

반도체

반도체 손인준
6154/sjj@eugenefn.com

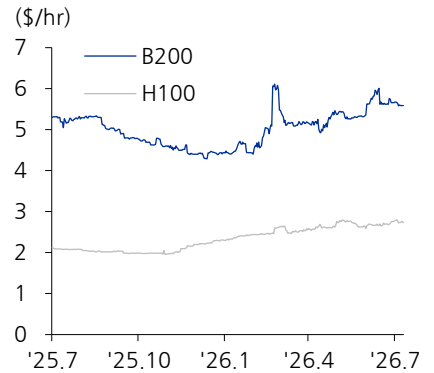
병목의 핑퐁 게임

- “ 메모리 업황의 방향성은 변하지 않았다. 서버 중심의 수요 강세와 HBM의 capa 잠식 효과는 계속되고 있다. NAND 역시 컨슈머 수요의 정체가 있었으나 eSSD 중심으로 견조한 성장세가 지속되고 있으며, DRAM·HBM의 쇼티지가 심화될수록 메모리 계층 내 KV Cache offloading의 확산되며 NAND 수요도 동반 확대될 전망이다. 2H26 DRAM, NAND 가격은 시장 예상치를 웃돌 것으로 보인다.
- “ 시장의 관심은 단기적인 메모리 가격 상승 강도에서 업사이클의 지속 가능성으로 이동하고 있다. AI 컴퓨팅 수요인 주요 하이퍼스케일러와 네오 클라우드 업체의 실적 성장이 메모리 사이클의 지속성을 좌우하는 핵심 변수가 되었다. AI CapEx의 외부 자금 조달 의존도가 높아지는 상황에서 채권 시장의 부담은 궁극적으로 반도체 수요를 제약할 수 있기 때문이다. 클라우드 매출과 OCF의 동반 성장이 확인되어야 AI 인프라 투자의 장기 지속성에 대한 신뢰가 회복될 수 있다. 이런 면에서 최근 빅테크와 네오클라우드의 AI 컴퓨팅 실적 서프라이즈는 메모리 업종 주가에 긍정적으로 작용하고 있다.
- “ 가을로 예상되는 Anthropic의 IPO는 AI 사이클의 중요한 분기점이 될 전망이다. IPO가 성공적으로 진행될 경우 AI Labs의 대규모 자금 조달 역량이 강화되며 하드웨어 수요가 한층 더 강해질 전망이다. Open Model의 성능 향상과 모델 시장 경쟁 심화가 이어지는 만큼 Anthropic은 격차를 유지하기 위해 선제적인 자금 조달과 공격적인 인프라 선점에 나설 가능성이 높다. Anthropic이 메모리 업체들과 장기적 관점에서 논의 중인 직접 구매 물량도 상당한 것으로 파악된다. Space X, Coreweave, Nebius 등 네오클라우드 업체로부터 확인되는 컴퓨팅 매출 성장 및 CapEx 확대도 메모리 쇼티지의 장기화로 이어질 전망이다.
- “ 최근 NVIDIA Rubin Ultra의 HBM despec(HBM4/HBM4e 8Hi)은, 기존 당사의 추정과 같이 TSMC의 가속기 생산 확대와 2027년 DRAM 공급 부족의 심화로 나타난 결과로 보인다. HBM 공급량이 가속기 생산 계획을 따라가지 못하면서 한정된 HBM을 더 많은 GPU에 배분하기 위한 사양 조정이 시작된 것이다.
- “ GPU당 HBM 탑재량이 줄어든 경우 시스템 단위의 성능 개선을 위해선, Scale-up 도메인의 확장을 통해 더 많은 가속기를 연결해야 한다. 이 과정에서 NPO를 포함한 Optics 부품의 탑재량 확대 및 스펙 향상이 핵심적인 역할을 할 것으로 보인다. 이러한 움직임은 AMD, ASIC 등 타 업체에서도 나타날 것으로 보인다. 특정 부품에서 병목이 발생하면 다른 부품의 수량과 스펙을 높여 전체 시스템 성능을 개선하는 '병목의 핑퐁 게임'이 진행 중인 것이다. HBM과 DRAM의 공급 가용성이 개선되면 향후 HBM, DRAM 탑재량은 다시 늘어나는 방향으로 전환될 것이다. 탑재량 하향을 쇼티지 해소의 원인 아닌, 쇼티지 심화의 결과로 해석해야 한다.

업종투자의견

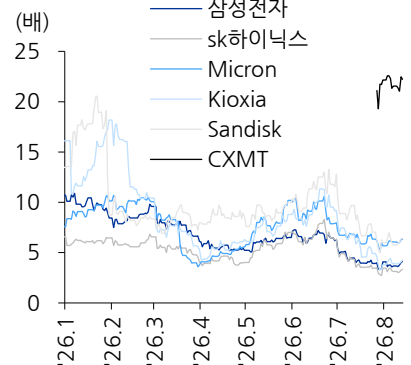
OVERWEIGHT

GPU 렌탈 가격 추이



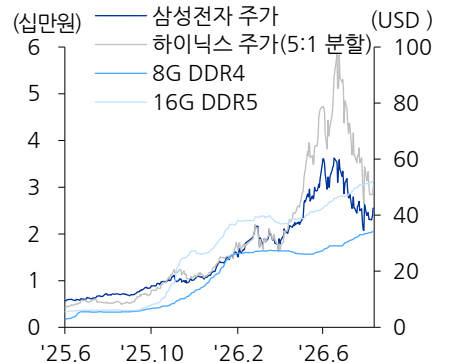
자료: Bloomberg, 유진투자증권

메모리 업종 12MF PER



자료: Bloomberg, 유진투자증권

삼성전자, SK하이닉스 주가 vs. DRAM 현물가



자료: 유진투자증권

주주환원은 단기적으로 기대할 수 있는 추가 주가 상승의 촉매이다. 삼성전자는 기존 2024~2026 년 정책의 잔여 환원과 차기 3 개년 정책을 논의 중이며, 올해 환원 정책에 대한 일부 내용을 조만간 발표할 것으로 보인다. SK 하이닉스 역시 순현금을 100 조원 이상 확보함에 따라 주주가치 제고 방안을 3 분기 중 발표할 계획이다. 주주환원과 함께 향후 나타날 LTA 의 확대, AI 수요의 장기 가시성 확보 등이 점진적인 주가 상승을 이끌 것으로 보인다. Micron 과 Sandisk 모두 excess cash 의 100%를 주주환원에 사용하겠다고 밝힌 만큼, 향후 메모리 업종의 주주환원 눈높이는 계속해서 높아질 것으로 보인다. 중장기적으로 국내 업체들 역시 기준을 상향할 가능성이 높다고 판단된다.

메모리의 커스터마이징도 장기 밸류에이션 재평가를 이끌 구조적 변화다. Custom Base Die 를 활용하는 chBM 시장은 NVIDIA Feynman 세대부터 본격적으로 개화할 것으로 전망한다(chBM4E 탑재). 그 다음 단계는 DRAM Die를 가속기 Die 위에 올리는 3D Stacked DRAM 이다. 이러한 변화는 DRAM 을 범용 제품에서 특정 SoC 와 공동 개발되는 커스텀 제품으로 전환시킬 것이다. 고객별 Base Die 와 인터페이스가 적용될수록 개발 초기부터 메모리 업체가 참여해야 하고, 한 번 선정된 공급사를 교체하는 비용도 높아진다. 결과적으로 특정 SoC 에 대응할 수 있는 DRAM-HBM 공급사는 압축될 가능성이 높다. 메모리의 커스터마이징은 LTA 가 제공한 물량 가시성에 기술적 Lock-in 까지 더하며, DRAM 업체의 수주 안정성과 장기 밸류에이션을 한 단계 높일 전망이다.

향후 메모리 가격의 상승률 둔화는 필연적이거나 이는 쇼티지 완화의 결과가 아닌, 충분히 높아진 수익성 하에 고객의 원가 부담과 IT 생태계의 상생을 고려한 안정화 전략으로 보아야 한다. 가격이 높은 수준에서 유지된다면 메모리 업체의 성장 모멘텀은 출하량 확대이다. 이제 P Cycle 에서 Q Cycle 로의 전환이 본격화될 전망이다.

삼성 평택, SK 하이닉스 용인 등 국내 팹 확장과 더불어 해외 팹 증설 등이 가시화될 것으로 보인다. 향후 삼성전자, SK 하이닉스의 평택 및 용인 클러스터 투자 계획을 감안할 시 신규 투자 규모가 2026 년 70~80K/월, 2027 년 120K/월, 2028 년 150~200K/월 수준까지 확대될 수 있다고 보인다. 장비의 슈퍼사이클은 이제 시작되었으며, 2027 년 1 dnm 램프업의 수혜까지 기대된다. 장비 업종 선호주로 테스와 예스티를 제시한다.

NAND 역시 병목의 핑퐁 게임 속 수혜 대상이다. DRAM 쇼티지가 심화될수록 한정된 HBM 과 시스템 DRAM 을 보완하기 위한 CMX Context Memory Storage 와 고성능 eSSD 의 탑재가 확대될 수밖에 없다. NVIDIA 의 CMX 는 KV Cache 를 전용 SSD 계층으로 오프로딩해 GPU 의 유휴시간과 재연산을 줄이며, Agentic AI 추론의 처리량을 높인다. 최근 컨슈머 시장의 부진에도 eSSD 가 지속적인 NAND 수요 성장을 이끌 것이다. eSSD 수요 확대 수혜주로 파두, 글로벌 NAND 업체의 전환 투자 확대 수혜주로 티씨케이를 추천한다.

(005930)

삼성전자

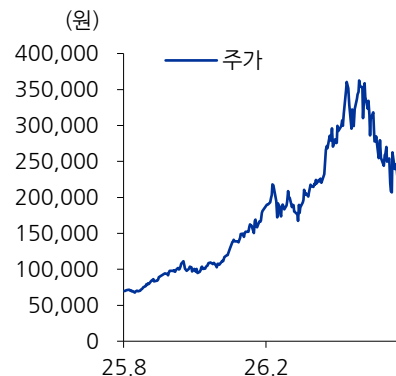
반도체 손인준
6154 / sj@eugenefn.com

전방위적 리더십 확대

- “ 3Q26 메모리 가격 협상이 강하게 진행 중인 것으로 파악된다. AI 서버 중심 수요 증가가 지속되는 가운데 스마트폰 등 컨슈머 제품군 고객사 역시 물량 확보가 시급해지며 가격 협상 테이블에서의 압도적 우위가 이어지고 있다. 부정적 한 영향을 반영해도 DRAM, NAND 전반적으로 20% 수준의 qoq 가격 상승을 통해 3Q26 영업이익은 112조원(+25%qoq)을 기록할 것으로 전망한다.
- “ LTA에서 매년 잔여 계약 기간을 연장하는 롤링 구조가 도입되었으며 이는 향후 수요 가시성 확대에 긍정적 영향을 미칠 전망이다. 20~30% 수준의 선수금과 5년 단위의 LTA 기간이 계약 유지에 대한 강제성을 부여하며 향후 수요 가시성에 기반한 선제적 CapEx 조절 전략이 안정적인 사이클을 이끌 것으로 보인다.
- “ DRAM 기술력에 대한 리더십 역시 되찾고 있다. HBM4 12단 제품군의 수율이 빠르게 개선되며 경쟁사와의 격차가 크게 축소된 것으로 보인다. 1c 공정이 성숙화되며 수율과 제품 공급 안정성 및 수익성이 크게 개선되고 있으며, 품질 역시 안정적으로 유지되고 있다.
- “ 차세대 1d 공정 및 Wafer Bonding 기반 0a 공정 역시 경쟁사 대비 빠른 속도로 진행 중인 것으로 보인다. DRAM 기술력 회복에 따른 공정 전환 가속화는 생산량 확대로 이어지며 실적 성장을 이끌 또 하나의 요소가 될 것이다. 전공정 미세화, HBM 베이스다이 및 패키징 등 DRAM 공정 기술력 전반을 끌어올리는 실행력이 확인되고 있다. 이제 다시 DRAM 로드맵을 주도하는 기술 리더십을 회복하고 있다.
- “ 파운드리 8~4nm 선단 공정이 full capa로 운영되는 가운데 2nm 고객사도 점진적으로 확대 중이다. 메모리·파운드리·패키징을 결합한 턴키 비즈니스는 핵심 경쟁력으로 작용할 전망이다.
- “ 메모리 슈퍼 사이클 하에서 스마트폰 시장 내 치킨 게임도 시작되었다. 갤럭시 Z 폴드 8 등 신제품 흥행을 바탕으로 단기 이익률 방어보다 시장 점유율 확대 전략을 선택하고 있다. MX 사업부의 단기 마진 부담보다 중장기적인 출하량, 생태계 확대 효과가 더 큰 호재가 될 것으로 보인다.
- “ 올해 삼성전자의 주주환원 여력은 100조원 중반대에 달할 것으로 보인다. 현행 2024~2026년 3개년 정책에 기반해 조만간 1차 주주환원 방안이 제시될 가능성이 높은 것으로 추정된다. 주가 측면에서 수급 환경 개선 및 외국인 투자자 심리 회복 등 긍정적 영향을 미칠 것으로 보인다. 가격 결정권, 장기 수요 가시성 확보, 메모리 공정 기술, 선단 파운드리 고객사 확대, 스마트폰 점유율 확대 전략 등에 선제적 주주환원까지 더해지고 있다. 모든 면에서 리더십을 확대하고 있다.

투자의견
목표주가
현재주가

STRONG BUY(유지)
560,000 원(유지)
274,500 원(8/14)



시가총액(십억원)	1,604,803
발행주식수(천주)	5846,279
52 주 최고	374,500 원
최저	67,500 원
52 주 일간 Beta	1.25
60 일 평균 거래대금	91,367 억원
외국인 지분율	46.7%
배당수익률(26E)	4.8%
주주구성	
삼성생명보험 (외 16 인)	19.7%
국민연금공단 (외 1 인)	7.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	44	51.5	283.4
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	-
목표주가	560,000	560,000	-
영업이익(26E)	382,094	382,959	▼
영업이익(27E)	638,843	638,843	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	333,606	710,084	1,006,737
영업이익	43,601	382,094	638,843
세전손익	49,481	389,064	647,934
당기순이익	45,207	343,290	576,661
EPS(원)	7,477	57,080	95,681
증감률(%)	32.8	66.3	67.6
PER(배)	16.0	4.8	2.9
ROE(%)	10.8	57.4	57.1
PBR(배)	1.9	2.5	1.5
EV/EBITDA(배)	7.5	3.3	1.5

삼성전자 사업부별 실적 추이 및 전망

(조원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	133.9	171.5	197.4	207.3	228.1	243.1	261.3	274.3	333.6	710.1	1006.7
QoQ/YoY(%)	43%	28%	15%	5%	10%	7%	7%	5%	11%	113%	42%
DS	81.7	127.5	154.3	169.1	186.3	200.7	221.3	237.8	130.2	532.6	846.1
Memory	74.8	120.8	146.5	160.3	176.9	190.9	209.2	223.3	104.1	502.4	800.2
DRAM	55.4	89.7	104.9	115.0	127.9	137.2	154.5	169.8	73.6	364.9	589.4
HBM	4.2	5.5	6.9	8.6	19.3	24.1	32.3	36.6	8.6	25.2	112.3
NAND	19.4	33.5	41.6	45.3	49.0	53.7	54.7	53.5	30.6	139.9	210.8
Foundry/LSI	6.9	6.7	7.8	8.8	9.4	9.8	12.1	14.5	26.0	30.2	45.9
DX	52.7	47.7	46.8	41.4	49.4	49.1	47.0	43.2	186.4	188.5	188.7
MX / Networks	38.1	33.2	33.4	27.3	35.4	34.9	33.6	29.4	129.1	131.9	133.3
VD / DA	14.6	14.5	13.4	14.1	14.0	14.2	13.4	13.8	57.3	56.6	55.4
SDC	6.7	7.5	8.2	9.4	7.4	9.0	10.1	11.0	29.6	31.7	37.5
Harman	3.8	4.6	4.6	4.9	4.1	4.7	4.8	5.3	15.9	17.9	18.9
영업이익	57.2	89.5	112.0	123.4	142.1	150.9	167.0	178.9	43.8	382.1	638.8
QoQ/YoY(%)	184%	57%	25%	10%	15%	6%	11%	7%	34%	773%	67%
DS	53.7	89.2	110.9	122.3	139.1	150.2	165.5	177.6	25.3	376.0	632.4
Memory	54.8	91.8	112.5	124.1	139.4	150.6	165.2	176.3	31.9	383.2	631.6
DRAM	43.1	68.4	81.8	90.4	102.3	109.7	124.4	137.5	29.6	283.6	473.8
HBM	2.4	2.5	3.8	4.9	14.5	18.5	25.3	28.9	2.8	13.6	87.3
NAND	11.7	23.4	30.7	33.7	37.2	40.9	40.9	38.8	2.3	99.6	157.7
Foundry/LSI	-1.1	-2.6	-1.6	-1.8	-0.3	-0.4	0.3	1.3	-6.6	-7.2	0.9
DX	3.0	-0.7	-0.3	-0.6	2.1	-0.6	-0.4	-0.7	12.8	1.3	0.3
MX / Networks	2.8	-0.7	-0.3	-0.3	1.9	-0.7	-0.4	-0.3	13.0	1.4	0.4
VD / DA	0.1	0.0	0.0	-0.3	0.2	0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.2	-0.1
SDC	0.4	0.7	1.0	1.3	0.6	0.9	1.4	1.6	4.2	3.4	4.5
Harman	0.2	0.4	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	1.5	1.4	1.6
영업이익률	42.7%	52.2%	56.7%	59.5%	62.3%	62.1%	63.9%	65.2%	13.1%	53.8%	63.5%
DS	65.7%	69.9%	71.8%	72.4%	74.7%	74.8%	74.8%	74.7%	19.4%	70.6%	74.7%
Memory	73.2%	76.0%	76.8%	77.4%	78.8%	78.9%	79.0%	78.9%	30.6%	76.3%	78.9%
DRAM	77.7%	76.2%	78.0%	78.6%	80.0%	79.9%	80.5%	80.9%	40.2%	77.7%	80.4%
HBM	55.3%	46.5%	54.2%	57.7%	75.1%	76.7%	78.6%	79.0%	32.0%	53.9%	77.7%
NAND	60.5%	69.9%	73.8%	74.4%	75.9%	76.2%	74.8%	72.5%	7.5%	71.2%	74.8%
Foundry/LSI	-16.3%	-39.4%	-21.1%	-20.0%	-3.5%	-4.3%	2.3%	9.3%	-25.4%	-23.8%	1.9%
DX	5.6%	-1.5%	-0.7%	-1.5%	4.2%	-1.3%	-0.9%	-1.6%	6.9%	0.7%	0.2%
MX / Networks	7.4%	-2.1%	-1.0%	-1.3%	5.3%	-2.0%	-1.2%	-1.1%	10.1%	1.1%	0.3%
VD / DA	1.0%	-0.1%	-0.2%	-2.0%	1.4%	0.5%	-0.1%	-2.5%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
SDC	5.6%	9.6%	12.0%	13.8%	8.2%	9.6%	14.3%	14.2%	14.2%	10.6%	11.9%
Harman	5.5%	7.7%	9.9%	8.0%	6.6%	8.9%	9.9%	8.0%	9.4%	7.9%	8.4%

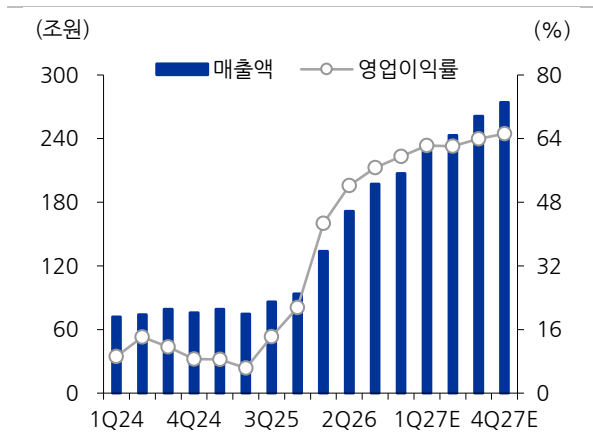
자료: 유진투자증권

주요 가정

		1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,502	1,440	1,410	1,410	1,400	1,400	1,400	1,414	1,454	1,403
DRAM	출하량(Gb, M)	33,759	37,340	38,293	38,896	39,268	41,534	45,743	49,860	118,091	148,289	176,404
	QoQ/YoY	3%	11%	3%	2%	1%	6%	10%	9%	9%	26%	19%
	ASP(\$/Gb)	1.12	1.60	1.90	2.10	2.31	2.36	2.41	2.43	0.44	1.70	2.38
	QoQ/YoY	91%	43%	19%	10%	10%	2%	2%	1%	22%	286%	40%
HBM	출하량(Gb, M)	1,978	2,414	3,017	3,621	4,345	5,214	6,517	7,104	4,893	11,030	23,179
	QoQ/YoY	13%	22%	25%	20%	20%	20%	25%	9%	6%	125%	110%
	ASP(\$/Gb)	1.46	1.51	1.60	1.68	3.16	3.30	3.53	3.68	1.25	1.58	3.46
	QoQ/YoY	12%	3%	6%	5%	88%	4%	7%	4%	-7%	27%	118%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	31,780	34,927	35,276	35,276	34,923	36,320	39,226	42,756	113,197	137,259	153,225
	QoQ/YoY	2%	10%	1%	0%	-1%	4%	8%	9%	9%	21%	12%
	ASP(\$/Gb)	1.10	1.60	1.93	2.14	2.20	2.23	2.23	2.23	0.41	1.71	2.22
	QoQ/YoY	101%	46%	20%	11%	3%	1%	0%	0%	28%	321%	30%
NAND	출하량(GB, M)	75,659	76,793	82,860	83,689	86,199	92,304	95,997	98,786	272,099	319,001	373,286
	QoQ/YoY	9%	2%	8%	1%	3%	7%	4%	3%	2%	17%	17%
	ASP(\$/GB)	0.17	0.29	0.35	0.38	0.40	0.42	0.41	0.39	0.08	0.30	0.40
	QoQ/YoY	86%	67%	20%	10%	5%	3%	-2%	-5%	-8%	281%	33%
스마트폰	출하량(M)	59	60	52	53	60	66	53	54	240	224	233
	QoQ/YoY	-3%	3%	-14%	3%	12%	11%	-20%	3%	7%	-7%	4%
	ASP(\$)	345	279	321	269	332	305	337	306	286	304	319
	QoQ/YoY	41%	-19%	15%	-16%	23%	-8%	10%	-9%	-3%	6%	5%

자료: 유진투자증권

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	514,532	566,942	915,366	1,406,505	1,977,464
유동자산	227,062	247,685	530,669	952,053	1,465,235
현금성자산	112,615	125,821	349,121	741,970	1,196,859
매출채권	53,246	58,609	88,605	87,165	112,861
재고자산	51,755	52,637	81,789	111,210	143,642
비유동자산	287,470	319,257	384,697	454,451	512,229
투자자산	57,786	74,472	123,361	163,202	185,701
유형자산	205,945	215,305	231,465	260,694	295,488
기타	23,739	29,481	29,871	30,555	31,040
부채총계	112,340	130,622	151,119	164,425	174,734
유동부채	93,326	106,411	114,341	117,601	121,962
매입채무	61,523	68,114	81,789	87,165	92,341
유동성이자부채	15,380	18,752	12,021	8,884	7,765
기타	16,424	19,545	20,531	21,553	21,856
비유동부채	19,014	24,210	36,777	46,823	52,772
비유동이자부채	3,950	6,487	7,821	8,515	9,182
기타	15,063	17,724	28,956	38,308	43,589
자본총계	402,192	436,320	764,247	1,242,080	1,802,730
지배지분	391,688	424,313	752,141	1,230,008	1,790,670
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	402,136	729,028	1,207,220	1,767,994
기타	15,873	16,876	17,812	17,487	17,374
비지배지분	10,504	12,007	12,106	12,072	12,060
자본총계	402,192	436,320	764,247	1,242,080	1,802,730
충차입금	19,330	25,239	19,842	17,400	16,948
순차입금	(93,285)	(100,582)	(329,279)	(724,571)	(1,179,911)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	72,983	85,315	350,728	605,287	685,755
당기순이익	34,451	45,207	343,290	576,661	682,034
자산상각비	42,631	46,927	52,014	55,829	65,505
기타비현금성손익	316	5,469	6,333	(7,023)	(10,929)
운전자본증감	(1,568)	(9,614)	(52,238)	(22,138)	(52,813)
매출채권감소(증가)	(3,139)	(2,535)	(28,305)	1,441	(25,697)
재고자산감소(증가)	2,541	(3,591)	(27,626)	(29,421)	(32,432)
매입채무증가(감소)	(1,539)	(3,257)	14,025	5,375	5,177
기타	568	(231)	(10,332)	467	139
투자현금	(85,382)	(68,512)	(154,083)	(140,331)	(125,897)
단기투자자산감소	(31,923)	(5,972)	(40,701)	(15,727)	(3,593)
장기투자증권감소	4,121	4,201	(19,367)	(17,809)	(9,631)
설비투자	51,406	47,522	67,839	81,544	96,723
유형자산처분	156	150	57	0	0
무형자산처분	(2,319)	(4,617)	(3,862)	(4,198)	(4,061)
재무현금	(7,797)	(13,478)	(17,652)	(87,834)	(108,562)
차입금증가	4,912	4,609	2,587	694	667
자본증가	(12,701)	(18,086)	(31,340)	(88,528)	(109,230)
배당금지급	10,889	9,897	18,483	88,203	109,117
현금 증감	(15,375)	4,151	181,070	377,122	451,295
기초현금	69,081	53,706	57,856	238,926	616,049
기말현금	53,706	57,856	238,926	616,049	1,067,344
Gross Cash flow	77,398	97,602	403,631	627,425	738,568
Gross Investment	55,026	72,154	165,630	146,742	175,117
Free Cash Flow	22,372	25,448	238,001	480,683	563,451

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	300,871	333,606	710,084	1,006,737	1,195,412
증가율(%)	16.2	10.9	112.9	41.8	18.7
매출원가	186,562	202,236	153,602	99,886	126,938
매출총이익	114,309	131,370	556,483	906,851	1,068,474
판매 및 일반관리비	81,583	87,769	174,388	268,008	314,462
기타영업손익	13	8	99	54	17
영업이익	32,726	43,601	382,094	638,843	754,012
증가율(%)	398.3	33.2	776.3	67.2	18.0
EBITDA	75,357	90,528	434,108	694,672	819,517
증가율(%)	66.6	20.1	379.5	60.0	18.0
영업외손익	4,804	5,880	6,969	9,091	12,318
이자수익	4,954	4,716	6,825	8,699	11,872
이자비용	904	606	973	764	713
지분법손익	751	683	979	979	979
기타영업외손익	3	1,087	138	178	180
세전순이익	37,530	49,481	389,064	647,934	766,330
증가율(%)	241.0	31.8	686.3	66.5	18.3
법인세비용	3,078	4,275	45,774	71,273	84,296
당기순이익	34,451	45,207	343,290	576,661	682,034
증가율(%)	122.5	31.2	659.4	68.0	18.3
지배주주지분	33,621	44,261	337,895	566,395	669,891
증가율(%)	132.3	31.6	663.4	67.6	18.3
비지배지분	830	946	5,395	10,267	12,143
EPS(원)	5,632	7,477	57,080	95,681	113,164
증가율(%)	132.3	32.8	663.4	67.6	18.3
수정EPS(원)	5,632	7,477	55,275	93,462	110,793
증가율(%)	132.3	32.8	639.3	69.1	18.5

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,632	7,477	57,080	95,681	113,164
BPS	57,663	62,995	111,666	182,613	265,851
DPS	1,446	1,668	13,100	16,100	17,200
밸류에이션(배, %)					
PER	9.4	16.0	4.8	2.9	2.4
PBR	0.9	1.9	2.5	1.5	1.0
EV/ EBITDA	3.5	7.5	3.3	1.5	0.7
배당수익율	2.7	1.4	4.8	5.9	6.3
PCR	4.7	8.3	4.6	2.9	2.5
수익성(%)					
영업이익율	10.9	13.1	53.8	63.5	63.1
EBITDA이익율	25.0	27.1	61.1	69.0	68.6
순이익율	11.5	13.6	48.3	57.3	57.1
ROE	9.0	10.8	57.4	57.1	44.4
ROIC	11.0	13.5	99.0	139.1	137.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.2)	(23.1)	(43.1)	(58.3)	(65.5)
유동비율	243.3	232.8	464.1	809.6	1,201.4
이자보상배율	36.2	72.0	392.7	835.8	1,057.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	1.0	0.9	0.7
매출채권회전율	6.2	6.0	9.6	11.5	12.0
재고자산회전율	5.8	6.4	10.6	10.4	9.4
매입채무회전율	5.2	5.1	9.5	11.9	13.3

(000660)

SK 하이닉스

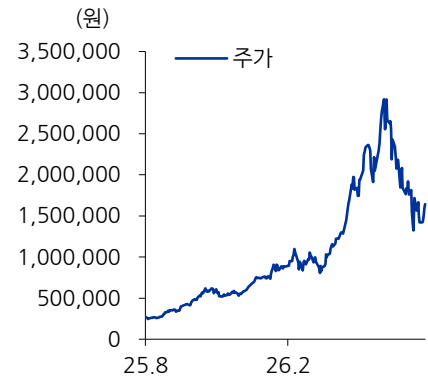
반도체 손인준
6154/sij@eugenefn.com

메모리 커스텀화 및 고객 파트너십 강화

- “ 2Q26 실적의 언더퍼폼 원인이었던 HBM4 출하 지연 및 범용 DRAM 가격 차이 등이 3Q26에 어느 정도 정상화되며 실적 성장세를 이어 나갈 것으로 보인다. 방향성의 변화는 없다. 원화 강세를 반영해 실적 추정치를 소폭 하향 조정하며 3Q26 영업이익은 77조원(+28%qoq)로 전망한다.
- “ LTA가 빠르게 확대되고 있으며 3Q26 안에 북미 하이퍼스케일러 등 주요 고객사와의 협상이 마무리될 전망이다. 이에 더해 프론티어 AI Labs의 중장기 직접 구매 수요도 상당한 수준으로 보인다. OpenAI, Anthropic 등 프론티어 AI Labs의 ARR 성장세가 유지되며 향후 IPO가 성공적으로 진행된다면, 해당 업체들이 2028년 너머의 장기 슈퍼사이클을 이끄는 핵심 수요 축으로 부상할 것으로 보인다.
- “ 주요 SoC 업체와의 파트너십은 공동 개발로 진화할 전망이다. Custom Base Die를 활용하는 chBM 시장은 NVIDIA Feynman 세대부터 본격적으로 개화할 전망이다(chBM4E 탑재). 그 다음으로 DRAM Die를 가속기 Die 위에 직접 올리는 3D Stacked DRAM이 핵심 아키텍처가 되며 메모리·파운드리·SoC 업체 간 기술 파트너십이 더욱 중요해질 것으로 보인다.
- “ 이러한 변화는 DRAM을 범용 제품에서 특정 SoC와 공동 개발되는 커스텀 제품으로 전환시킬 것이다. 고객별 Base Die와 인터페이스가 적용될수록 개발 초기부터 메모리 업체가 참여해야 하고, 한 번 선정된 공급사를 교체하는 비용도 높아진다. 결과적으로 특정 SoC에 대응할 수 있는 DRAM·HBM 공급사는 압축될 가능성이 높다. 메모리의 커스텀화는 LTA가 제공한 물량 가시성에 기술적 Lock-in까지 더하며, 최근 SK하이닉스가 주력하는 기술 파트너십 강화 전략의 성과로 이어질 전망이다.
- “ SK하이닉스는 LTA 확대에 더불어 슈퍼사이클 장기화에 대한 확신에 기반해 용인·청주 등 국내 신규 팹 뿐 아니라 해외 팹까지 외연 확장에 나설 것으로 보인다. 무분별한 공급 확대가 아니라 LTA로 확인된 수요를 흡수하기 위한 증설이다. 가격 상승이 이끈 P Cycle 뒤에는 출하량 성장이 주도하는 Q Cycle이 이어질 전망이다.
- “ 3Q26에는 새로운 주주환원 정책 발표도 예상된다. 현 실적 추정에 기반해 연말 순현금은 최대 200조원 수준까지 예상되며, 이로 인해 최대 100조원 수준의 주주환원 여력 확보가 가능할 것으로 보인다. 3Q26 내 1차적인 특별 주주환원 발표가 기대된다. 주주환원 확대와 실적 증명을 통해 점진적인 주가 회복세를 이어 나갈 것으로 보인다.

투자의견
목표주가
현재주가

STRONG BUY(유지)
3,700,000 원(유지)
1,645,000 원(8/14)



시가총액(십억원)	1,201,660
발행주식수(천주)	730,492
52 주 최고	2,987,000 원
최저	245,000 원
52 주 일간 Beta	1.77
60 일 평균 거래대금	122,101 억원
외국인 지분율	51.0%
배당수익률(26E)	24%
주주구성	
에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.0%
국민연금공단 (외 1 인)	7.3%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-14.0	86.9	494.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	-
목표주가	3,700,000	3,700,000	-
영업이익(26E)	261,577	262,134	▼
영업이익(27E)	447,807	447,807	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	97,147	342,564	563,630
영업이익	47,206	261,577	447,807
세전손익	50,466	281,122	457,747
당기순이익	42,948	235,663	398,240
EPS(원)	58,955	330,169	557,815
증감률(%)	116.9	460.0	68.9
PER(배)	11.0	5.0	2.9
ROE(%)	44.2	98.1	73.1
PBR(배)	3.9	3.3	1.6
EV/EBITDA(배)	7.7	3.6	1.5

SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	52,579	79,319	100,001	110,667	125,185	137,378	148,269	152,798	97,148	342,567	563,630
QoQ(%)	60%	51%	26%	11%	13%	10%	8%	3%			
YoY(%)	198%	257%	309%	237%	138%	73%	48%	38%	47%	253%	65%
DRAM	40,852	58,168	74,390	83,872	96,206	105,776	115,361	118,589	76,323	257,282	435,932
HBM	7,257	7,626	9,893	12,938	23,783	26,502	30,114	31,434	28,094	37,714	111,833
NAND	11,727	21,101	25,611	26,795	28,978	31,602	32,909	34,208	20,394	85,235	127,698
영업이익	37,613	60,543	77,398	86,026	99,114	108,947	117,697	122,049	47,437	261,580	447,807
QoQ(%)	94%	61%	28%	11%	15%	10%	8%	4%			
YoY(%)	406%	557%	580%	343%	164%	80%	52%	42%	102%	451%	71%
DRAM	30,379	45,698	58,709	66,541	77,850	85,704	93,643	97,140	44,341	201,327	354,336
HBM	4,434	4,246	5,830	8,504	18,897	21,147	24,309	25,341	17,631	23,015	89,695
NAND	7,235	14,845	18,689	19,485	21,265	23,242	24,055	24,909	2,742	60,254	93,471
영업이익률(%)	71.5%	76.3%	77.4%	77.7%	79.2%	79.3%	79.4%	79.9%	48.8%	76.4%	79.5%
DRAM(%)	74.4%	78.6%	78.9%	79.3%	80.9%	81.0%	81.2%	81.9%	58.1%	78.3%	81.3%
HBM(%)	61.1%	55.7%	58.9%	65.7%	79.5%	79.8%	80.7%	80.6%	62.8%	61.0%	80.2%
NAND(%)	61.7%	70.4%	73.0%	72.7%	73.4%	73.5%	73.1%	72.8%	13.4%	70.7%	73.2%

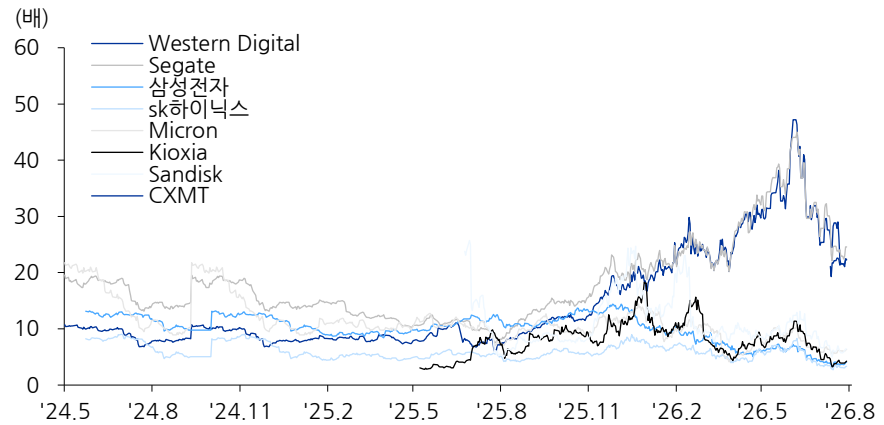
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 주요 가정

		1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,502	1,440	1,410	1,410	1,400	1,400	1,400	1,415	1,454	1,403
DRAM	출하량(Gb, M)	24,603	26,335	29,444	31,610	30,629	32,550	34,767	35,416	92,273	111,992	133,362
	QoQ/YoY	-3%	7%	12%	7%	-3%	6%	7%	2%	24%	21%	19%
	ASP(\$/Gb)	1.13	1.47	1.75	1.88	2.23	2.32	2.37	2.39	0.58	1.59	2.33
	QoQ/YoY	62%	30%	19%	7%	18%	4%	2%	1%	32%	171%	47%
HBM	출하량(Gb, M)	3,583	3,654	4,495	5,664	5,720	6,147	6,515	6,533	12,043	17,396	24,915
	QoQ/YoY	11%	2%	23%	26%	1%	7%	6%	0%	84%	44%	43%
	ASP(\$/Gb)	1.38	1.39	1.53	1.62	2.95	3.08	3.30	3.44	1.65	1.50	3.20
	QoQ/YoY	-20%	1%	10%	6%	82%	4%	7%	4%	12%	-9%	114%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	21,020	22,681	24,949	25,947	24,909	26,403	28,252	28,884	80,230	94,596	108,447
	QoQ/YoY	-5%	8%	10%	4%	-4%	6%	7%	2%	18%	18%	15%
	ASP(\$/Gb)	1.09	1.48	1.80	1.94	2.06	2.14	2.16	2.16	0.43	1.60	2.13
	QoQ/YoY	99%	36%	21%	8%	6%	4%	1%	0%	24%	277%	33%
NAND	출하량(GB, M)	48,054	55,161	56,596	55,439	58,211	63,107	65,141	68,398	184,956	215,250	254,857
	QoQ/YoY	-11%	15%	3%	-2%	5%	8%	3%	5%	12%	16%	18%
	ASP(\$/GB)	0.17	0.25	0.31	0.34	0.35	0.36	0.36	0.36	0.08	0.27	0.36
	QoQ/YoY	73%	53%	23%	9%	3%	1%	1%	-1%	-9%	251%	31%

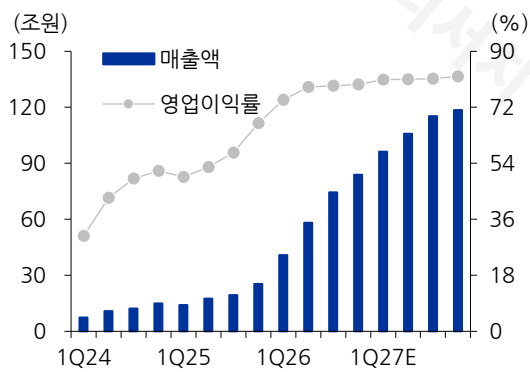
자료: 유진투자증권

HDD, Memory 업체 12MF PER 추이



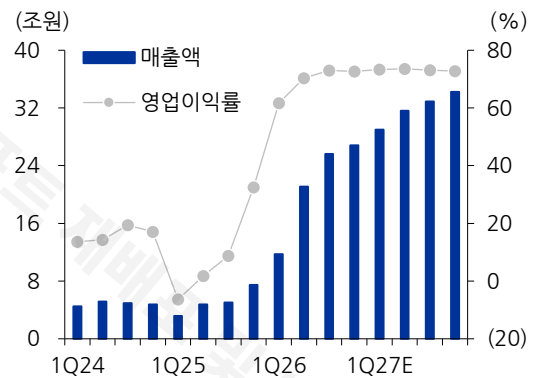
자료: Bloomberg, 유진투자증권

SK 하이닉스 DRAM 분기 실적 추이 및 전망



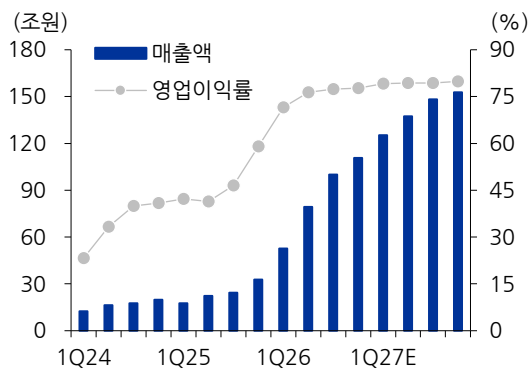
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 NAND 분기 실적 추이 및 전망



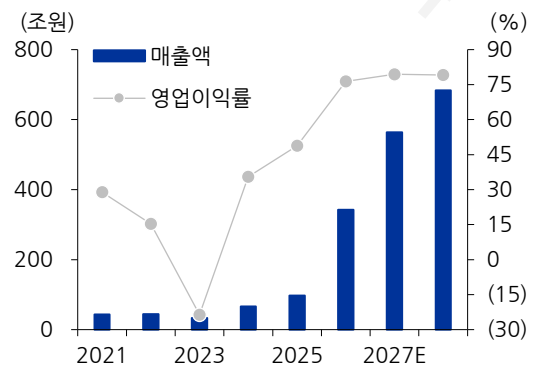
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	119,855	176,108	409,711	779,828	1,182,037
유동자산	42,279	69,458	270,799	596,968	955,378
현금성자산	13,646	29,916	207,503	520,576	867,231
매출채권	13,299	18,468	26,681	36,839	44,101
재고자산	13,314	14,289	29,107	31,815	36,083
비유동자산	77,576	106,650	138,912	182,860	226,659
투자자산	13,053	23,983	29,060	30,240	31,468
유형자산	60,157	77,503	105,647	148,272	190,722
기타	4,366	5,164	4,204	4,348	4,469
부채총계	45,940	55,441	50,349	51,418	44,796
유동부채	24,965	37,379	33,143	37,590	34,799
매입채무	13,386	15,884	21,830	26,792	24,055
유동성이자부채	7,582	13,623	2,601	1,821	1,505
기타	3,997	7,872	8,712	8,978	9,239
비유동부채	20,974	18,062	17,206	13,828	9,997
비유동이자부채	19,617	16,051	12,297	7,050	1,883
기타	1,357	2,011	4,909	6,778	8,114
자본총계	73,916	120,667	359,362	728,410	1,137,241
지배지분	73,903	120,516	359,273	728,321	1,137,152
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,510	8,510	8,510
이익잉여금	65,418	106,577	343,728	712,776	1,121,607
기타	341	1,328	3,377	3,377	3,377
비지배지분	12	151	89	89	89
자본총계	73,916	120,667	359,362	728,410	1,137,241
총차입금	27,200	29,674	14,898	8,870	3,388
순차입금	13,554	(242)	(192,605)	(511,706)	(863,844)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	29,796	53,373	233,971	410,443	502,758
당기순이익	19,797	42,948	235,663	398,240	480,927
자산상각비	12,582	13,930	15,607	19,558	35,760
기타비현금성손익	4,472	4,907	(6,445)	512	302
운전자본증감	(5,600)	(2,881)	(14,742)	(7,868)	(14,230)
매출채권감소(증가)	(5,098)	(5,584)	(5,699)	(10,158)	(7,262)
재고자산감소(증가)	167	(1,059)	(14,568)	(2,709)	(4,267)
매입채무증가(감소)	(1,103)	980	3,001	4,962	(2,737)
기타	435	2,782	2,525	37	36
투자현금	(18,005)	(48,054)	(71,006)	(77,009)	(89,243)
단기투자자산감소	(1,415)	(16,843)	(27,215)	(13,395)	(9,577)
장기투자증권감소	(3)	8	(744)	(1,028)	(1,065)
설비투자	15,946	27,519	42,457	61,255	77,253
유형자산처분	47	145	15	0	0
무형자산처분	(697)	(1,058)	(1,035)	(1,072)	(1,078)
재무현금	(8,704)	(1,445)	(6,071)	(33,755)	(76,438)
차입금증가	(7,977)	171	(6,021)	(5,247)	(5,167)
자본증가	(732)	(1,616)	(2,087)	(28,508)	(71,270)
배당금지급	826	1,681	2,095	28,508	71,270
현금 증감	3,618	3,719	157,394	299,679	337,078
기초현금	7,587	11,205	14,924	172,318	471,996
기말현금	11,205	14,924	172,318	471,996	809,074
Gross Cash flow	36,851	61,785	248,262	418,310	516,989
Gross Investment	22,190	34,092	58,532	71,481	93,896
Free Cash Flow	14,661	27,693	189,730	346,829	423,093

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	342,564	563,630	683,686
증가율(%)	102.0	46.8	252.6	64.5	21.3
매출원가	34,365	38,456	41,619	46,818	59,496
매출총이익	31,828	58,691	300,944	516,812	624,190
판매 및 일반관리비	8,361	11,484	39,367	69,005	83,678
기타영업손익	16	37	243	75	21
영업이익	23,467	47,206	261,577	447,807	540,512
증가율(%)	흑전	101.2	454.1	71.2	20.7
EBITDA	36,049	61,136	277,184	467,365	576,272
증가율(%)	506.5	69.6	353.4	68.6	23.3
영업외손익	418	3,259	19,545	9,940	12,277
이자수익	374	1,435	9,219	9,316	11,481
이자비용	1,345	924	572	340	178
지분법손익	(2)	(564)	(107)	(107)	(107)
기타영업외손익	1,392	3,312	11,005	1,071	1,082
세전순이익	23,885	50,466	281,122	457,747	552,789
증가율(%)	흑전	111.3	457.1	62.8	20.8
법인세비용	4,088	7,518	45,459	59,507	71,863
당기순이익	19,797	42,948	235,663	398,240	480,927
증가율(%)	흑전	116.9	448.7	69.0	20.8
지배주주지분	19,789	42,919	235,312	397,556	480,101
증가율(%)	흑전	116.9	448.3	68.9	20.8
비지배지분	8	29	351	684	826
EPS(원)	27,182	58,955	330,169	557,815	673,635
증가율(%)	흑전	116.9	460.0	68.9	20.8
수정EPS(원)	27,182	58,955	330,169	557,815	673,635
증가율(%)	흑전	116.9	460.0	68.9	20.8

주요투자지표

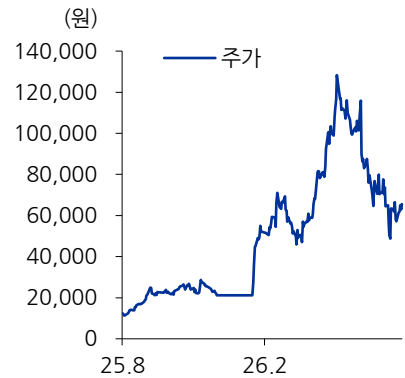
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,182	58,955	330,169	557,815	673,635
BPS	101,515	165,544	504,099	1,021,915	1,595,550
DPS	2,204	3,000	40,000	100,000	120,000
밸류에이션(배, %)					
PER	6.4	11.0	5.0	2.9	2.4
PBR	1.7	3.9	3.3	1.6	1.0
EV/ EBITDA	3.9	7.7	3.6	1.5	0.6
배당수익률	1.3	0.5	2.4	6.1	7.3
PCR	3.4	7.7	4.7	2.8	2.3
수익성(%)					
영업이익률	35.5	48.6	76.4	79.5	79.1
EBITDA이익률	54.5	62.9	80.9	82.9	84.3
순이익률	29.9	44.2	68.8	70.7	70.3
ROE	31.1	44.2	98.1	73.1	51.5
ROIC	25.1	43.5	177.2	231.1	212.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	18.3	(0.2)	(53.6)	(70.2)	(76.0)
유동비율	169.3	185.8	817.1	1,588.1	2,745.4
이자보상배율	17.4	51.1	457.5	1,316.7	3,032.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	1.2	0.9	0.7
매출채권회전율	6.5	6.1	15.2	17.7	16.9
재고자산회전율	4.9	7.0	15.8	18.5	20.1
매입채무회전율	6.5	6.6	18.2	23.2	26.9

NAND Q Cycle 이 이끄는 폭발적 성장 국면 진입

- “ 파두에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 10만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 '27년 EPS 3,539원에 글로벌 피어(Marvell, Microchip, Silicon Motion)의 12MF PER 평균 27.4배를 적용해 산출했다.
- “ 파두는 eSSD 컨트롤러 공급 업체로, 주요 NAND 고객사 2곳을 대상으로 한 컨트롤러 사업과 모듈 메이커 및 우주산업 고객사 등을 대상으로 한 모듈 사업을 병행하고 있다. PCIe Gen 5부터 eSSD 컨트롤러 시장 내 점유율을 확대하고 있으며, 북미 고객사의 eSSD 시장 점유율 상승과 CSP 직납 사업 진입 등을 통해 향후 eSSD 시장 대비 초과 성장할 것으로 전망한다.
- “ 파두의 2Q26 실적은 매출액 732억원(+23%qoq, +209%yoy)을 기록했다. 북미 고객사가 매출 성장을 대부분 견인한 것으로 보이며, 4Q25부터 새롭게 반영되기 시작한 전방 CSP 고객사향 침투율 확대가 성장의 주요 요인이었던 것으로 보인다. 모듈 사업 역시 NAND 가격 상승에 힘입어 양호한 마진을 기록했다. 여기에 CSP의 추가 개발 리소스 요구에 대응한 NRE 매출 반영도 호실적에 기여했다.
- “ 파두의 3Q26 실적은 매출액 1,162억원(+59%qoq, +353%yoy), 영업이익 322억원(+99%qoq, 흑자전환yoy)을 기록할 것으로 추정한다. 최근 NAND 현물가 정세로 인해 컨슈머 수요 둔화에 따른 다운턴 조기 진입 우려가 커졌으나, AI 서버 투자 확대에 기반한 eSSD 수요 급증세는 여전히 둔화하지 않고 있다. 기존 고객사의 eSSD 출하 확대가 이어지는 가운데 추가 CSP 고객사 확보 역시 가시화되고 있어, 하반기 파두의 실적 레벨은 한 단계 높은 수준으로 올라설 전망이다.
- “ 파두의 매출액은 2026년 3,850억원(+317%yoy), 2027년 7,961억원(+107%yoy), 2028년 1조 445억원(+32%yoy)을 기록할 것으로 전망한다. 영업이익 역시 2026년 900억원(흑자전환yoy), 2027년 2,182억원(+142%yoy), 2028년 3,130억원(+43%yoy)으로 고성장할 전망이다. 주요 북미 고객사의 eSSD 시장 점유율 확대가 지속되는 가운데 2027년부터는 PCIe Gen 6 시장 개화에 따른 ASP 상승 효과가 본격화될 것으로 예상된다. 또한 CSP 직납 사업 역시 2027년 하반기부터 매출 기여가 본격적으로 확대될 전망이다. CSP가 자체 구축하는 eSSD 시장은 전체 eSSD 시장의 한 자릿수 중반 수준의 비중을 차지하는 것으로 추정된다.
- “ KV Cache offload를 위한 데이터 저장 수요가 메모리 전 계층으로 확산되고 있다. HBM의 capa 잠식 효과로 DRAM 쇼티지가 심화되며 채용량 하향이 이어질 경우 이를 보완하기 위한 CMX Context Memory Storage와 고성능 eSSD의 탑재가 확대될 수밖에 없다. 여기에 대규모 AI 서버 투자의 주체가 기존 빅테크에서 네오클라우드와 AI Labs로 확대되고 있다. 고성능 eSSD 컨트롤러 시장에서의 기술 리더십을 바탕으로 파두의 파이프라인 확장도 가속화될 것으로 판단한다.

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(신규)
100,000 원(신규)
65,500 원(8/14)



시가총액(십억원)	3,282
발행주식수(천주)	50,111
52 주 최고	129,400 원
최저	11,180 원
52 주 일간 Beta	0.43
60 일 평균 거래대금	1,021 억원
외국인 지분율	26.3%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
남이현 (외 21 인)	25.7%
우영재 (외 1 인)	0.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-8.1	25.5	435.1
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가	100,000	-	신규
영업이익(26E)	90	-	-
영업이익(27E)	218	-	-

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	92	385	794
영업이익	-65	90	218
세전손익	-76	8	215
당기순이익	-76	7	178
EPS(원)	-1,528	147	3,539
증감률(%)	na	흑전	2,302.5
PER(배)	na	444.6	18.5
ROE(%)	-131.1	29.7	149.0
PBR(배)	54.5	108.0	15.8
EV/EBITDA(배)	na	33.8	13.9

eSSD 가 이끄는 NAND 업사이클, 최대 수혜는 파두

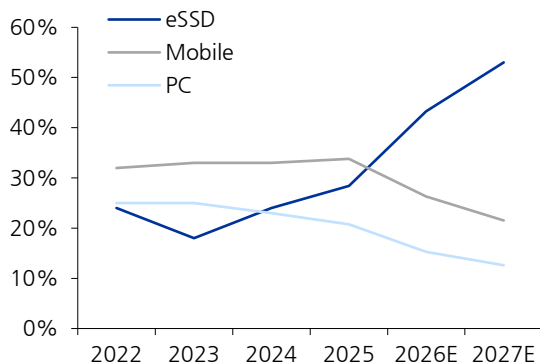
NAND 전체 수요는 2025 년 +15%YoY → 2026 년 +20%YoY → 2027 년 +25%YoY 로 가속화될 전망이다. 모바일과 PC 부문의 수요가 매우 부진함에도, eSSD 가 2026 년 +86%YoY, 2027 년 +45%YoY 성장하며 전체 시장 성장을 이끌 것으로 보인다. 전체 NAND 시장 내 eSSD 의 비중은 2026 년 44%, 2027 년 51%로 확대될 것으로 전망한다.

2025 년 9 월 시작되었던 슈퍼사이클의 초입에선 HDD 공급 부족에 따른 Cold Data 저장장치의 대안처로서 QLC eSSD 가 주목을 받았다. 하지만 NVIDIA ICMS(CMX, Context Memory Storage Platform 으로 명칭 변경)가 공개된 뒤 KV Cache offloading 을 위한 고성능 TLC eSSD 의 수요가 급증하기 시작했다. Rubin 가속기 생산량에 근거한 CMX 관련 eSSD 수요는 2026 년 299 억 GB, 2027 년 1,428 억 GB 를 기록할 것으로 전망한다. 2027 년 전체 NAND 수요의 9%를 차지할 정도의 양이다.

최근 Google 또한 TPU v8 을 공개하며 TPU Direct Storage 를 공개한 바 있다. NVIDIA CMX 와 유사하게 TPU 가 스토리지에 직접 접근 가능하게 함으로써 CPU 처리의 병목 현상을 우회하고 학습 지연을 방지하는 방법론이다. CMX 와 마찬가지로 고성능 eSSD 에 대한 수요 증가를 이끌 것으로 보인다.

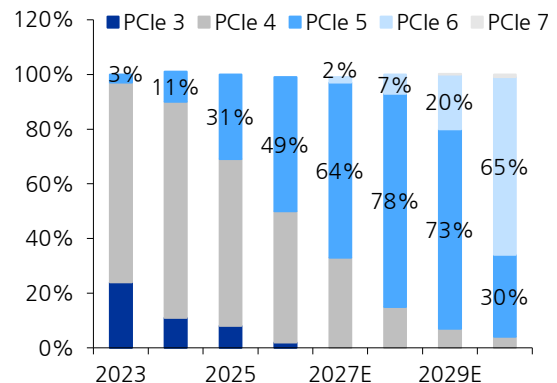
파두는 PCIe Gen 5.0 eSSD 부터 주요 하이퍼스케일러 및 NAND 업체와의 협업을 기반으로 고성능 TLC eSSD 시장 내 점유율을 점진적으로 확대하고 있다. PCIe Gen 6.0 eSSD 컨트롤러 역시 이미 고객사에 샘플을 제출한 만큼, 2027 년부터 ASP 상승 효과가 본격적으로 반영되며 폭발적인 실적 성장세를 이어갈 전망이다.

NAND 응용처별 수요 비중 추이



자료: 유진투자증권

PCIe 세대별 비중 (Unit 기준)



자료: Forward Insights 재인용, 유진투자증권

NAND 응용처별 수요 전망

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total (GB, M)	676,433	751,665	871,199	1,004,511	1,210,132	1,516,163
YoY	19%	11%	16%	15%	20%	25%
eSSD (GB, M)	160,458	137,805	208,387	285,643	531,745	769,800
YoY	44%	-14%	51%	37%	86%	45%
% of Total NAND	24%	18%	24%	28%	44%	51%
Unit(Unit, K)	47,900	35,781	42,630	46,750	67,460	78,119
YoY	16%	-25%	19%	13%	44%	16%
Contents(GB)	3,350	3,851	4,888	6,110	7,882	9,852
YoY	24%	15%	27%	25%	29%	25%
CMX (GB, M)					29,904	142,848
YoY						378%
% of Total NAND					2%	9%
Rubin GPU (Unit, K)					1,869	8,928
Contents(GB)					16,000	16,000
Mobile (GB, M)	214,628	250,493	285,557	339,517	317,448	359,987
YoY	9%	17%	14%	19%	-7%	13%
% of Total NAND	32%	33%	33%	34%	26%	24%
Unit(Unit, K)	1,218,170	1,151,090	1,191,040	1,227,030	1,042,976	1,095,124
YoY	-12%	-6%	3%	3%	-15%	5%
Contents(GB)	176	217	243	277	304	329
YoY	24%	23%	12%	14%	10%	8%
PC SSD (GB, M)	169,078	186,006	202,794	208,379	176,289	186,954
YoY		10%	9%	3%	-15%	6%
% of Total NAND	25%	25%	23%	21%	15%	12%
Unit(Unit, K)	303,799	303,479	303,073	303,760	285,534	288,390
YoY	-12%	0%	0%	0%	-6%	1%
Contents(GB)	557	613	669	686	617	648
YoY	18%	10%	9%	3%	-10%	5%
Others (GB, M)	132,269	177,361	174,461	170,972	184,650	199,421
YoY	38%	34%	-2%	-2%	8%	8%
% of Total NAND	20%	24%	20%	18%	15%	13%

자료: 유진투자증권

LTA에 기반한 Q Cycle 진입, 파두의 시간

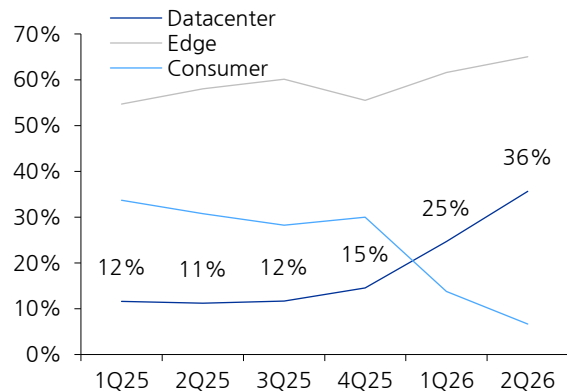
SanDisk는 최근 Investor Day를 통해 FY2030까지 NAND 슈퍼사이클이 지속될 것임을 예고했다. 시장이 우려해 온 2027~2028년 다운사이클 진입 가능성을 부정하며, FY2028~2030에 mid-to-high teens 수준의 매출 성장률과 약 80%의 GPm, 75%의 OPm을 유지할 것으로 전망했다.

특히 AI 데이터센터용 NAND TAM이 2030년 1.2ZB에 이를 것으로 추정했다. 이는 당사의 2026년 전체 NAND 수요 전망치와 유사한 규모다. 2027년 eSSD 수요가 약 770EB에 이를 것으로 예상되는 만큼, 2028~2030년 약 16%의 CAGR을 기록하면 해당 TAM에 도달할 수 있을 것으로 보인다. 향후 수요 전망치가 추가로 상향될 가능성도 충분하다고 판단한다.

특히 주목할 점은 SanDisk가 NBM(New Business Model)으로 명명한 장기 공급계약을 통해 사업 구조를 근본적으로 변화시키고 있다는 것이다. SanDisk는 FY2028까지 전사 공급 물량의 약 2/3를 NBM 계약으로 확보할 계획이라고 밝혔다. 이를 기반으로 FY2028~2030에는 ASP 하락 없이 공급 Bit 증가에 따른 안정적인 매출 성장을 이어갈 수 있을 것으로 전망한 것으로 보인다.

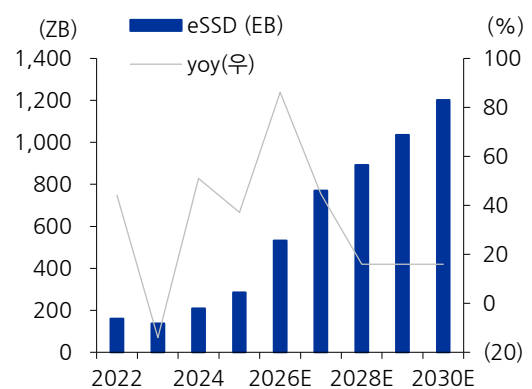
eSSD 장기 공급계약을 기반으로 한 NAND의 Q cycle 진입은 파두에도 직접적인 수혜로 이어질 전망이다. 파두의 컨트롤러 가격은 제품 세대별로 고정되기 때문에 NAND ASP 변동의 영향을 받지 않는다. 따라서 eSSD 물량 증가에 따른 컨트롤러 출하 확대와 세대 전환에 따른 ASP 상승이 향후 파두의 실적 성장을 이끌 핵심 요인이다. 주요 NAND 업체들이 eSSD 중심으로 출하 구조를 전환하고 장기 공급계약을 확대함에 따라 파두의 높은 실적 성장세 역시 장기간 지속될 것으로 판단한다.

Sandisk 매출 비중 추이



자료: Sandisk, 유진투자증권
주: CY 기준

Sandisk 전망에 따른 eSSD 시장 전망



자료: Sandisk, 유진투자증권 추정

실적 전망

파두의 영업이익은 2026년 900억원(흑자전환 yoy), 2027년 2,182억원(+142% yoy), 2028년 3,130억원(+43%yoy)으로 가파른 성장세를 이어갈 전망이다.

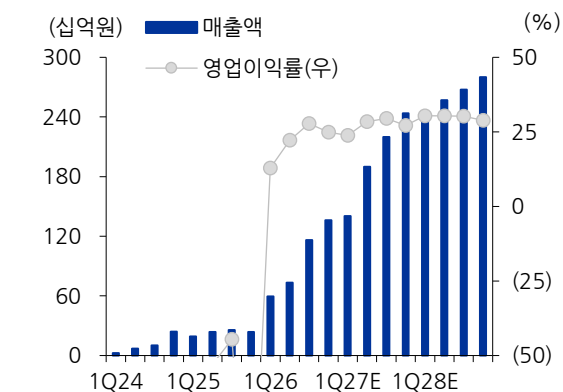
하반기에는 기존 고객사의 eSSD 시장 점유율 확대가 실적 성장을 견인할 것으로 보인다. 2027년에는 전방 고객사 확대와 PCIe Gen 6 시장 개화, CSP 직납 사업 진출이 맞물리며 고성장이 지속될 전망이다. PCIe Gen 6 관련 개발비가 '24~'25년에 대부분 반영됨에 따라 수익성도 빠르게 개선되고 있다. 향후 네오 클라우드와 AI Labs 등으로의 고객 기반 확대와 2028년 이후 HBF 시장 개화 가능성은 파두의 중장기 실적 전망치가 추가로 상향될 수 있는 잠재적 요인이다.

파두 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	59.5	73.2	116.2	136.1	140.4	189.8	219.7	243.6	92.4	385.0	793.6
QoQ(%)	149%	23%	59%	17%	3%	35%	16%	11%			
YoY(%)	210%	209%	353%	470%	136%	159%	89%	79%	112%	317%	106%
Controller	47.9	60.5	103.6	119.6	121.2	167.8	194.7	215.5	64.2	331.6	699.1
Module	9.9	7.8	9.5	13.0	15.2	17.5	20.0	22.7	18.5	40.2	75.4
기타	1.8	4.9	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	5.5	9.7	13.2	19.0
매출총이익	34.7	44.7	66.4	74.7	75.7	101.0	117.2	127.6	43.7	220.4	421.5
QoQ(%)	204%	29%	49%	13%	1%	33%	16%	9%			
YoY(%)	241%	338%	457%	555%	119%	126%	77%	71%	657%	405%	91%
매출총이익률	58%	61%	57%	55%	54%	53%	53%	52%	47%	57%	53%
영업이익	7.7	16.2	32.2	33.9	33.5	53.9	64.8	66.1	-65.5	90.0	218.2
QoQ(%)	흑자전환	111%	99%	5%	-1%	61%	20%	2%			
YoY(%)	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	335%	232%	101%	95%	적자지속	흑자전환	142%
영업이익률	13%	22%	28%	25%	24%	28%	29%	27%	-71%	23%	27%

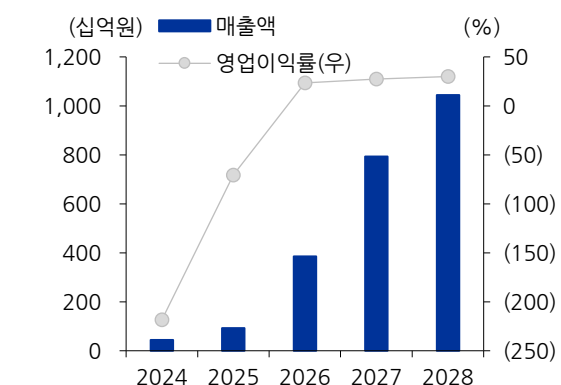
자료: 유진투자증권

파두 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

파두 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

밸류에이션

파두에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 100,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2027 년 예상 EPS 3,539 원에 글로벌 피어 그룹(Marvell, Microchip, Silicon Motion)의 12MF PER 평균인 27.4 배를 적용해 산출했다.

eSSD 컨트롤러 시장은 PCIe Gen 4.0에서 Gen 5.0으로 전환되면서 기술적 진입 장벽이 한층 높아졌다. 이에 따라 실질적인 경쟁 구도도 Marvell 등 상위 팹리스 업체 중심으로 좁혀진 것으로 판단한다. 동시에 NAND 업체들의 인하우스 컨트롤러 물량도 외주화가 확대된 것으로 추정된다. 고성능 eSSD 수요가 급증하면서 PCIe Gen 6.0 시장의 개화 시점 역시 앞당겨질 전망이다. 하이퍼스케일러향 하 이엔드 eSSD 시장에서 축적된 파두의 기술력과 양산 경험은 향후 견고한 경쟁 우위로 작용할 것으로 보인다.

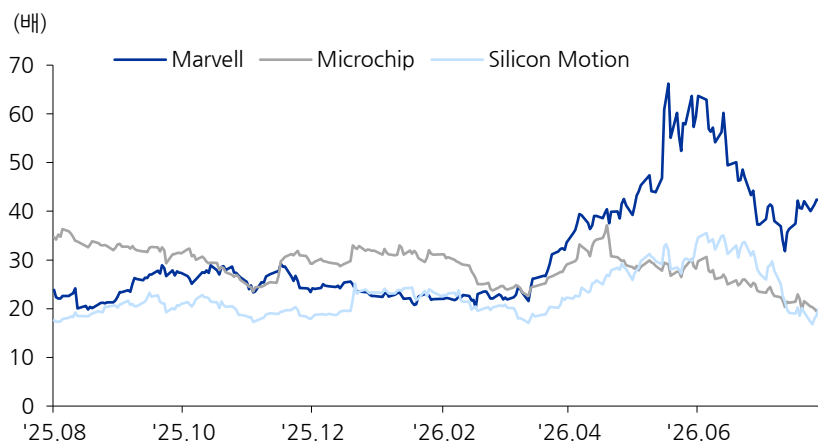
파두의 영업이익은 2027 년과 2028 년에 각각 +142%, +42% YoY 성장할 전망이다. 이와 같은 가파른 실적 성장세는 향후 파두의 밸류에이션 눈높이가 추가로 상향될 수 있는 근거다. eSSD 장기 슈퍼사이클에 대한 시장의 신뢰가 높아지는 가운데, 파두에 대해 매수 의견을 제시한다.

파두 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	3,539	2027 년 EPS
Target P/E(배)	27.4	Marvell, Microchip, Phison 12MF PER 평균
목표주가	100,000	
현재 주가	65,500	
상승 여력(%)	52.7	

자료: 유진투자증권

파두 피어 그룹 12 개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

파두(440110.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	134	122	169	331	597
유동자산	99	96	144	289	543
현금성자산	46	41	26	116	323
매출채권	15	8	45	75	77
재고자산	31	41	67	93	138
비유동자산	36	26	25	42	54
투자자산	6	6	9	9	9
유형자산	28	19	15	32	44
기타	2	1	1	1	1
부채총계	36	103	138	123	130
유동부채	31	90	126	111	118
매입채무	13	38	60	67	77
유동성이자부채	18	38	50	26	23
기타	0	14	16	18	19
비유동부채	5	13	11	12	12
비유동이자부채	4	1	0	0	0
기타	1	12	11	12	12
자본총계	98	20	31	208	466
지배지분	96	19	30	208	466
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	234	235	239	239	239
이익잉여금	(142)	(217)	(210)	(33)	226
기타	(1)	(3)	(4)	(4)	(4)
비지배지분	2	0	1	1	1
자본총계	98	20	31	208	466
총차입금	23	39	50	26	23
순차입금	(23)	(2)	24	(89)	(300)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	(109)	(4)	(10)	118	239
당기순이익	(92)	(76)	7	178	259
자산상각비	11	11	8	12	20
기타비현금성손익	14	5	8	(24)	(4)
운전자본증감	(42)	57	(36)	(48)	(36)
매출채권감소(증가)	(10)	9	(34)	(30)	(2)
재고자산감소(증가)	(27)	(1)	(26)	(26)	(45)
매입채무증가(감소)	(5)	26	23	7	10
기타	0	24	0	2	1
투자현금	66	10	(9)	(30)	(32)
단기투자자산감소	73	13	(1)	(1)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	6	4	8	28	31
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(22)	4	2	0	0
차입금증가	(23)	5	(1)	0	0
자본증가	2	(2)	3	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	(63)	8	(15)	88	207
기초현금	95	32	41	25	114
기말현금	32	41	25	114	320
Gross Cash flow	(66)	(61)	26	166	275
Gross Investment	48	(54)	44	76	68
Free Cash Flow	(115)	(7)	(18)	89	207

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	44	92	385	794	1,044
증가율(%)	93.6	112.4	316.5	106.1	31.6
매출원가	38	49	165	372	497
매출총이익	6	44	220	421	548
판매 및 일반관리비	101	109	130	203	235
기타영업손익	45	8	19	56	15
영업이익	(95)	(65)	90	218	313
증가율(%)	적지	적지	흑전	142.4	43.4
EBITDA	(84)	(55)	98	230	333
증가율(%)	적지	적지	흑전	135.2	44.4
영업외손익	4	(10)	(82)	(3)	1
이자수익	2	1	3	8	11
이자비용	3	2	3	2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	4	(9)	(83)	(8)	(9)
세전순이익	(91)	(76)	8	215	314
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,574.6	45.7
법인세비용	0	1	1	38	55
당기순이익	(92)	(76)	7	178	259
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,376.5	45.7
지배주주지분	(91)	(76)	7	177	258
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,302.5	45.7
비지배지분	(1)	(1)	(0)	0	1
EPS(원)	(1,835)	(1,528)	147	3,539	5,156
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,302.5	45.7
수정EPS(원)	(1,835)	(1,528)	147	3,539	5,156
증가율(%)	적지	적지	흑전	2,302.5	45.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(1,835)	(1,528)	147	3,539	5,156
BPS	1,946	390	606	4,146	9,302
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	n/a	444.6	18.5	12.7
PBR	7.7	54.5	108.0	15.8	7.0
EV/ EBITDA	n/a	n/a	33.8	13.9	9.0
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	124.7	19.8	11.9
수익성(%)					
영업이익률	(218.5)	(70.8)	23.4	27.5	30.0
EBITDA이익률	(192.1)	(59.2)	25.4	29.0	31.8
순이익률	(210.4)	(82.5)	1.9	22.4	24.8
ROE	(64.5)	(131.1)	29.7	149.0	76.7
ROIC	(89.8)	(105.9)	228.1	211.5	183.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.6)	(9.9)	76.8	(42.9)	(64.3)
유동비율	315.5	106.7	114.0	260.9	459.5
이자보상배율	(36.0)	(32.0)	32.7	100.6	227.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.7	2.6	3.2	2.3
매출채권회전율	4.5	7.9	14.6	13.3	13.8
재고자산회전율	1.8	2.5	7.1	9.9	9.0
매입채무회전율	3.4	3.7	7.9	12.6	14.6

Compliance Notice

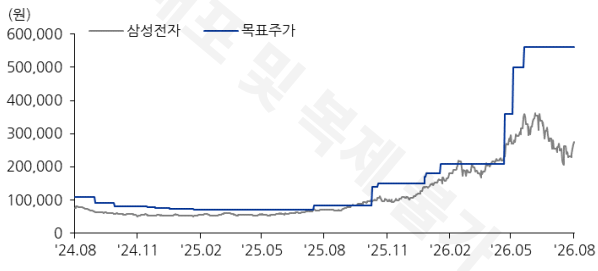
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자 의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.06.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역				삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이			
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 손인준	
				평균주가대비	최고(최저)주가 대비		
2024-09-12	Buy	91,000	1년	-31.4	-28.9		
2024-10-10	Buy	82,000	1년	-30.2	-25.6		
2024-11-01	Buy	82,000	1년	-32.1	-28.4		
2024-11-27	Buy	80,000	1년	-32.5	-30.6		
2024-12-09	Buy	77,000	1년	-29.5	-27.1		
2024-12-30	Buy	75,000	1년	-27.5	-23.6		
2025-01-08	Buy	75,000	1년	-28.0	-25.2		
2025-02-03	Buy	72,000	1년	-19.5	-2.2		
2025-05-02	Buy	72,000	1년	-16.9	-2.2		
2025-07-09	Buy	72,000	1년	-9.1	-2.2		
2025-07-29	Buy	84,000	1년	-7.7	16.8		
2025-08-01	Buy	84,000	1년	-7.2	16.8		
2025-10-22	Buy	140,000	1년	-28.4	-25.6		
2025-10-31	Buy	150,000	1년	-28.7	-7.4		
2026-01-07	Buy	170,000	1년	-18.4	-18.4		
2026-01-09	Buy	180,000	1년	-17.0	-9.8		
2026-01-30	Buy	210,000	1년	-7.9	7.6		
담당자 변경							
2026-05-04	Buy	360,000	1년	-22.9	-17.8		
2026-05-18	Buy	500,000	1년	-37.1	-27.9		
2026-06-17	Strong Buy	530,000	1년	-37.3	-31.6		
2026-07-06	Strong Buy	560,000	1년	-54.9	-47.1		
2026-07-08	Strong Buy	560,000	1년	-55.3	-49.1		
2026-07-28	Strong Buy	560,000	1년	-57.0	-51.0		
2026-07-31	Strong Buy	560,000	1년	-56.2	-51.0		
2026-08-18	Strong Buy	560,000	1년				

