을 전망이므로 향후 약 1년간의 HBM4E 관련 관전 포인트는 '16단 HBM4E 샘플을 누가 먼저 제출하고, 누가 먼저 인증을 통과하느냐'인 것으로 판단됨. 단 16단 후공정에서 삼성전자와 SK하이닉스의 공정 노선이 갈릴 가능성이 높다는 점이 중요

- 16단 인증은 삼성전자의 신규 하이브리드 본딩 공정 vs SK하이닉스의 검증된 MR-MUF 연장의 대결이 될 가능성이 높은 것으로 보임. 단기 (16단) 적으로는 안정성에서 SK하이닉스의 MR-MUF가 유리할 수 있고, 중장기 (20단 이상) 적으로는 삼성전자의 하이브리드 본딩 선행 투자가 빛을 볼 수 있는 상반된 리스크 구도인 것으로 판단됨

<표8> 업체별 HBM4E 16단 후공정 비교

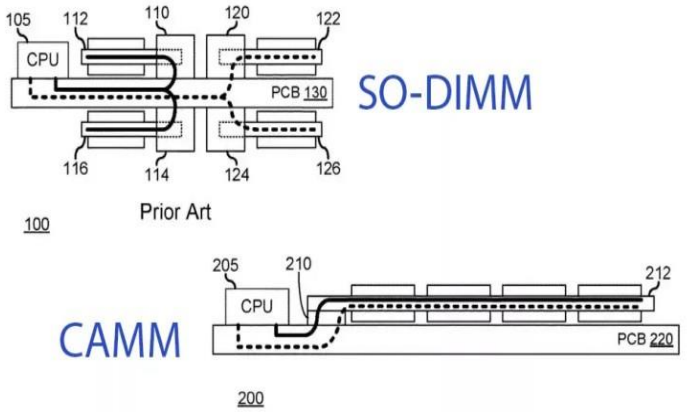
Company	16단 공정	리스크
삼성전자	Hybrid Bonding (Cu-Cu 직접 접합) 16단부터 적용 전망	신공정이므로 초기 수율 리스크 존재 성공 시 두께, 열 마진 우위 성공 시 20단 이후에도 경쟁력 우위 가능성
SK하이닉스	Advanced MR-MUF를 16단까지 유지하고 Hybrid Bonding은 20단 이후 도입할 듯	검증된 공정의 연장이므로 수율 리스크 낮음 단 MR-MUF로 16단 두께는 물리적 한계 근접
마이크론	1γ 공정, base die TSMC 외주	HBM4E 양산 2027 목표 커스텀 경쟁 상대적 후발

자료 : iM증권 리서치본부

SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 1.3%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 1,728K개로 예상되고 이중 VR200 통합칩에 탑재되는 Rubin 칩은 1,525K. VR200 당 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로 VR200 칩 생산량은 762K. VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 96GB 모듈이 8개 장착되므로 총 0.75TB (기존 예상치 1.5TB에서 감소)
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 586M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 1.3%에 해당
- 현재 Nvidia는 DRAM 업체들에게 SOCAMM의 공급을 적극 요청 중이나 일부 DRAM 업체가 낮은 수율과 이익률을 이유로 생산 증가에 적극적이지 않은 상황. 이것이 VR200 당 SOCAMM 탑재량이 감소한 원인인 것으로 추정됨

<그림10> CY26 SOCAMM 수요 추정



CY26 Rubin GPU 생산량 (K)	1,728	
Rubin 생산량 중 VR200에 사용되는 양 (K)	1,525	30% Rubin이 HGX 시스템에 단품으로 채택
Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)	762	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)	1,171	VR200 2H26 출시 예정
CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중	2.5%	AI PC에 SOCAMM 탑재 시 상회 가능

자료 : 서울신문, iM증권 리서치본부

현물 가격 전망: 당분간 강보합 예상

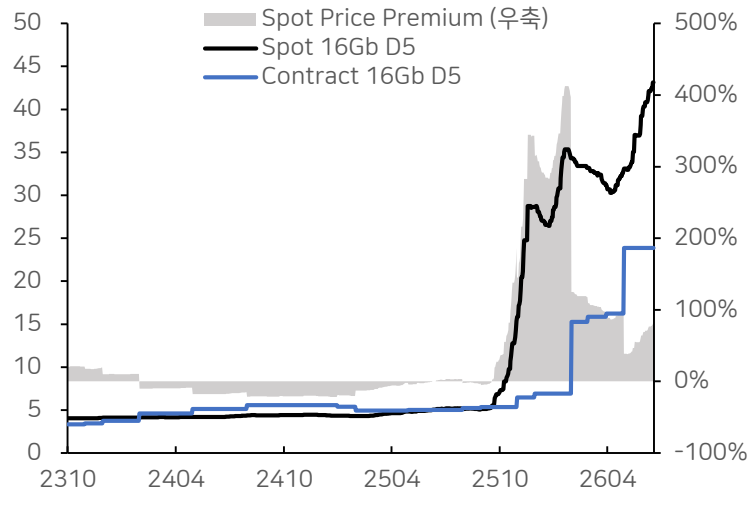
- Adata에 따르면 동사는 DRAM 재고를 3Q25말 8주에서 현재 12주 이상으로 증가시켰으며, NAND 재고도 5~6개월로 증가. 모듈 업체들은 실제 필요량이 50이면 Memory 업체들에게 100을 요청하고 Memory 업체들은 70을 할당하는 상황인 것으로 판단됨. 모듈 업체들은 고정거래가격이 하락 반전하기 전까지는 재고를 지속적으로 늘릴 계획인 듯. 반면 유통 업자들의 DRAM 재고는 최고 16주에서 현재 8주까지 감소한 것으로 보임

- 최근 현물시장 내 DRAM, NAND 수요는 PC 판매 둔화에 따라 약화되고 있으며, 대형 모듈 업체들만 물량을 확보할 수 있었던 2H25와는 달리 딜리버리 기간은 길어졌으나 원하는 물량을 확보하는 데에는 문제가 없는 상황

- DDR4 서버 모듈에서 칩을 떼어내 PC 모듈로 재 생산한 DDR4 Re-ball 제품의 소진에 따라 DDR4 현물가격 반등 중. DDR5의 경우 고객, 모듈 업체, 유통 업자들의 저가 매수가 지속 중이고, 공급 부족에 대한 확신이 워낙 강한 상황이므로 당분간 가격 안정세 또는 점진적인 상승이 나타날 것으로 전망됨

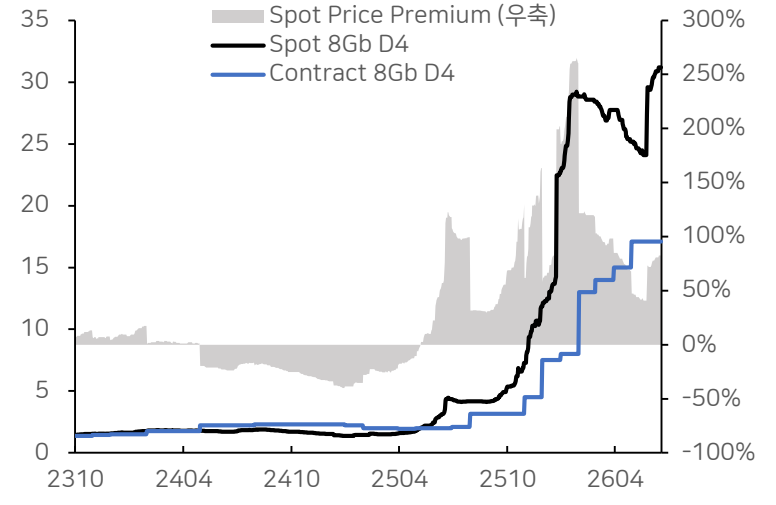
- 단 만약 향후 현물 가격의 낙폭이 확대되고 하락 추세가 지속된다면, 이는 고정거래가격의 상승을 기대하기 어렵다는 의미이므로 여전히 현물 가격 흐름에 주목할 필요가 있음

<그림11> 16Gb D5 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

<그림12> 8Gb D4 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄

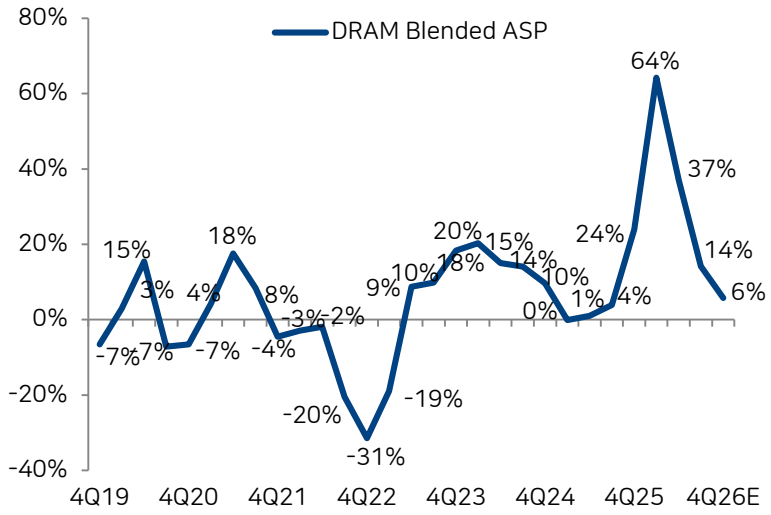


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

1Q26에 이어 2Q와 3Q에도 고정거래가격 상승폭은 예상을 상회할 듯

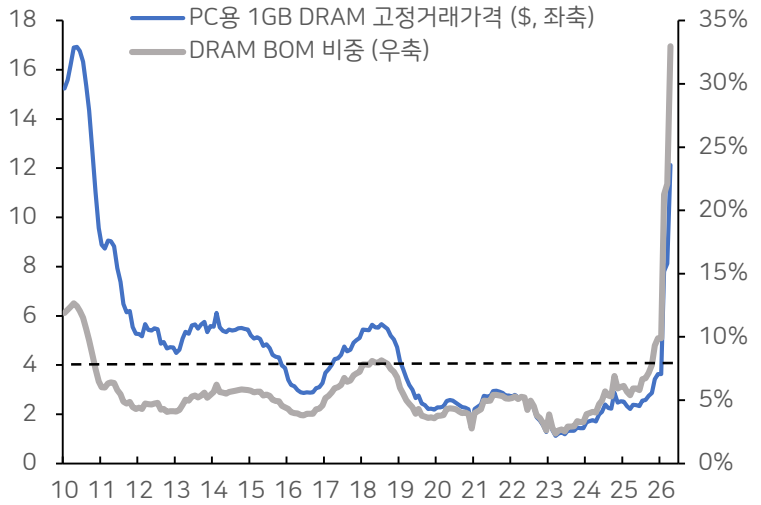
- 2Q26에는 Conventional DRAM 고정거래가격이 장기계약 고객과는 10% 가량, 그 외 대부분 고객들과는 30~50% 상승하여 평균 30% 이상 인상된 것으로 추정됨. 반면 그간 상승폭이 DRAM에 크게 미치지 못했던 NAND의 2Q26 고정거래가격은 50% 이상 인상된 것으로 판단됨
- 3Q26 DRAM, NAND 고정거래가격의 인상폭에 대해서 Edgewater 등 시장 조사 기관들이 5% 수준에서 10%대 중반으로 최근 상향 조정. 서플라이 체인에서는 DRAM 10% 이상, NAND 20% 가량 인상을 예상 중. 당사 역시 DRAM, NAND 모두 15% 인상을 전망 중임. 이에 따라 당사는 FY26 삼성전자, SK하이닉스에 대한 실적 전망치도 추가 상향 조정
- 장기 계약은 고객별로 내용이 매우 상이하나 1~5년의 기간으로 설정되고, 물량을 확정하는 대신 가격은 기본적으로 시장 가격 변동에 기반해 분기 단위로 재설정하는 경우가 대부분인 것으로 보임. 단 가격 구간대 설정, 선수금 지급 등의 방식으로 향후 변동폭을 축소하는 조건들을 첨가
- 현재 고객들의 DRAM 재고는 PC OEM 7~8주, 스마트폰 고객 3~8주, 서버 고객 12~13주의 정상 수준인 것으로 보임. 판매 부진에 따라 향후 PC, 스마트폰 고객들의 DRAM 재고는 점진적으로 증가하고, 서버 고객들의 재고는 현재 수준을 꾸준히 유지할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림13> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림14> CY26 4월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

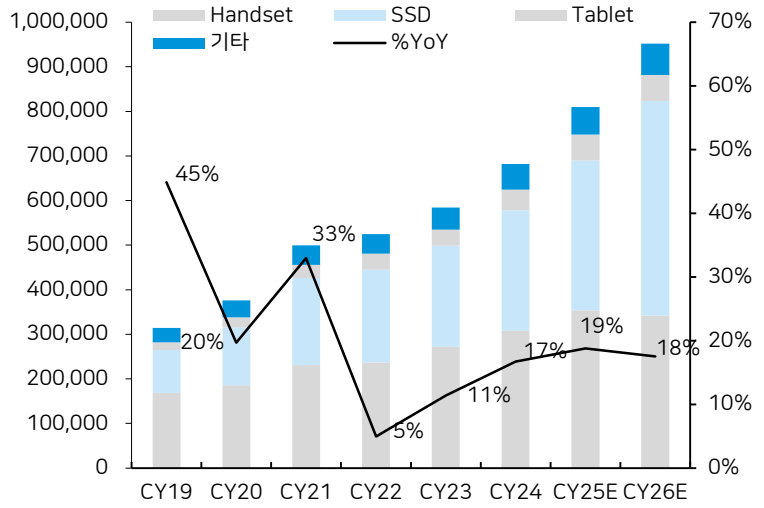


자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

NAND: CY26 호황 지속 예상

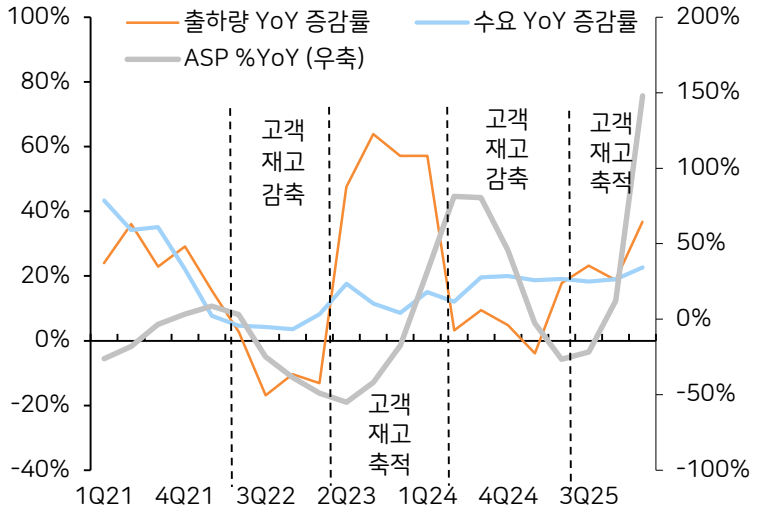
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +18.8%이며 업계 생산 증가율은 감산에 따라 +6.9%에 불과했음
- 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25 이후 재고를 재축적하기 시작한 것으로 추정됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 ICMS 포함 17.5%로 예상되며 업계 생산 증가율은 23.3% (삼성전자 28%, SK하이닉스 25%, Kioxia 19%, Micron 12%, YMTC 20%)로 수요 증가율을 상회할 듯
- 단 최근에는 Memory 반도체 업체들이 느끼는 고객들의 주문 강도 측면에서 NAND가 DRAM보다 더 강한 상황임. CY25의 극심한 생산 부족을 채우기 위한 시간이 필요해 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- DRAM 대비 NAND 가격은 그간 상대적으로 상승폭이 작았으므로 최근 NAND 가격의 상승세가 DRAM보다 더욱 가파른 상황임

<그림15> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림16> 분기별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY26 Memory Capex 추가 상향 조정 가능

- FY26 DRAM, NAND Capex는 YoY 51%, 31% 증가하고 전체 Memory Capex는 1,100억 달러로 YoY 46% 증가할 전망임
- 삼성전자의 FY26 Memory Capex는 CY25 대비 30% 증가하는 45조원, SK하이닉스의 FY26 Capex는 40조원으로 36% 증가 예상. 양사의 FY26 Capex 증가율 전망치는 당초 20%에서 상향 조정된 것이고 향후 삼성전자 50조원, SK하이닉스 45조원으로 추가 상승 가능성도 있음. Micron은 F26 동사 Capex를 250억 달러로 YoY 81% 증가시키고, FY27에도 큰 폭의 Capex 증가 (450억 달러, YoY +80%)를 예고
- CY26 삼성전자의 DRAM Capa는 P4 Ph2에서 70K 증가 예상. CY26 SK하이닉스는 M15X 라인에서 40K 증가 전망. Micron은 CY26에 Idaho 라인 80K와 구 파워칩 라인 40K에 대한 투자를 진행 중

<표9> 업체별 Memory 반도체 Capex 전망

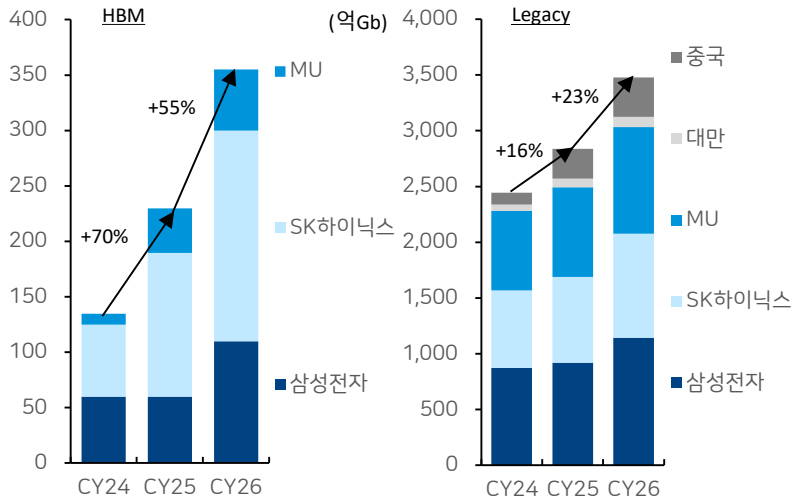
DRAM ($mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E
삼성전자	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	18,116	24,547
Micron	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,000	22,000
SK하이닉스	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	16,656	23,182
Elpida	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	1,160	1,290
Nanya	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	432	1,613
UMC+Fujian	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	3,000	4,000	4,500	7,000
YMTC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	900	1,500
Huawei	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000	3,000
Total	5,418	6,766	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	25,358	40,992	55,764	84,132
% YoY	-26%	25%	76%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-28%	62%	36%	51%
NAND ($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	6,500
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	3,656	4,416
Kioxia + Sandisk	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	5,000	8,000
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	2,600	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	19,760	25,916
% YoY	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-14%	17%	31%
	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	75,524	110,048
% YoY	-19%	12%	35%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-29%	29%	31%	46%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

향후 DRAM 업황은 강세 지속 가능성 높은 듯

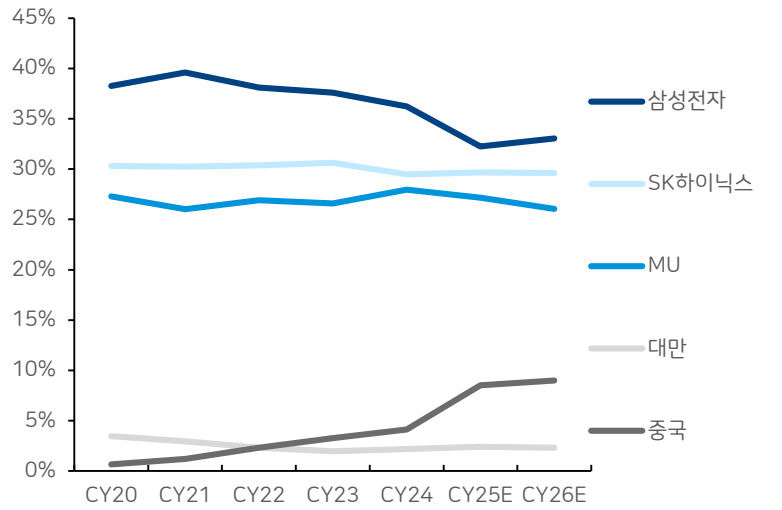
- CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율은 16%와 70%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율 22.0%를 하회하는 18.1%
- CY26에도 서버 출하 증가율이 16.0%를 기록할 경우 수요 증가율 (26.2%)이 생산 증가율 (25.0%)을 상회할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 강세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자는 CY26 HBM 생산 증가율 83%, Legacy DRAM 생산 증가율 25%를 기록할 전망임. SK하이닉스의 CY26 생산량 증가율은 HBM 47%, Legacy DRAM 21%로 예상됨. Micron의 CY26 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 38%, 19%로 추정됨
- CY26 업계 HBM 생산 증가율은 55%, Legacy DRAM 생산 증가율은 23%를 기록해 당초 전망보다 HBM 생산 증가율은 하락하고 Legacy DRAM 생산 증가율은 상승할 전망임
- 생산량 기준 CY26 DRAM 시장 점유율은 삼성전자 33%, SK하이닉스 30%, Micron 26%, 중국 9%로 예상됨

<그림17> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림18> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

CY27 업계 DRAM 생산 증가율은 CY26 대비 하락할 듯

- 삼성전자는 P4 Ph3 (50K)에서 2H27부터 양산을 개시할 것으로 예상됨. CY27 DRAM 양산에 기여하는 신규 Capa 증설분이 50K로 CY26의 70K 대비 소폭 감소하는 데다, HBM 생산에 주로 사용될 전망이므로 동사 CY27 DRAM 생산 증가율은 크게 하락할 듯

- SK하이닉스는 CY27 2월에 용인 1기 Ph1 (70K)을 완공하고 4Q27부터 양산에 진입할 전망임. 1기 Ph2와 Ph3는 2H27 완공, CY28 중순 양산 개시 예상. CY27 DRAM 양산에 기여하는 신규 Capa 증설분은 M15X 및 용인 1기 Ph1 소량 포함 50K 수준으로 CY26과 유사한 규모일 듯. 동사 CY27 DRAM 생산 증가율 역시 HBM 생산 비중 증가에 따라 하락 예상

- Micron은 Idaho 신규 설비 80K 및 구 파워칩 P5 라인 40K 등 총 120K를 CY27초부터 본격 양산할 계획이므로 CY27 DRAM 생산 증가율이 매우 높을 것으로 판단됨. CY28에도 동사 DRAM 생산 증가율은 높은 수준을 유지할 전망

- CXMT는 상해 Phase1 (100K)을 CY27 초, Phase2 (100K)는 CY28 초에 양산을 개시할 계획임. YMTC는 Fab3 (100K)의 50%를 CY27 초에 DRAM 생산으로 전환할 전망임. Huawei는 Swaysure 라인 (100K)을 CXMT와의 협력을 통해 자사 Ascend 시리즈 용 Memory (HBM3, LPDDR5X) 생산으로 전용 중으로 본격 양산은 2H26부터 개시될 듯. 중국 업체들의 DRAM 생산 증가는 CY27 초부터 본격화될 것으로 판단됨

- 해외 업체들은 CY27부터 매우 높은 생산 증가율을 기록할 전망이나 한국 업체들의 경우 CY27 DRAM 생산 증가율이 10%대 초중반으로 CY26 대비 크게 하락할 것으로 예상됨. CY27 DRAM 업계 생산 증가율은 CY26의 25%에서 20% 이하로 하락할 것으로 추정됨

<표10> 연도별, 업체별 DRAM Capa 증설 전망

Compay	DRAM 양산에 기여하는 신규 Capa 규모			비고
	CY26	CY27	CY28	
삼성전자	P4 Ph2 70K	P4 Ph3 50K	P4 Ph4 50K, P5 Ph1 100K	CY27 생산 증가율이 CY26 대비 크게 하락할 듯 CY28 생산 증가율 상승 전망
SK하이닉스	M15X 40K	M15X 포함 50K	용인 1기 Ph1 70K, Ph2, Ph3 중 일부	CY27 생산 증가율이 CY26 대비 크게 하락할 듯 CY28 생산 증가율 상승 전망
Micron	없음	Idaho 80K, 구 파워칩 P5 40K	구 파워칩 P6 40K, 히로시마 40 ~ 50K, Idaho ID1 40 ~ 60K, 싱가폴 Fab 10B 20 ~ 30K	CY27부터 생산 증가율이 점점 대폭 상승 예상
Nanya	없음	없음	Fab 5A 45K	CY26 4월에 3.7조원을 SanDisk, Kioxia, 솔리다임, Cisco로부터 투자 받아 45K 규모의 Fab 5A 건설 예정. CY27말 양산 개시 전망
CXMT	허페이, 베이징 50K	상하이 100K	상하이 100K	CY27 생산 증가율이 CY26 대비 상승 예상
YMTC	없음	Fab3 50K	미정	CY27부터 DRAM 시장 진입

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

Agentic AI 시대의 CPU 수요 성장이 Memory 반도체에 미치는 영향

- AI 학습 국면에서는 대규모 행렬 연산이 핵심이므로 GPU 중심. 반면 추론, 특히 에이전틱 AI는 모델 호출 전후의 제어 과정이 확대됨. 사용자의 요청을 여러 단계로 쪼개고, 검색과 API 호출을 수행하며, 결과를 검증하고, 실패하면 재시도하는 루프 발생. 이 과정은 GPU 계산량뿐 아니라 CPU 스레드, 메모리, 네트워크, 스토리지 I/O를 모두 소모하므로 CPU 수요 증가. 단 이는 GPU 수요 둔화가 아니라 GPU 클러스터의 보조 인프라 확대를 의미

- 현재 AI CPU 시장은 이미 초기 발전 단계에 진입한 것으로 판단됨. 1. Intel의 1Q26 실적에서 데이터센터 AI 그룹 매출이 YoY 22% 증가했고, 서버 CPU 가격은 10 ~ 20% 상승했음. 2. AMD는 1Q26 실적에서 데이터센터 매출이 YoY 57% 증가했으며 2Q26 서버 CPU 매출이 YoY 70% 증가할 것으로 제시. 또한 동사는 CY30 서버 CPU TAM 전망을 기존의 600억 달러에서 1,200억 달러로 대폭 상향 수정. 3. NVIDIA와 ARM은 자사 독립 CPU인 Vera CPU와 AGI CPU를 CY26 3월에 동시 출시. 4. Meta와 OpenAI는 AWS와 에이전틱 AI 확장을 위해 수천만 개의 CPU가 장착된 클라우드 용량을 확보하는 계약 체결

- CPU 업체들은 향후 AI 데이터센터에서 CPU/GPU 사용량이 1:8에서 1:1로 수렴한다고 주장 중. CPU:GPU = 1:1 비율은 서버 1대 내부의 구조 변화가 아니라, 데이터센터 클러스터 전체의 배분 비율 변화임. 즉 GPU 서버 N대 옆에 CPU 전용 서버 N대가 추가되는 형태. 단 향후 실제 비율은 워크로드별로 1:2 ~ 1:1을 에이전틱 AI 대규모 채택 시나리오, 1:4 ~ 1:2를 향후 2 ~ 3년 간 기본 시나리오로 보는 것이 합리적인 것으로 판단됨

- CPU 전용 서버는 듀얼 소켓 (2개) 구성이 표준이고 DRAM 사용 요구량이 많으므로, 현재 1 ~ 2개 소켓의 일반 서버 대비 서버 1대당 DDR5 탑재량이 2 ~ 4배 증가. CY26에는 전체 GPU 서버 출하량의 ¼인 AI CPU 서버 (749K대)가 생산되고 이에 1.5TB의 DRAM이 탑재되는 것으로 가정하면 CY26 일반 서버의 평균 DRAM 탑재량과 전체 DRAM 수요량은 AI CPU 서버의 등장에 따라 YoY 각각 22.7%와 35.3% 증가할 것으로 추정됨

- CY27 이후에는 AI CPU 서버 생산 증가와 DRAM 탑재량 상승에 따라 AI CPU 서버가 DRAM 수요 증가에 상당한 영향을 미치게 될 전망임

<표11> 에이전틱 AI 시대에서의 CPU 변화

구분	기존 (AI 훈련 시대)	향후 (에이전틱 AI 시대)
CPU:GPU 비율	1:8 ~ 1:4	1:2 ~ 1:1
CPU 역할	I/O · 스케줄링	오케스트레이션 · 상태관리
서버당 DDR5	760GB (CY25)	1.5 ~ 3.0TB (에이전틱 AI CPU)
GPU당 메모리	HBM 유지	HBM 유지
신규 서버 형태	GPU 서버 위주	CPU 전용 서버 추가 배치

자료 : iM증권 리서치본부

<표12> AI CPU 서버 등장에 따른 일반 서버에서의 DRAM 수요 변화

		대수 (K대)	DRAM 탑재량 (GB)	DRAM 수요 (M GB)
CY25	일반 서버	13,276	760	10,090
CY26	일반 서버	13,885	900	12,497
	AI CPU 서버	749	1,536	1,150
	Total 일반 서버	14,634	933	13,647
% YoY		10.2%	22.7%	35.3%

자료 : iM증권 리서치본부

Agentic AI 시대의 CPU 성장에 대한 제약 요인

- 공급 측면에서 AI 가속기 (GPU, ASIC)와 CPU가 동일한 TSMC 첨단 노드를 두고 경쟁하지만, 현재는 GPU에 우선 배정되는 구조임. TSMC는 CY26 동사 3나노 이하 Capa가 서버 CPU 웨이퍼 주문의 80%만 충족 가능한 것으로 추정. CY27에는 AI 관련 수요가 TSMC 3나노 웨이퍼 생산량의 86%를 차지할 전망임. TSMC 3나노 Capa 제약으로 AMD는 1H27까지 수요가 있어도 생산이 어려운 상황임

- Xeon 6+ (Clearwater Forest)와 Xeon 7 (Diamond Rapids)은 모두 아직 검증되지 않은 Intel 18A 공정 기반으로 양산이 CY27으로 밀릴 가능성이 존재함. 1Q26 현재 서버 CPU의 납기는 최대 6개월에 달하는 것으로 알려져 있음

- CPU와 Memory를 아무리 많이 생산해도, 이를 작동시킬 전기가 없으면 데이터센터를 지을 수 없음. CY26으로 예정된 데이터센터 용량 중 최대 11GW가 착공도 못 한 채 발표 단계에 머물러 있으며, 전 세계 프로젝트의 50%가 전력 인프라 부족으로 지연 중임. CY26 말부터 전력 비용 상승이 AI 서비스 가격 인상으로 전가되기 시작할 전망이며 전력 비용이 AI 추론 비용에서 차지하는 비중이 계속 상승하면, 기업 고객 획득 속도가 느려지고 주문량이 예상을 하회할 수 있음

- Intel, AMD의 핵심 고객인 빅테크 업체들이 Graviton5 (AWS), Cobalt 200 (Microsoft), Axion (Google) 등 자체 고효율 CPU를 설계하기 시작하면서 장기적으로 고객이 이탈할 위험이 높아지고 있음

- 에이전틱 AI 오케스트레이션 레이어를 일부 소화하는 전용 ASIC이 등장하면, 향후 CPU 증가량이 일부 희석될 수 있음. Google, Amazon, Meta의 커스텀 ASIC이 일부 오케스트레이션 기능까지 통합하는 방향으로 진화 중임

<표13> 에이전틱 AI 시대의 CPU 성장에 대한 제약 요인

제약 요인	심각도	해소 예상 시점
TSMC N3 웨이퍼 부족	★★★★★	CY27 N2 캐파 확대 이후
패키징 병목	★★★★☆	2H26 일부 완화
전력 · 에너지 인프라	★★★★☆	CY28 (건설 리드타임)
에이전틱 AI ROI 불확실	★★★☆☆	기업 도입 성숙도에 따라 가변
모델 경량화 상쇄	★★★☆☆	지속적 · 구조적 위험
Intel 수율 문제	★★★☆☆	CY27 18A 안정화 여부에 달림
CSP 자체 CPU 내재화	★★☆☆☆	중장기 점진적 압력

자료 : iM증권 리서치본부

OpenAI IPO: 아직 Risk가 남아있음

- 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

- 현재 OpenAI는 월간 매출이 20억 달러를 돌파하며 가파르게 성장하고 있지만, 데이터센터 투자와 AI 모델 개발 비용이 워낙 막대해 CY26 한 해에만 약 140억 달러의 적자가 예상되는 상황

- 일론 머스크와의 소송이 OpenAI에게 치명적인 Risk로 작용할 가능성이 존재함. 일론 머스크와의 소송에서 최종 패소할 경우 OpenAI는 4Q26 예상되는 IPO에 실패할 가능성이 높은 것으로 판단됨

- 단 CY26 4월 27일부터 배심원 재판으로 진행된 1심은 5월 18일에 OpenAI가 승소. 배심원단은 머스크가 OpenAI의 영리화 및 사명 위반 문제를 이미 2021년 8월 이전에 인지하고 있었으나, 머스크가 정식 소송을 제기한 것은 2024년 8월이었기 때문에 법적 시한을 넘긴 것으로 판단

- 현재 OpenAI와 Anthropic이 2H26 공개 시장 선점을 두고 치열한 IPO 레이스를 벌이고 있음. 이번 승소로 OpenAI가 예정대로 4Q26 상장 스케줄을 주도할 수 있게 되었음

- 그러나 머스크가 즉시 항소 의사를 밝혔으며 이 건과 별개로 OpenAI와 Microsoft의 독점 구조를 문제 삼는 반독점 소송을 별도로 진행 중임. 또한 현재 샘 알트만의 자기 거래 및 이해 상충 혐의에 따라 미국 6개 주 법무 장관이 SEC에 IPO 관련 검토를 요청했고, 미 하원 감독 위원회의 조사도 시작된 상황임. 따라서 여전히 IPO 성공에 대한 변수들이 존재하는 것으로 판단됨

광네트워크의 성장이 Memory 반도체 수요에 미칠 영향

- 최근 광네트워크가 AI 데이터센터에서 주목받는 이유는 GPU가 많아질수록 병목이 칩의 연산 속도가 아니라 칩과 칩 사이의 데이터 이동으로 변하기 때문

- 학습과 대규모 추론에서는 GPU들이 계속 중간 결과를 주고받으므로 서버 간, 랙 간, GPU 간 수평 트래픽이 폭증. 따라서 AI 클러스터에서는 외부 인터넷 회선보다 데이터센터 내부 네트워크의 속도가 훨씬 중요

- AI 데이터센터의 가장 비싼 자산은 GPU이며 네트워크가 느리면 일부 GPU가 노는 시간이 발생함. GPU 이용률이 떨어지면, 수십억 달러 규모의 GPU 투자 효율성이 떨어지므로 AI 데이터센터에서는 네트워크가 단순 부품이 아니라 GPU CAPEX 효율을 결정하는 핵심 인프라임

- NVIDIA는 Spectrum-X Ethernet Photonics가 기존 플러거블 트랜시버 기반 네트워크 대비 전력 효율 5배, 복원력 10배, AI 애플리케이션 지속 실행 시간 5배 개선을 제공한다고 주장. Broadcom은 CPO (Co-Packaged Optics)가 기존 플러거블 모듈 대비 Optics Power를 65% 줄일 수 있다고 발표했으며, 이는 단순 성능 개선이 아니라 AI 데이터센터의 전력 및 냉각 병목을 완화하는 기술로 해석됨

- 현재 광네트워크의 성장은 실제 매출로 연결되고 있음. Trendforce는 AI용 광트랜시버 시장이 CY25 165억 달러에서 CY26 260억 달러로 57% 이상 성장할 것으로 전망

- 광네트워크의 성장은 고정 수요 기준으로는 Memory 수요에 부정적이고, 수요 확장까지 포함한 동태적 기준으로는 긍정적으로 판단됨

- 광네트워크의 도입으로 기존 목표 워크로드를 더 효율적으로 처리하게 된다면 필요한 GPU 및 서버 수가 줄고, 그만큼 HBM, DDR5 수요에는 부정적임. 광네트워크가 GPU 이용률을 높이면 같은 학습, 추론량을 더 적은 GPU로 처리할 수 있으므로, 고정 워크로드 기준 HBM 수요는 축소되고 광네트워크와 메모리 풀링이 좋아지면, 모든 서버가 로컬 DRAM을 많이 들고 있을 필요가 없어짐. 예를 들어 각 서버에 2TB씩 꽂던 구조가, 일부 로컬 DRAM + 공유 메모리 풀 구조로 바뀔 수 있음

- 따라서 광네트워크 확산은 단기적으로는 효율 향상에 따른 메모리 반도체 수요 절감 요인으로 판단됨. 다만 AI 수요가 네트워크 병목에 의해 제한되어 있었다면, 병목 해소 후 워크로드 증가가 효율 개선분을 초과할 경우 중장기 Memory 총수요에는 긍정적으로 작용할 것임

- CXL DRAM에는 어떠한 경우에도 광네트워크의 도입이 매우 긍정적. 광네트워크가 발달하면 데이터센터가 점점 하나의 거대한 컴퓨터처럼 동작하므로 로컬 DRAM을 줄이고, 공유 Memory 풀이나 CXL 기반 확장 Memory를 쓰는 구조가 유리해짐

현재의 Memory 가격과 이익률이 장기 지속될 수 있을 것인가?

- 전체 Memory 매출의 60% 이상이 서버에서 나오고 현재 매출 기준으로 전 세계 서버 생산량의 60%를 미국/중국 빅테크와 네오 클라우드 업체가 점유. 따라서 전체 Memory 매출의 약 36%가 단 15여 개의 거대 고객사로부터 발생하는 수요 집중 구조
- 2026년 글로벌 Memory 시장은 삼성/SK하이닉스 (700조), 마이크론 (300조), 키옥시아/샌디스크 (100조), 중국 및 기타 (100조) 합산 결과 총 1,200조 원 규모에 도달. 이에 비중 36%를 적용하면, 이 중 약 432조원이 빅테크와 네오 클라우드 업체의 주머니에서 나옴
- CY26 말 가격이 CY27에 계속 유지되어 CY27 ASP가 10% 상승하고 CY27 Memory 출하량 증가율이 20%를 기록하면 2027년 Memory 시장은 약 1,584조원 규모. 이 경우 빅테크/네오 클라우드 고객군의 비중 36%를 감안 시 동 업체들의 CY27 Memory 구매액은 약 570조원
- CY26 432조원의 Memory 구매액은 동 고객들의 CY26 전체 Capex 1,157조원 중 37%에 해당하며, CY26의 비중이 CY27에도 유지되고 CY27 빅테크/네오 클라우드 고객들의 예상 Memory 구매액이 570조원이면 전체 Capex는 1,528조원으로 32% 증가
- 32%의 Capex 증가는 증가율 수치상 충분히 가능한 것으로 보이나 1,528조원의 Capex를 사용한다면 CY27에 빅테크, 네오 클라우드 업체들은 자신들의 이익률과 현금 흐름에 심각한 어려움에 도달할 가능성이 높은 듯

<표14> 15개 빅테크 합산 영업이익, Capex 및 Memory 구매액 추이

단위: 조원	FY25	FY26E	FY27E	FY26 %YoY	FY27 %YoY
영업이익 컨센서스	903	1,147	1,361	27%	19%
Capex	617	1,157	1,528	88%	32%
Capex / 영업이익	68%	101%	112%	+35%P	+14%P
Memory 구매액	89	432	570	383%	32%
Memory 구매액 / Capex	15%	37%	37%	+23%P	+0%P

자료 : Bloomberg, FactSet, LSEG

현재의 Memory 가격과 이익률이 장기 지속될 수 있을 것인가?

- CY26 전체 Capex 중에 Memory 구매 비중 37%는 CY25의 Memory 15%, 가속기 및 CPU 60%, 기타 (네트워크, 전력, 쿨링, 섀시 등) 25%를 사용해온 추세에서 크게 벗어나는 것임. 또한 앞으로는 나머지 63%로 GPU, CPU, 전력망, 냉각 시스템, 데이터센터 부지 비용을 모두 해결해야 하는데, 최근 전력 및 냉각 솔루션 비용이 급격히 상승 중이므로 Memory 구매에 37%를 써버리면 전력 설비를 지을 돈이 부족

- 따라서 빅테크, 네오 클라우드 업체들이 Capex를 무한정 증가시킬 수 없다면 Memory 구매 비중을 줄여야 원하는 데이터센터 건설이 가능

- 빅테크, 네오 클라우드 업체들은 주주 환원액을 대폭 줄이거나 대규모 차입 등 자본 조달 없이 CY27 Capex를 증가시키기 어려운 상황인 것으로 판단됨. 만약 더 이상 Memory 반도체의 높은 가격과 어마어마한 Capex 부담을 감당할 수 없게 되면 Memory 업체들의 70 ~ 80% 이익률은 장기적으로 유지되기 어렵고 단가 하락을 동반한 시장 조정기가 CY28 이후 도래할 가능성이 있는 듯

- 단 빅테크들이 만든 AI 서비스가 전 세계적으로 유료 결제 돌풍을 일으켜, 2H26, CY27에 상상을 초월하는 현금을 벌어들일 경우, 또는 Memory 생산 시설에 문제가 생겨 공급이 강제로 더 줄어들며 가격이 계속 폭등하는 경우에는 Memory 반도체 업황의 호조가 CY28 이후에도 지속 가능

<표15> 주요 빅테크, 네오 클라우드 업체들의 FY27 Capex 여력 분석

(단위: $bn)	(A) 25년말 현금성 자산	(B) 26년 예상 OCF	(C) 26년 예상 CAPEX	(D) 중간 합계 (A+B-C)	(E) 26년 주주환원액 (YoY 0%)	(F) 26년말 예상 현금 (D-E)
Microsoft	$95	$152	$190	$56	$46	$10
Alphabet	$127	$140	$185	$82	$78	$4
Amazon	$123	$163	$200	$86	$0	$86
Meta	$82	$120	$143	$59	$42	$17
Oracle	$20	$28	$50	($3)	$6	($9)
CoreWeave	$5	$5	$33	($23)	$0	($23)
Total	$451	$607	$801	$257	$173	$84
(단위: $bn)	(A) 26년말 예상 현금	(B) 27년 예상 OCF (YoY +20%)	(C) 27년 주주환원 (YoY 0%)	(D) 27년 투자 가능 총액 (A+B-C)	(E) 26년 CAPEX	27년 Capex 증가 가능액 (D-E)
Microsoft	$10	$182	$46	$146	$190	($45)
Alphabet	$4	$168	$78	$93	$185	($92)
Amazon	$86	$195	$0	$281	$200	$81
Meta	$17	$144	$42	$119	$143	($24)
Oracle	($9)	$33	$6	$18	$50	($32)
CoreWeave	($23)	$6	$0	($17)	$33	($50)
Total	$84	$728	$173	$640	$801	($161)

자료 : 각사 가이던스, FactSet, S&P Capital IQ, LSEG

빅테크 데이터센터 부외화(Off-Balance-Sheet) 구조와 전망

- 빅테크는 AI 데이터센터 Capex가 자체 현금흐름을 초과하기 시작하자, 부채를 대차대조표에 직접 싣지 않으면서 자금을 조달하는 부외화 구조를 1순위 수단으로 활용하고 있음. 핵심은 부채가 사라지는 것이 아니라 우발채무 (잔존가치 보증, 리스 약정) 형태로 변환된다는 점

- 이 구조는 호황기에는 Capex를 장부 밖에서 굴려 외형 재무제표를 깨끗하게 유지시키지만, 수요 둔화, 신용 경색 시 보증이 일제히 콜되며 리스크가 모회사 신용과 사모신용 시장으로 역류

- 부외화 밸브가 막히는 순간이 AI Capex의 변곡점이자 메모리 정점 신호가 될 가능성이 존재함. 다음 지표를 우선 관찰할 필요가 있음

1. 데이터센터 SPV 신디케이션 성공 여부 — 앵커 렌더 확보가 가능한가, 아니면 보유 의사 없는 IB에 떠넘기는가? / 2. 사모신용 펀드 환매 동향 — Blue Owl 등 환매 압력, GPU, 데이터센터 담보 사모신용 부실 신호 / 3. 데이터센터 ABS, 프로젝트본드 신용 스프레드 — 확대 시 부외화 밸브 폐색 신호 / 4. 빅테크 CDS — 부외화에도 모회사 신용에 우발채무가 반영되기 시작하면 경고 신호

<표16> 빅테크 데이터센터 부외화 구조와 실제 사례

구조	작동 방식	대차대조표 효과	숨은 리스크
SPV / JV	사모신용·운용사가 SPV 지분 다수 보유, 빅테크는 소수 지분 + 장기 리스로 사용	부채가 SPV에 귀속, 모회사 장부 미계상	잔존가치 보증이 우발채무로 잔존
Sale-Leaseback	SPV가 데이터센터를 건설·소유하고 빅테크가 되빌림(lease back)	자산·부채 모두 오프	장기 리스 의무가 사실상 고정비
합성 리스	회계상 운용리스로 처리하되 세제상 소유주로 인정받아 감가상각 혜택 향유	부채 제한 + 세제 혜택	계약 만기 시 매입. 재조달 의무
증권화 (ABS)	SPV 부채를 자산유동화증권으로 묶어 자본시장 투자자에게 분산 매각	리스크를 외부 투자자로 이전	시장 소화 한계 시 신디케이션 실패

주체	프로젝트	규모	구조·자금원	특이사항
Meta	Hyperion	US$ 27bn	SPV 'Beignet': Blue Owl 80% / Meta 20%, Pimco 앵커, BlackRock 채권 30억$+ 매입	역사상 최대 사모신용
Meta	Sopaipilla	US$ 13bn	앵커 부재, MS·JPM이 신디케이션 시도 (보유 의사 없음)	조달 중 Meta CDS 사상 최고치
Oracle	Abilene (OpenAI용)	US$ 13bn	SPV에 Blue Owl·JPM 투입 (US$ 10bn debt), Oracle 되빌림	채권자, 빌드아웃 손실로 Oracle 제소
Oracle	텍사스·위스콘신	US 38bn	2개 데이터센터 debt 패키지. 단일 사이트 대출	sale-leaseback 결합

자료 : 각사 자료

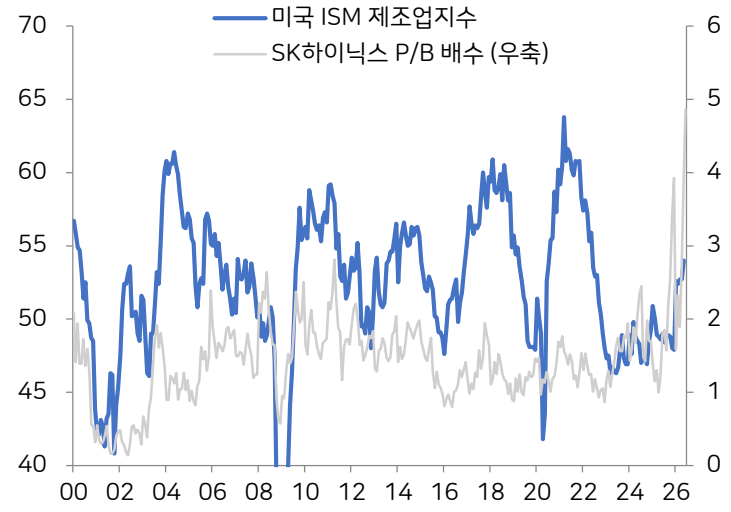
삼성전자 비메모리 부문 전망

- 최근 삼성전자 Foundry 부문의 실적이 개선되고 있는 것으로 판단됨. 동사 4나노 Capa (55K)의 가동률은 현재 90%에서 곧 100%까지 상승할 것으로 보임
- 이는 기존 Groq LPU V3, Qualcomm SD 8S 4세대 AP에 더해 최근 자사 Memory 부문에서 AI 용 SSD Controller와 HBM4 Base Die를 발주했기 때문인 것으로 추정됨. 따라서 동사 Foundry 부문의 실적은 3Q26 중에 BEP를 달성할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 2나노 (CY26말 23K)의 경우 동사가 현재 확보한 고객이 중국 Coin 채굴기 업체, 테슬라 AI5칩, Qualcomm SD 8S 5세대 AP 등인 것으로 보임. 이에 자사용 엑시노스 2600의 생산이 더해졌으므로 동사 2나노 Capa의 현재 가동률은 80 ~ 90% 수준까지 상승한 듯
- 반면 Sys-LSI 부문의 경우, 엑시노스 2600 생산으로 첨단 노드에서는 개선이 발생했으나, 여전히 낮은 레거시 노드의 가동률에 따라 아직 뚜렷한 실적 개선이 나타나지 못하고 있는 것으로 추정됨
- 1Q26에도 TSMC는 Capa 부족을 이유로 동사 Wafer 서비스 가격을 3 ~ 5% 인상했으며, 이에 따라 동사 2나노 Wafer 서비스 가격은 $26 ~ 27K에 달하는 것으로 판단됨
- 이러한 TSMC의 Capa 부족에 따라 Apple, AMD, MediaTek 등이 Intel과 삼성전자를 2nd Source Foundry로 다시 고려하기 시작한 것으로 알려져 있음
- Intel은 Apple로부터 맥북용 차세대 CPU 주문을 받을 가능성이 있으나 저전력이 필요한 아이폰용 AP 주문을 받기는 어려울 전망임. 최근 MediaTek은 TSMC의 CoWoS Capa 부족에 따라 Intel의 EMIB을 2nd Source 패키지로 활용할 것을 결정
- 삼성전자는 AMD에게 NB용 Graphic 칩의 주문을 받을 가능성이 있는 것으로 판단됨. 다만 CY27에 대폭 증가할 LPU V3 주문을 확보하기 위해 4나노 Capa를 빨리 증설할 필요가 있는 것으로 보임
- 삼성전자와 TSMC는 CY28에 생산이 개시될 LPU V4의 수주를 위해 경쟁할 것으로 예상됨. TSMC는 3나노, 삼성전자는 2나노로 생산하게 될 것으로 보이며, 삼성전자가 Feynman부터 변화되는 GPU, LPU의 적층 및 3D 패키지에 대한 기술 경쟁력을 확보할 수 있을지가 관건

미국 ISM 제조업지수: ISM 제조업 지수보다 강한 반도체 주가

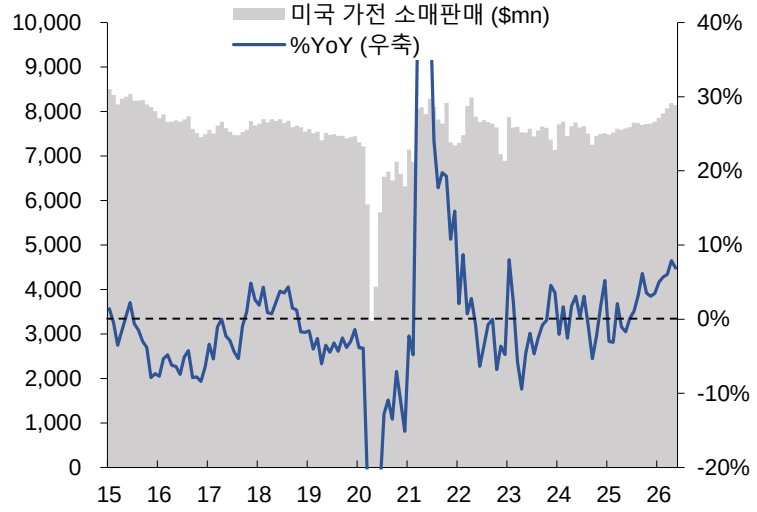
- 미국 ISM 제조업지수는 CY26 5월에 54.0을 기록해 전월의 52.7에서 상승
- 5월 지수의 세부 지표를 보면 가격 (84.6 -> 82.1)을 제외한 생산 (53.4 -> 54.3), 고용 (46.4 -> 48.6), 재고 (49.0 -> 49.9), 신규 주문 (54.1 -> 56.8) 부문 모두에서 상승
- 전반적으로 미국의 내구재 소비와 제조업 경기가 회복되고 있는 모습임
- 역사적으로 미국 ISM 제조업 지수와 동행해온 반도체 주식의 P/B 배수는 최근 미국 ISM 제조업 지수를 크게 아웃퍼폼하는 모습. 이는 과거와 달리 매크로 경기 요인보다 AI 투자 강도 등 산업적 요소와 업체 경쟁력 요인 등이 반도체 주가에 더 큰 영향을 주고 있음을 의미

<그림19> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림20> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률



자료 : Datastream

Global 유동성 YoY 증감률: 중기 주가 상승 추세 지속 예상

- 현재까지도 Global 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름. 향후 Global 유동성이 최근 추세대로 지속 증가할 것으로 가정하는 경우, YoY 증감률은 2월 중순 ~ 3월 말 하락, 4월 초 ~ 5월 말 횡보, 6월 초 ~ 7월 초 하락, 7월 초 이후 상승의 모습을 나타낼 전망임

- 최근 반도체 주가에는 경기 요인보다 산업 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

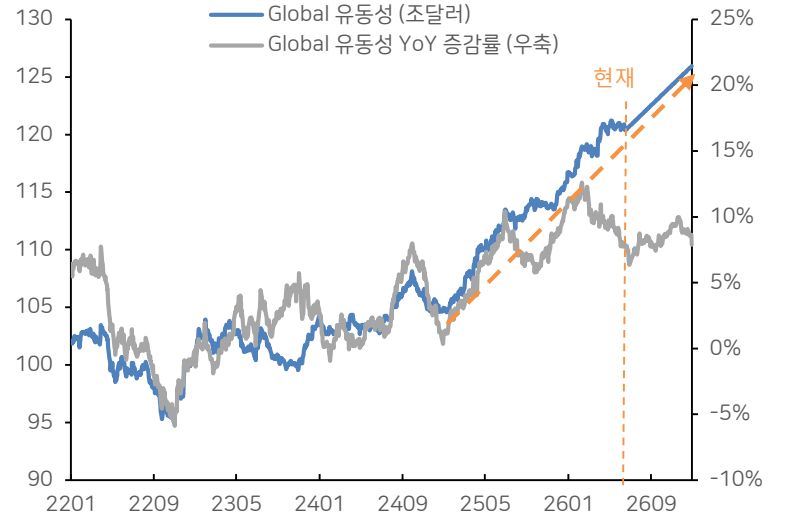
- 따라서 Global 유동성 YoY 증감률이 7월 초까지 횡보 및 하락하더라도 1) AI Capex 증가율의 상향 조정이 지속되고, 2) 현물가격 상승세가 유지된다면, 반도체 주가는 7월 초 이후의 유동성 YoY 증감률의 회복과 함께 상승 추세를 지속할 가능성이 높음

- 단 이란 전쟁과 같은 지정학적 이슈가 추가 발생할 경우, 향후 고금리에 따라 Global 유동성의 상승 추세는 꺾이고 유동성 YoY 증감률 및 AI 투자와 Memory 반도체 업황이 둔화될 가능성이 높음

<그림21> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가

자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림22> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

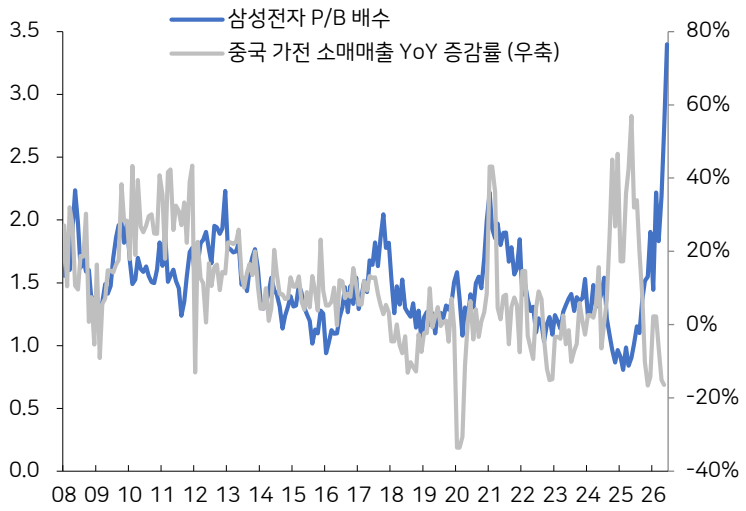


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 추이

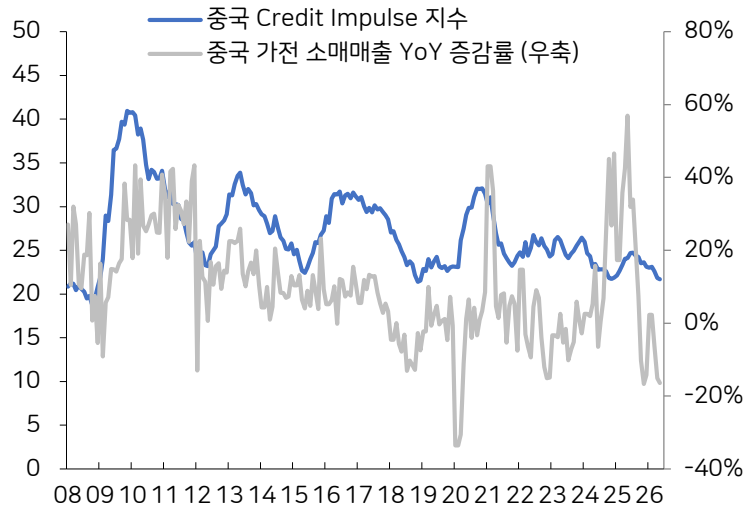
- 중국 Credit Impulse 지수는 CY26 5월에 21.7로 전월의 21.9에서 하락하며 CY25 7월의 24.7 이후 전반적인 하락세 지속
- CY25 6월 이후 급락세를 보이던 중국 가전 수요 YoY 증감률이 춘절을 맞이해 소폭 반등했으나, Credit Impulse 지수와 동행하며 3월 이후 재하락 지속 중
- 중국의 경기 및 소비는 여전히 부진한 상황이 이어지고 있음

<그림23> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림24> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

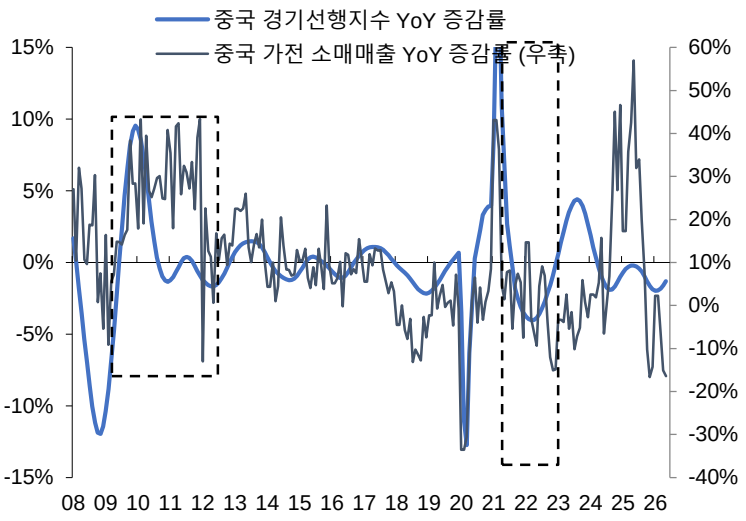


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 추이

- CY26 5월 중국 M2 YoY 증감률은 +8.6%로 전월과 동일. 반면 CY25 7월 이후 CY26 1월까지 지속 하락했던 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 2월 이후 5월까지 반등 지속
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률은 최근 부진한 모습이 이어지고 있음
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국 경기가 부진해질 경우 중국의 PC, 스마트폰향 반도체 수요가 악화되고 이는 2H26 이후 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음
- 반면 중국 정부의 강력한 AI 투자 의지와 자국산 GPU 사용 증가 추세를 감안 시, 2H26 이후에도 중국 빅테크 업체들의 서버 생산은 대폭 증가하고 중국 서버향 Memory 반도체 출하는 강세를 유지할 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림25> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

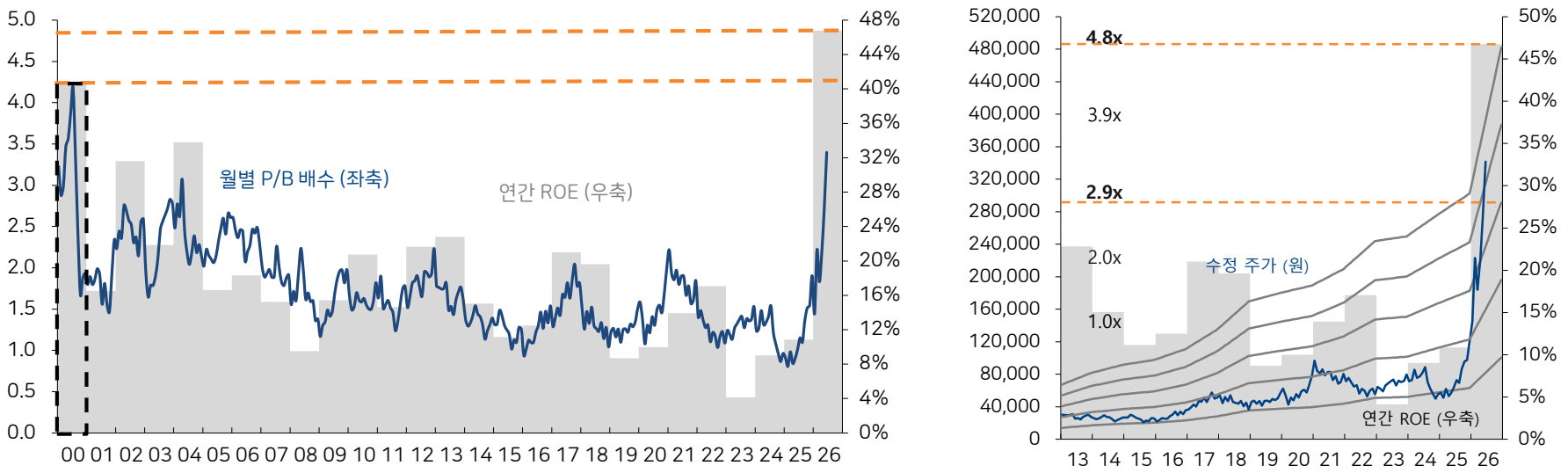
<그림26> 중국 M2 YoY 증감률 추이

자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: P/B 4.8배 적용 가능

- 삼성전자에 대한 Valuation 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈췄다가 최근 재개되고 있는 상황
- 직원들에 대한 신규 보상 체계를 감안한 삼성전자의 FY26 영업이익은 340조원으로 YoY 680% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 10만원, ROE는 47%로 추정
- 동사 FY26 예상 ROE는 지난 30년간 최고점이었던 FY00의 41%를 상회하므로, 동사 주가에 FY00 당시 동사 고점 P/B 배수 4.2배를 넘는 4.8배 적용 가능. 이를 감안해 P/B 4.8배를 FY26 BPS에 적용 시 48만원의 주가 도출. CY27의 메모리 가격 상승 지속 여부에 따라 동사 주가가 48만원 이상에서 추가 상승할 수 있을지가 결정될 것으로 판단
- 단 이란 전쟁과 같은 지정학적 이슈가 재발하고 장기화될 경우, 스태그플레이션이 발생하고 고금리, 유동성 축소, 경기 악화에 따라 AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 Val. 배수 및 목표주가의 하향 조정이 불가피

<그림27> 삼성전자 ROE와 P/B Valuation을 이용한 목표주가 산출

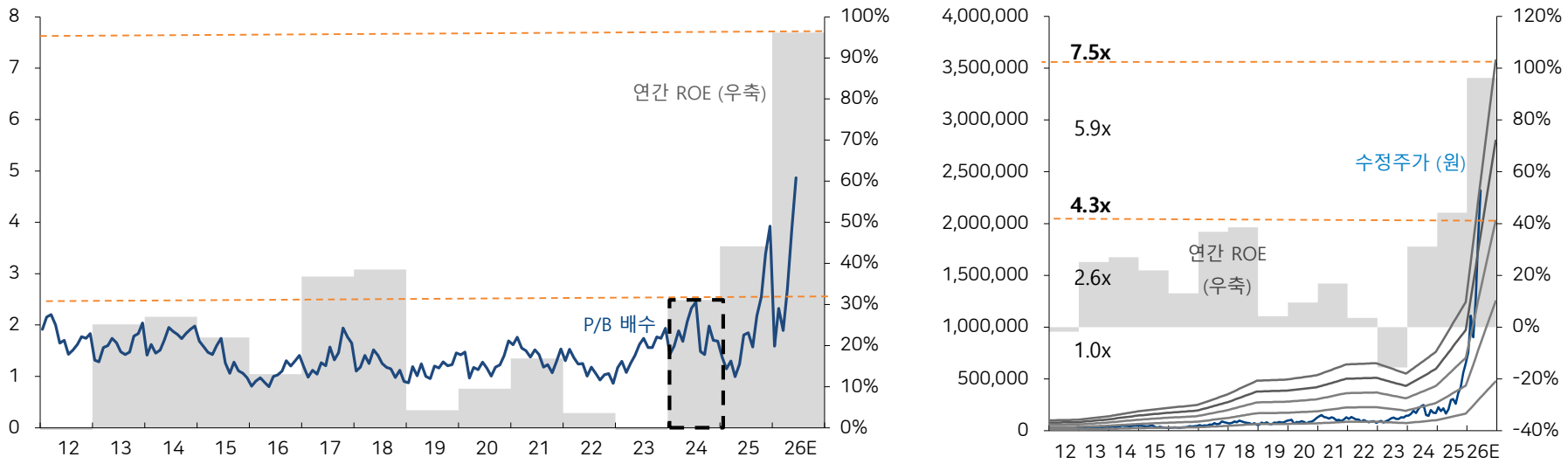


자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: P/B 7.5배 적용 가능

- SK하이닉스에 대한 Valuation 배수 상향 조정이 이란 전쟁 발발에 따라 멈췄다가 최근 재개되고 있는 상황. 직원들에 대한 영업이익 10% 지급 조건을 반영한 SK하이닉스의 FY26 영업이익은 261조원으로 YoY 452% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 48만원
- CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 최근 Micron의 P/B 배수가 7~10배 수준 (ROE 71%)이고, 동사의 올해 예상 ROE가 96%에 달하므로 동사에 충분히 7.0배 이상을 적용할 수 있음. P/B 7.5배를 FY26 예상 BPS에 적용 시 350만원의 주가 가능
- 절대적 Valuation 관점에서도 이번 상승 싸이클의 시작이었던 FY24의 ROE 31%와 고점 P/B 배수 2.4배를 감안 시, FY26의 ROE가 96%라면 7.5배의 P/B 배수 적용이 가능. CY27의 메모리 가격 상승 지속 여부에 따라 동사 주가가 350만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 전망
- 단 이란 전쟁과 같은 지정학적 이슈가 재발하고 장기화될 경우, 스태그플레이션이 발생하고 고금리, 유동성 축소, 경기 악화에 따라 AI 투자 및 Memory 반도체 업황도 둔화될 것이므로 Val. 배수 및 목표주가의 하향 조정이 불가피

<그림28> SK하이닉스 ROE와 P/B Valuation을 이용한 목표주가 산출



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

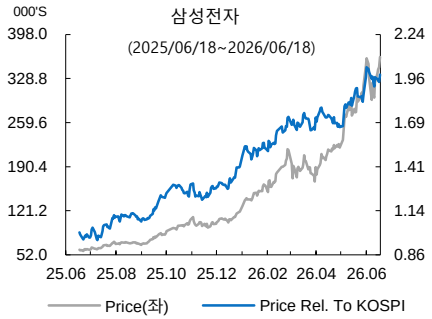
중기 주가 상승세 유지 예상

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	480,000원(상향)
종가(2026.06.19)	354,000원
상승여력	35.6 %

Stock Indicator	
자본금	898십억원
발행주식수	664,865만주
시가총액	2,302,618십억원
외국인지분율	47.6%
52주 주가	58,000~362,500원
60일평균거래량	29,419,853주
60일평균거래대금	7,627.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.6	80.8	241.0	512.3
상대수익률	6.9	23.5	115.6	307.9



[투자포인트]

■ 직원들에 대한 신규 보상 체계를 감안한 동사 FY26 영업이익은 340조원으로 YoY 680% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 10만원, ROE는 47%로 추정

■ 동사 FY26 예상 ROE는 지난 30년간 최고점이었던 FY00의 41%를 상회하므로, 동사 주가에 FY00 당시 동사 고점 P/B 배수 4.2배를 넘는 4.8배 적용 가능. 이를 감안해 P/B 4.8배를 FY26 BPS에 적용 시 48만원의 주가 도출. CY27의 메모리 가격 상승 지속 여부에 따라 동사 주가가 48만원 이상에서 추가 상승할 수 있을지가 결정될 것으로 판단

■ 1Q26, 2Q26의 반도체 부문 직원들에 대한 상여금 지급용 충당금이 한꺼번에 반영될 2Q26의 동사 영업이익은 76.1조원으로 예상됨. 2Q26 반도체 부문에서는 74.3조원의 영업이익이 발생할 전망이며 충당금이 없었다면 87.8조원에 달했을 것으로 추정됨. 반면 SDC, MX/NW 부문의 영업이익은 메모리 가격 급등에 의한 부작용에 따라 0.2조원, 1.0조원으로 축소될 전망

■ 메모리 반도체 업황은 적어도 CY27까지는 호황이 이어질 것으로 판단됨. CY27에는 DRAM 업계 생산 증가율이 올해의 25%에서 20% 이하로 하락하고, 빅테크 업체들이 Cash 부족에도 불구하고 유상 증자, SPV & JV 등의 방식으로 데이터센터 투자를 강하게 지속할 전망이기 때문

■ 최근 급등에 따른 단기 주가 조정이 나타날 수 있으나, 업황 및 실적 호조가 지속되고 글로벌 유동성 증감률의 상승이 2H26에 재개될 전망이므로 동사 주가의 중기 상승세는 유효할 것으로 판단됨

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	333,606	678,670	743,919	669,527
영업이익(십억원)	43,601	355,483	407,558	304,425
순이익(십억원)	44,261	269,487	315,200	247,072
EPS(원)	6,564	40,009	46,796	36,681
BPS(원)	62,995	102,266	148,323	184,266
PER(배)	18.3	9.1	7.7	9.9
PBR(배)	1.9	3.5	2.4	2.0
ROE(%)	10.8	48.4	37.3	22.1
배당수익률(%)	1.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	7.5	5.0	3.8	4.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표17> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY24	FY25	FY26E
전사	**매출**	**79,141**	**74,566**	**86,062**	**93,837**	**133,873**	**172,547**	**202,786**	**196,581**	**300,871**	**333,606**	**705,788**
	매출총이익	28,131	25,497	33,500	44,306	81,900	105,573	131,805	134,612	114,309	131,434	453,890
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.9%	47.2%	61.2%	61.2%	65.0%	68.5%	38.0%	39.4%	64.3%
	영업이익	**6,685**	**4,676**	**12,166**	**20,074**	**57,233**	**76,135**	**102,517**	**104,097**	**32,726**	**43,601**	**339,981**
	영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	42.8%	44.1%	50.6%	53.0%	10.9%	13.1%	48.2%
DS	**매출**	**25,073**	**27,883**	**33,119**	**44,005**	**81,732**	**120,759**	**146,203**	**147,171**	**111,069**	**130,081**	**495,866**
	매출총이익	5,507	5,166	11,678	21,399	58,628	85,708	111,912	114,271	32,807	43,751	370,518
	매출총이익률	22.0%	18.5%	35.3%	48.6%	71.7%	71.0%	76.5%	77.6%	29.5%	33.6%	74.7%
	영업이익	**1,123**	**393**	**6,964**	**16,417**	**53,724**	**74,328**	**101,693**	**104,112**	**15,156**	**24,896**	**333,857**
	영업이익률	4.5%	1.4%	21.0%	37.3%	65.7%	61.6%	69.6%	70.7%	13.6%	19.1%	67.3%
SDC	**매출**	**5,910**	**6,400**	**8,092**	**9,503**	**6,732**	**7,189**	**7,404**	**7,311**	**29,140**	**29,904**	**28,636**
	매출총이익	5,365	5,444	6,221	7,259	5,450	5,314	5,710	5,735	23,218	24,288	22,209
	매출총이익률	90.8%	85.1%	76.9%	76.4%	81.0%	73.9%	77.1%	78.4%	79.7%	81.2%	77.6%
	영업이익	**500**	**501**	**1,199**	**2,003**	**428**	**215**	**531**	**322**	**3,760**	**4,203**	**1,496**
	영업이익률	8.5%	7.8%	14.8%	21.1%	6.4%	3.0%	7.2%	4.4%	12.9%	14.1%	5.2%
MX/네트워크	**매출**	**37,006**	**29,207**	**34,106**	**29,297**	**38,106**	**32,152**	**38,163**	**32,188**	**117,229**	**129,616**	**140,609**
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	11,681	9,453	10,403	8,870	39,831	44,325	40,407
	매출총이익률	33.6%	34.0%	34.5%	34.8%	30.7%	29.4%	27.3%	27.6%	34.0%	34.2%	28.7%
	영업이익	**4,300**	**3,100**	**3,602**	**1,908**	**2,800**	**952**	**-66**	**-541**	**10,661**	**12,910**	**3,145**
	영업이익률	11.6%	10.6%	10.6%	6.5%	7.3%	3.0%	-0.2%	-1.7%	9.1%	10.0%	2.2%
VD/가전	**매출**	**17,900**	**17,915**	**17,894**	**19,413**	**18,100**	**19,285**	**18,165**	**18,292**	**70,695**	**73,122**	**73,842**
(하만 포함)	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	11,681	9,453	10,403	8,870	39,831	44,325	40,407
	매출총이익률	69.5%	55.4%	65.8%	52.5%	64.5%	49.0%	57.3%	48.5%	56.3%	60.6%	54.7%
	영업이익	**600**	**704**	**295**	**-288**	**400**	**662**	**253**	**170**	**3,071**	**1,311**	**1,485**
	영업이익률	3.4%	3.9%	1.7%	-1.5%	2.2%	3.4%	1.4%	0.9%	4.3%	1.8%	2.0%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표18> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	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	1,475	1,501	1,486	1,471	1,305	1,367	1,426	1,483
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	27,835	28,417	29,061	30,531	32,092	31,075	81,698	93,428	101,862	122,758
	%QoQ / % YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	16%	2%	2%	5%	5%	-3%	11%	14%	9%	21%
	1Gb 기준 ASP ($)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	1.1	1.6	1.8	1.9	0.2	0.3	0.4	1.6
	%QoQ / % YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	41%	92%	39%	14%	5%	-44%	62%	27%	264%
	매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	16,554	32,538	47,560	56,951	57,940	17,279	31,974	44,432	194,989
	%QoQ / % YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	43%	97%	46%	20%	2%	-39%	85%	39%	339%
	매출 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	24,070	47,989	71,378	84,618	85,217	22,541	43,723	63,380	289,202
	%QoQ / % YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	50%	99%	49%	19%	1%	-37%	94%	45%	356%
	영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	13,916	37,623	49,390	64,793	65,609	-985	12,773	27,411	217,414
	영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	58%	78%	69%	77%	77%	-4%	29%	43%	75%
NAND	16Gb 기준 출하량 (백만개)	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	52,810	48,675	53,234	53,743	59,941	57,695	158,613	178,991	186,907	224,613
	%QoQ / % YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	10%	-8%	9%	1%	12%	-4%	14%	13%	4%	20%
	16Gb 기준 ASP ($)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.1	0.2	0.1	0.5
	%QoQ / % YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	6%	26%	89%	52%	15%	5%	-47%	63%	-6%	249%
	매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	8,670	17,921	27,500	35,271	35,648	15,410	28,387	27,719	116,339
	%QoQ / % YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	16%	107%	53%	28%	1%	-39%	84%	-2%	320%
	매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	12,606	26,430	41,271	52,406	52,430	20,073	38,752	39,469	172,537
	%QoQ / % YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	22%	110%	56%	27%	0%	-38%	93%	2%	337%
	영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	3,885	17,031	25,789	37,302	38,584	-11,296	7,208	4,267	118,705
	영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	31%	64%	62%	71%	74%	-56%	19%	11%	69%
System LSI	매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	6,914	6,933	7,760	8,835	9,183	22,460	26,590	25,952	32,711
	%QoQ / % YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	7%	0%	12%	14%	4%	-25%	18%	-2%	26%
	영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-1,460	-1,002	-924	-466	-138	-2,571	-5,422	-7,097	-2,531
	영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-21%	-14%	-12%	-5%	-2%	-11%	-20%	-27%	-8%
디스플레이	출하량 (백만개)	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	196.9	215.3	154.7	170.2	187.2	196.6	716.0	747.0	709.3	708.8
	%QoQ / % YoY	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	25%	9%	-28%	10%	10%	5%	-15%	4%	-5%	0%
	ASP ($)	28	29	29	28	29	29	30	30	29	28	27	25	33	29	30	27
	%QoQ / % YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	2%	2%	-3%	-5%	-5%	-5%	5%	-14%	4%	-8%
	매출 (백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,832	6,536	4,564	4,790	4,983	4,971	23,766	21,312	21,000	19,309
	%QoQ / % YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	28%	12%	-30%	5%	4%	0%	-11%	-10%	-1%	-8%
	매출 (십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	8,092	9,503	6,732	7,189	7,404	7,311	30,969	29,140	29,904	28,636
	%QoQ / % YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	17%	-29%	7%	3%	-1%	-10%	-6%	3%	-4%
	중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-45	-47	-46	-12	-4	-9	-116	-215	-176	-71
	영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%	-34%	-15%	-7%	-7%
	소형 영업이익 (십억원)	351	1,084	1,585	956	540	546	1,244	2,049	475	226	535	330	5,686	3,975	4,379	1,567
	영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	23%	16%	8%	4%	19%	14%	16%	8%
	전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,199	2,003	428	215	531	322	5,569	3,760	4,203	1,496
	영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	21%	6%	3%	7%	4%	18%	13%	14%	5%
휴대폰 /Tablet	출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	67.6	67.3	61.2	65.8	62.3	260.9	260.3	273.4	256.6
	%QoQ / % YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-3%	0%	-9%	8%	-5%	-13%	0%	5%	-6%
	ASP ($)	353	305	325	289	355	303	343	285	376	341	381	341	310	319	322	360
	%QoQ / % YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-17%	32%	-9%	12%	-11%	8%	3%	1%	12%
	매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	19,281	25,273	20,849	25,089	21,230	80,891	83,063	88,054	92,440
	%QoQ / % YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-19%	31%	-18%	20%	-15%	-6%	3%	6%	5%
	매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	28,034	37,274	31,289	37,276	31,225	105,126	113,105	125,371	137,064
	%QoQ / % YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-16%	33%	-16%	19%	-16%	-5%	8%	11%	9%
	영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	1,755	2,764	853	-135	-616	12,899	10,518	12,480	2,865
	영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	6.3%	7.4%	2.7%	-0.4%	-2.0%	12.3%	9.3%	10.0%	2.1%
TV	출하량 (백만개)	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.6	10.7	9.1	9.6	9.3	9.7	36.7	37.6	37.4	37.7
	%QoQ / % YoY	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	13%	12%	-15%	5%	-3%	5%	-6%	3%	-1%	1%
	ASP ($)	558	564	519	524	529	535	492	514	519	525	483	483	563	540	517	502
	%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	4,732	5,021	4,481	4,705	20,632	20,308	19,335	18,939
	%QoQ / % YoY	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	4%	17%	-14%	6%	-11%	5%	-10%	-2%	-5%	-2%
	매출 (십억원)	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,534	8,029	6,979	7,536	6,658	6,920	26,842	27,740	27,560	28,093
	%QoQ / % YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	23%	-13%	8%	-12%	4%	-10%	3%	-1%	2%
	영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	6	-113	126	216	-9	-9	1,895	1,431	395	326
	영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	0%	-1%	2%	3%	0%	0%	7%	5%	1%	1%
기타	매출 (십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	5,428	4,682	1,537	6,123	5,589	4,295	30,922	21,821	21,970	17,545
	영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	485	88	263	597	500	346	1,056	2,457	1,942	1,706
Total	매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	93,837	133,873	172,547	202,786	196,581	258,935	300,871	333,606	705,788
	%QoQ / % YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	9%	43%	29%	18%	-3%	-14%	16%	11%	112%
	영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	20,074	57,233	76,135	102,517	104,097	6,567	32,726	43,601	339,981
	영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	21%	43%	44%	51%	53%	3%	11%	13%	48%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	247,685	531,043	833,187	1,093,775
현금 및 현금성자산	57,856	214,385	485,431	760,514
단기금융자산	67,991	78,423	86,265	94,892
매출채권	58,609	119,231	130,694	117,625
재고자산	52,637	107,082	117,377	105,639
비유동자산	319,257	326,293	351,094	343,306
유형자산	215,305	225,021	251,766	245,332
무형자산	29,481	25,798	22,853	20,499
자산총계	566,942	857,335	1,184,281	1,437,081
유동부채	106,411	126,535	136,521	141,945
매입채무	13,039	26,527	29,077	26,169
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	150,745	160,731	166,155
지배주주지분	424,313	688,824	999,048	1,241,144
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	402,136	660,563	964,703	1,200,715
기타자본항목	16,876	22,960	29,044	35,127
비지배주주지분	12,007	17,766	24,502	29,782
자본총계	436,320	706,590	1,023,550	1,270,926

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	333,606	678,670	743,919	669,527
증가율(%)	10.9	103.4	9.6	-10.0
매출원가	202,236	224,725	228,755	267,811
매출총이익	131,370	453,945	515,164	401,716
판매비와관리비	87,769	98,462	107,606	97,291
연구개발비	37,740	43,435	47,611	42,850
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	43,601	355,483	407,558	304,425
증가율(%)	33.2	715.3	14.6	-25.3
영업이익률(%)	13.1	52.4	54.8	45.5
이자수익	16,240	22,334	32,513	42,867
이자비용	11,734	12,138	12,138	12,138
지분법이익(손실)	683	683	683	683
기타영업외손익	691	633	633	633
세전계속사업이익	49,481	366,994	429,248	336,470
법인세비용	4,275	91,749	107,312	84,117
세전계속이익률(%)	14.8	54.1	57.7	50.3
당기순이익	45,207	275,246	321,936	252,352
순이익률(%)	13.6	40.6	43.3	37.7
지배주주귀속 순이익	44,261	269,487	315,200	247,072
기타포괄이익	6,084	6,084	6,084	6,084
총포괄이익	51,291	281,329	328,020	258,436
지배주주귀속총포괄이익	50,217	275,443	321,157	253,029

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	85,315	229,385	361,314	341,134
당기순이익	45,207	275,246	321,936	252,352
유형자산감가상각비	43,606	45,284	48,255	56,435
무형자산상각비	3,321	3,683	2,945	2,354
지분법관련손실(이익)	683	683	683	683
투자활동 현금흐름	-68,512	-66,913	-84,323	-60,107
유형자산의 처분(취득)	-47,372	-55,000	-75,000	-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	156,528	271,046	275,082
기초현금및현금성자산	53,706	57,856	214,385	485,431
기말현금및현금성자산	57,856	214,385	485,431	760,514

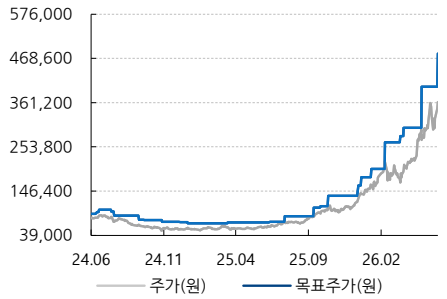
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	6,564	40,009	46,796	36,681
BPS	62,995	102,266	148,323	184,266
CFPS	13,522	47,279	54,397	45,410
DPS	1,668	1,668	1,668	1,668
Valuation(배)				
PER	18.3	9.1	7.7	9.9
PBR	1.9	3.5	2.4	2.0
PCR	8.9	7.7	6.7	8.0
EV/EBITDA	7.5	5.0	3.8	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	10.8	48.4	37.3	22.1
EBITDA이익률	27.1	59.6	61.7	54.2
부채비율	29.9	21.3	15.7	13.1
순부채비율	-23.1	-37.9	-53.4	-65.3
매출채권회전율(x)	6.0	7.6	6.0	5.4
재고자산회전율(x)	6.4	8.5	6.6	6.0

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

삼성전자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-33.3%	-31.0%
2026-04-07	Buy	300,000	-22.1%	-1.3%
2026-05-15	Buy	400,000	-20.8%	-9.4%
2026-06-19	Buy	480,000		



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)

[투자비율등급-공시 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-

SK하이닉스(000660)

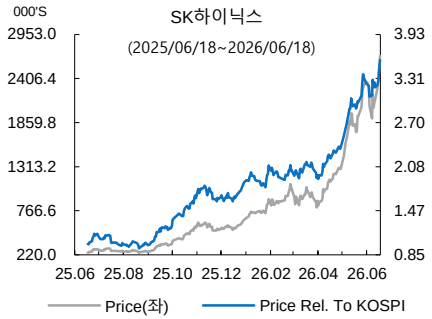
2Q26 영업이익 63.7조원 전망

Buy(Maintain)

목표주가(12M)	3,500,000원(상향)
종가(2026.06.19)	2,764,000원
상승여력	26.6 %

Stock Indicator	
자본금	3,658십억원
발행주식수	71,270만주
시가총액	1,913,606십억원
외국인지분율	51.3%
52주 주가	245,000~2,685,000원
60일평균거래량	5,012,541주
60일평균거래대금	8,171.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	53.9	165.1	390.9	991.5
상대수익률	29.2	107.8	265.4	787.1



[투자포인트]

■ 직원들에 대한 영업이익 10% 지급 조건을 반영한 동사 FY26 영업이익은 261조원으로 YoY 452% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 48만원. CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 최근 Micron의 P/B 배수가 7~10배 수준 (ROE 71%)이고, 동사의 올해 예상 ROE가 96%에 달하므로 동사에 충분히 7.0배 이상을 적용할 수 있음. P/B 7.5배를 FY26 예상 BPS에 적용 시 350만원의 주가 가능

■ 절대적 Valuation 관점에서도 이번 상승 싸이클의 시작이었던 FY24의 ROE 31%와 고점 P/B 배수 2.4배를 감안 시, FY26의 ROE가 96%라면 7.5배의 P/B 배수 적용이 가능. CY27의 메모리 가격 상승 지속 여부에 따라 동사 주가가 350만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 전망

■ 동사 2Q26 영업이익을 63.7조원으로 전망함. DRAM, NAND 출하 증가율은 9%, 18%, Blended ASP 상승률은 37%, 52%를 기록할 것으로 추정됨. 동사의 높은 HBM 판매 비중에 따라 2Q26 DRAM Blended ASP 상승률이 경쟁사 대비 다소 낮을 가능성이 있는 것으로 보임

■ 메모리 반도체 업황은 적어도 CY27까지는 호황이 이어질 것으로 판단됨. CY27에는 DRAM 업계 생산 증가율이 올해의 25%에서 20% 이하로 하락하고, 빅테크 업체들이 Cash 부족에도 불구하고 유상 증자, SPV & JV 등의 방식으로 데이터센터 투자를 강하게 지속할 전망이기 때문

■ 최근 급등에 따른 단기 주가 조정이 나타날 수 있으나, 업황 및 실적 호조가 지속되고 글로벌 유동성 증감률의 상승이 2H26에 재개될 전망이므로 동사 주가의 중기 상승세는 유효할 것으로 판단됨

FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	97,147	328,910	378,246	347,987
영업이익(십억원)	47,206	248,016	285,317	225,499
순이익(십억원)	42,919	211,184	231,752	186,052
EPS(원)	58,955	296,314	325,173	261,052
BPS(원)	165,544	462,495	784,860	1,043,102
PER(배)	11.0	9.1	8.3	10.3
PBR(배)	3.9	5.8	3.4	2.6
ROE(%)	44.2	93.8	52.1	28.6
배당수익률(%)	0.5	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	7.6	6.7	5.1	5.3

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표19> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	18,896	23,513	25,577	25,770	25,662	27,968	30,123	29,122	66,563	75,982	93,756	112,876
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	8.8%	0.8%	-0.4%	9.0%	7.7%	-3.3%	13.1%	14.1%	23.4%	20.4%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.53	0.65	1.07	1.47	1.68	1.78	0.25	0.43	0.55	1.52
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.9%	24.0%	64.6%	37.0%	14.2%	5.8%	-36.8%	75.5%	27.6%	175.2%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,467	16,820	27,575	41,181	50,654	51,794	16,390	32,828	51,681	171,204
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	38,350	42,047	36,972	43,497	45,672	43,497	131,867	130,645	144,206	169,637
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	-5.0%	9.6%	-12.1%	17.6%	5.0%	-4.8%	23.6%	-0.9%	10.4%	17.6%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.10	0.13	0.23	0.35	0.40	0.42	0.06	0.12	0.11	0.35
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	11.0%	31.0%	73.5%	52.0%	15.0%	5.0%	-43.3%	90.8%	-7.5%	231.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,862	5,547	8,462	15,133	18,273	18,273	7,982	15,093	15,408	60,141
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	36,236	56,512	69,114	70,226	24,935	48,414	68,198	232,089
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,454	1,451	1,501	1,486	1,471	1,314	1,366	1,424	1,479
연결기준 매출 (십억원)	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**32,827**	**52,576**	**84,813**	**102,689**	**103,288**	**32,766**	**66,123**	**97,147**	**343,366**
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,420	10,250	10,898	15,965	17,785	17,312	33,299	34,364	38,456	61,959
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,029	22,576	41,679	68,849	84,904	85,976	-533	31,759	58,690	281,407
판관비 (십억원)	2,661	2,770	2,646	3,407	4,068	5,144	5,698	5,731	7,197	8,361	11,484	20,642
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	**7,440**	**9,213**	**11,383**	**19,170**	**37,610**	**63,704**	**79,205**	**80,245**	**-7,730**	**23,398**	**47,206**	**260,765**
영업이익률	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	71.5%	75.1%	77.1%	77.7%	-23.6%	35.4%	48.6%	75.9%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,972	15,761	29,599	48,099	59,940	61,123	1,021	21,070	43,515	198,761
%/Sales	53.7%	56.2%	58.7%	64.4%	74.0%	77.8%	79.6%	80.2%	4.7%	46.9%	59.1%	78.5%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	396	3,396	8,000	15,594	19,254	19,113	-8,763	2,345	3,630	61,961
%/Sales	0.7%	-3.6%	7.4%	42.1%	65.2%	68.7%	70.9%	71.1%	-83.6%	11.4%	16.5%	69.6%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	69,458	263,933	450,001	631,798
현금 및 현금성자산	14,924	158,918	331,589	519,836
단기금융자산	20,331	21,348	22,415	23,536
매출채권	18,468	32,891	37,825	34,799
재고자산	14,289	49,336	56,737	52,198
비유동자산	106,650	130,477	178,413	183,017
유형자산	77,503	102,698	150,995	156,069
무형자산	4,049	3,200	2,573	2,110
자산총계	176,108	394,411	628,415	814,815
유동부채	37,379	46,436	50,535	52,762
매입채무	2,848	9,644	11,091	10,203
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	64,498	68,597	70,824
지배주주지분	120,516	329,622	559,371	743,421
자본금	3,658	3,581	3,581	3,581
자본잉여금	8,954	8,954	8,954	8,954
이익잉여금	106,577	315,689	545,369	729,350
기타자본항목	1,328	1,398	1,467	1,537
비지배주주지분	151	291	446	570
자본총계	120,667	329,913	559,817	743,991

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	97,147	328,910	378,246	347,987
증가율(%)	46.8	238.6	15.0	-8.0
매출원가	38,456	60,784	69,901	101,031
매출총이익	58,691	268,126	308,345	246,956
판매비와관리비	11,484	20,110	23,028	21,457
연구개발비	6,466	8,223	9,456	8,700
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	47,206	248,016	285,317	225,499
증가율(%)	101.2	425.4	15.0	-21.0
영업이익률(%)	48.6	75.4	75.4	64.8
이자수익	16,373	7,776	8,642	11,298
이자비용	12,505	4,077	4,077	4,077
지분법이익(손실)	-565	-	-	-
기타영업외손익	-45	12,440	-	-
세전계속사업이익	50,466	264,156	289,883	232,720
법인세비용	7,518	52,831	57,977	46,544
세전계속이익률(%)	51.9	80.3	76.6	66.9
당기순이익	42,948	211,325	231,906	186,176
순이익률(%)	44.2	64.3	61.3	53.5
지배주주귀속 순이익	42,919	211,184	231,752	186,052
기타포괄이익	69	69	69	69
총포괄이익	43,017	211,394	231,976	186,246
지배주주귀속총포괄이익	42,989	211,253	231,821	186,122

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	53,373	182,453	241,866	227,220
당기순이익	42,948	211,325	231,906	186,176
유형자산감가상각비	13,099	14,805	21,703	34,926
무형자산상각비	831	850	627	463
지분법관련손실(이익)	-565	-	-	-
투자활동 현금흐름	-48,054	-32,660	-62,711	-32,764
유형자산의 처분(취득)	-27,374	-40,000	-70,000	-40,000
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	143,994	172,672	188,247
기초현금및현금성자산	11,205	14,924	158,918	331,589
기말현금및현금성자산	14,924	158,918	331,589	519,836

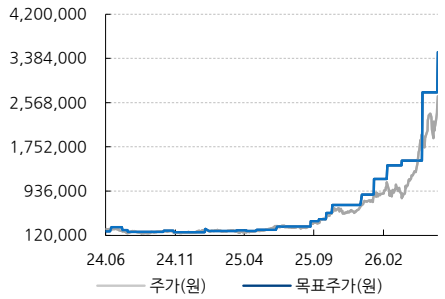
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	58,955	296,314	325,173	261,052
BPS	165,544	462,495	784,860	1,043,102
CFPS	78,090	318,279	356,504	310,706
DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)				
PER	11.0	9.1	8.3	10.3
PBR	3.9	5.8	3.4	2.6
PCR	8.3	8.4	7.5	8.6
EV/EBITDA	7.6	6.7	5.1	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	44.2	93.8	52.1	28.6
EBITDA이익률	62.9	80.2	81.3	75.0
부채비율	45.9	19.5	12.3	9.5
순부채비율	-9.2	-47.3	-58.9	-69.8
매출채권회전율(x)	6.1	12.8	10.7	9.6
재고자산회전율(x)	7.0	10.3	7.1	6.4

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-14.9%	31.7%
2026-05-15	Buy	2,760,000	-21.7%	-2.7%
2026-06-19	Buy	3,500,000		



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-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)

[투자비율등급 공시 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-