

2026.06.17

Industry Report

# Higher, Better, More!



이수림 반도체

02-709-2661

surim.lee@ds-sec.co.kr

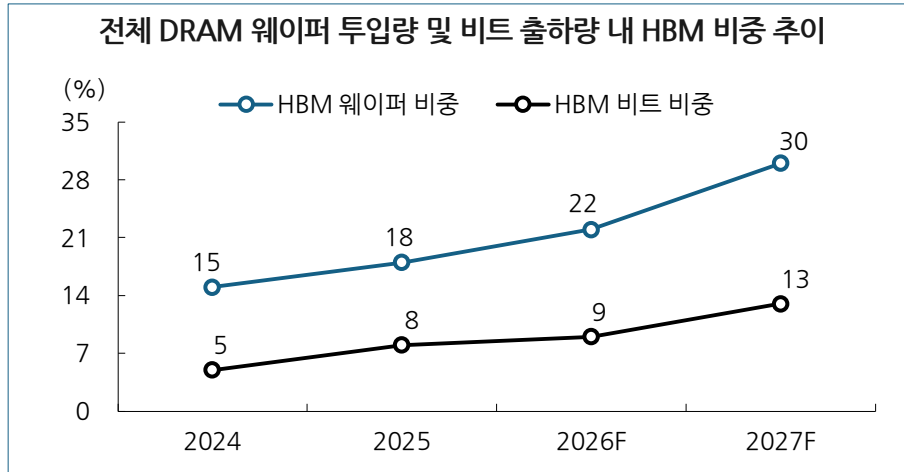
DS INVESTMENT  
& SECURITIES



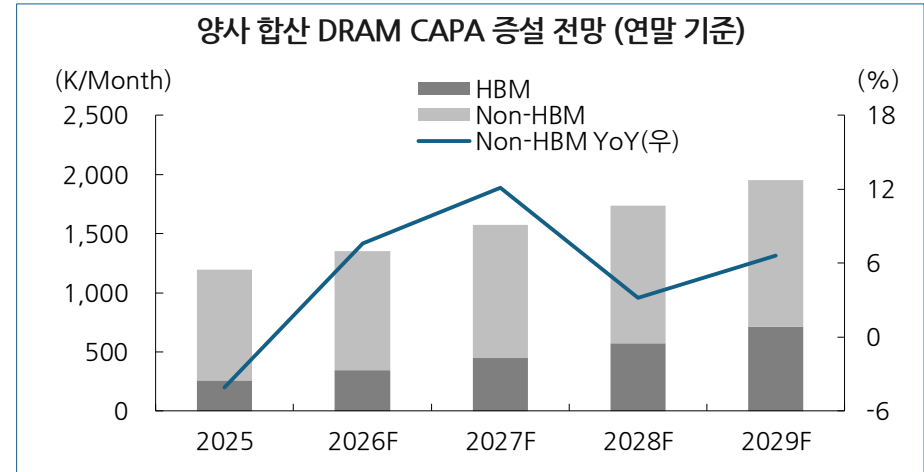
- 05\_ 메모리 사이클은 HBM 중심으로 재가속
- 12\_ 토큰 경제의 변화: AI 수요는 이제 시작
- 18\_ 수요 증가가 AI 인프라 투자를 강제한다
- 24\_ 이는 효율성 중심의 AI 인프라 진화를 요구
- 31\_ 컴퓨팅의 중심이 랙으로 이동하면서 메모리의 전략적 가치 상승
- 37\_ 기업분석
  - 삼성전자[005930] \_분기 100조원 이익 체력
  - SK하이닉스[000660] \_가자 미국으로

## ▪ Higher, Better, More!

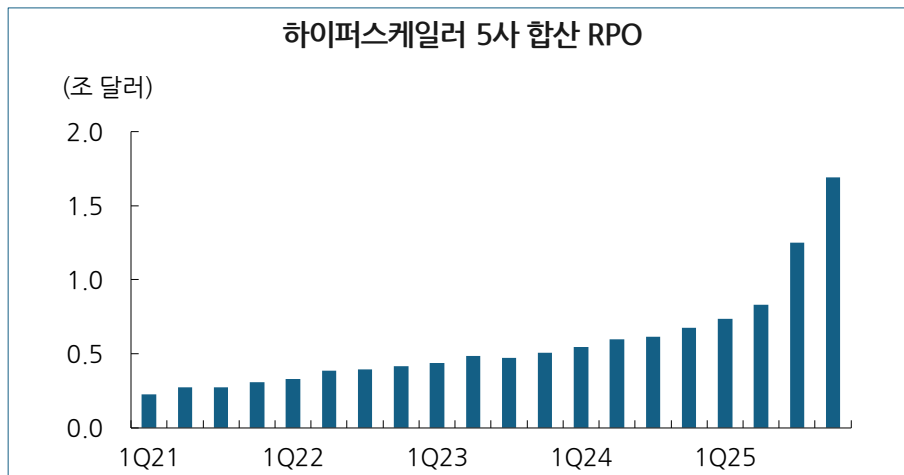
- ✓ 시장은 상반기 동안 범용 DRAM의 가격 상승에 주목했습니다. 그러나 이는 AI 메모리 부족 현상의 결과일 뿐 본질은 아니라는 판단입니다. 하반기 메모리 강세는 HBM 가격 상승이 주도할 것으로 전망합니다.
- ✓ 가장 중요한 이유는 현재 메모리 업체들의 생산 의사결정이 범용 DRAM이 아닌 HBM 수익성을 중심으로 이루어지고 있기 때문입니다. HBM이 충분한 수익성을 유지해야만 캐파를 지속적으로 배정받을 수 있는 구조로 진화하고 있습니다. 향후 메모리 업황의 방향은 단순한 수요보다 HBM 가격 협상 결과에 의해 결정될 가능성이 높다는 것입니다.
- ✓ 메모리 업체들의 하반기 HBM 가격 협상력은 강화될 가능성이 높다고 판단합니다. 2026년 ASIC당 HBM 용량은 기존 96GB~192GB 수준에서 216GB~288GB 수준까지 증가하고 2027년에는 Rubin Ultra가 GPU당 HBM 용량을 384GB 이상으로 확대할 예정이기 때문입니다. 최근 젠스황의 방한도 HBM 다년 공급계약의 풋 프린트로 보여집니다.
- ✓ HBM Wafer Input 비중은 2026년 22%, 2027년 30%까지 상승하면서 최근 공격적인 CAPA 증설에도 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 Non-HBM CAPA 증가율은 2026년 +8%, 2027년 +12%, 2028년 +3%에 불과할 것으로 추정합니다. 결국 HBM 가격이 강하게 유지될수록 메모리 업체들은 더 많은 캐파를 HBM으로 배정하게 되고 이는 다시 범용 DRAM 공급을 제한하며 전체 메모리 가격 협상력을 높이는 선순환을 만들게 됩니다.
- ✓ 한편 수요 측면에서도 토큰 비용 하락과 토큰 사용량 증가로 AI 인프라 확장이 지속될 전망입니다. 추론 수요의 구조적 증가는 AI 인프라의 OPEX 증가를 야기하며 이에 따라 AI 인프라는 점점 더 효율성 중심으로 진화합니다. 이 과정에서 컴퓨팅의 중심이 칩에서 랙으로 이동하게 되고 메모리의 전략적 가치가 더욱 상승할 전망입니다.
- ✓ 랙 성능 향상이 단순히 GPU 개수 증가가 아니라 메모리 용량과 대역폭 확대에 의해 결정되기 때문입니다. Blackwell과 Vera Rubin을 랙 단위(NVL72)로 비교해보면 연산 성능(FP4 +157%) 향상의 상당 부분이 메모리 용량 증가(Blackwell 38TB → Vera Rubin 75TB, +140%)에서 발생합니다. Rubin Ultra NVL576 시스템에서는 총 메모리 용량이 432TB로 메모리 사이클이 예상보다 장기화될 전망입니다.
- ✓ 삼성전자, SK하이닉스에 대한 매수의견과 장비/부품 업종에 대한 긍정적인 뷰를 유지합니다. 변동성 측면에서 7월 중순까지는 대형주 비중을 더 높게 가져갈 것을 추천 드리지만 소부장 역시 2분기 실적 시즌 전후로 주가 랠리가 기대됩니다. 전방 CAPA 증설 계획 고려 시 장비/부품 업체 실적 개선도 2028년까지 지속된다는 판단입니다. 2H26부터는 HBM 후공정 투자 시작되며 2027년 P5, 용인 클러스터향 신규 장비 발주 모멘텀 본격화 전망됩니다.



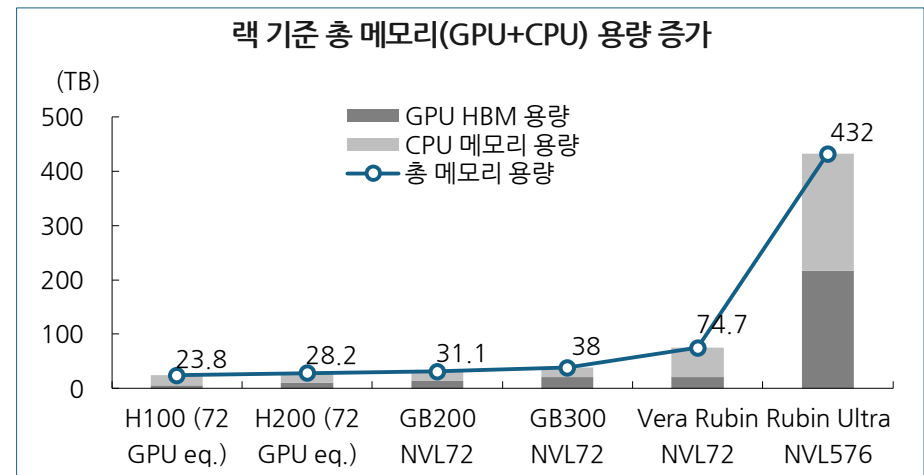
자료: Trendforce, DS투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터  
주: MSFT, GOOGL, AWS, ORCL, CRWV 5개사 합산



자료: NVIDIA, DS투자증권 리서치센터

Part 1

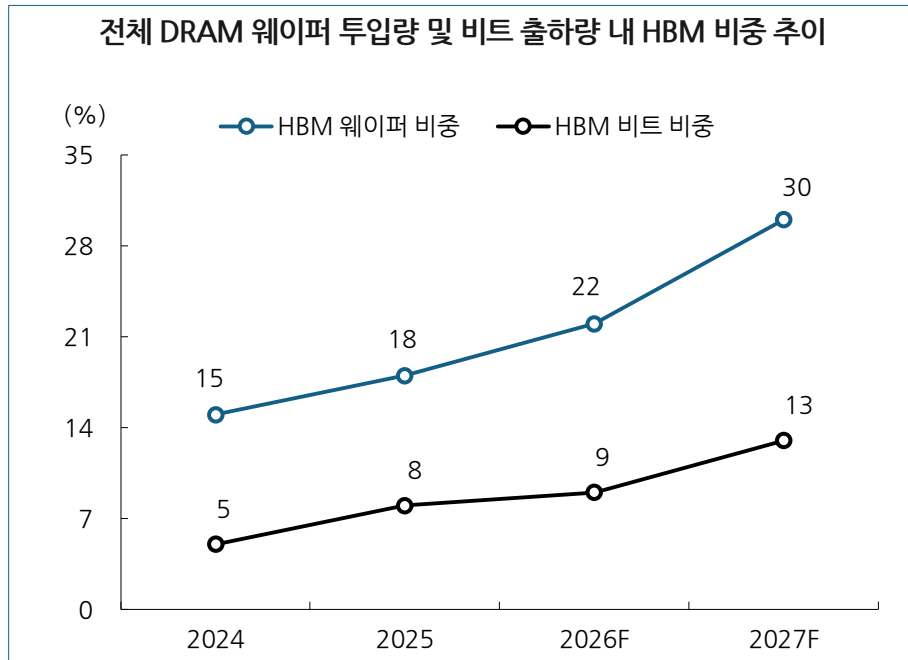
Higher, Better, More!

# 메모리 사이클은 HBM 중심으로 재가속



# 하반기 다시 HBM에 주목

- 1Q26 HBM의 웨이퍼 당 매출이 DDR5 64GB RDIMM에 역전되었지만 2Q26부터 2027년 HBM4 공급 계약이 시작되며 가격 상승 전망
- 공급업체들은 HBM 가격 협상 결과에 따라 HBM과 범용 DRAM 간 생산 비중을 조정해 HBM의 수익성을 보전하는 방향으로 갈 것
- 2026년에는 AI ASIC의 메모리 용량 확대가 수요 성장의 핵심 동력 (칩당 HBM 용량 기존 96GB/192GB → 216GB/288GB 수준으로 증가)
- NVIDIA Rubin 플랫폼의 GPU당 HBM 용량은 전 세대와 유사한 수준을 유지하나 출하량 증가가 전체 HBM 수요를 지속적으로 끌어올릴 것
- 2027년에는 NVIDIA Rubin Ultra 플랫폼이 GPU당 HBM 용량을 384GB까지 확대



자료: Trendforce, DS투자증권 리서치센터

ASIC 제품별 HBM 용량 로드맵

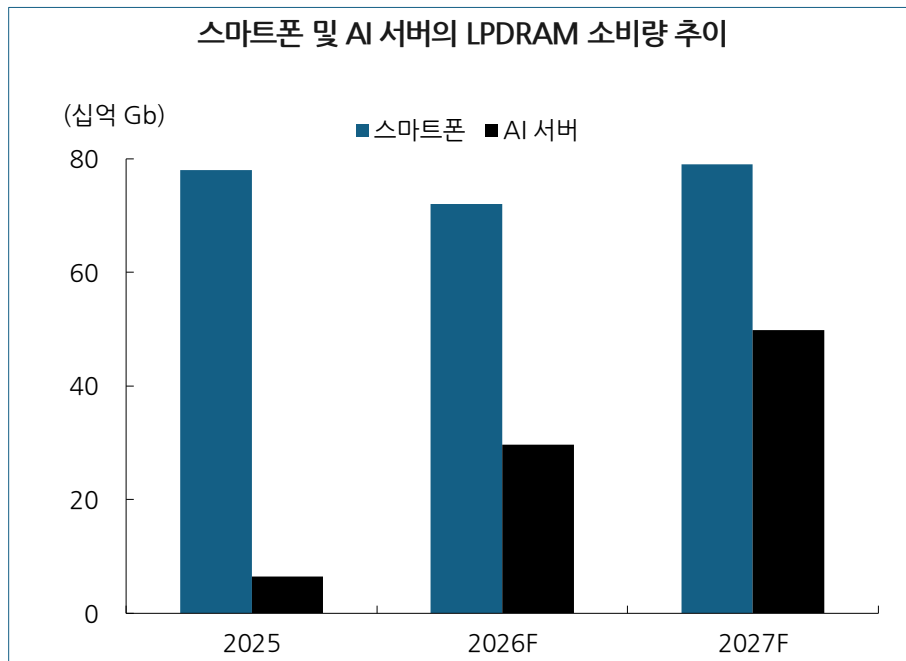
제품	이전 세대 (2024~2025)	최신 공개 세대 (2025~2026)	차세대 로드맵 (2026~2027E)
Google TPU	96GB (TPU v5p)	192GB (TPU v6 / Ironwood)	216~288GB 전망
AWS Trainium	96GB (Trainium2)	144GB (Trainium3)	216~288GB 전망
Microsoft Maia	64GB (Maia 100)	216GB (Maia 200)	288GB+ 전망
Meta MTIA	미공개	미공개	216~288GB 전망
OpenAI ASIC	-	개발 중	216~288GB 전망

자료: 각 사, 언론종합, DS투자증권 리서치센터

# AI 서버가 LPDRAM 최대 수요처로 부상하면서 공급 부족 지속

[반도체] Higher, Better, More!

- NVIDIA Vera Rubin Superchip 모듈의 SOCAMM 메모리 용량 감축 역시 2027년 NVIDIA에 배정 가능한 LPDRAM 물량이 부족하기 때문
- LPDDR5X 공급 문제를 단기간에 해소하기 어렵다는 판단 하에 NVIDIA는 모듈당 메모리 용량을 줄이고 전체 모듈 출하량을 늘리는 전략을 채택
- 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론의 초기 공급 계획을 기준으로 할 경우 NVIDIA는 자체 예상 수요의 약 60% 수준만 확보 가능
- NVIDIA는 전체 랙 단위 Vera Rubin 솔루션뿐 아니라 독립형 Vera CPU 솔루션도 공격적으로 확대할 전망
- 이는 LPDRAM 수요 증가의 핵심 요인으로 작용하며 최근 스마트폰 출하량 전망치 하락에도 모바일 DRAM 가격이 지속 상승하는 이유



자료: Trendforce, DS투자증권 리서치센터

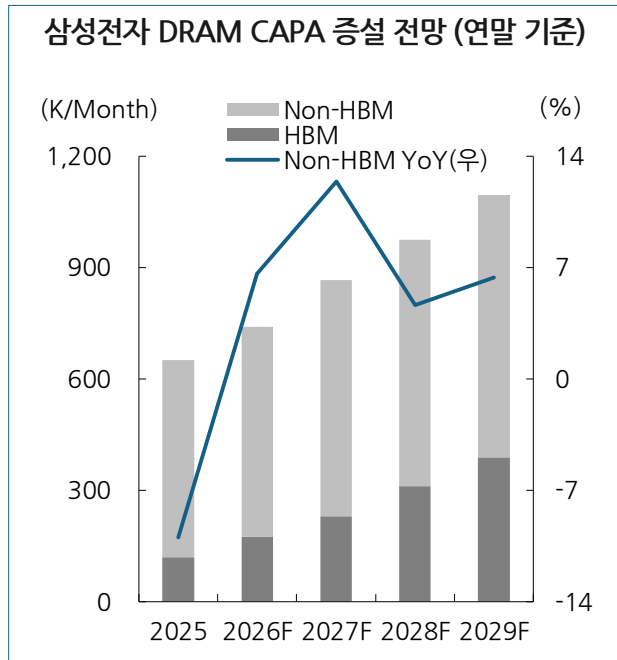
스마트폰용 모바일 DRAM 계약가격 전망

	1Q26	2Q26E
LPDDR4X	+ 58~63%	+ 70~75% 이상
LPDDR5X	+ 58~63%	+ 78~83% 이상

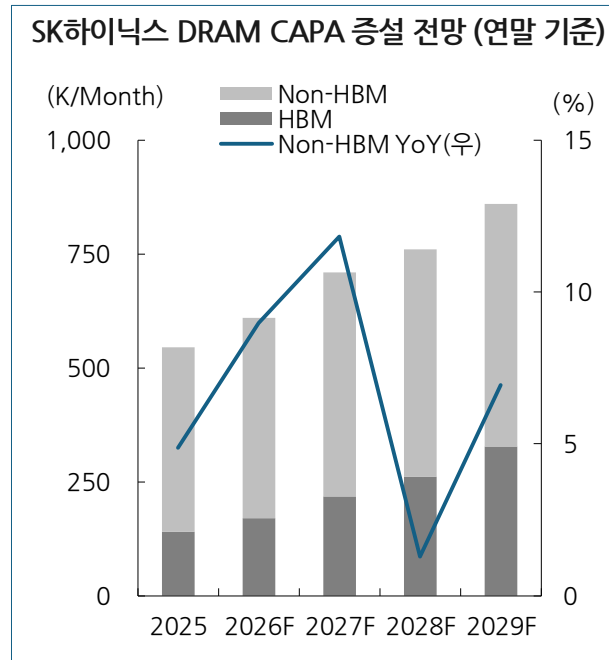
자료: Trendforce, DS투자증권 리서치센터

# 메모리 CAPA 증설은 근거 있는 자신감

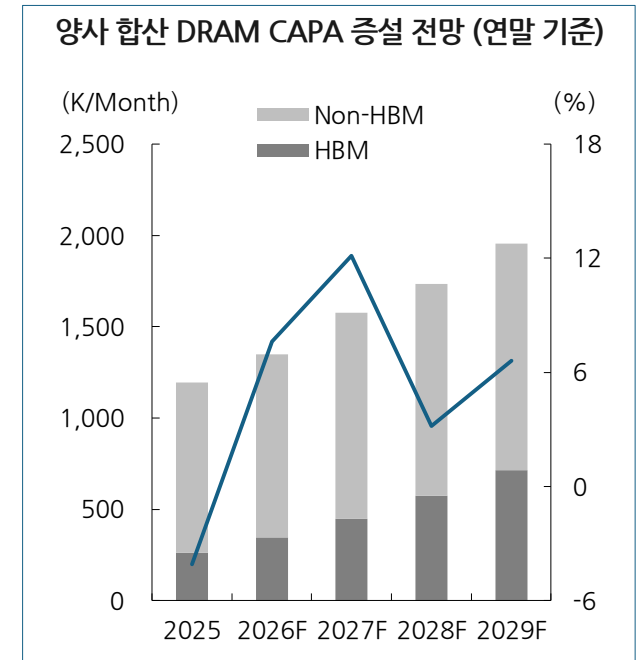
- 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 Wafer Input CAPA는 2026년 전년대비 13% → 2027년 17% → 2028년 10% 증가할 전망
- 이 중 HBM Wafer Input 비중은 2026년 22% → 2027년 30%까지 상승하나 HBM bit 공급 비중은 9% → 13%에 불과
- 그 결과 양사 합산 Non-HBM의 CAPA 증가율은 2026년 8% → 2027년 12% → 2028년 3% 수준에 그칠 전망
- 2028년까지 예정된 신규 메가팩 증설에도 불구하고 HBM4 이상 세대에서의 CAPA 잠식 효과 심화 고려 시 공급 부족 완화 가능성 낮음
- SK하이닉스의 경우, 오히려 추가적인 DRAM 신규 팹 증설 가능성을 염두해야 한다는 판단



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

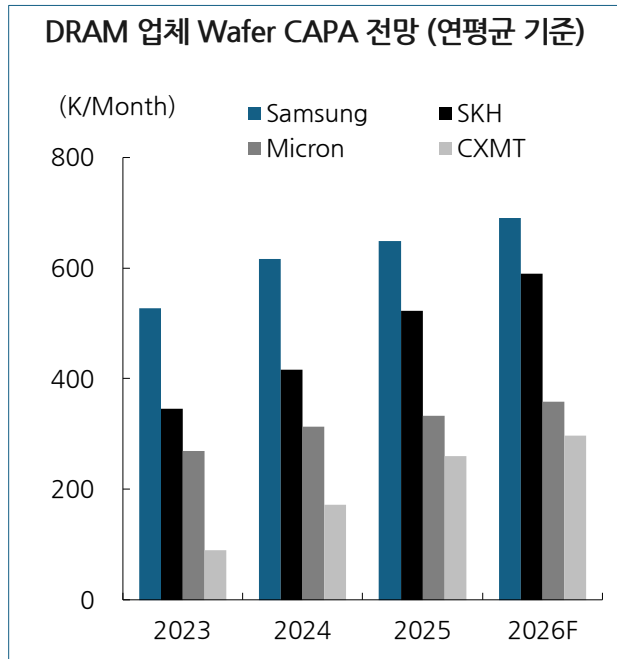


자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

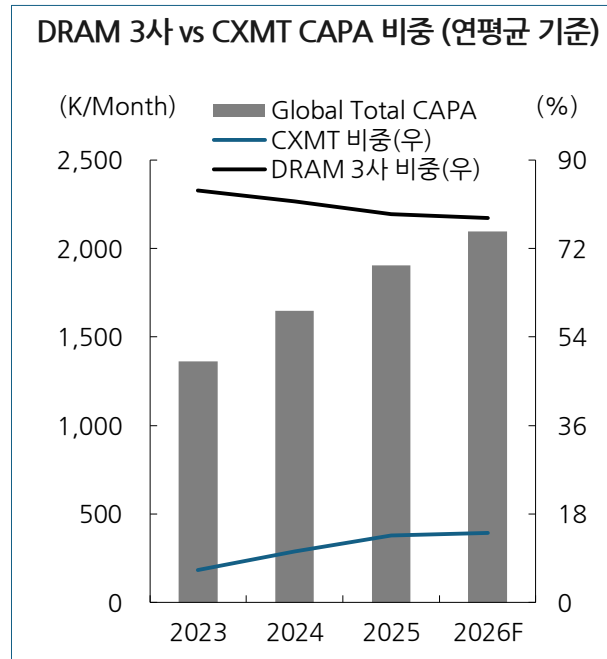
# 일반 DRAM은 1H28부터 중국 물량 리스크를 점검

[반도체] Higher, Better, More!

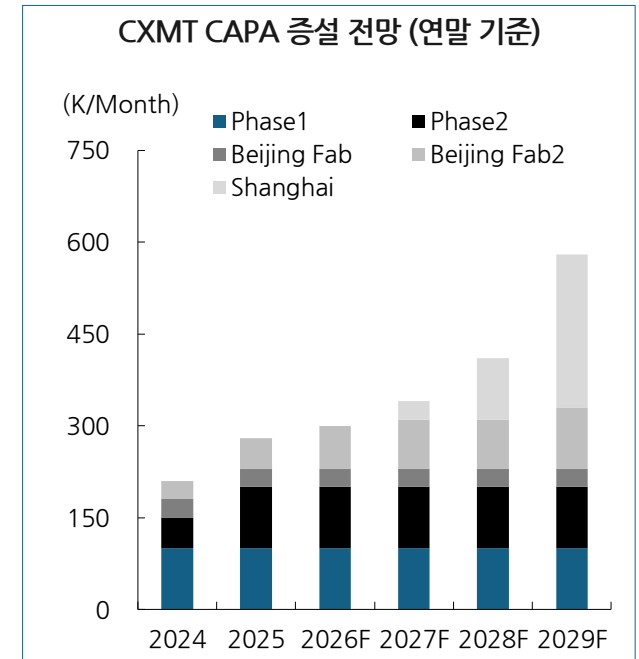
- CXMT 신규 상하이 팹 2027년 초기 CAPA는 월 30K, 2030년 Full CAPA는 400K 이상 전망 (기존 허페이 팹 대비 2~3배 규모 부지)
- 전체 DRAM CAPA 2028년 410K, 2029년 580K 수준으로 추정되며 이 경우 Micron의 CAPA 규모를 초과하게 됨
- 2027년 말부터 물량이 본격적으로 나오면 PC, 소비자 DDR5, 일부 중국 내수 서버, 저사양 AI 서버 쪽에서는 수급 완화 압력이 생길 수 있음
- 최근 16nm급 G4/D1z 16Gb DDR5 die가 확인됐고 24Gb DDR5도 제품군에 포함
- Corsair 중국 전용 Vengeance DDR5-6000 CL36 키트에는 CXMT DDR5가 사용된 것으로 보도
- 서버보다 검증 기준은 낮지만 중국 내 소비자 DDR5 시장에서 CXMT가 실제 브랜드 제품으로 풀리기 시작했다는 뜻



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터



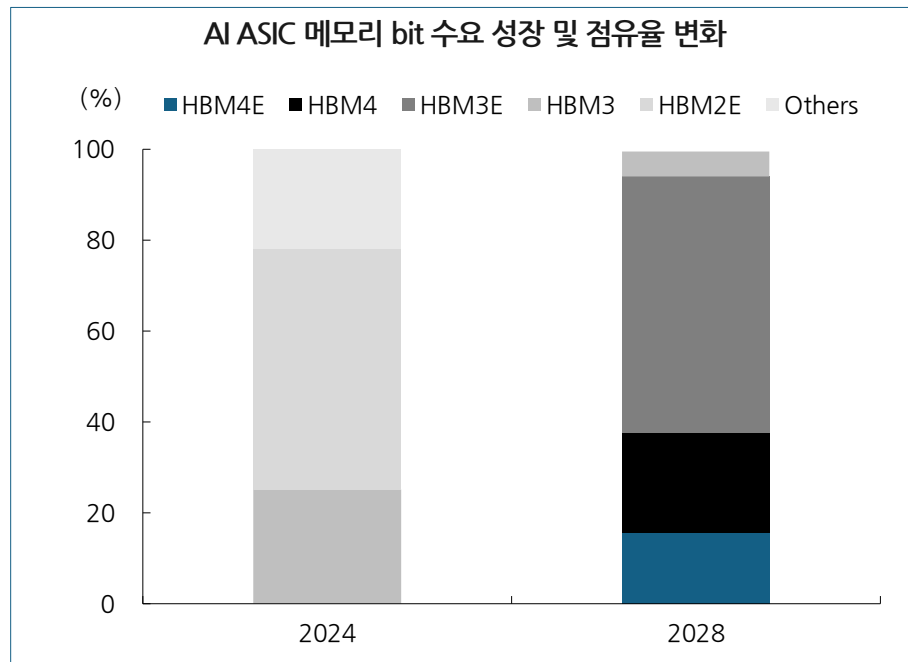
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터



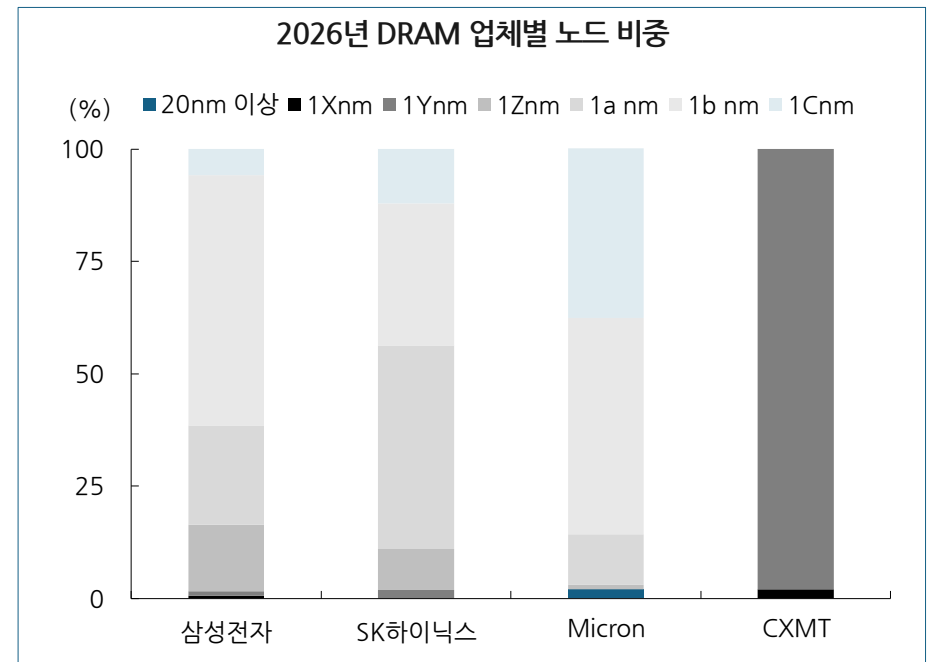
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

# 다만 메모리 강세의 본질은 고성능 DRAM 부족

- 결국 돌고 돌아 고성능 메모리에 주목해야 하는 이유, CXMT는 아직 이 고성능 DRAM의 병목을 풀 수 없음
- 2026년 HBM3 양산, 2027년 12단 양산 시작을 목표로 하고 있지만 TSV 공정 안정화가 쉽지 않은 상황
- 또한 메가팜 설립 기반 공격적 CAPA 확장과 EUV 없이 어느 노드까지 갈 수 있느냐는 별개의 문제
- HBM3E/HBM4, 고성능 DDR5 RDIMM 병목은 고객 인증·전성비·패키징 격차로 인해 단기간 해소되기 어려울 것
- 현재 DDR5의 가격 경쟁력 역시 크지 않아서 당장 시장 가격 하락을 유도하기보다는 부족한 소비자/중저가 서버용 물량을 채워주는 역할 할 것



자료: Counterpoint, DS투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

# 장비/부품 실적 개선 지속

[반도체] Higher, Better, More!

- 삼성전자, SK하이닉스 및 CXMT의 CAPA 증설 계획 고려 시 장비 및 부품 업체 실적 개선은 2028년까지 지속될 트렌드라는 판단
- 2026년 상반기는 DRAM/NAND 전환 투자가 가장 많은 비중을 차지하면서 전공정 범용 장비 업체 및 부품 업체 실적 개선이 먼저 나타남
- 2026년 하반기부터는 HBM 후공정 투자 시작되며 2027년에는 P5, 용인 클러스터향 신규 장비 발주 모멘텀 본격화 전망

주요 DRAM 업체 CAPA 증설 전망 (연말 기준)

(K/Month)	2025	2026F	2027F	2028F	2029F
Samsung	650	740	865	975	1,095
SK Hynix	545	610	710	760	860
CXMT	290	340	410	580	730
<b>Total</b>	<b>1,485</b>	<b>1,690</b>	<b>1,985</b>	<b>2,315</b>	<b>2,685</b>
YoY %	3	14	17	17	16

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

2026년 이후 반영되는 삼성전자/SK하이닉스 신규 팹 타임라인

Fab	착공	장비 반입 시작	초기 양산	공급 기여	디자인 Full Capa
SKH M15X	4Q22	4Q25~	2Q26	2H26~	100K
SEC P4 Ph3	4Q24	2Q25~	4Q25	1H26~	120K 추정
SEC P4 Ph4	3Q25	1Q26~	3Q26	1H27~	60~80K 추정
SKH Y1 Ph1	1Q25	4Q26~	1Q27	2H27~	(추정 100K+)
SEC P4 Ph2	2Q26	1Q27~	2H27	1H28~	(추정 90K+)
SKH Y1 Ph2	2026	2Q27~	4Q27	2H28~	(추정 100K+)
SEC P5	1Q26	3Q27~	1Q28	2H28~	(추정 150K+)

자료: DS투자증권 리서치센터

Part 2

Higher, Better, More!

토큰 경제의 변화:  
AI 수요는 이제 시작

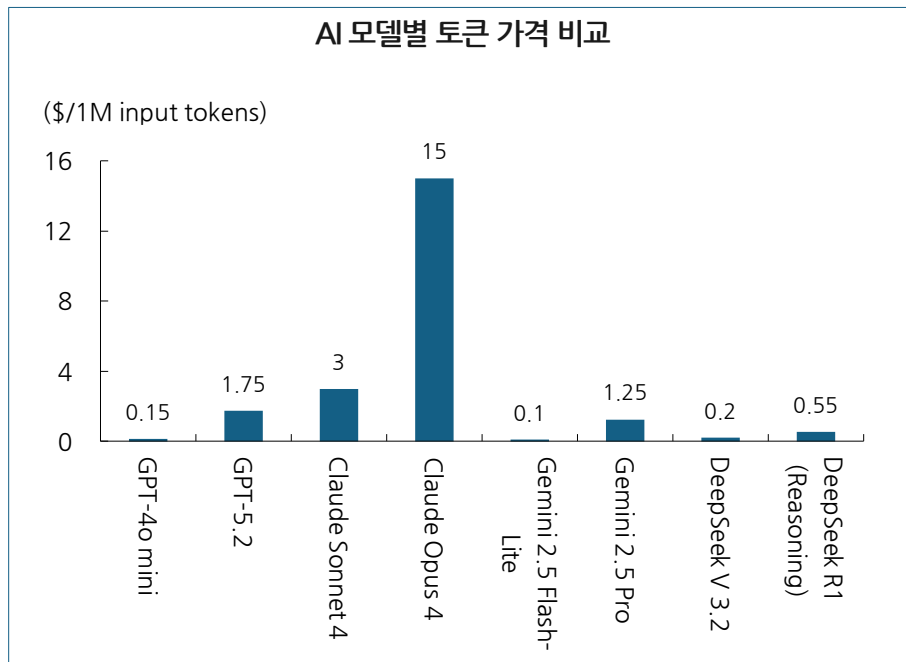


이수림 반도체  
02-709-2661  
surim.lee@ds-sec.co.kr

# AI 투자를 확대의 전제는 토큰 가격 하락

[반도체] Higher, Better, More!

- 현재 AI 시장은 모델 성능 경쟁을 넘어 '토큰당 비용'을 얼마나 낮출 수 있는지의 경쟁으로 전환
- Deepseek나 Gemini Flash는 1M 토큰당 \$0.1~0.3 수준인 반면 Claude Opus는 \$10 이상으로 경쟁이 극단적으로 벌어지고 있는 상황
- 토큰 비용은 기본적으로 GPU 50~60%, 메모리 15~20%, 전력 10~15%, 인프라 10~15%로 구성되며 구조 자체는 플레이어 간 동일
- 실제 시장 가격이 100배 가까이 차이나는 것은 결국 유희율, 아키텍처(MoE vs dense), 그리고 운영 전략에서 발생
- 토큰 비용을 낮추는 핵심은 같은 비용 구조에서 더 많은 토큰을 처리하게 만드는 것이며 같은 GPU로 몇 배의 토큰을 뽑아내느냐에서 결정됨



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

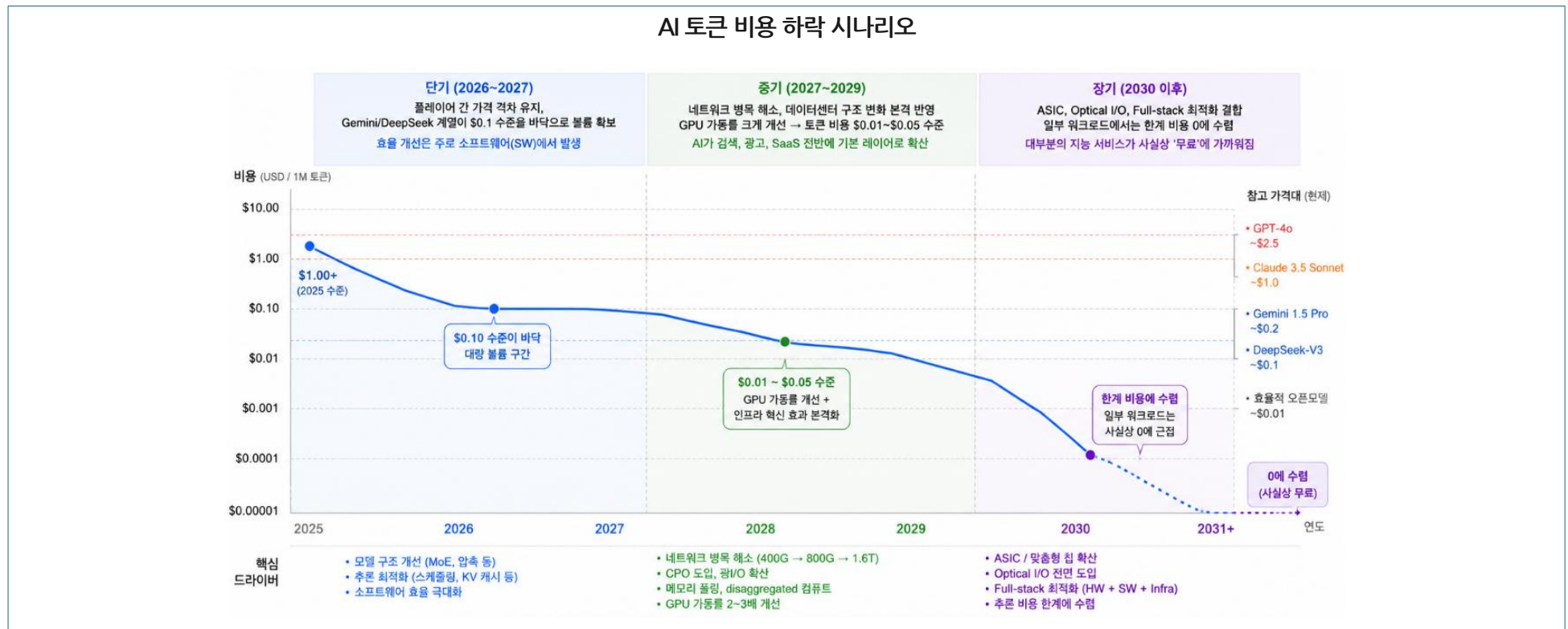
**토큰 원가 구성 요소별 비중**

원가 구성 요소	비중	설명
A. GPU / TPU (Compute)	55%	토큰당 비용은 결국 (GPU 시간 × 사용시간) / 처리 토큰 수 - 토큰 처리 = FLOPs (연산량) - 모델 크기, 레이어 수, attention 구조가 직접 영향 - 실제로는 GPU 시간(\$/hour)로 환산됨 ex) H100 기준 약 \$2.8~3.5/hour
B. HBM / Memory	20%	input 토큰이 길수록 비용이 급증하는 이유 - KV cache (attention 저장) - HBM bandwidth 사용량 증가 - context length ↑ → 메모리 비용 ↑
C. Power (Electricity + Cooling)	15%	H100 GPU 1개 ≈ 700W 실제 시스템 (서버+쿨링 포함) ≈ 최대 1.5kW 데이터센터 기준 1,000 GPU 클러스터 → 1MW 이상 소비
D. Data Center Infrastructure	10%	서버 (CPU, DRAM, SSD) 네트워크 (InfiniBand, Ethernet) 랙, 전력 분배, 냉각 시스템 AI 데이터센터 구축비: GW당 ~\$30B

자료: DS투자증권 리서치센터

# 효율 개선 기술 기반 토큰 가격 하락 전망

- AI가 검색, SaaS, 에이전트, 개인화 서비스까지 대중화가 일어나려면 \$0.01~\$0.1/1M tokens 수준까지 가격 하락이 필요
- 1) GPU 가동률을 80~90% 이상으로 올리는 것
- 2) MoE, distillation, speculative decoding 등 구조적 최적화로 토큰당 FLOPs를 줄이는 것
- 3) CPO 등 기술을 통해 네트워크·메모리 병목을 줄여 GPU 유휴율을 제거하는 것
- 이 세 가지가 모두 필수적이며 효율 개선 기술 기반 토큰 가격 하락이 나타날 전망



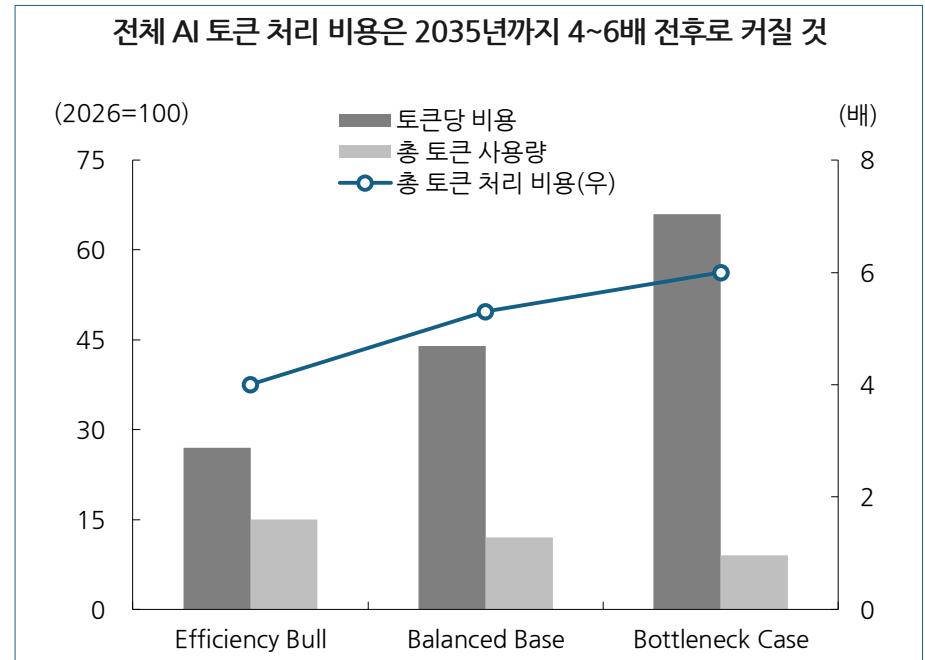
자료: DS투자증권 리서치센터

# 총 토큰 사용량은 9~15배 증가할 것

- 토큰 가격 하락으로 인한 토큰 사용량은 오히려 증가할 것
- AI 침투율이 현재 약 16% 수준에서 2035년 90%까지 확대된다고 가정
- 2035년까지 토큰당 비용이 현재 대비 34~73% 하락하는 시나리오를 가정했음에도 AI 토큰 처리 비용은 4~6배 전후로 커질 것으로 전망
- 총 토큰 사용량이 9~15배 증가할 것으로 예상하기 때문

시나리오	토큰당 비용	총 토큰 사용량 (배)	총 비용 (배)
Efficiency Bull	27	15	4.1
Balanced Base	44	12	5.3
Bottleneck Case	66	9	5.9

자료: DS투자증권 리서치센터

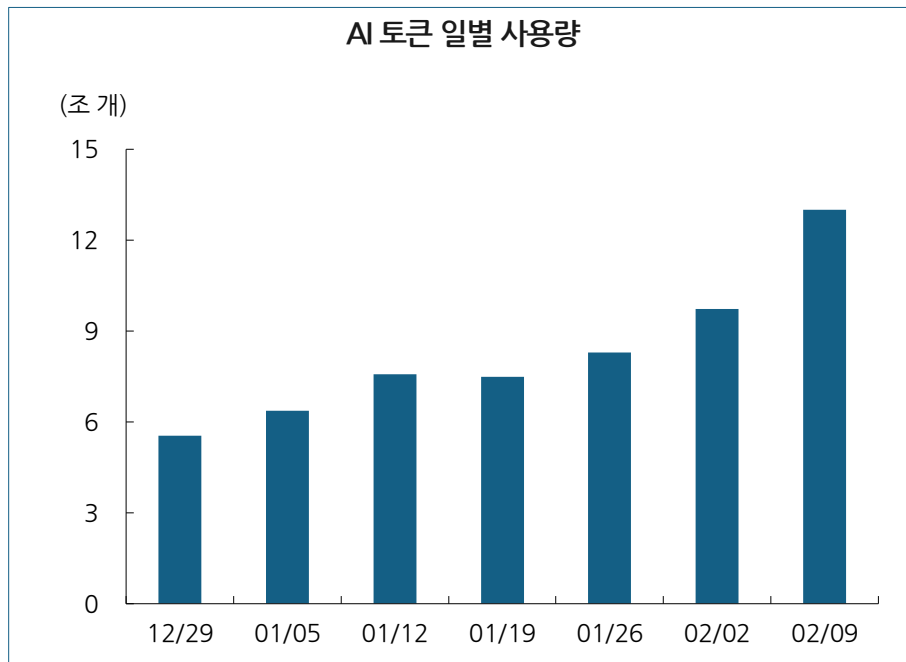


자료: DS투자증권 리서치센터

# 연산 수요가 지수형(exponential)으로 증가하기 때문

[반도체] Higher, Better, More!

- AI 침투율이 2035년 90%까지 확대되는 가정의 배경에는 ‘총 수요 = 사용자 수 x 사용자당 요청 수 x 요청당 모델 호출 수 x 호출당 처리 토큰 수’
- 최근에는 이 네 가지의 변수 중 최소 세 가지가 동시에 상승하고 있는 상황
- OpenAI의 주간 활성 사용자 수는 2025년 2월 4억 명에서 2026년 2월 9억 명으로 약 2.25배 증가, API 처리량은 분당 150억 토큰을 상회
- GPT-5.4와 Gemini는 100만 토큰 수준의 장문 컨텍스트를 지원하기 시작했고 agentic workflow 확산으로 다단계 모델 호출이 일반화 됨



자료: 오픈라우터, DS투자증권 리서치센터

	값	단위
글로벌 토큰	70	T/day
	25,000	T/year
평균 가격	0.5	\$/1M tokens
시장 규모	12.5	\$B

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

# 1회 사용당 토큰 소비량이 구조적으로 증가하는 것이 핵심

[반도체] Higher, Better, More!

- 현재의 구조에서 핵심은 AI 활용 방식이 agent 기반 반복 실행으로 진화하면서 1회 사용당 토큰 소비량이 구조적으로 증가하고 있다는 점
- 사용자 수 증가 속도가 둔화되더라도 사용자당 요청 수 x 요청당 모델 호출 수 x 호출당 처리 토큰 수가 증가
- Base 시나리오에서는 토큰 사용량이 연 70% 성장하고 가격이 50% 하락한다고 가정할 때 2030년 약 350Q tokens, 시장 규모 \$17.5B 전망
- Bull 시나리오에서는 agent 확산과 멀티모달 도입으로 토큰 성장률이 연 100%에 달할 경우 2040년 시장은 \$300B까지 급증할 것으로 추정
- Bear 시나리오에서는 효율화가 강하게 작용해 가격이 연 70% 하락하고 토큰 성장이 40% 수준에 그칠 경우 시장은 \$10~20B 수준에서 정체
- 결국 시장의 방향성은 토큰 증가율이 가격 하락 속도를 얼마나 초과하느냐에 의해 결정되며 중장기적으로는 인프라 수요가 지속 확대될 전망

**실제 Agent는 여러 번 호출하기 때문에 30,500 x N의 토큰을 사용**

	Input 토큰	RAG	Output 토큰	총 토큰
동시 통역	10		30	40
단순 질문	10		20	30
RAG (외부 데이터 검색 후 답변 생성)	40	5,000	1,000	6,040
이미지 생성	20		10,000	10,020
Agent AI (리포트+모델)	500	20,000	10,000	30,500
1시간 영상 생성	10		100,000,000	100,000,010

**가정에 따른 토큰 시장 규모 분석**

연도	구분	토큰량(T/year)	토큰 가격(\$/1M tokens)	시장 규모 (\$B)
2025	Base	25,000	0.5	12.5
2030	Base	350,000	0.05	17.5
	Bull	800,000	0.08	50
2040	Bear	1,350,000	0.01	15
	Base	200,000,000	0.005	100
	Bull	8,000,000,000	0.01	300
	Bear	38,000,000	0.003	20

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터  
 주) Input 토큰: 모델에 처음 들어가는 프롬프트 크기, RAG: 외부에서 가져와서 추가로 넣는 텍스트 양, Output 토큰: 모델이 실제로 생성하는 토큰 수

자료: DS투자증권 리서치센터

Part 3

Higher, Better, More!

# 수요 증가가 AI 인프라 투자를 강제한다



이수림 반도체  
02-709-2661  
surim.lee@ds-sec.co.kr

# 지속 가능한 투자 구조 진입 전 단기 FCF 감소

- 전년도부터 촉발된 하이퍼스케일러의 Capex 급증과 FCF 감소를 두고 과잉 투자라는 시각이 존재
- 그러나 현재의 자본 집중은 폭발적 수익화와 지속 가능한 투자 구조로의 진입을 위한 선제적 자본 배분이라 판단
- 중장기적 관점에서 수요가 지속되고 ROIC가 비용을 초과할 것이라 예상하기 때문
- 추론 비용이 10분의 1 수준으로 낮아지기 때문에 일정 규모 이상의 AI 서비스를 운영하는 기업이라면 설비 투자와 운영비를 충분히 회수 가능
- 근거는 1) 과거 AWS가 증명한 규모의 경제 패턴, 2) RPO가 방증하는 실재 수요, 3) 투자가 직접 마진 확장으로 연결되는 원가 구조의 변화

AI 인프라 주요 투자 타임라인 (2022~2026)

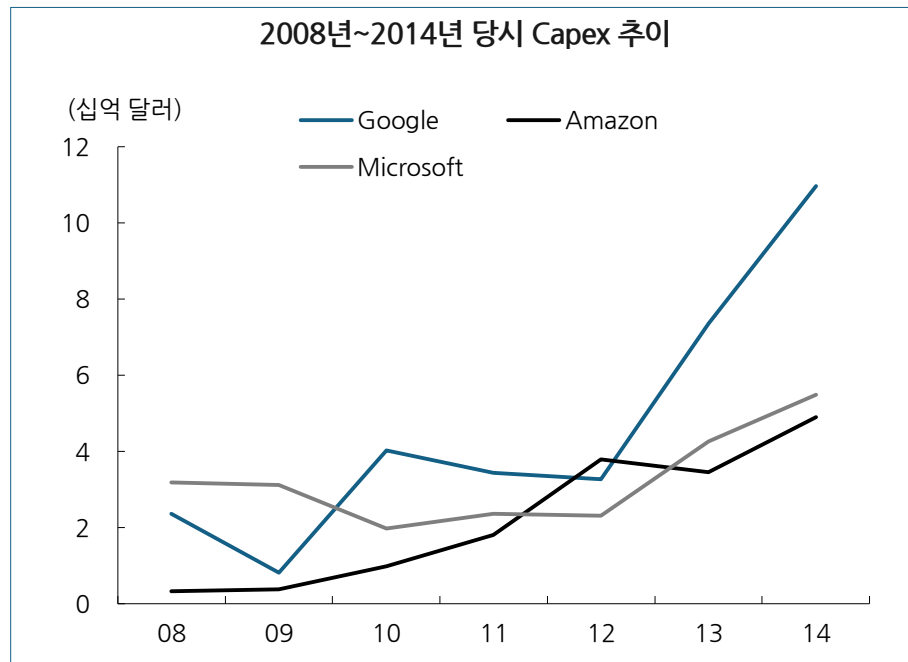
시기	주체	규모	내용
2022.11	OpenAI	-	ChatGPT 출시, 생성형 AI 인프라 수요 폭발의 기점
2023.01	Microsoft	100억 달러	OpenAI 지분 투자 + Azure 독점 공급권 확보
2023.03	빅4 합산	~1,550억 달러 Capex	Google, MS, Amazon, Meta 합산. AI 인프라 본격 투자 시작
2024.11	Amazon	Anthropic 40억 달러	전략 투자, AWS Training/추론 역량 확장
2024	빅4 합산	2,340억 달러 Capex	전년 대비 +51%, GPU 확보 경쟁 본격화
2025.01	Stargate	5,000억 달러(4년)	OpenAI + SoftBank + Oracle + MGX JV. AI 초대형 인프라 프로젝트
2025.06	Meta	143억 달러	49% 지분 투자, AI 데이터/파이프라인 수직통합
2025	빅5 합산	3,950억 달러 Capex	+73% YoY, Capex 1,210억 달러 증가
2026.02	Alphabet	~320억 달러 채권	100년 만기 7 tranches, 5배 초과청약
2026.03	Amazon	540억 달러 채권	Cross-Atlantic 채권 발행, 2026 Capex 2,000억 달러 선언
2026E	빅5 합산	약 6,600~6,900억 달러 Capex	+67% YoY, 잉여현금흐름 대비 ~100% 수준
2025~2029E	Stargate	5,000억 달러 목표	10GW-200만 칩 목표, Texas Abilene 1호 가동 중

자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

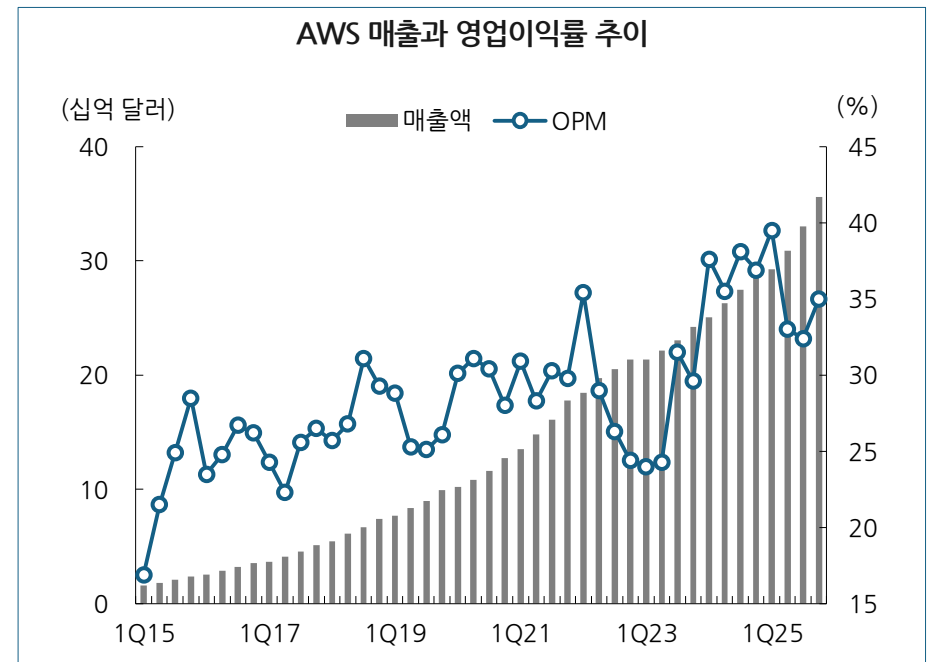
# 현재는 수익화 직전의 기저부하 형성 단계

[반도체] Higher, Better, More!

- 하이퍼스케일러의 Capex 확대는 AWS가 증명한 규모의 경제 전환의 재현이라 판단
- AWS는 적자 10년만인 1Q15 OPM 17%로 구조적 수익화 구간에 진입했고 Netflix 등 앵커테넌트가 가동률을 끌어올리며 고정비를 빠르게 흡수
- 이후 추가 수요는 거의 순이익으로 귀결되는 구조가 형성되며 마진이 급격히 확장
- 현재의 국면은 구조적으로 유사하지만 수익화 가시성이 더 높다고 판단
- 과거엔 인프라를 선제 구축한 반면 현재는 OpenAI, Anthropic 등 대형 고객과의 다년 약정이 이미 확보된 상태에서 Capex가 집행되고 있기 때문



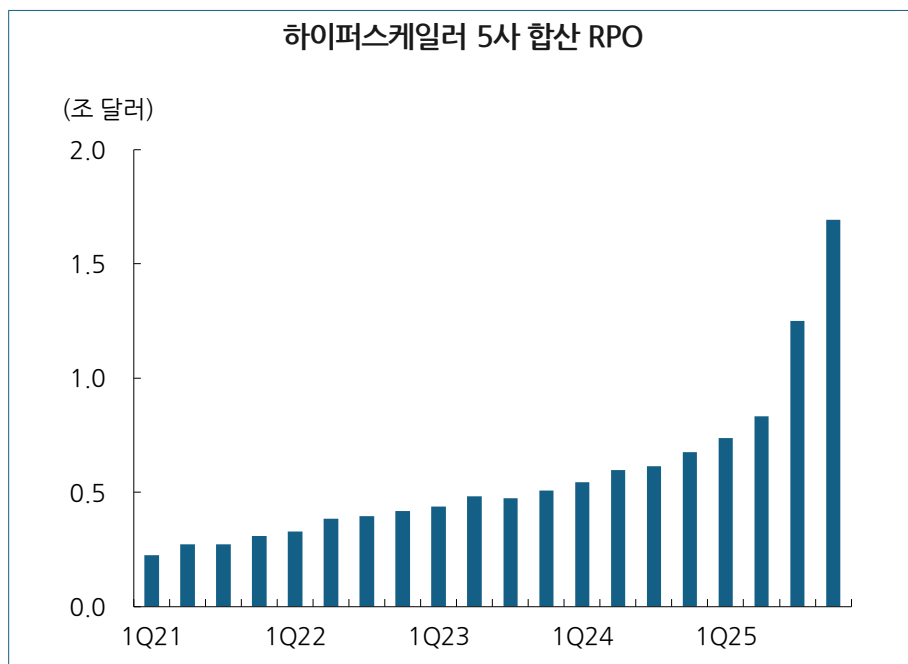
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



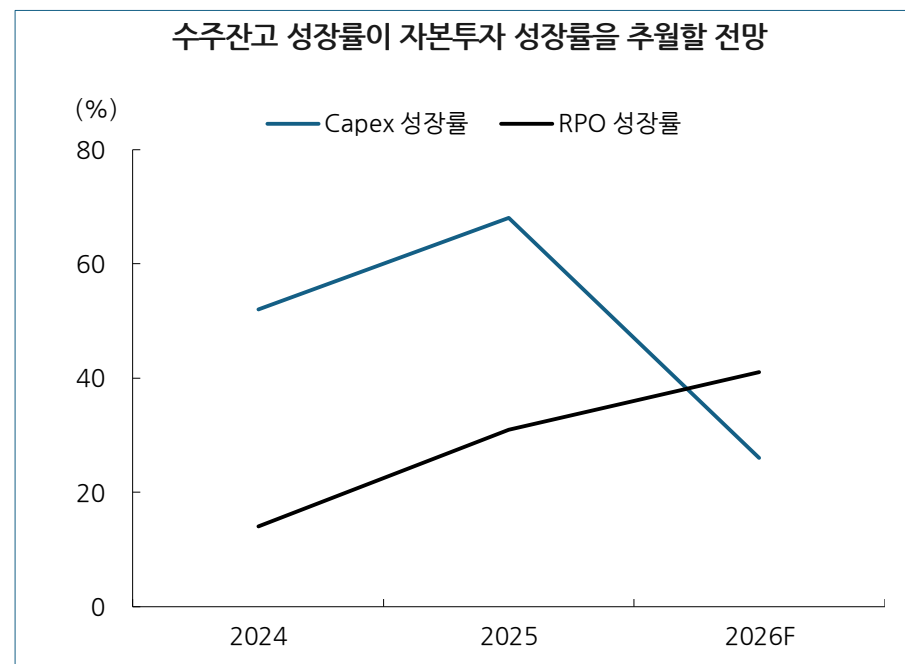
자료: AWS, Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

# RPO 성장률이 증명하는 수요

- 현재 RPO(수주잔고) 성장률이 Capex 성장률을 상회하고 있으며 이는 공급 부족 국면을 시사
- Microsoft, Google, AWS, Oracle, CoreWeave의 합산 RPO는 지난 4분기 기준 약 1.7조 달러 수준으로 확대
- 또한 단일 대형 고객 계약만으로도 수백억 달러 단위 수주가 발생하는 구조가 확인
- 이는 인프라 투자가 불확실한 수요를 전제로 한 것이 아닌 이미 확보된 계약을 소화하기 위한 것임을 방증



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터  
 주: MSFT, GOOGL, AWS, ORCL, CRWV 5개사 합산



자료: DS투자증권 리서치센터

# 변곡점 2H26 시작, 1H27 본격 가속 전망

[반도체] Higher, Better, More!

- 수익화 변곡점은 2H26부터 시작되어 1H27에 본격적으로 가속화될 것이라 전망
- 올해 하반기는 작년 Capex의 단기자산(GPU·서버 등)이 설치와 동시에 수익화되는 시기이며 Microsoft가 공급 제약 완화 시점으로 명시한 구간
- 내년 상반기는 장기 자산의 완공이 집중되고 주요 CSP의 RPO 잔여 기간이 약 2년 수준임을 감안하면 작년부터의 계약들이 매출 인식 구간에 진입
- 즉 각 프로젝트는 완공 이전부터 내재된 매출을 보유하고 있으며 인프라 구축과 동시에 수익화 경로가 사실상 확정된 상태

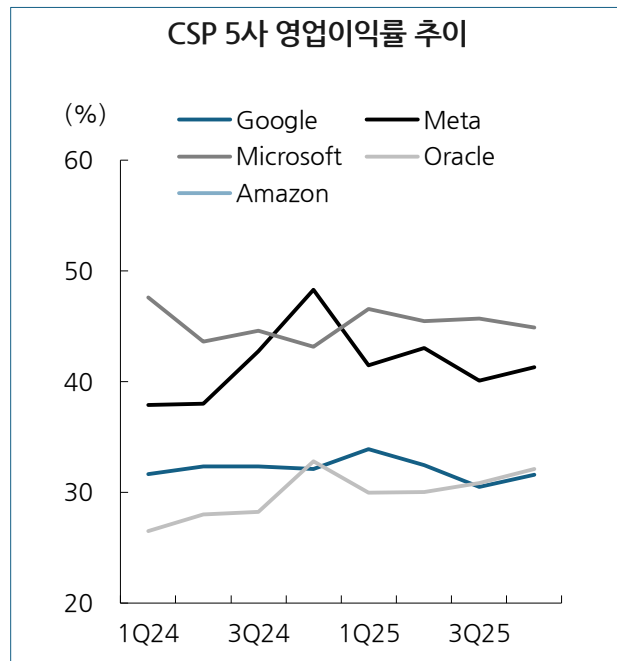
2H26~1H27에 예상되는 AI 수익화 이벤트	
구분	내용
<b>2026년 하반기</b>	
Microsoft 공급 제약 완화	- Hood CFO: 공급 제약 FY26 말(2026.6)까지 지속 - 이후 신규 설비 진입 → 2026년 하반기 진입과 동시에 공급 정상화
단기자산 Capex → 매출 전환 시작	- FY26 Q1~Q2 Capex의 50~67%가 GPU/CPU 집중 투자 - 통상 6~12개월 시차 존재 → 하반기부터 매출 인식 본격화
NVIDIA Blackwell / Vera Rubin 공급 확대	- Blackwell Ultra 2025년 대규모 배포 → 2026년 클러스터 가동 - Vera Rubin 2026년 하반기 도입 시작 → 연산 성능 증가 + 신규 수요 창출
RPO → 매출 인식 구간 진입	- Microsoft RPO 6,250억 달러 (약 2년 backlog) - AWS 2,440억 달러 (+40% YoY), Google 2,400억 달러 (+100% YoY) → 계약 → 실제 매출 전환 가속화
<b>2027년 상반기</b>	
장기자산(데이터센터) 완공 집중 시점	- 2025년 착공 Capex → 18~24개월 공사 - 2027년 초 완공 및 운영 시작 집중 구간
추론 중심 구조 전환	- 초기 Training 중심 → 수익성 제한적 - 이후 Inference 수요 확대 → 반복 매출 구조 전환
Capex 사이클 정점 → FCF 회복 구간 진입	- 2027년 Capex 약 8,200억 달러로 정점 - 이후 투자 효과 반영 - Barclays: MS FCF 2026년 -28% → 2027년 회복 전망

자료: DS투자증권 리서치센터

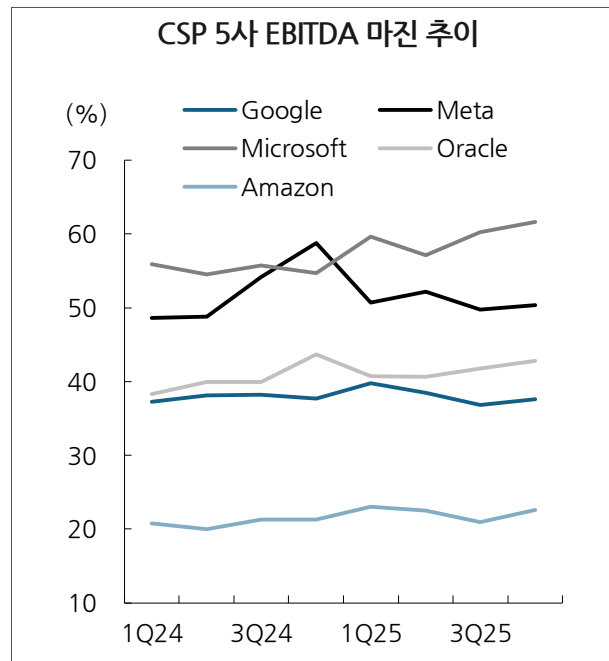
# 투자과 마진 확장의 선순환이 시작된다

[반도체] Higher, Better, More!

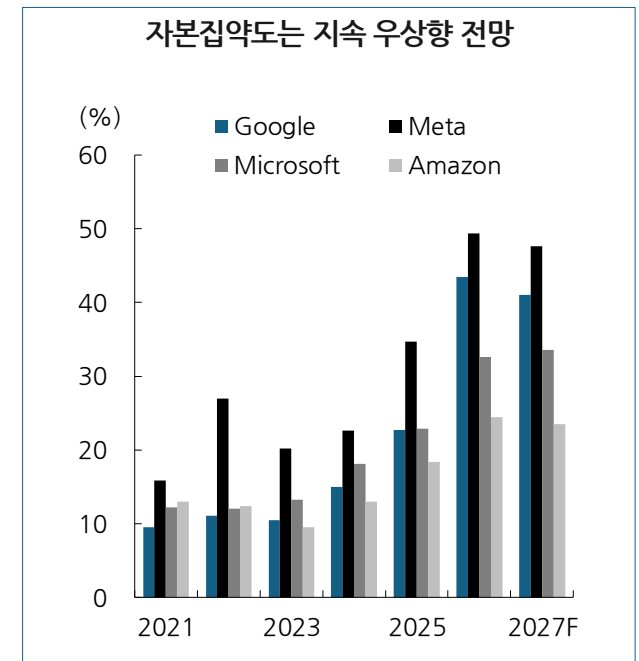
- 투자 → 자체 실리콘 및 워크로드 최적화 → 서버 원가 절감 → 마진 개선 → 재투자 라는 선순환이 주요 CSP에서 확인
- 2022년 적자 사업이던 Google Cloud는 TPU 기반 최적화를 통해 서버 원가를 크게 낮추며 2년 만에 20% 이상의 영업이익률로 전환
- AWS 역시 Trainium을 통해 추론 비용을 낮추며 수백 bp 수준의 마진 레버를 확보하고 있으며 실제 영업이익률이 개선
- AI 워크로드 비중 확대를 통해 기존 인프라에서 더 높은 단가를 실현하며 추가 비용 없이 수익성을 끌어올리는 구조
- 즉 핵심은 동일한 고정비 위에서 더 높은 수익을 창출하는 데 있다고 판단하며 개선된 수익성은 재투자 여력으로 환원될 것이라 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터  
주: 매출액 대비 Capex 비율

Part 4

Higher, Better, More!

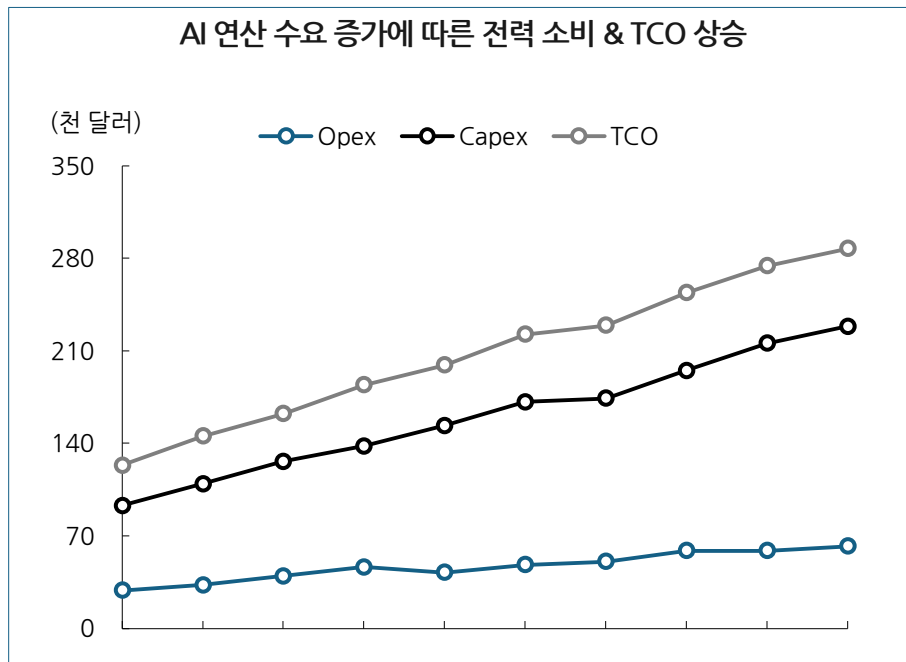
이는 효율성 중심의  
AI 인프라 진화를 요구



# TCO의 중심이 CAPEX에서 OPEX로 이동

[반도체] Higher, Better, More!

- AI 연산 수요의 구조적 증가는 곧바로 전력 소비와 총 소유비용(TCO)의 급격한 상승으로 이어짐
- 특히 추론의 확대는 데이터센터 자원의 가동률을 높은 수준으로 유지시키는데 이는 전력 비용이 상시 발생하는 운영비(OPEX)로 전환됨을 의미
- 과거 IT 인프라 시기의 비용 구조와 달리 AI 인프라는 추론 요청이 증가할수록 전력 소비가 비례적으로 증가하는 사용량 기반 비용 구조로 변화
- 이에 더해 토큰 단위 연산량 증가와 멀티 모달 구조 확산은 동일한 요청을 처리하는 데 필요한 총 연산량을 배수로 증가시킴



자료: DS투자증권 리서치센터

VR NVL72 기준 연간 OPEX는 초기 CAPEX 대비 10% 수준이지만 Rubin Ultra 이후 OPEX 비중이 점점 커질 것.  $TCO = CAPEX + OPEX * N$

CAPEX 구성요소	비용 범위 (72-GPU 시스템 기준)
Vera Rubin NVL72 시스템	300만~400만 달러
액체 냉각 인프라	6만~19.5만 달러
전력 인프라 업그레이드	10~25만 달러
네트워크 (800G InfiniBand)	20~40만 달러
설치 및 통합	5만~10만 달러
<b>총 초기 투자 비용</b>	<b>340만~500만 달러</b>

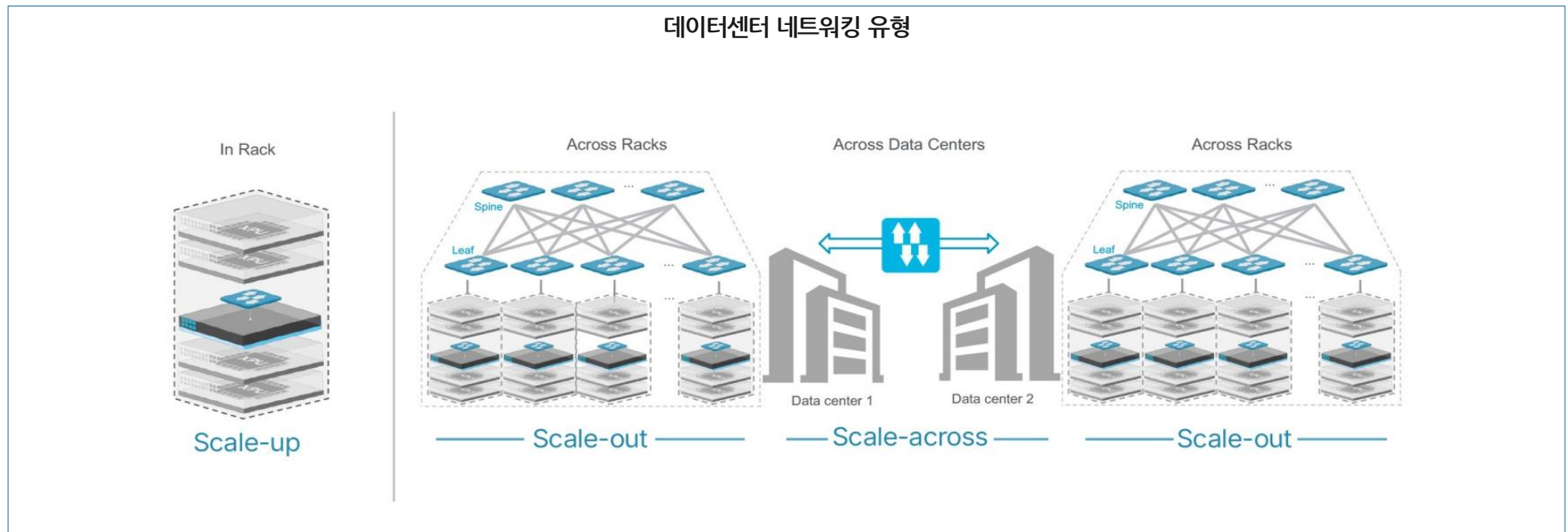
  

OPEX 항목	연간 추정 비용
전력비용 (130kW, 전기요금 \$0.08/kWh 기준)	9.1만 달러
냉각 운영 비용	1.5만~2.5만 달러
유지보수 및 기술 지원	20만~40만 달러
<b>총 연간 운영비용</b>	<b>30.6만~51.6만 달러</b>

자료: DS투자증권 리서치센터

# Scale-Out 구조의 확대

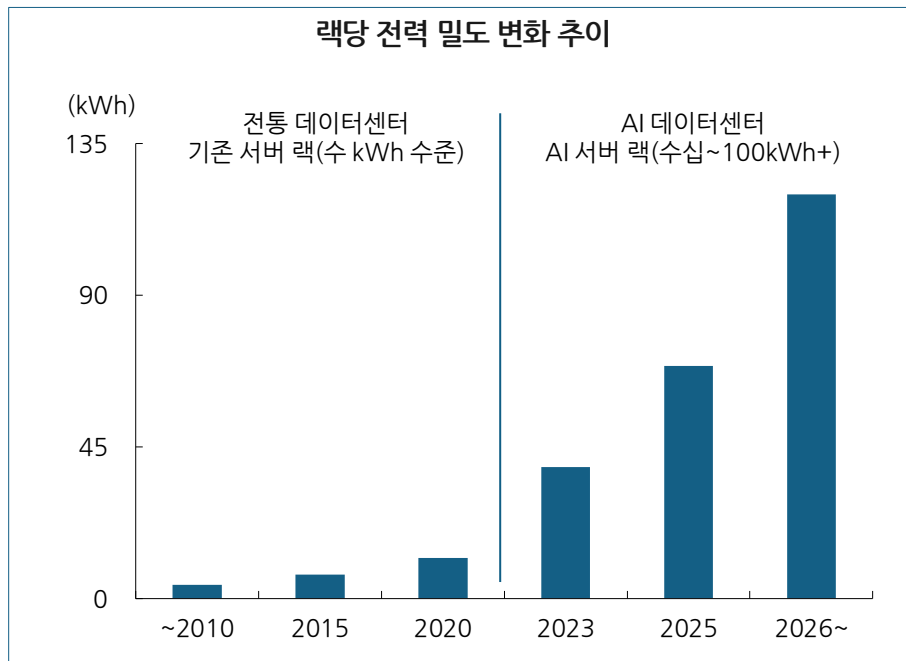
- 반도체의 전력과 발열, 다이 크기 제약으로 인해 단일 GPU 성능 향상만으로는 물리적 한계가 존재하며 이에 따라 Scale-Up 구조가 발전
- 그러나 Scale-Up 역시 서버 단위 내에서의 확장에 불과하기 때문에 일정 수준 이상의 연산 수요를 처리하기에는 구조적 제약이 존재
- 동시에 생성형 AI의 발전으로 모델 파라미터와 컨텍스트 길이, 사용자 수가 모두 증가하면서 단일 서버로 처리할 수 있는 범위를 초과
- 이에 따라 데이터와 모델 병렬화를 기반으로 여러 서버에 분산되는 방향으로 진화하는 Scale-Out 구조가 필수적
- 이때 수천에서 수만개의 GPU를 동시에 연결해 연산하는 환경에서는 GPU 간 연결을 담당하는 네트워크 성능이 전체 시스템 효율을 좌우



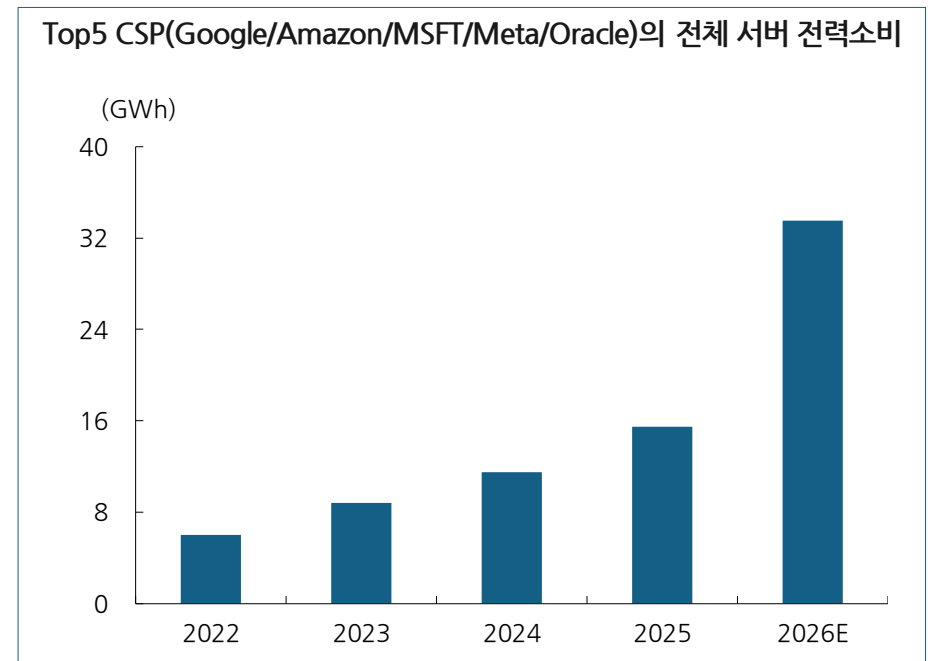
자료: Broadcom, DS투자증권 리서치센터

# 데이터 이동에 따른 전력 소모량 증가

- 다수의 GPU를 연결하는 Scale-Out 구조에서는 노드 간 통신과 동기화 과정이 병목으로 작용하며 이는 추가적인 전력 소비와 지연을 유발
- 이러한 특성은 데이터센터의 전력 밀도를 급격히 상승시키고 냉각 및 인프라 비용까지 동반 상승시키는 결과를 야기
- AI 서버 랙은 수십 kW에서 최대 100kW 이상까지 요구되며 이에 따라 전력 공급, 냉각 설비, 공간 효율 등 설계 전반에 대한 재투자가 불가피해짐
- 결국 AI 인프라의 TCO는 종합적인 운영비 구조로 재편되고 있으며 전력 비용은 전체 TCO에서 가장 중요한 변수로 부상



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

# 핵심 연산 경로 전반에서의 효율 혁신이 나타나는 중

[반도체] Higher, Better, More!

- AI 인프라의 효율 혁신은 연산·메모리·데이터 이동이라는 핵심 연산 경로 전반에서 동시에 진행되는 구조적 변화로 이해
- 연산 효율 측면에서 MoE는 실제 사용하는 파라미터를 선택적으로 제한해 연산량을 줄이며 LPU는 토큰 생성 경로를 최적화해 지연 시간을 낮춤
- 동시에 메모리 효율에서는 KV cache compression과 TurboQuant와 같은 기술이 부각
- 이는 KV 캐시의 크기를 줄이거나 정밀도를 낮추는 방식으로 메모리 사용량과 대역폭 부담을 완화하는 접근
- 특히 KV 캐시 병목은 ‘데이터를 어떻게 운영할 것인가’와 ‘얼마나 줄일 것인가’라는 두 축에서 동시에 해결되고 있다는 점이 중요

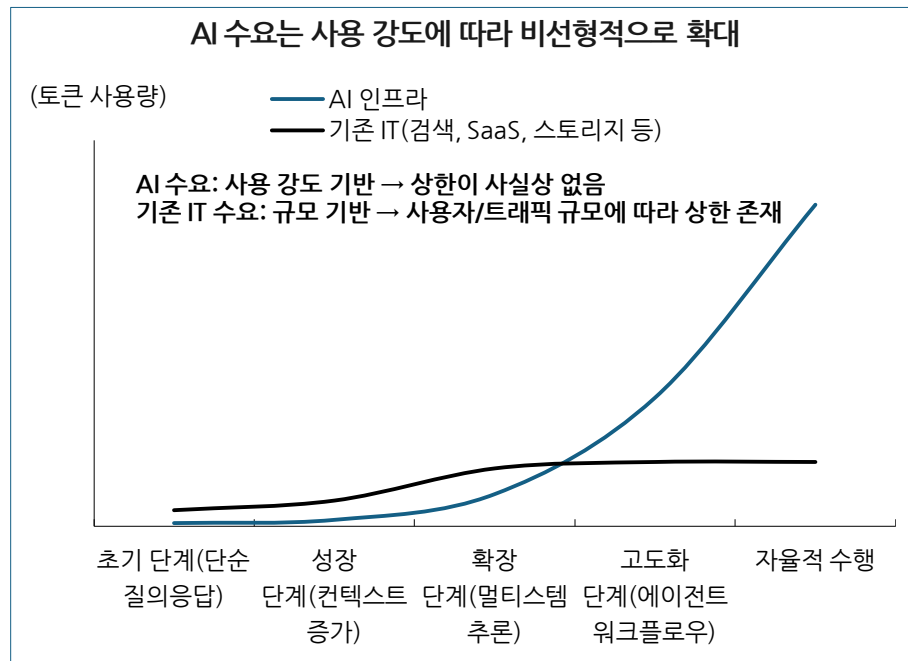
AI 인프라 효율 개선을 추구하는 최근의 기술 트렌드				
기술	개선 효율	개선 대상	핵심 효과	한 줄 정의
KV Cache Compression	메모리 효율	KV 캐시 메모리 사용량	메모리 사용량↓, bandwidth 부담↓, 더 긴 컨텍스트 처리	토큰당 메모리 사용량을 줄이는 기술
TurboQuant	메모리 + 연산 효율	KV 캐시 및 activation 정밀도	메모리↓, bandwidth↓, 일부 compute↓	저정밀 양자화 기반 메모리 최적화
NVLink / 800G / 1.6T	데이터 이동 효율	GPU/서버 간 통신 속도	latency↓, GPU utilization↑, 클러스터 확장성↑	연산기가 놓지 않게 만드는 인터커넥트
CPO (Co-Packaged Optics)	전력 + 데이터 이동 효율	전기→광 변환 거리 및 I/O 전력	전력 소비↓, 신호 손실↓, latency↓	데이터 이동을 짧게 만들어 전력과 손실을 줄이는 기술
LPU (Groq)	연산 + 메모리 효율	토큰 생성 경로 및 데이터 흐름	초저지연, 특정 inference 효율↑	토큰 생성에 특화된 연산 아키텍처
NVIDIA Dynamo	시스템 효율	GPU 자원 활용 방식	GPU utilization↑, 병목 완화, 처리량↑	같은 GPU를 더 잘 쓰는 스케줄링 기술
800V DC	전력 전달 효율	전력 전달 과정 손실	전력 손실↓, 인프라 효율↑	전기를 더 적게 잃고 전달하는 구조
카이저랙 (고밀도 랙)	공간 + 냉각 효율	랙당 전력 밀도 및 냉각 구조	공간당 연산량↑, 냉각 효율↑	같은 공간에서 더 많은 연산을 처리하는 구조

자료: DS투자증권 리서치센터

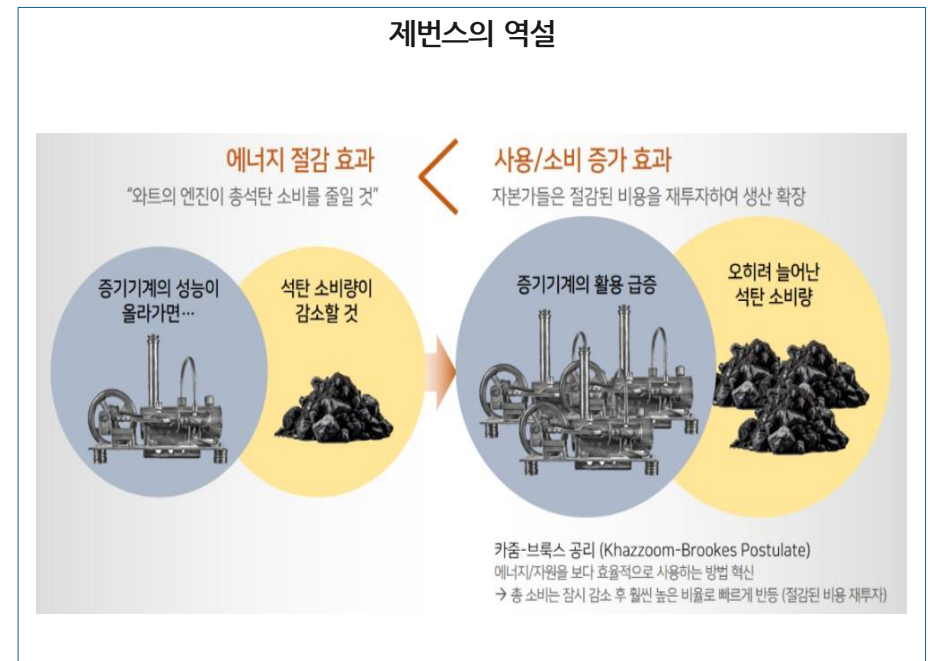
# 효율 개선은 비용 하락과 사용성 확장을 통해 추가적인 수요를 유발

[반도체] Higher, Better, More!

- 비용 절감이 오히려 사용량 증가를 유발하는 제번스 역설(Jevons Paradox) - 단위 연산 비용이 낮아질수록 더 많은 연산을 소비
- 또한 비용 하락은 기존에는 경제성이 부족해 구현되지 못했던 새로운 워크로드를 가능하게 만들
- 예를 들어 더 긴 컨텍스트, 더 높은 빈도의 호출, 또는 멀티에이전트 기반의 반복적 추론과 같은 구조는 비용이 충분히 낮아졌을 때 비로소 실용화됨
- 또한 일정 수준의 트래픽과 사용자 기반에 의해 결정되는 기존 서버 수요와 달리 AI는 ‘사용할 수 있는 만큼 사용’할 수 있어 수요의 상한이 없음
- 따라서 효율 개선은 단순히 기존 수요를 저렴하게 처리하는 것이 아니라 새로운 수요를 창출하며 전체 토큰 소비량의 기하급수적 증가로 이어짐



자료: DS투자증권 리서치센터

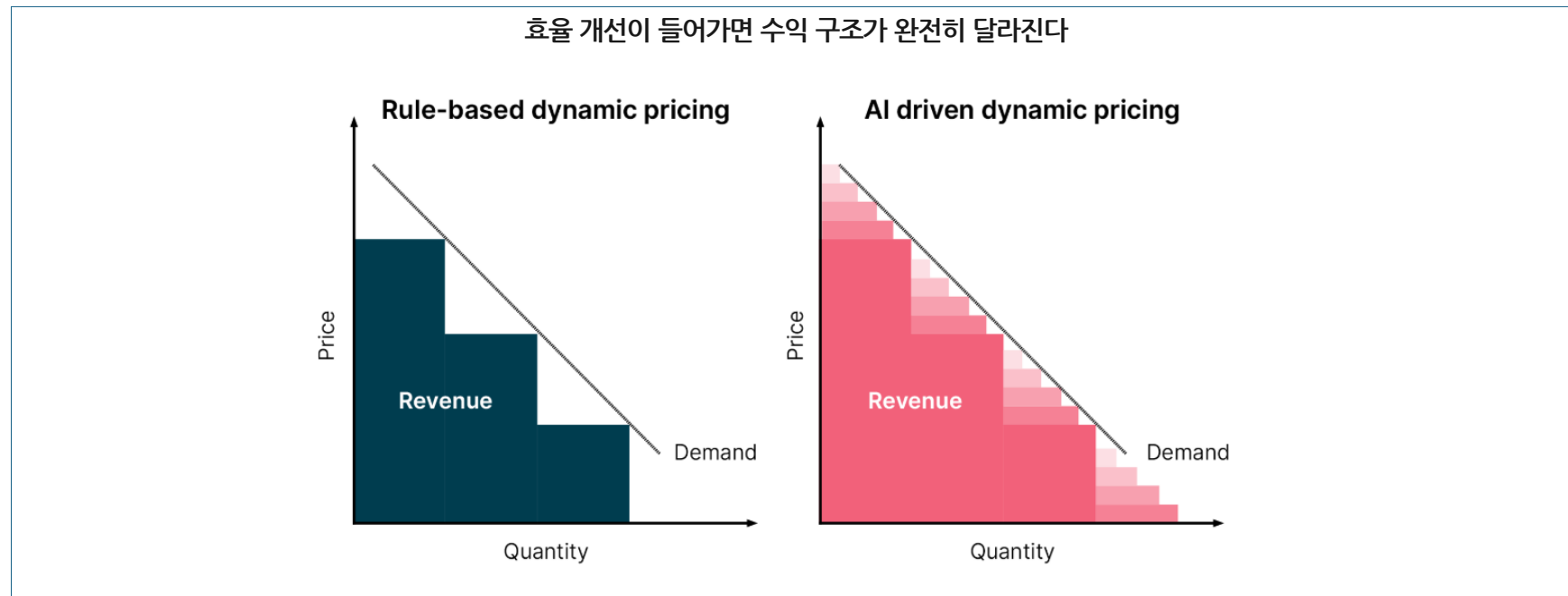


자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

# 단순한 양적 증가를 넘어 수요의 질 자체를 변화시킨다

[반도체] Higher, Better, More!

- 과거에는 제한된 자원 하에서 모델을 최대한 효율적으로 사용하는 것이 목표였다면 현재는 더 크고 복잡한 문제를 해결하는 방향으로 이동
- Scale-Out의 확산과 고속 네트워크, 그리고 메모리 계층 확장은 더 큰 모델과 더 긴 컨텍스트, 더 복잡한 워크플로우를 가능하게 만들
- 이 과정에서 멀티에이전트 구조는 AI가 AI를 호출하고, 내부적으로 반복적인 추론과 검증을 수행하면서 인간 개입 없이 연산이 계속해서 발생
- 이는 ‘이벤트 기반’이 아닌 ‘상시 구동형’ 수요를 만들어내며 결과적으로 총 연산량과 메모리, 네트워크, 전력 수요를 동시에 확대시키는 구조
- 또한 동일한 매출 구조에서 수익이 발생할 수 있는 활용 영역 자체를 확장시키며 결과적으로 전체 시장 규모(TAM)을 확대



자료: Thoughtworks, DS투자증권 리서치센터

Part 5

Higher, Better, More!

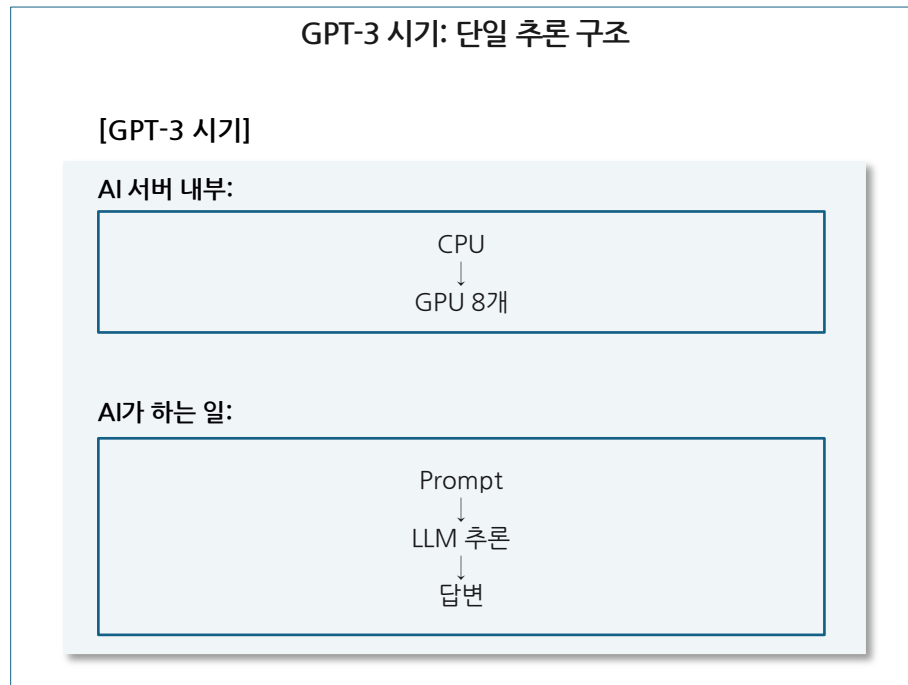
컴퓨팅의 중심이 랙으로 이동하면서  
메모리의 전략적 가치 상승



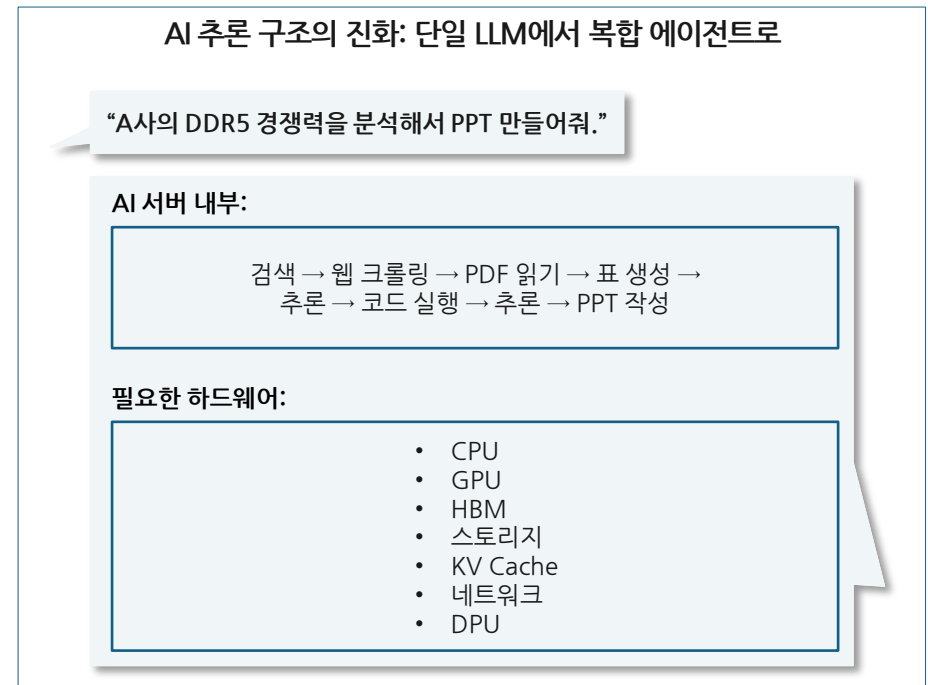
# Rubin 이후 AI 시스템은 랙 단위 통합 구조로 진화

[반도체] Higher, Better, More!

- Agent AI가 요구하는 메모리·통신·시스템 복잡성을 해결하기 위해 랙 단위 컴퓨팅이 필요하기 때문
- AI의 성능이 단순히 GPU 성능으로 결정되는 것이 아니라 메모리, 스토리지, 네트워크 성능에 따라 영향을 받음
- 금번 GTC에서 Rubin 로드맵을 발표하면서 GPU보다 전체 시스템을 강조한 이유도 여기에 있음, AI의 병목이 더 이상 GPU가 아니라는 것
- 이미 72개의 GPU가 하나의 모델을 같이 돌려야 하는 단계
- 나아가 Rubin Ultra부터는 576~1152개의 GPU가 컴퓨팅의 기본 단위가 됨
- 따라서 반도체 산업의 중심 역시 『좋은 칩을 싸게 많이 만드는 것』에서 『불확실한 연산 수요를 실시간으로 흡수하는 시스템을 만드는 것』으로 이동



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: DS투자증권 리서치센터

# 랙 성능 향상의 핵심은 메모리

[반도체] Higher, Better, More!

- Grace CPU에서 Vera CPU로 가면서 코어가 +22% 증가하는 동안 메모리 용량은 +212% 증가
- 랙 단위로 보면 연산 성능(FP4 +157%) 향상의 상당 부분이 메모리 용량 증가 (+140%) 에서 발생
- 컴퓨팅의 중심이 칩에서 랙으로 이동하면서 성능 향상의 핵심은 단일 GPU가 아닌 메모리 시스템으로 확장
- 메모리의 중요성이 더욱 커진다

사양	Blackwell	Rubin	Rubin Ultra
트랜지스터 수	2,080억개	3,360억개	약 5,000억개
공정 노드	TSMC 4NP	TSMC N3	TSMC N3
HBM 용량	192GB HBM3e	288GB HBM4	384GB~1TB HBM4E
메모리 대역폭	8TB/s	22TB/s	32TB/s
FP4 추론 성능	20 PFLOPS	50 PFLOPS	100 PFLOPS
출시 시점	2025	2H26	2H27

자료: NVIDIA, DS투자증권 리서치센터

사양	Grace (이전 세대)	Vera CPU
아키텍처	ARM Neoverse V2	커스텀 ARM 기반
코어 수	72코어	88코어
메모리	480GB LPDDR5X	1.5TB LPDDR5X
메모리 대역폭	546GB/s	1,200GB/s
NVLink 인터페이스	900GB/s	1.8TB/s
Pcie 레인	128개 Gen6	256개 Gen6

자료: NVIDIA, DS투자증권 리서치센터

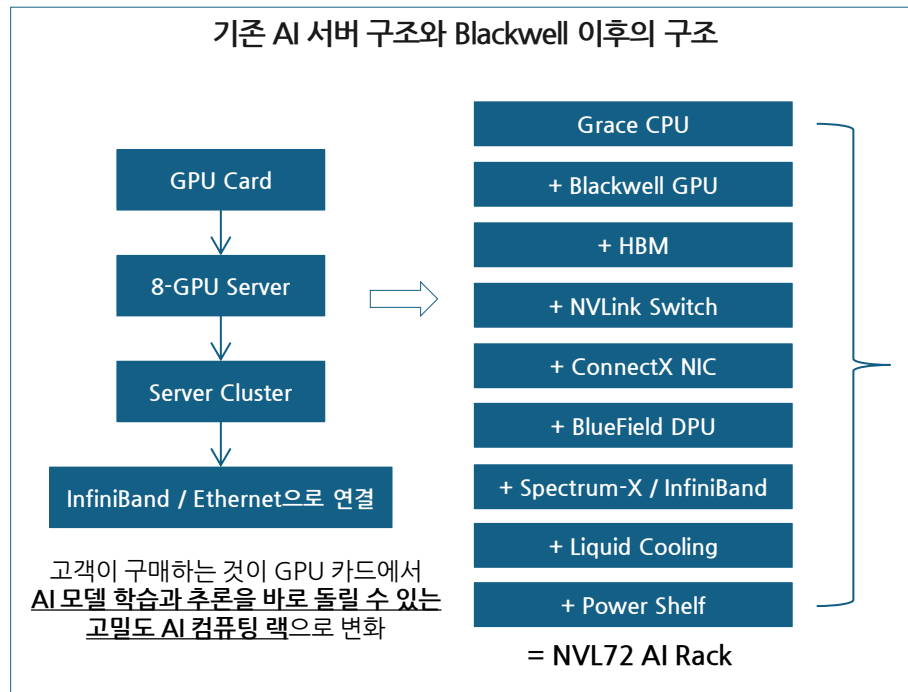
사양	Blackwell NVL72	Vera Rubin NVL72
GPU	Blackwell GPU 72개	Rubin GPU 72개
CPU	Grace CPU 36개	Vera CPU 36개
<b>Total HBM</b>	<b>13.8TB</b>	<b>20.7TB</b>
<b>Total LPDDR</b>	<b>17.3TB</b>	<b>54TB</b>
<b>Total 메모리</b>	<b>31.1TB</b>	<b>74.7TB</b>
FP4 추론 성능	1.4 EFLOPS	3.6 EFLOPS
FP8 학습 성능	0.72 EFLOPS	2.5 EFLOPS
NVLink 대역폭	130TB/s	260TB/s
랙 전력 소비	120kW	120~130kW

자료: NVIDIA, DS투자증권 리서치센터

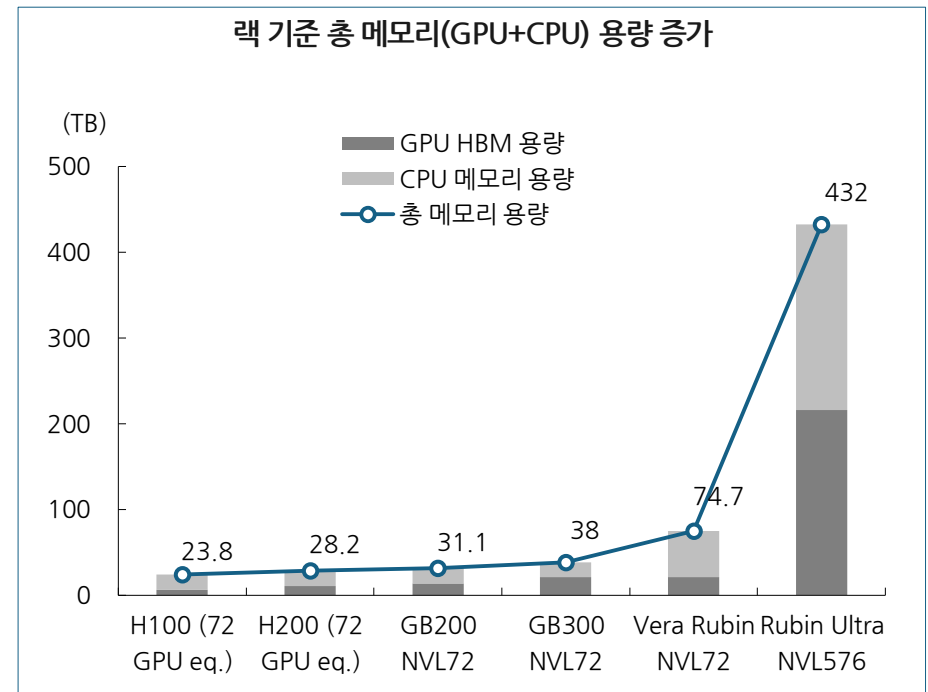
# 메모리 시스템의 전략적 가치 증가

[반도체] Higher, Better, More!

- 이번 GTC의 핵심 포인트
- 1) NVIDIA가 CUDA 생태계의 같은 아키텍처를 데이터센터에서 기업 워크스테이션, 개인 PC로 확장 중
- 2) 멀티랙 Scale-up (576 GPU → 향후 1152 GPU)과 Feynman부터 Scale-up CPO 적용
- 3) Blackwell → Rubin → Rubin Ultra → Feynman으로 갈수록 성능 향상의 기여도가 미세공정에서 HBM 적층, 패키징, 광통신으로 이동  
→ 이는 AI 데이터센터 내 메모리 시스템(HBM+LPDDR) 가치 증가로 이어짐
- AI 시스템의 단위가 칩에서 랙으로 이동하면서 메모리 탑재량은 GB300 NVL72의 38TB에서 Rubin Ultra NVL576의 432TB로 약 11배 증가



자료: DS투자증권 리서치센터



자료: NVIDIA, DS투자증권 리서치센터

# NVIDIA GTC 2026 Key Takeaways

[반도체] Higher, Better, More!



자료: DS투자증권 리서치센터

2028년까지의 제품군 로드맵

	플랫폼	CPU	GPU	DPU	스위치	Ethernet	LPU	SuperNIC	HBM	랙 스케일 시스템
2024	Grace Blackwell	Grace	Blackwell (GB200)	BlueField-3	NVLink-5	Spectrum-X	-	ConnectX-8	HBM3E	NVL72
2025	Grace Blackwell Ultra	Grace	Blackwell Ultra (GB300)	BlueField-3	NVLink-5	Spectrum-X	-	ConnectX-8	HBM3E	NVL72
2026	Vera Rubin	Vera	Rubin (VR200)	BlueField-4	NVLink-6	CPO 기반 Spectrum-X	Groq LP30	ConnectX-9 1600G	HBM4	NVL72
2027	Vera Rubin Ultra	Vera	Rubin Ultra (VR300)	BlueField-4	NVLink-7	CPO 기반 Spectrum-X	Groq LP35	ConnectX-9 1600G	HBM4E	Kyber NVL144
2028	Feynman	Rosa	Feynman	BlueField-5	CPO NVLink Switch	CPO 기반 Spectrum-X 7세대	Groq LP40	ConnectX-10 SuperNIC	Custom HBM4E	Kyber NVL144 + Optical Multi-Rack Scale-Up (576~1152 GPU)

자료: DS투자증권 리서치센터

## [기업분석]

Higher, Better, More!

삼성전자 [005930]  
SK하이닉스 [000660]



# 삼성전자[005930] 분기 100조원 이익 체력

[반도체] Higher, Better, More!

이수림 반도체  
02-709-26651  
surim.lee@ds-sec.co.kr

## 매수

목표주가(상향) 530,000원  
현재주가(06/15) 337,000원  
상승여력 57.3%

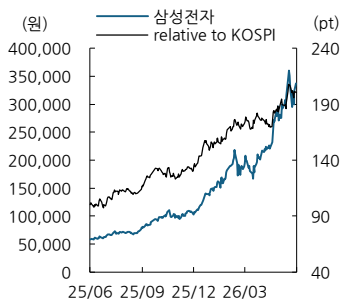
### Stock Data

KOSPI 8,546.0pt  
시가총액(보통주) 1,970,196십억원  
발행주식수 5,846,279천주  
액면가 100원  
자본금 898십억원  
60일 평균거래량 29,308천주  
60일 평균거래대금 7,383,591백만원  
외국인 지분율 47.6%  
52주 최고가 370,000원  
52주 최저가 56,900원  
주요주주  
삼성생명보험(외 16인) 19.7%  
국민연금공단(외 1인) 7.8%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	24.6	10.5
3M	83.7	27.9
6M	221.6	112.6

### 주가차트



## 2Q26 Pre: 영업이익 91조원 전망 (feat. 성과급/믿기지 않는 실적..)

- 2분기 DRAM B/G는 5%, ASP는 45% 상승하고 NAND B/G는 5%, ASP는 60% 상승할 것으로 전망
- 2분기 동사 매출액은 174조원(+30% QoQ), 영업이익 91조원(+59% QoQ, OPM 52%)를 기록할 것으로 추정
- 2분기에 상반기 성과급을 일시 반영할 것으로 추정하며 성과급 효과를 제외한 2분기 영업이익은 100조원을 상회
- DS 부문 영업이익 88조원으로 반도체를 제외한 B2C 사업부의 부진에도 불구하고 역대 최대 영업이익 경신을 이어갈 것

## LSI/파운드리 4Q26 분기 흑전, 2027년 연간 흑전 전망

- 4~5나노 수주 기반 가동률 상승 감안 시 4분기 중 분기 흑전 및 점진적인 실적 개선 기대
- 2027년 양산이 시작되는 Taylor 팹에서도 2나노 파운드리 추가 고객 확보가 이어지며 2028년부터 본격적인 실적 기여 전망
- 최근 Google이 TPU 10세대(Icefish)의 메모리 I/O Die를 삼성 2nm에서 생산 검토 중이라는 보도
- 또한 TSMC 2nm 가격 인상 때문에 Qualcomm, MediaTek이 삼성 2nm를 검토하고 있다는 가능성 역시 지속 제기중

## 투자의견 매수, 목표주가 53만원으로 상향하며 업종 내 Top-pick 유지

- 2026년 동사 영업이익은 375조원(+760% YoY, OPM 52%), 2027년 영업이익은 524조원(+40% YoY, OPM 59%)로 전망
- HBM4 부터는 메모리 단독 경쟁이 아닌 시스템 통합 경쟁이 진행되면서 베이스 다이를 자체 4nm 공정 기반 생산하는 동사 강점 부각
- 성과급 주식 지급 방식은 향후 자사주 활용 및 추가 매입 여부가 논의될 가능성이 있어 주주환원 확대 관점에서도 주목할 필요

### Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,606	715,427	884,383
영업이익	6,567	32,726	43,601	375,101	524,465
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	52.4	59.3
세전이익	11,006	37,530	50,063	381,276	530,858
지배주주지분순이익	14,473	33,621	43,557	331,535	461,603
EPS(원)	2,225	5,433	7,065	55,335	78,082
증감률(%)	-75.2	144.2	30.0	683.2	41.1
ROE(%)	4.1	9.0	10.9	58.2	48.3
PER(배)	35.3	9.8	26.9	6.1	4.3
PBR(배)	1.5	0.9	3.2	3.1	1.9
EV/EBITDA(배)	9.7	3.5	12.7	4.3	2.4

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

# 삼성전자[005930] 분기 100조원 이익 체력

[반도체] Higher, Better, More!

Key Assumptions	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
DRAM B/G (%)	5	5	4	3	1	5	3	8	9	24	14
DRAM ASP (%)	93	45	12	10	1	-3	-1	-4	22	280	17
NAND B/G (%)	8	5	2	5	1	5	8	9	5	23	18
NAND ASP (%)	88	60	4	2	5	0	-2	-3	-9	226	17
스마트폰 출하량 (백만대)	64	58	64	61	66	62	67	56	236	236	239
스마트폰 ASP (\$)	361	321	363	345	362	328	364	337	308	347	334
OLED (백만장)	96	101	119	125	100	103	111	119	393	398	398
OLED ASP (\$)	49	53	58	57	51	56	62	60	51	55	57
환율(원/달러)	1,430	1,420	1,420	1,410	1,410	1,410	1,410	1,410	1,414	1,418	1,410

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

구분	값	비고
BPS (원)	176,200	2027F
Target Multiple (배)	3.0	초호황기 반영하여 역사적 멀티플 상단에서 30% 할증
주당기업가치 (원)	528,599	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>530,000</b>	
현재주가 (원)	337,000	2026.06.15 종가
<b>상승여력</b>	<b>57.3%</b>	

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

# 삼성전자[005930] 분기 100조원 이익 체력

[반도체] Higher, Better, More!

삼성전자 부문별 상세 실적

	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>133,879</b>	<b>173,731</b>	<b>198,338</b>	<b>209,479</b>	<b>215,017</b>	<b>215,172</b>	<b>227,127</b>	<b>227,067</b>	<b>333,606</b>	<b>715,427</b>	<b>884,383</b>
DS	81,681	124,194	139,778	154,380	159,464	163,879	168,840	175,843	129,878	500,032	668,027
DRAM	53,614	81,056	94,414	106,218	108,353	110,357	112,531	116,672	70,868	335,301	447,914
NAND	21,126	35,243	37,386	39,759	42,164	44,272	46,858	49,543	33,289	133,514	182,837
LSI/Foundry	6,941	7,894	7,977	8,404	8,947	9,249	9,451	9,628	25,722	31,216	37,276
DX	52,389	45,937	52,742	49,114	52,604	47,697	52,685	45,207	187,967	200,182	198,192
VD/CE	14,268	14,367	14,160	13,990	13,584	13,510	13,149	13,410	61,933	56,785	53,654
MX/네트워크	38,121	31,571	38,582	35,124	39,019	34,186	39,535	31,796	126,035	143,398	144,538
SDC	6,725	7,643	9,921	10,137	7,298	8,194	9,734	10,207	29,388	34,425	35,434
Harman	3,784	3,800	3,889	3,873	3,942	3,973	4,012	4,014	15,783	15,346	15,940
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>57,223</b>	<b>90,773</b>	<b>107,183</b>	<b>119,921</b>	<b>125,658</b>	<b>128,739</b>	<b>133,047</b>	<b>137,022</b>	<b>43,601</b>	<b>375,101</b>	<b>524,465</b>
DS	53,676	88,331	104,640	118,159	122,129	125,510	130,157	136,034	24,858	364,806	513,829
DRAM	42,932	66,942	79,415	89,833	91,964	94,206	96,164	100,072	28,506	279,122	382,407
NAND	11,814	23,281	25,863	28,225	30,190	31,522	33,677	35,741	1,997	89,183	131,129
LSI/Foundry	-1,070	-1,892	-638	102	-25	-219	316	221	-5,646	-3,498	293
DX	2,974	1,670	1,078	505	2,523	2,501	1,955	876	12,853	6,227	7,854
VD/CE	184	85	-226	-369	70	90	-196	-272	-105	-326	-308
MX/네트워크	2,790	1,585	1,304	873	2,453	2,411	2,151	1,148	12,957	6,553	8,162
SDC	366	793	1,585	1,633	713	860	1,569	1,645	4,116	4,377	4,787
Harman	207	-21	-121	-375	293	-131	-634	-1,532	1,531	-310	-2,005
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>42.7</b>	<b>52.2</b>	<b>54.0</b>	<b>57.2</b>	<b>58.4</b>	<b>59.8</b>	<b>58.6</b>	<b>60.3</b>	<b>13.1</b>	<b>52.4</b>	<b>59.3</b>
DS	65.7	71.1	74.9	76.5	76.6	76.6	77.1	77.4	19.1	73.0	76.9
DRAM	80.1	82.6	84.1	84.6	84.9	85.4	85.5	85.8	40.2	83.2	85.4
NAND	55.9	66.1	69.2	71.0	71.6	71.2	71.9	72.1	6.0	66.8	71.7
LSI/Foundry	-15.4	-24.0	-8.0	1.2	-0.3	-2.4	3.3	2.3	-21.9	-11.2	0.8
DX	5.7	3.6	2.0	1.0	4.8	5.2	3.7	1.9	6.8	3.1	4.0
VD/CE	1.3	0.6	-1.6	-2.6	0.5	0.7	-1.5	-2.0	-0.2	-0.6	-0.6
MX/네트워크	7.3	5.0	3.4	2.5	6.3	7.1	5.4	3.6	10.3	4.6	5.6
SDC	5.4	10.4	16.0	16.1	9.8	10.5	16.1	16.1	14.0	12.7	13.5
Harman	5.5	-0.6	-3.1	-9.7	7.4	-3.3	-15.8	-38.2	9.7	-2.0	-12.6
<b>매출비중 (%)</b>											
DS	61.0	71.5	70.5	73.7	74.2	76.2	74.3	77.4	38.9	69.9	75.5
DRAM	40.0	46.7	47.6	50.7	50.4	51.3	49.5	51.4	21.2	46.9	50.6
NAND	15.8	20.3	18.8	19.0	19.6	20.6	20.6	21.8	10.0	18.7	20.7
LSI/Foundry	5.2	4.5	4.0	4.0	4.2	4.3	4.2	4.2	7.7	4.4	4.2
DX	39.1	26.4	26.6	23.4	24.5	22.2	23.2	19.9	56.3	28.0	22.4
VD/CE	10.7	8.3	7.1	6.7	6.3	6.3	5.8	5.9	18.6	7.9	6.1
MX/네트워크	28.5	18.2	19.5	16.8	18.1	15.9	17.4	14.0	37.8	20.0	16.3
SDC	5.0	4.4	5.0	4.8	3.4	3.8	4.3	4.5	8.8	4.8	4.0
Harman	2.8	2.2	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	4.7	2.1	1.8

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

# 삼성전자[005930] 분기 100조원 이익 체력

[반도체] Higher, Better, More!

재무상태표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	271,357	681,650	1,132,033
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	69,885	320,382	743,854
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	65,411	142,331	154,281
재고자산	51,626	51,755	62,730	140,035	151,793
기타	31,949	68,356	73,331	78,902	82,105
비유동자산	259,969	287,470	297,753	311,905	328,797
관계기업투자등	20,680	24,349	25,337	26,366	27,437
유형자산	187,256	205,945	214,991	227,645	242,802
무형자산	22,742	23,739	22,631	21,686	20,880
<b>자산총계</b>	<b>455,906</b>	<b>514,532</b>	<b>569,110</b>	<b>993,555</b>	<b>1,460,830</b>
유동부채	75,719	93,326	129,597	233,339	248,517
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	77,127	172,175	186,630
단기금융부채	8,423	15,380	35,380	43,380	43,380
기타유동부채	13,746	16,424	17,091	17,785	18,507
비유동부채	16,509	19,014	19,292	19,846	20,266
장기금융부채	4,262	3,950	3,841	3,991	3,991
기타비유동부채	12,246	15,063	15,451	15,855	16,275
<b>부채총계</b>	<b>92,228</b>	<b>112,340</b>	<b>148,890</b>	<b>253,185</b>	<b>268,783</b>
자배주주지분	353,234	391,688	409,716	729,865	1,181,543
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	404,288	724,437	1,176,114
비자배주주지분(연결)	10,444	10,504	10,504	10,504	10,504
<b>자본총계</b>	<b>363,678</b>	<b>402,192</b>	<b>420,221</b>	<b>740,370</b>	<b>1,192,047</b>

현금흐름표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>44,137</b>	<b>72,983</b>	<b>66,993</b>	<b>319,505</b>	<b>503,068</b>
당기순이익(손실)	15,487	34,451	44,582	339,335	472,464
비현금수익비용가감	36,520	42,947	30,346	40,055	39,617
유형자산감가상각비	35,532	39,650	43,606	44,492	47,237
무형자산상각비	3,134	2,981	3,741	3,578	3,439
기타현금수익비용	-4,131	-1,349	-18,235	-9,249	-12,293
영업활동 자산부채변동	-5,459	-1,568	-7,935	-59,885	-9,013
매출채권 감소(증가)	236	-3,139	-12,165	-76,920	-11,950
재고자산 감소(증가)	-3,207	2,541	-10,975	-77,306	-11,757
매입채무 증가(감소)	1,104	-1,539	15,604	95,048	14,456
기타자산 부채변동	-3,592	568	-399	-708	238
<b>투자활동 현금</b>	<b>-16,923</b>	<b>-85,382</b>	<b>-60,923</b>	<b>-65,772</b>	<b>-69,671</b>
유형자산처분(취득)	-57,513	-36,241	-52,651	-57,146	-62,394
무형자산 감소(증가)	-2,911	-2,319	-2,633	-2,633	-2,633
투자자산 감소(증가)	50,079	-27,801	-4,281	-4,580	-3,173
기타투자활동	-6,578	-19,020	-1,358	-1,413	-1,470
<b>재무활동 현금</b>	<b>-8,593</b>	<b>-7,797</b>	<b>10,109</b>	<b>-3,235</b>	<b>-9,925</b>
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	19,891	8,150	0
자본의 증가(감소)	-9,809	-11,621	-9,782	-11,385	-9,925
배당금의 지급	9,809	9,809	9,782	11,385	9,925
기타재무활동	-64	-1,088	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>19,400</b>	<b>-15,375</b>	<b>16,179</b>	<b>250,498</b>	<b>423,472</b>
기초현금	49,681	69,081	53,706	69,885	320,382
기말현금	44,137	72,983	66,993	319,505	503,068
NOPLAT	15,487	34,451	44,582	339,335	472,464
FCF	36,520	42,947	30,346	40,055	39,617

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	<b>258,935</b>	<b>300,871</b>	<b>333,606</b>	<b>715,427</b>	<b>884,383</b>
매출원가	180,389	186,562	202,236	169,890	180,790
<b>매출총이익</b>	<b>78,547</b>	<b>114,309</b>	<b>131,370</b>	<b>545,537</b>	<b>703,592</b>
판매비 및 관리비	71,980	81,583	87,769	170,436	179,127
<b>영업이익</b>	<b>6,567</b>	<b>32,726</b>	<b>43,601</b>	<b>375,101</b>	<b>524,465</b>
(EBITDA)	45,234	75,357	90,948	423,170	575,141
금융손익	3,592	4,050	5,799	5,512	5,729
이자비용	930	904	1,426	2,118	2,314
관계기업등 투자손익	888	751	617	617	617
기타영업외손익	-40	3	45	46	46
<b>세전계속사업이익</b>	<b>11,006</b>	<b>37,530</b>	<b>50,063</b>	<b>381,276</b>	<b>530,858</b>
계속사업법인세비용	-4,481	3,078	5,481	41,940	58,394
계속사업이익	15,487	34,451	44,582	339,335	472,464
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>15,487</b>	<b>34,451</b>	<b>44,582</b>	<b>339,335</b>	<b>472,464</b>
자배주주	14,473	33,621	43,557	331,535	461,603
<b>총포괄이익</b>	<b>15,487</b>	<b>34,451</b>	<b>44,582</b>	<b>339,335</b>	<b>472,464</b>
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	39.4	76.3	79.6
영업이익률 (%)	2.5	10.9	13.1	52.4	59.3
EBITDA마진률 (%)	17.5	25.0	27.3	59.1	65.0
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	13.4	47.4	53.4
ROA (%)	3.2	6.9	8.0	42.4	37.6
ROE (%)	4.1	9.0	10.9	58.2	48.3
ROC (%)	1.9	11.0	13.3	98.9	120.9

주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>투자지표 (x)</b>					
PE	35.3	9.8	26.9	6.1	4.3
PB	1.5	0.9	3.2	3.1	1.9
PS	2.1	1.2	3.9	3.2	2.6
EV/EBITDA	9.7	3.5	12.7	4.3	2.4
P/CF	10.3	4.7	17.2	6.0	4.4
배당수익률 (%)	1.8	2.7	0.9	0.4	0.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-14.3	16.2	10.9	114.5	23.6
영업이익	-84.9	398.3	33.2	760.3	39.8
세전이익	-76.3	241.0	33.4	661.6	39.2
당기순이익	-72.2	122.5	29.4	661.1	39.2
EPS	-75.2	144.2	30.0	683.2	41.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	25.4	27.9	35.4	34.2	22.5
유동비율	258.8	243.3	209.4	292.1	455.5
순차입금자기자본(x)	-21.7	-23.2	-22.2	-45.9	-64.3
영업이익/금융비용(x)	7.1	36.2	30.6	177.1	226.6
총차입금 (십억원)	12,686	19,330	39,221	47,371	47,371
순차입금 (십억원)	-79,086	-93,285	-93,482	-339,998	-766,190
<b>추당지표(원)</b>					
EPS	2,225	5,433	7,065	55,335	78,082
BPS	52,002	57,663	60,317	108,842	176,200
SPS					
CFPS	35.3	9.8	26.9	6.1	4.3
DPS	1.5	0.9	3.2	3.1	1.9

이수림 반도체  
02-709-26651  
surim.lee@ds-sec.co.kr

## 매수

목표주가(상향)	3,100,000원
현재주가(06/15)	2,288,000원
상승여력	35.5%

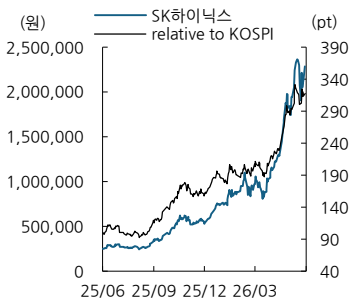
### Stock Data

KOSPI	8,546.0pt
시가총액(보통주)	1,630,663십억원
발행주식수	712,702천주
액면가	5,000원
자본금	3,658십억원
60일 평균거래량	4,929천주
60일 평균거래대금	7,657,953백만원
외국인 지분율	51.2%
52주 최고가	2,407,000원
52주 최저가	238,000원
주요주주	
에스케이스퀘어(외9인)	20.5%
국민연금공단(외1인)	7.5%

### 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	25.8	11.7
3M	151.4	95.7
6M	313.0	204.1

### 주가차트



## 2Q26 Pre: 영업이익 61조원 전망

- 2분기 DRAM B/G는 5%, ASP는 30% 상승하고 NAND B/G는 3%, ASP는 41% 상승할 것으로 전망
- 2분기 동사 매출액은 82조원(+57% QoQ), 영업이익 61조원(+63% QoQ, OPM 75%)를 기록할 것으로 추정
- HBM 비중이 경쟁사 대비 높은 동사는 2,3분기 ASP 상승률은 비교적 약할 수 있으나 4분기 ASP 상승률이 높을 것으로 전망

## 용인 이후에 대한 고민, 높아지는 투자 확대 기대감

- 최근 빅테크 고객들이 HBM 물량 확보를 위해 신규 생산라인 투자 지원 및 장비 구매 비용 분담을 제안했다는 보도
- 여기에 더해 Computex에서 최태원 회장이 처음으로 해외 메모리 생산기지 가능성을 공개적으로 언급했다는 점에 주목
- 용인 이후 추가 성장 동력 확보가 필요한 상황에서 중장기적으로 해외 전공정 투자 가능성이 높아지고 있는 것으로 판단
- AI Co. 설립 및 14조원 유상증자 행보를 고려할 때 주요 빅테크 고객이 포진한 미국에 HBM5 이후를 겨냥한 전공정 팹 투자 가능성 존재
- 빅테크 고객과의 JV 또는 LTA 기반 미국 생산거점 확보 시, 대규모 투자 부담을 완화하는 동시에 중장기 HBM 수요 가시성 확보 전망

## 투자의견 매수, 목표주가 310만원으로 상향

- 2026년 동사 영업이익은 264조원(+460% YoY, OPM 77%), 2027년 영업이익은 423조원(+60% YoY, OPM 82%)로 전망
- 8월 ADR 상장 예정으로 단기 수급 모멘텀 존재
- 2027년 추정 BPS 912,269원에 Target P/B 3.4배를 적용하여 목표주가 310만원으로 상향

### Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	341,908	516,747
영업이익	-7,730	23,467	47,206	264,246	422,678
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	77.3	81.8
세전이익	-11,658	22,586	45,987	263,544	422,072
지배주주지분순이익	-9,112	19,789	37,427	214,627	343,730
EPS(원)	-12,517	27,182	51,410	294,816	472,156
증감률(%)	적전	흑전	89.1	473.5	60.2
ROE(%)	-15.6	31.1	41.0	99.8	69.8
PER (배)	-11.3	6.4	10.1	7.8	4.8
PBR (배)	1.9	1.7	3.5	5.2	2.5
EV/EBITDA (배)	21.7	3.9	6.1	5.2	2.6

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

### SK하이닉스 주요 가정

Key Assumptions	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
DRAM B/G(%)	0	8	4	2	4	8	9	6	23	19	23
DRAM ASP(%)	65	43	15	12	2	1	-1	-3	31	194	25
NAND B/G(%)	-13	15	6	5	3	6	5	4	10	16	23
NAND ASP(%)	74	50	7	6	5	0	-2	-3	-8	222	19
환율(원/달러)	1,430	1,420	1,420	1,410	1,410	1,410	1,410	1,410	1,414	1,418	1,410

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

### SK하이닉스 목표주가 산정 Table

구분	값	비고
BPS (원)	912.269	2027F
Target Multiple (배)	3.4	초호황기 반영하여 역사적 멀티플 상단에서 30% 할증
주당기업가치 (원)	3,101.716	
<b>목표주가 (원)</b>	<b>3,100.000</b>	
현재주가 (원)	2,288,000	2026.06.15 종가
<b>상승여력</b>	<b>35.5%</b>	

자료: DS투자증권 리서치센터

SK하이닉스 사업부별 실적 테이블

	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>52,576</b>	<b>82,381</b>	<b>97,277</b>	<b>109,674</b>	<b>116,684</b>	<b>126,529</b>	<b>135,132</b>	<b>138,402</b>	<b>97,147</b>	<b>341,908</b>	<b>516,747</b>
QoQ/YoY %	60	57	18	13	6	8	7	2	47	252	51
DRAM	41,009	62,891	75,218	85,324	90,511	98,730	106,539	109,544	75,249	264,442	405,324
NAND	11,041	18,913	21,451	23,707	25,639	27,177	27,965	28,211	20,081	75,111	108,992
Others	526	577	609	644	534	623	627	648	1,817	2,356	2,431
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>37,610</b>	<b>61,374</b>	<b>77,478</b>	<b>87,783</b>	<b>94,785</b>	<b>103,502</b>	<b>110,961</b>	<b>113,430</b>	<b>47,206</b>	<b>264,246</b>	<b>422,678</b>
QoQ/YoY %	96	63	26	13	8	9	7	2	101	460	60
DRAM	32,158	50,851	63,782	72,836	78,163	85,611	92,693	95,396	45,812	219,628	351,863
NAND	5,439	10,830	13,293	15,164	16,439	17,639	18,450	18,625	1,857	44,727	71,153
Others	13	-307	403	-217	183	252	-182	-592	-463	-109	-338
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>72</b>	<b>75</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>81</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>82</b>	<b>49</b>	<b>77</b>	<b>82</b>
DRAM	78	81	85	85	86	87	87	87	61	83	87
NAND	49	57	62	64	64	65	66	66	9	60	65
Others	3	-53	66	-34	34	41	-29	-91	-25	-5	-14
<b>매출비중 (%)</b>											
DRAM	78	76	77	78	78	78	79	79	77	77	78
NAND	21	23	22	22	22	21	21	20	21	22	21
Others	1	1	1	1	0	0	0	0	2	1	0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

# SK하이닉스[000660] 가자 미국으로

[반도체] Higher, Better, More!

재무상태표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	64,460	294,975	628,758
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	27,060	205,927	521,196
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	18,468	67,618	85,330
재고자산	13,481	13,314	14,289	17,205	16,600
기타	2,458	4,461	4,642	4,831	5,027
비유동자산	69,862	77,230	92,178	114,703	139,066
관계기업투자등	5,473	5,982	6,225	6,478	6,741
유형자산	52,705	60,157	75,294	97,863	122,062
무형자산	3,835	4,019	3,301	2,705	2,295
<b>자산총계</b>	<b>100,330</b>	<b>119,508</b>	<b>156,638</b>	<b>409,679</b>	<b>767,824</b>
유동부채	21,008	24,965	26,747	67,188	82,598
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,884	58,157	73,390
단기금융부채	11,968	7,582	6,703	4,703	4,703
기타유동부채	2,015	3,997	4,160	4,329	4,504
비유동부채	25,819	20,974	21,008	21,043	21,079
장기금융부채	22,013	19,617	19,617	19,617	19,617
기타비유동부채	3,806	1,357	1,390	1,425	1,462
<b>부채총계</b>	<b>46,826</b>	<b>45,940</b>	<b>47,754</b>	<b>88,231</b>	<b>103,677</b>
자배주주지분	53,504	73,903	108,871	321,435	664,134
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	46,729	65,418	102,020	314,583	657,282
비자배주주지분(연결)	-1	12	12	12	12
<b>자본총계</b>	<b>53,504</b>	<b>73,916</b>	<b>108,884</b>	<b>321,448</b>	<b>664,147</b>

현금흐름표	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>영업활동 현금흐름</b>	4,278	43,920	48,326	220,796	357,210
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	37,455	214,788	343,989
비현금수익비용가감	15,033	24,123	14,438	15,112	16,218
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,099	14,491	15,801
무형자산상각비	553	596	843	683	574
기타현금수익비용	-288	11,302	209	-349	-444
영업활동 자산부채변동	794	0	-3,566	-9,104	-2,996
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-5,169	-49,150	-17,712
재고자산 감소(증가)	2,288	167	-975	-2,311	-605
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	2,498	42,273	15,234
기타자산 부채변동	-171	6,035	80	84	87
<b>투자활동 현금</b>	-7,335	-30,243	-30,767	-37,867	-40,909
유형자산처분(취득)	-6,785	-16,127	-28,236	-37,060	-40,000
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-124	-88	-164
투자자산감소(증가)	126	-1,418	-406	-420	-435
기타투자활동	-221	-12,000	-2,000	-299	-311
<b>재무활동 현금</b>	5,697	-10,059	-1,704	-4,063	-1,031
차입금의 증가(감소)	6,507	-9,477	-879	-2,000	0
자본의 증가(감소)	-801	-582	-825	-2,063	-1,031
배당금의 지급	825	825	825	2,063	1,031
기타재무활동	-10	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	2,610	3,618	15,855	178,866	315,269
기초현금	4,977	7,587	11,205	27,060	205,927
기말현금	7,587	11,205	27,060	205,927	521,196
NOPLAT	-5,604	20,569	38,448	215,361	344,483
FCF	-646	13,677	17,560	182,929	316,301

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

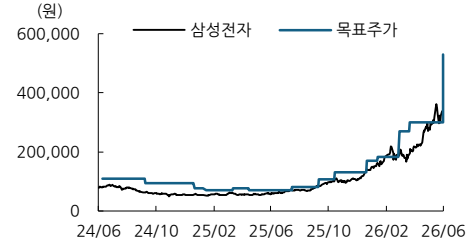
손익계산서	(십억원)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>매출액</b>	32,766	66,193	97,147	341,908	516,747
매출원가	33,299	34,365	38,456	57,452	66,363
<b>매출총이익</b>	-533	31,828	58,691	284,457	450,385
판매비 및 관리비	7,197	8,361	11,484	20,211	27,707
<b>영업이익</b>	-7,730	23,467	47,206	264,246	422,678
(EBITDA)	5,943	36,049	61,148	279,420	439,053
금융손익	-1,238	-971	-1,021	-1,036	-943
이자비용	1,468	1,345	1,228	1,251	1,167
관계기업등 투자손익	15	-2	-65	-65	-65
기타영업외손익	-2,704	93	-134	398	402
<b>세전계속사업이익</b>	-11,658	22,586	45,987	263,544	422,072
계속사업법인세비용	-2,520	2,790	8,532	48,756	78,083
계속사업이익	-9,138	19,797	37,455	214,788	343,989
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	-9,138	19,797	37,455	214,788	343,989
자배주주	-9,112	19,789	37,427	214,627	343,730
<b>총포괄이익</b>	-9,138	19,797	37,455	214,788	343,989
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.4	83.2	87.2
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	48.6	77.3	81.8
EBITDA마진률 (%)	18.1	54.5	62.9	81.7	85.0
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	38.6	62.8	66.6
ROA (%)	-8.9	18.0	27.1	75.8	58.4
ROE (%)	-15.6	31.1	41.0	99.8	69.8
ROC (%)	-7.5	26.6	42.6	187.2	238.8

주요투자지표	(원, 배)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>투자지표 (x)</b>					
PE	-11.3	6.4	10.1	7.8	4.8
PB	1.9	1.7	3.5	5.2	2.5
P/S	3.1	1.9	3.9	4.9	3.2
EV/EBITDA	21.7	3.9	6.1	5.2	2.6
P/CF	17.5	2.9	7.3	7.2	4.6
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.6	0.1	0.1
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-26.6	102.0	46.8	252.0	51.1
영업이익	적전	흑전	101.2	459.8	60.0
세전이익	적전	흑전	103.6	473.1	60.2
당기순이익	적전	흑전	89.2	473.5	60.2
EPS	적전	흑전	89.1	473.5	60.2
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	87.5	62.2	43.9	27.4	15.6
유동비율	145.0	169.3	241.0	439.0	761.2
순차입금자기자본(x)	48.3	18.3	-3.0	-57.3	-75.2
영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	38.4	211.2	362.1
총차입금 (십억원)	33,981	27,200	26,321	24,321	24,321
순차입금 (십억원)	25,821	13,554	-3,280	-184,249	-499,626
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-12,517	27,182	51,410	294,816	472,156
BPS	73,495	101,515	149,548	441,531	912,269
SPS	90,924	133,443	469,653	709,816	
CFPS	8,098	60,329	71,281	315,796	494,788
DPS	1,200	1,200	3,000	1,500	1,500

# 투자의견 및 목표주가 변동추이

## 삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-06-25	매수	109,000	-28.5	-19.5
2024-07-05	매수	109,000	-29.1	-19.5
2024-08-01	매수	109,000	-33.0	-23.8
2024-09-24	매수	93,000	-38.9	-30.4
2024-10-08	매수	93,000	-39.7	-34.4
2024-11-01	매수	93,000	-41.0	-36.9
2025-01-06	매수	77,000	-29.2	-25.6
2025-01-08	매수	77,000	-29.4	-25.6
2025-01-31	매수	71,000	-20.8	-13.0
2025-03-20	매수	71,000	-14.2	-13.0
2025-03-28	매수	76,000	-26.4	-20.8
2025-04-08	매수	76,000	-27.2	-25.5
2025-05-02	매수	71,000	-15.1	2.3
2025-07-02	매수	71,000	-8.0	2.3
2025-07-08	매수	71,000	-7.1	2.3
2025-08-01	매수	81,000	-9.8	6.3
2025-08-19	매수	81,000	-8.5	6.3
2025-09-26	매수	106,000	-11.2	-3.8
2025-10-14	매수	106,000	-7.7	-3.8
2025-10-30	매수	130,000	-18.4	6.2
2025-11-04	매수	130,000	-18.5	6.2
2026-01-06	매수	170,000	-13.9	-4.5
2026-01-08	매수	170,000	-13.4	-4.5
2026-01-29	매수	183,000	-1.1	19.1
2026-03-16	매수	270,000	-30.4	-22.8
2026-04-07	매수	300,000	-11.4	20.2
2026-04-30	매수	300,000	-1.3	20.2
2026-06-17	매수	530,000		



## SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-06-24	매수	290,000	-30.4	3.5	
2024-07-26	매수	290,000	-31.2	3.5	
2024-08-09	매수	290,000	-30.9	3.5	
2024-09-24	매수	290,000	-29.7	3.5	
2024-10-25	매수	290,000	-28.9	3.5	
2025-01-10	매수	290,000	-25.2	3.5	
2025-01-23	매수	290,000	-25.0	3.5	
2025-02-11	매수	290,000	-24.6	3.5	
2025-03-20	매수	290,000	-22.8	3.5	
2025-04-15	매수	290,000	-20.0	3.5	
2025-04-25	매수	290,000	-17.5	3.5	
2025-06-09	매수	290,000	-7.1	3.5	
2025-07-28	매수	310,000	-8.2	16.5	
2025-08-19	매수	310,000	-4.8	16.5	
2025-09-26	매수	430,000	1.7	24.4	
2025-10-29	매수	650,000	-11.5	7.1	
2025-11-04	매수	650,000	-11.5	7.1	
2026-01-06	매수	800,000	-5.5	5.1	
2026-01-29	매수	970,000	-4.6	13.3	
2026-04-09	매수	1,300,000	-13.9	-5.9	
2026-04-23	매수	1,600,000	16.6	47.7	
2026-06-17	매수	3,100,000			

## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+ 20% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	
매도	-20% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

## 투자의견 비율

기준일 2026.03.31

매수	중립	매도
99.4%	0.0%	0.6%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

DS INVESTMENT  
& SECURITIES

---