iM증권

Issue Comment

Overweight

2026.11.16

반도체 (Overweight)

밸류에이션, 그리고 리스크 대비 리워드

그래도 부족하다

젠슨황 CEO 사임 이후 엔비디아 대중국 우회 출하에 대한 규제(Chip Security Act) 가능성이 거론되고, 미국 중간선거 이후 데이터센터 건설 지연 우려도 커짐. 두 사건 모두 정책 의사결정에 달려 있어 방향 예단 어려움. 따라서 당사는 정책 결과를 전망하지 않고, 보수적인 가정을 적용했을 때 DRAM 수급률이 어디까지 움직이는지 고민

공식적으로 엔비디아의 중국과 기타 지역 합산 매출 비중은 8% 수준이며, Culper는 제3국을 통한 우회를 포함하면 중국 매출 비중이 20% 이상일 것으로 주장. 엔비디아의 FY28('27년) 데이터센터 매출은 약 6,400억달러로 전망되며, 당사는 이 중 10%가 규제로 인해 막히는 시나리오를 가정해 봄

젠슨황이 언급한 Grace Blackwell 세대의 GW당 매출로 전력 규모를 역산하고, GB300 NVL72 기준으로 GPU와 CPU 수, 메모리 비트를 차례로 환산하면 '27년 서버 비트의 2% 미만[표2]. HBM으로 좁히면 '27년 비트의 5% 노출. 당사 가정대로라면, '27년 DRAM 수급률은 -5.4%에서 -4.4%로 움직임

한편, '28년 미국 데이터센터 신규 증설은 25GW로 추산되며, 주요 시장조사기관과 글로벌 IB는 이 중 30~50%가 규제에 노출된 것으로 보고 있음. 당사는 보수적으로 절반에 달하는 12.5GW가 '29년으로 이연된다고 극단적으로 가정해 봄

이연 물량 전량을 VR200 NVL72 기준 GPU와 CPU 수로 환산하고, 여기에 탑재되는 HBM과 LPDDR을 최대 구성으로 더해 메모리 비트로 환산하면 '28년 서버 비트 수요의 7% 수준으로 추산됨[표3]. 물론, 실제로는 범용 서버와 스토리지 부하도 포함되어 있어, 이 값은 스트레스 테스트 목적의 상단 추정으로 볼 수 있음

당사 가정대로라면 데이터센터 지연 시 '28년 DRAM 수급률은 -5.1%에서 -0.6%로 이동. 즉, 부족에서 균형에 가깝게 이동. 모라토리엄이 장기화될 경우 영향은 커질 수 있으나 당사의 가정 자체가 사실상 최악을 상정한 것. 아울러 유사시 메모리 업체가 장비 반입 속도를 조절할 여지도 고려할 필요. 삼성전자는 3분기 실적발표에서 클린룸은 선제적으로 확보하되 설비 도입은 탄력적으로 실행하겠다고 언급한 바 있고, SK하이닉스도 수요와 수익성에 맞춰 투자 규모와 시기를 조절하겠다는 입장

밸류에이션도 버팀목

주가는 BPS에 자본비용을 넘어 벌어들일 초과이익을 더한 값. 11월 6일 저가에 맞는 '28년 이익을 역산하면, 당시 주가에 반영된 '28년 EPS는 당사 추정보다 삼성전자 53%, SK하이닉스 48% 낮은 것으로 판단되며, 이는 LTA를 인정하지 않는 수준[표4]

'27년 EPS와 비교하면 각각 44%, 40% 감소하는 수준으로, 지난 저점에서 주가는 사실상 다운사이클을 반영한 것으로 볼 수 있음. 당시 PBR은 '27년 BPS 대비 삼성전자 1.13배, SK하이닉스 1.09배로, 메모리 업체가 자본비용만큼만 버는 경우의 주가(PBR 1배)와 10% 안팎의 차이에 불과

이후 주가는 10~15% 반등했으나, 만약 불확실성이 재부각되어 변동성이 커지더라도 지난 저점 주가가 펀더멘털상 하단 역할을 할 것으로 기대. 앞서 살펴본 것처럼 데이터센터 지연과 대중국 GPU 우회수출 규제를 극단적으로 가정해도 '27년 수급 부족, '28년 균형 수준. 결론적으로 리스크 대비 리워드가 큰 구간인 것으로 판단

[반도체/전기전자]
고의영
2122-9179
ey.ko@imfnsec.com

[IT RA]
박정하
2122-9195
jhpark@imfnsec.com

표1. 당사 DRAM 수급 가정

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
① 비트수요 (Mn Gb)	273,655	315,515	395,551	519,791	669,053
YoY		*15%*	*25%*	*31%*	*29%*
② 비트공급 (Mn Gb)	262,709	312,360	394,005	491,781	634,951
YoY		*19%*	*26%*	*25%*	*29%*
③ Sufficiency (② / ① - 1)	-4.0%	-1.0%	-0.4%	-5.4%	-5.1%
A. 서버당 DRAM 탑재량 (GB)	729	928	1,296	1,757	2,275
B. 서버 출하량, 당사 전망 (백만대)	14.0	15.2	18.0	21.3	23.3
C. 서버 비트수요 (MnGb, A * B * 8)	81,398	112,792	186,758	298,917	424,879
서버 비트 비중 (C / ①)	30%	36%	47%	58%	64%

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 엔비디아 중국+기타 매출 소멸분의 DRAM 환산 시나리오

구분	10% 소멸	20% 소멸	산출 기준
① '27E DC 매출 (억달러)	6,400	6,400	FY27 * 1.7 * 92.5%
② 소멸 매출 (억달러)	640	1,280	① * 10% or 20%
③ 전력 환산 (GW)	2.6	5.1	② / GW 당 250 억달러 가정
④ GB300 NVL72 (천 랙)	17.2	34.5	③ / 랙당 148.5kW (NW 부하 10%)
⑤ GPU (만 개)	124.1	248.2	④ * 72
⑥ CPU (만 개)	62.1	124.1	④ * 36
⑦ HBM (억 Gb)	28.6	57.2	⑤ * 288GB
⑧ LPDDR (억 Gb)	23.8	47.7	⑥ * 480GB
⑨ 메모리합계 (억 Gb)	52.4	104.9	⑦ + ⑧
'27E 서버비트 대비	1.8%	3.5%	⑨ / 2,989 억 Gb
'27E HBM 비트 대비	4.8%	9.7%	⑦ / 591 억 Gb
⑩ '27E DRAM 수급률	-4.4%	-3.4%	vs.기본 전망 -5.4%

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 미국 데이터센터 이연분의 DRAM 환산 시나리오

구분	50% 이연	산출 기준
① 이연물량 (GW)	12.5	'28E 미국 증설 25GW * 50% 지연 가정
② VR200 NVL72 (천 랙)	49.4	① / 랙당 253kW (네트워크 부하 10%)
③ GPU (만 개)	355.7	② * 72
④ CPU (만 개)	177.9	② * 36
⑤ HBM (억 Gb)	82.0	③ * 288GB
⑥ LPDDR (억 Gb)	218.6	④ * 1,536GB
⑦ 메모리 합계 (억 Gb)	300.5	⑤ + ⑥
'28E 서버 비트 대비	7.1%	⑦ / 4,249 억 Gb
'28E 서버 비트 대비 (HBM 만)	1.9%	⑤ / 4,249 억 Gb
⑧ '28E DRAM 수급률	-0.6%	vs.기본 전망 -5.1%

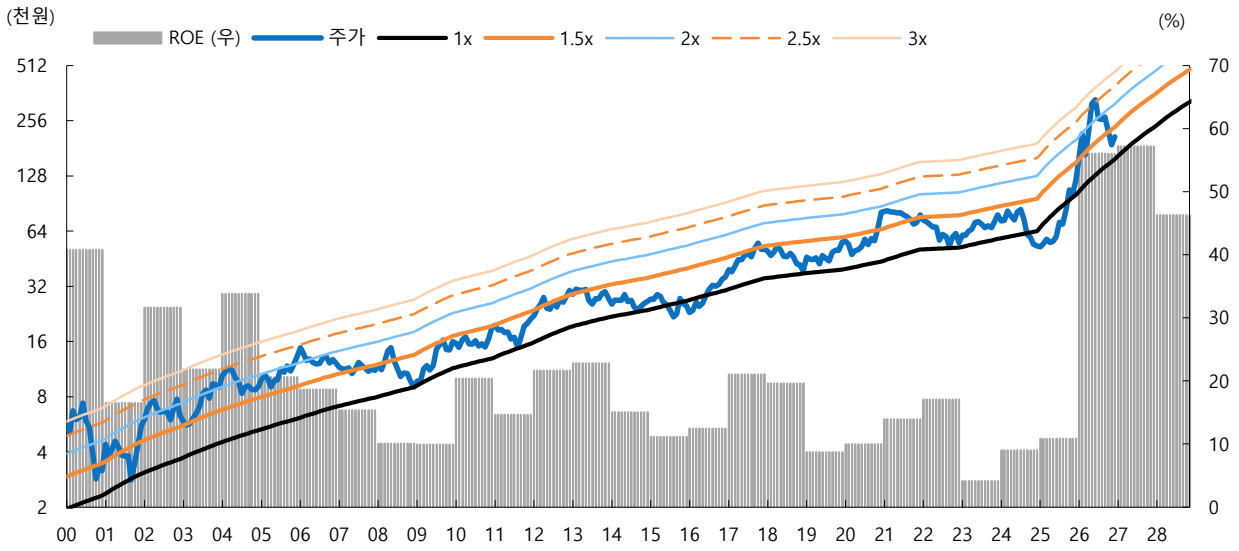
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 주가에 반영된 '28년 EPS는 어느 수준인가

구분	삼성전자	SK 하이닉스	산출 기준
주가 (원)	179,200	1,089,000	11/06 당시 저가
'26E BPS (원)	100,457	544,390	당사 추정
'27E BPS (원)	159,234	1,002,994	당사 추정
'27E EPS (원)	74,427	513,110	당사 추정
'28E EPS (원)	88,763	600,550	당사 추정
① '27E 초과이익 (원)	64,381	447,783	'27E EPS - 자본비용 * '26E BPS
② '28E 초과이익 (원)	25,838	193,408	주가 - '26E BPS - ① 현재가치
③ 주가 반영 '28E EPS (원)	41,761	313,767	② + 자본비용 * '27E BPS
④ 당사 추정 대비	-53%	-48%	③ / '28E EPS - 1
⑤ '27E EPS 대비	-44%	-39%	③ / '27E EPS - 1

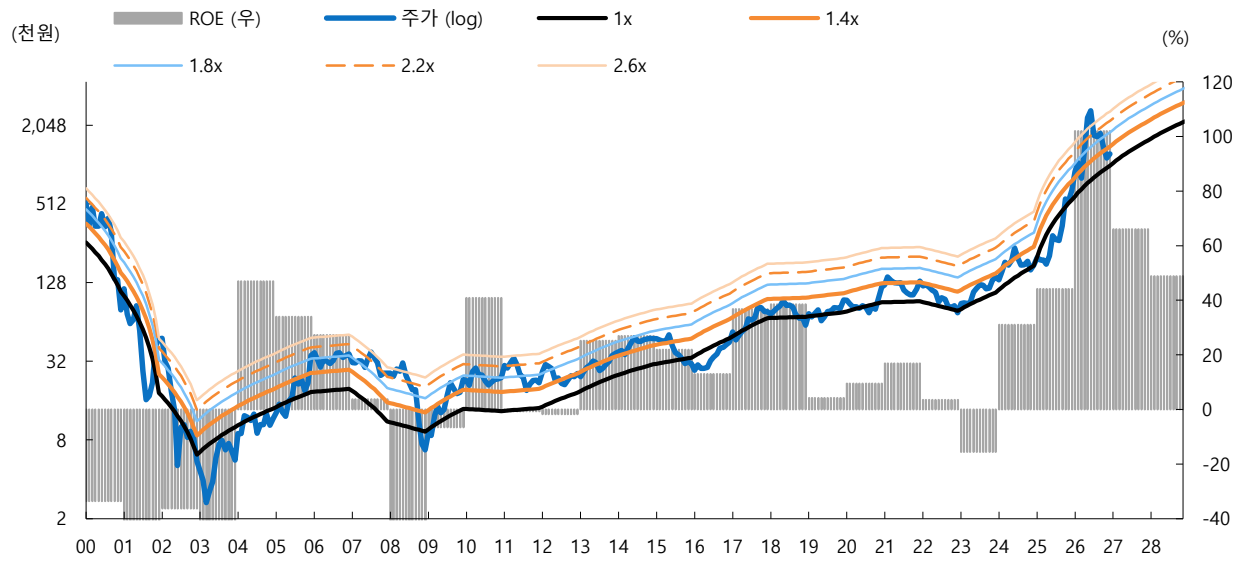
자료: iM증권 리서치본부
주: COE는 삼성전자 10%, SK하이닉스 12% 가정
주: 자사주 매입/소각 가정에 따라 BPS, ROE 변동 가능

그림1. 삼성전자 PBR, ROE 밴드 (로그스케일)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림2. SK하이닉스 PBR, ROE 밴드 (로그스케일)



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

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)

[투자등급 비율 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-