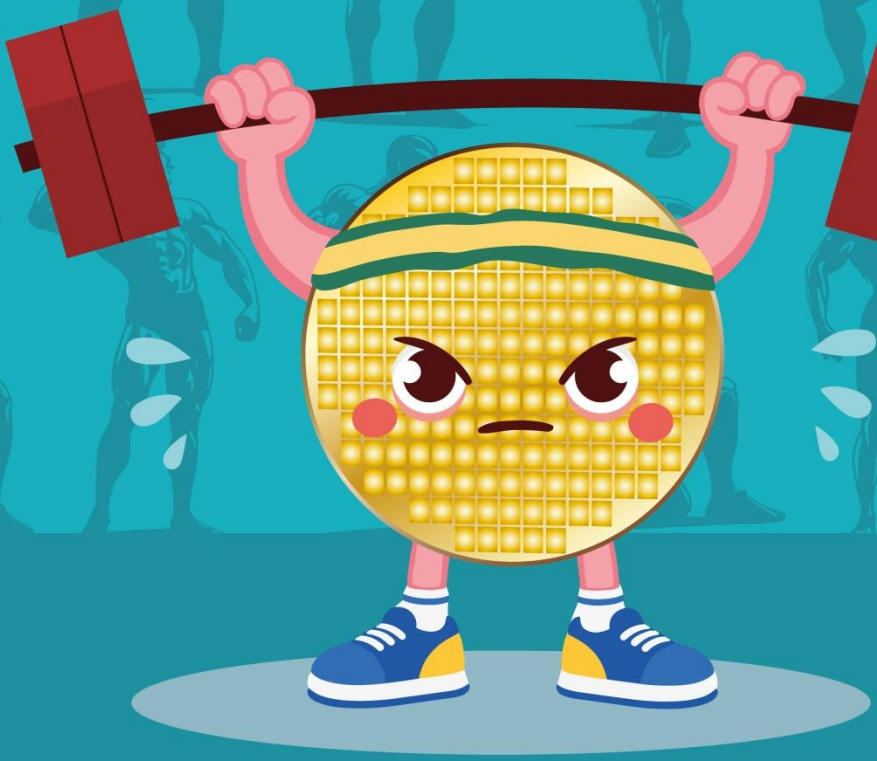
2027년 반도체 산업 연간전망

머슬 메모리

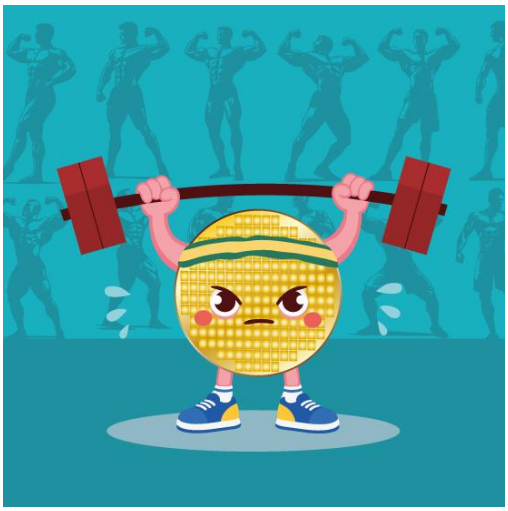


이수림 반도체
02-709-2661
surim.lee@ds-sec.co.kr

김수연 연구원
02-709-2662
su.ykim@ds-sec.co.kr

2026.11.10

Con-tents



part1 2028년 글로벌 AI 서버 출하 30% 증가 전망 07

1) CSP의 AI CapEx 증가율 둔화에도 글로벌 AI 서버 출하는 30% 증가 지속
2) 대당 탑재량 증가가 전체 서버 DRAM 수요를 견인
3) CSP 오더컷 신호는 현금흐름이 아닌 재고에서 나타날 것
4) 그러나 지금은 재고를 구경조차 할 수 없는 상황
5) 정책 불확실성에도 AI 인프라 투자 방향은 유효

part2 다운사이클에도 피크 이익의 70% 17

1) 소비자용 수요 약세와 신규 공급 감안 시 범용 DRAM 가격 조정 전망
2) 신규 팹 감가상각과 초기 수율 부담 역시 고려
3) 이 모든 가정에도 2028~2029년 이익 감소폭 제한적

part3 핵심은 HBM 29

1) 범용 DRAM 조정에도 오르는 Blended ASP
2) 2027년 HBM4 확대와 커스텀 HBM 양산이 이익 증가에 기여할 것
3) HBM 증산이 DRAM 공급 병목을 길게 만든다

기업분석 35

삼성전자(005930)_ 고점 이후에도 2029년 460조원 전망 36
SK하이닉스(000660)_ 고점 이후에도 2029년 290조원 전망 40

DS INVESTMENT & SECURITIES

Sector Analysis

[반도체]

머슬 메모리

2027년 반도체 연간전망: 머슬 메모리

지난 몇 년간 메모리 업체들은 AI 산업의 성장에 맞춰 제품과 고객 구성을 바꾸며 체질을 개선해왔다. 반복해서 익힌 동작을 몸이 기억하듯, 메모리 업체들이 다운사이클에도 버틸 수 있는 이익 체력을 확보하였다는 판단이다. 최근 시장 급락 이후 투자자들의 시선은 2027년의 이익보다도 이익이 고점 이후 얼마나 유지될 수 있을지로 향하고 있어 금번 자료에서 CSP의 메모리 구매 여력과 2028~2029년 가격 하락 시 이익 민감도 분석에 집중하였다.

2028년 글로벌 AI 서버 출하 30% 증가 전망

미국 주요 CSP 4사의 전사 CapEx 증가율이 2027년 53%에서 2028년 14%로 둔화되는 보수적인 가정 하에서도 글로벌 AI 서버 출하는 2028년 503만대(YoY+30%)로 증가할 전망이다. 이 때 전체 서버 DRAM 수요는 2028년 473.3억 GB(+36%), 2029년 594.6억 GB(YoY+26%)에 이를 것으로 전망한다. 이 수요가 실제 발주로 이어지는지를 판단할 핵심 지표는 CSP의 메모리 재고다. 현재 Dell과 HPE의 재고 증가분은 주로 부품에 집중돼 있으며 2027년에도 RDIMM 공급 증가율은 15~20%로 서버 CPU 출하 증가율(40% 이상)을 밑돌 전망이다. 서버 조립의 병목이 메모리에 있는 만큼 현재 쌓인 부품 재고는 향후 메모리 발주를 뒷받침할 가능성이 높다.

다운사이클에도 피크 이익의 70%

2028~2029년 스마트폰 출하 연 -5% 감소, PC 출하 연 -3% 감소를 가정하며 당사 공급 모델과 CSP CapEx 기반 서버 수요를 대입해 산출한 2년 누적 ASP의 Base 하락폭은 DRAM -36%, NAND -44%로 추정된다. 가격 조정과 신규 팹의 비용 부담을 반영한 뒤에도 양사의 2029년 합산 영업이익은 2027년 대비 70%를 유지할 전망이다. Bear 시나리오의 경우에도 2029년까지 DRAM -55%, NAND -59% 하락할 때 삼성전자와 SK하이닉스 영업이익은 각각 272조원과 166조원으로 추정된다. 현 주가는 2029년 Bear 시나리오의 이익 수준까지 반영하고 있어 저점에 가까운 구간으로 판단한다.

핵심은 HBM

결국 HBM이 2027년 Blended DRAM ASP를 끌어올리고 이후 다운사이클에서 이익 하방을 지지하는 핵심으로 작용한다. 2027년 하반기 범용 DRAM 가격이 하락으로 전환해도 HBM 판매 확대에 힘입어 Blended ASP는 상승세를 이어갈 전망이다. NVHBM의 커스텀 베이스 다이는 ASP의 추가 상향 요인이다. 고부가 제품 비중 확대와 제한적인 공급 증가가 맞물리면서 가격 조정 이후인 2029년에도 양사 합산 영업이익은 2027년 피크의 70%를 유지할 것으로 추정한다.

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

김수연 연구원
02-709-2662
su.ykim@ds-sec.co.kr

2026.11.10

비중확대

Top Picks

삼성전자 005930	
투자의견	매수
목표주가(유지)	530,000원
상승여력	179.1%

SK하이닉스 000660	
투자의견	매수
목표주가(유지)	2,640,000원
상승여력	132.4%

Key Charts

표1 미국 주요 CSP 4사 CapEx 기반 AI 서버 출하 대수 추정

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
미국 4사 전사 CapEx (억 달러)	2,173	3,575	6,809	10,444	11,855
AI 서버 장비비 비중	60%	53%	48%	45%	47%
4사 AI 서버 장비 예산 (억 달러)	1,304	1,895	3,268	4,700	5,607
대당 AI 서버 단가 추정 (만 달러)	11.9	13.9	17.8	21	22.3
4사의 글로벌 구매 비중 가정	65%	64%	64%	58%	50%
CapEx에서 역산한 글로벌 AI 서버 출하 (만 대)	**169**	**213**	**287**	**386**	**503**

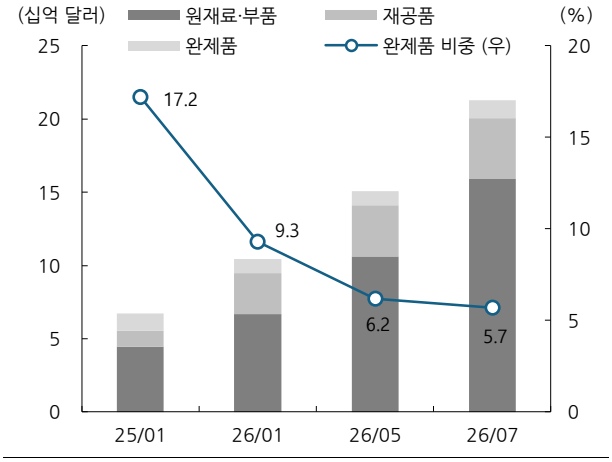
자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 서버 DRAM 수요 추정 Table

서버 출하 대수											
(백만대, %)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
일반 서버	11.6	12.4	12.8	14.1	11.2	12.8	14.2	16.7	19.6	21.1	22.4
YoY		7%	4%	10%	-20%	14%	12%	17%	17%	8%	6%
AI 서버	0.2	0.3	0.7	0.9	1.2	1.7	2.1	2.9	3.9	5.0	5.7
YoY		50%	133%	22%	38%	46%	24%	34%	34%	30%	13%
전체 서버	11.8	12.7	13.5	14.9	12.4	14.5	16.4	19.5	23.4	26.2	28.1
YoY		7%	7%	10%	-17%	17%	13%	19%	20%	12%	7%
서버 대당 DRAM 탑재용량											
(GB/대, %)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
일반 서버	316.0	407.0	502.0	606.0	694.0	749.0	808.0	868.0	940.0	1,015.2	1,086.3
YoY		29%	23%	21%	15%	8%	8%	7%	8%	8%	7%
AI 서버	450.0	500.0	550.0	650.0	900.0	1,100.0	1,400.0	2,000.0	2,500.0	3,025.0	3,539.3
YoY		11%	10%	18%	38%	22%	27%	43%	25%	21%	17%
전체 가중평균	318.3	409.2	504.5	608.5	713.7	790.7	885.4	1,036.2	1,197.5	1,401.5	1,582.6
YoY		29%	23%	21%	17%	11%	12%	17%	16%	17%	13%
서버 DRAM 수요											
(억 GB, %)	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**	**2028E**	**2029E**
일반 서버	36.7	50.3	64.5	85.3	77.7	95.5	115.0	144.9	184.0	214.6	243.4
YoY		37%	28%	32%	-9%	23%	20%	26%	27%	17%	13%
AI 서버	0.9	1.5	3.9	5.6	10.6	18.9	30.0	57.4	96.5	152.2	201.2
YoY		67%	157%	44%	91%	78%	58%	92%	68%	58%	32%
서버 시스템 DRAM(비 HBM)	37.6	51.8	68.3	90.8	88.3	114.5	145.0	202.3	280.5	366.8	444.6
YoY		38%	32%	33%	-3%	30%	27%	40%	39%	31%	21%
HBM	0.4	1.0	1.5	2.5	4.8	10.6	25.6	46.0	68.6	106.5	150.0
YoY		150%	50%	67%	92%	121%	142%	80%	49%	55%	41%
서버 DRAM 전체	38.0	52.8	69.8	93.3	93.1	125.1	170.6	248.3	349.1	473.3	594.6
YoY		39%	32%	34%	0%	34%	36%	46%	41%	36%	26%

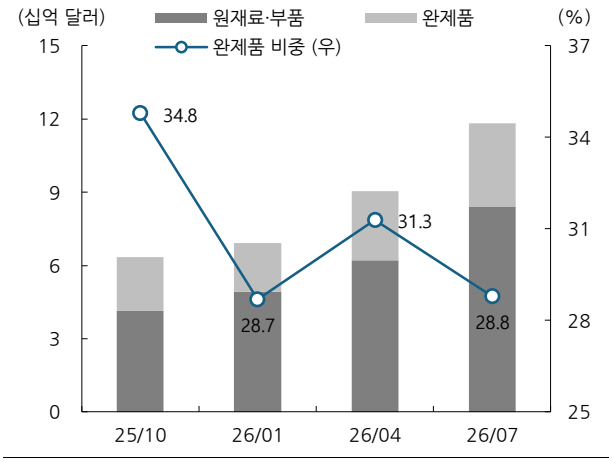
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 Dell 재고 구성 추이



자료: Dell, DS투자증권 리서치센터

그림2 HPE 재고 구성 추이



자료: HPE, DS투자증권 리서치센터

표3 2028~2029년 메모리 업체 영업이익 시나리오

시나리오	연도	DRAM ASP (% YoY)	NAND ASP (% YoY)	삼성전자 영업이익 (조원, 2027E 대비)	SK 하이닉스 영업이익 (조원, 2027E 대비)
Bull	2028E	-15%	-20%	602.2 (-4.7%)	392.9 (-11.5%)
	2029E	-10%	-15%	596.5 (-5.6%)	377.9 (-14.8%)
Base	**2028E**	**-25%**	**-30%**	**508.7 (-19.5%)**	**330.7 (-25.5%)**
	2029E	**-15%**	**-20%**	**461.7 (-26.9%)**	**290.3 (-34.6%)**
Bear	2028E	-40%	-45%	368.3 (-41.7%)	237.5 (-46.5%)
	2029E	-25%	-25%	272.2 (-56.9%)	166.3 (-62.5%)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주) 2027E 추정 영업이익은 삼성전자 632.0조원, SK하이닉스 443.8조원. DRAM ASP는 HBM을 포함한 블렌디드 기준. 세 시나리오에 동일한 출하 B/G를 적용했으며, 영업이익에는 감가상각 외 고정비와 신규 팹 초기 수율 부담을 반영함

표4 삼성전자/SK하이닉스 제품별 ASP 전망

삼성전자	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26P**	**4Q26E**	**1Q27E**	**2Q27E**	**3Q27E**	**4Q27E**
Conv. ASP QoQ	105.0%	47.6%	17.6%	8.0%	1.5%	0.0%	-1.0%	-2.0%
HBM ASP QoQ	3.4%	0.0%	52.2%	6.2%	22.9%	11.5%	10.6%	12.6%
Blended DRAM ASP QoQ	93.0%	44.2%	19.6%	8.1%	4.3%	2.0%	1.1%	1.0%
SK 하이닉스	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26P**	**4Q26E**	**1Q27E**	**2Q27E**	**3Q27E**	**4Q27E**
Conv. ASP QoQ	98.2%	37.9%	31.7%	5.5%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
HBM ASP QoQ	-5.1%	1.0%	9.3%	29.7%	33.2%	7.3%	10.6%	11.5%
Blended DRAM ASP QoQ	65.0%	29.5%	28.3%	8.3%	6.1%	1.6%	0.8%	0.9%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표5 HBM 조정 및 bits/wafer 반영한 4사 합산 실질 CAPA 추정

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
삼성전자	627	722	894	1,033	1,148	1,262	1,337	1,407	1,443	1,490
SK 하이닉스	500	585	642	716	826	921	1,028	1,076	1,144	1,183
Micron	315	339	392	463	544	604	670	747	789	853
CXMT	167	200	297	403	469	532	591	655	724	759
4 사 합산 최종 CAPA	**1,609**	**1,846**	**2,226**	**2,615**	**2,987**	**3,319**	**3,626**	**3,886**	**4,100**	**4,284**
공급 증가율		14.7%	20.6%	17.4%	14.2%	11.1%	9.2%	7.2%	5.5%	4.5%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표6 과거 다운사이클의 ASP/출하 변화에 따른 영업이익률 변화

구간	업체	제품	ASP 변화율($ 기준)	출하 B/G 변화율	비트당 비용 변화율(원화 기준)	영업이익률
2018 → 2019	삼성전자	DRAM	-48%	22%	-11%	62.5% → 38.5%
		NAND	-51%	45%	-28%	15.1% → -17.4%
	SK 하이닉스	DRAM	-50%	20%	1%	65.0% → 32.3%
		NAND	-56%	48%	-18%	2.0% → -71.9%
2022 → 2023	삼성전자	DRAM	-40%	6%	9%	43.6% → -0.8%
		NAND	-46%	19%	-9%	11.7% → -45.1%
	SK 하이닉스	DRAM	-37%	15%	-5%	33.1% → 1.7%
		NAND	-36%	3%	2%	-17.5% → -82.9%

자료: DS투자증권 리서치센터

2027년 반도체 산업 연간전망

머슬 메모리

part 1

2028년 글로벌 AI 서버 출하 30% 증가 전망

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

1. 2028년 글로벌 AI 서버 출하 30% 증가 전망

투자 증가율 둔화에도 서버 DRAM 수요 확대 전망, 메모리 가격 하방 지지

미국 주요 CSP 4사의 투자 계획을 바탕으로 글로벌 AI 서버 출하를 2027년 386만 대, 2028년 503만 대로 추정한다. 추정에는 미국 주요 CSP 4사의 전사 CapEx 증가율이 2027년 53%에서 2028년 14%로 둔화되는 보수적인 가정을 반영하였다. 보수적 가정에도 불구하고 일반 서버 출하와 대당 메모리 탑재량을 함께 반영하면 HBM을 제외한 서버 시스템 DRAM 수요는 2028년 366.8억 GB(YoY+31%), 2029년 444.6억 GB(YoY+21%)에 달할 전망이다. 스마트폰과 PC 출하의 역성장을 가정해도 서버용 비트 수요 증가에 힘입어 메모리 가격의 하락폭이 줄어들 것이다.

1) CSP의 AI CapEx 증가율 둔화에도 글로벌 AI 서버 출하는 30% 증가 지속

AI 장비 예산 비중 47.3%로 확대, 4사 서버 구매는 12% 증가

당사 모델에 반영한 Bloomberg 컨센서스 기준 미국 주요 CSP 4사의 전사 CapEx 증가율은 2027년 53%에서 2028년 14%로 둔화된다. 다만 AI 서버 장비에 배정되는 예산 비중이 45%에서 47.3%로 증가하면서 4사의 장비 예산은 4,700억 달러에서 5,607억 달러로 19% 증가할 것으로 추정한다. 대당 구매 단가를 21.0만 달러에서 22.3만 달러로 적용한 4사 구매 규모는 224만 대에서 251만 대로 약 12% 늘어난다.

표7 미국 주요 CSP 4사 CapEx 기반 AI 서버 출하 대수 추정

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
미국 4사 전사 CapEx (억 달러)	2,173	3,575	6,809	10,444	11,855
AI 서버 장비비 비중	60%	53%	48%	45%	47%
4사 AI 서버 장비 예산 (억 달러)	1,304	1,895	3,268	4,700	5,607
대당 AI 서버 단가 추정 (만 달러)	11.9	13.9	17.8	21	22.3
4사의 글로벌 구매 비중 가정	65%	64%	64%	58%	50%
CapEx에서 역산한 글로벌 AI 서버 출하 (만 대)	**169**	**213**	**287**	**386**	**503**

자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터 추정

표8 미국 주요 CSP 4사 CapEx 중 AI 서버 장비비 비중 추이

업체	2024	2025	2026 년 3Q 까지	공시 기준
Microsoft	약 50%	약 50% 이하	약 70%	2024·2025 는 회계연도 실적 콜, 2026 은 달력연도 1~3Q 가중평균. CPU·GPU 등 포함.
Amazon	62.1%	67.8%	74.8%	전사 유형자산 순증설액 중 AWS 비중
Alphabet	60% (3Q)	60% (연간)	60% (1Q·2Q), 65% (3Q)	기술 인프라 투자 중 서버 비중. 3Q26 은 네트워크 포함
Meta	61.70%	42.90%	38.40%	유형자산 취득원가 잔액 증가분 중 서버·네트워크 비중

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

2) 대당 탑재량 증가가 전체 서버 DRAM 수요를 견인

2029년 대당 3,539GB, 탑재량이 끌어올리는 서버 DRAM 수요

전체 서버 출하 증가율은 2028년 12%, 2029년 7%로 둔화되지만 서버 시스템 DRAM 수요는 각각 31%, 21% 성장할 전망이다. 2028년 일반 서버 출하는 2,114만 대(YoY+8%), AI 서버는 503만 대(YoY+30%)로 추정한다. 2029년은 출하 성장률이 둔화된다는 가정 아래 일반 서버 2,241만 대(YoY+6%), AI 서버 568만 대(YoY+13%)를 적용했다. AI 서버의 대당 시스템 DRAM 탑재량은 2027년 2,500GB에서 2028년 3,025GB, 2029년 3,539GB로 높아질 전망이다.

전체 서버 DRAM 수요는 2029년 594.6억 GB까지 성장할 전망

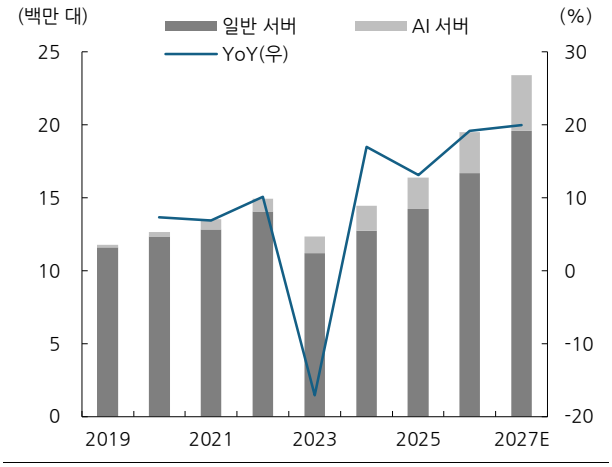
이에 따라 AI 서버용 시스템 DRAM 수요는 2028년 152.2억 GB(YoY+58%), 2029년 201.2억 GB(YoY+32%)로 늘어난다. 일반 서버용도 같은 기간 214.6억 GB(YoY+17%), 243.4억 GB(YoY+13%)로 증가한다. 별도로 추정한 HBM 수요 106.5억 GB, 150.0억 GB를 더하면 전체 서버 DRAM 수요는 2028년 473.3억 GB(+36%), 2029년 594.6억 GB(YoY+26%)에 이른다.

표9 서버 DRAM 수요 추정 Table

서버 출하 대수											
(백만대, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
일반 서버	11.6	12.4	12.8	14.1	11.2	12.8	14.2	16.7	19.6	21.1	22.4
YoY		7%	4%	10%	-20%	14%	12%	17%	17%	8%	6%
AI 서버	0.2	0.3	0.7	0.9	1.2	1.7	2.1	2.9	3.9	5.0	5.7
YoY		50%	133%	22%	38%	46%	24%	34%	34%	30%	13%
전체 서버	11.8	12.7	13.5	14.9	12.4	14.5	16.4	19.5	23.4	26.2	28.1
YoY		7%	7%	10%	-17%	17%	13%	19%	20%	12%	7%
서버 대당 DRAM 탑재용량											
(GB/대, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
일반 서버	316.0	407.0	502.0	606.0	694.0	749.0	808.0	868.0	940.0	1,015.2	1,086.3
YoY		29%	23%	21%	15%	8%	8%	7%	8%	8%	7%
AI 서버	450.0	500.0	550.0	650.0	900.0	1,100.0	1,400.0	2,000.0	2,500.0	3,025.0	3,539.3
YoY		11%	10%	18%	38%	22%	27%	43%	25%	21%	17%
전체 가중평균	318.3	409.2	504.5	608.5	713.7	790.7	885.4	1,036.2	1,197.5	1,401.5	1,582.6
YoY		29%	23%	21%	17%	11%	12%	17%	16%	17%	13%
서버 DRAM 수요											
(억 GB, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E
일반 서버	36.7	50.3	64.5	85.3	77.7	95.5	115.0	144.9	184.0	214.6	243.4
YoY		37%	28%	32%	-9%	23%	20%	26%	27%	17%	13%
AI 서버	0.9	1.5	3.9	5.6	10.6	18.9	30.0	57.4	96.5	152.2	201.2
YoY		67%	157%	44%	91%	78%	58%	92%	68%	58%	32%
서버 시스템 DRAM(비 HBM)	37.6	51.8	68.3	90.8	88.3	114.5	145.0	202.3	280.5	366.8	444.6
YoY		38%	32%	33%	-3%	30%	27%	40%	39%	31%	21%
HBM	0.4	1.0	1.5	2.5	4.8	10.6	25.6	46.0	68.6	106.5	150.0
YoY		150%	50%	67%	92%	121%	142%	80%	49%	55%	41%
서버 DRAM 전체	38.0	52.8	69.8	93.3	93.1	125.1	170.6	248.3	349.1	473.3	594.6
YoY		39%	32%	34%	0%	34%	36%	46%	41%	36%	26%

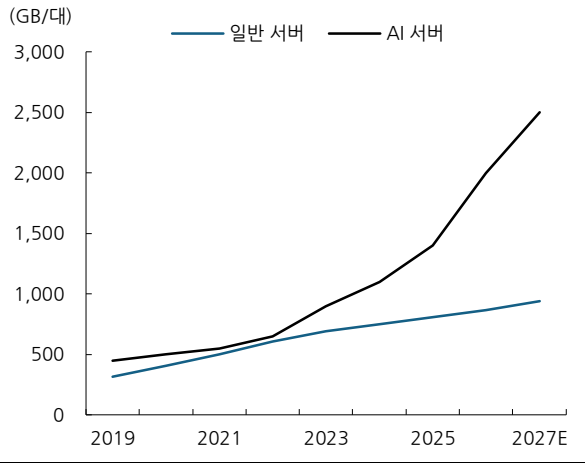
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 글로벌 서버 출하량 추이 및 증감률



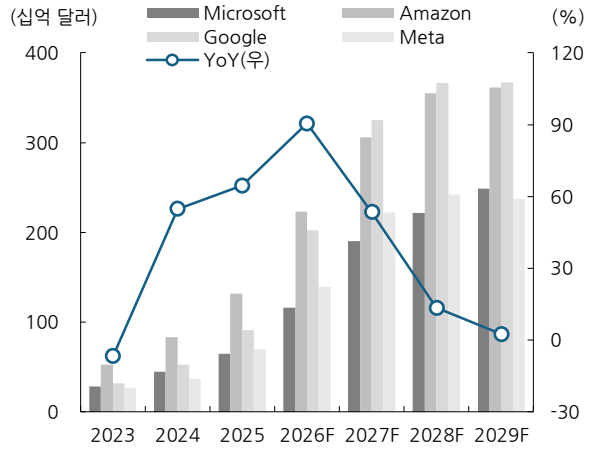
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림4 서버 대당 DRAM 탑재 용량 추이 및 증감률



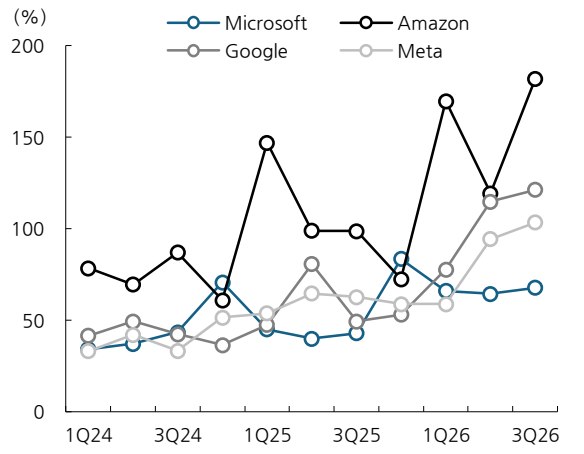
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림5 북미 CSP 4개사 CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 추정치는 블룸버그 컨센서스 기준

그림6 북미 CSP 4개사 CapEx/OCF 비중 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

KV 캐시 오프로딩으로 커지는 시스템 DRAM의 역할

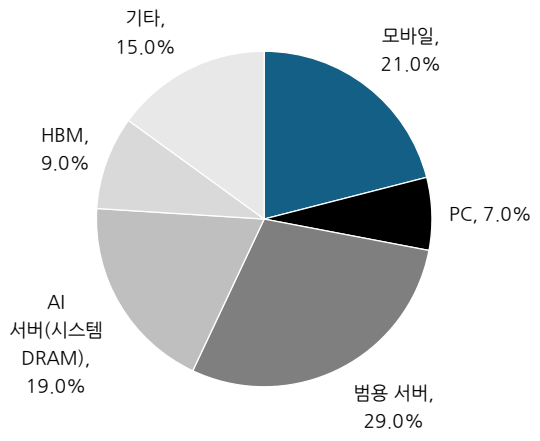
AI 추론에서 CPU 메모리가 맡는 일이 늘고 있기 때문에 서버에서 요구되는 DRAM 용량 증가가 지속되고 있다. 긴 문맥을 처리하고 여러 요청을 동시에 받으면 GPU가 재사용할 중간 데이터인 KV 캐시가 커진다. 그 중 곧바로 쓸 데이터는 HBM에 두고 잠시 쉬고 있는 세션의 데이터는 CPU DRAM으로 옮겼다가 다시 불러올 수 있다. NVIDIA는 Vera의 LPDDR5X를 이 용도로 명시했고 추론 소프트웨어인 Dynamo와 vLLM도 CPU 메모리로의 KV 캐시 오프로딩을 지원한다. 같은 HBM 용량으로 더 많은 요청을 처리하기 위해 시스템 DRAM을 늘릴 경제적 이유가 생긴 것이다. 결국 이는 소비자 수요가 약해져도 DRAM 시장 전체를 지탱할 수요처가 커지고 있음을 의미한다.

표10 시스템 DRAM 용량 증가

비교	CPU 측 시스템 DRAM	확인할 수 있는 것
NVIDIA Grace → Vera	최대 480GB → 768GB 하향 구성	Vera 의 초기 1.5TB 계획에서 절반으로 낮춰도 CPU 1 개·GPU 2 개 기준으로 Grace 대비 60% 증가. NVIDIA 공식 최대 사양은 1.5TB 이며 768GB 는 공급 제약을 반영한 업계 파악치
Google TPU v6e → Ironwood	720 → 960GiB	동일한 4 칩 VM 기준 33% 증가. NVIDIA 외 자체 ASIC 에서도 호스트 메모리 증설이 확인됨
AWS Trainium2 → Trainium3 Gen1	2,048 → 2,048GiB	동일한 16 칩 서버 기준 유지. 가속기 세대가 바뀌어도 호스트 메모리를 그대로 두는 사례도 있음

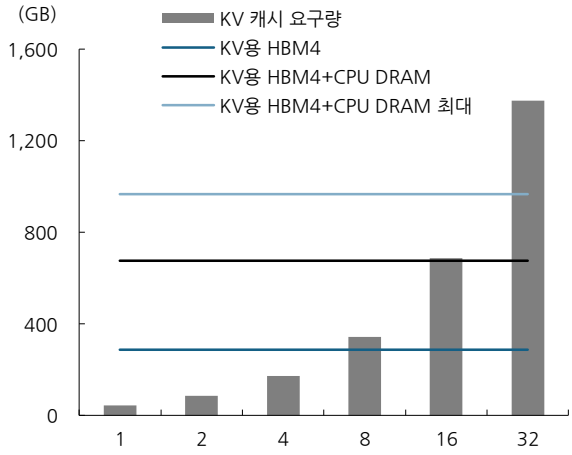
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림7 응용처별 DRAM 수요 비중



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림8 보관 세션 수별 KV 캐시 요구량과 GPU당 메모리 용량



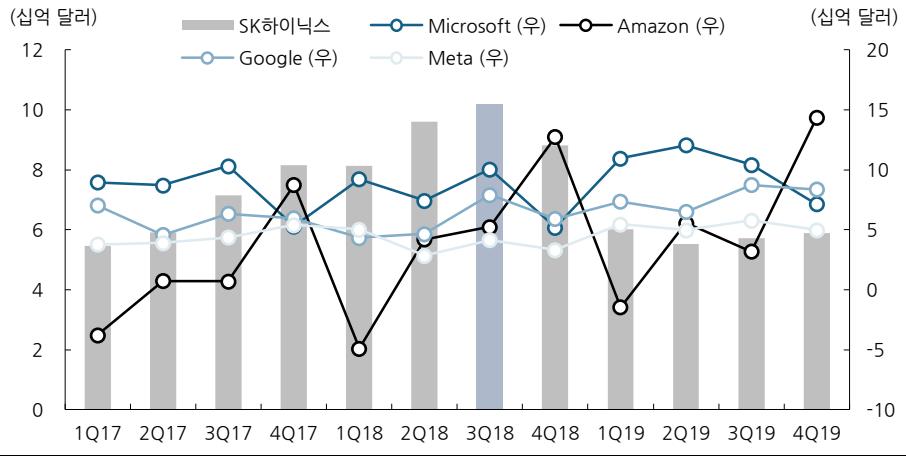
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터
주: Llama 3.3 70B(128K 문맥) 기준 GPU 1개당 산출

3) CSP 오더컷 신호는 현금흐름이 아닌 재고에서 나타날 것

정상의 두 배 넘게 쌓인 재고가 촉발했던 2019년의 가격 급락

다운사이클의 선행 신호는 현금흐름이 아닌 재고 지표에서 나타날 것이다. 지난 사이클에서도 메모리 발주가 꺾이는 시점은 고객 재고와 실제 서버 투입 속도에서 감지되었다. 2019년 CSP 4사의 FCF는 1,158억달러로 전년보다 +29% 늘었으며 데이터센터 투자도 전년 대비 +11% 증가했다. 그러나 서버 DRAM 가격은 연간 50% 가까이 하락했다. 그 원인은 누적된 재고였다. 2019년 1월 북미 데이터센터 운영사는 최소 5~6주 사용분의 서버 메모리를 보유하고 있었고 이는 정상 수준의 두 배를 넘는 양이었다. 삼성전자와 Micron은 당시 데이터센터 고객의 재고 조정을 수요 둔화의 핵심 배경으로 꼽았다.

그림9 SK하이닉스 매출액과 CSP 4사 FCF 추이

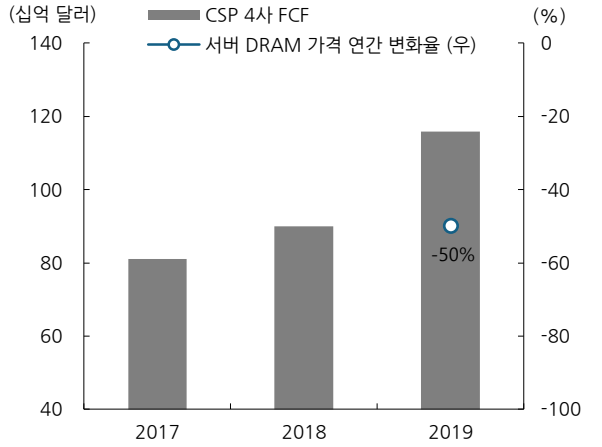


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

분기 FCF 적자에도 흔들리지 않을 CSP의 투자 체력

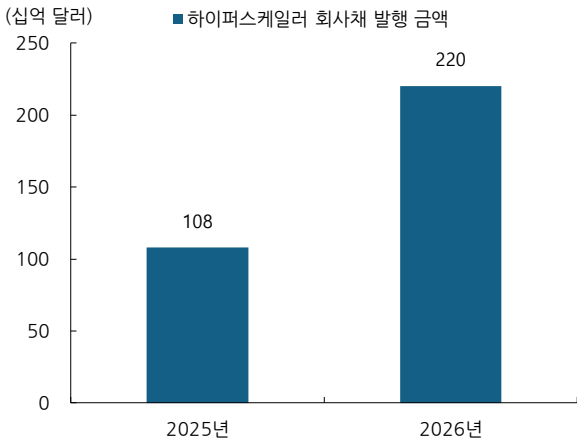
현재 주요 CSP는 현금흐름과 외부 조달을 함께 활용할 여력이 있다. 3Q26 Alphabet과 Meta의 분기 FCF는 마이너스였으나 최근 12개월 기준으로는 양사 모두 플러스를 유지했다. Microsoft는 같은 분기에 186억 달러의 FCF를 기록했다. 최근 12개월 FCF가 -424억 달러인 Amazon도 1Q27~3Q28 일부 기술 인프라 구매에 활용할 수 있는 최대 약 800억 달러의 공급업체 금융약정을 공시했다.

그림10 2019년: FCF는 늘었지만 메모리는 사지 않았다



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터
주: CSP 4사는 Google, Amazon, Microsoft, Facebook

그림11 2026년: FCF는 마이너스여도 차입으로 산다



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터
주: 2025년은 4사, 연간 금액 기준. 2026년은 5사, 8월까지의 금액 기준

4) 그러나 지금은 재고를 구경조차 할 수 없는 상황

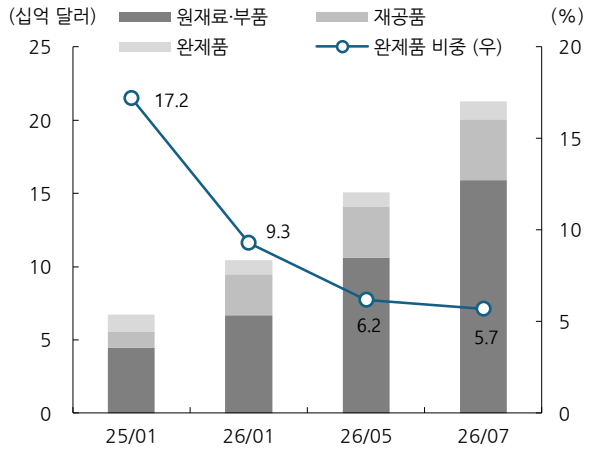
가장 늦게 도착하는 메모리를 기다리며 쌓여가는 나머지 부품들

서버 OEM의 재고도 같은 결론을 가리킨다. Dell의 재고는 1년 반 사이 67억달러에서 213억달러로 늘었지만 완제품은 12억달러로 거의 늘지 않았고 완제품 비중은 17%에서 6%로 낮아졌다. HPE도 부품이 두 배로 늘어나는 동안 완제품 비중은 35%에서 29%로 떨어졌다. 그러면서도 두 회사 모두 DRAM과 NAND 부족이 출하를 제약한다고 밝혔다. 가장 늦게 들어오는 메모리를 기다리며 나머지 부품이 재공품으로 쌓여있는 구조라는 판단이다. 이 재고는 이미 소진처가 정해져 있다. Dell의 AI 서버 백로그 950억달러는 전체 재고의 4.5배 수준이다.

재고 소진을 기다렸던 2019년과 달리 곧바로 구매를 재개하는 CSP

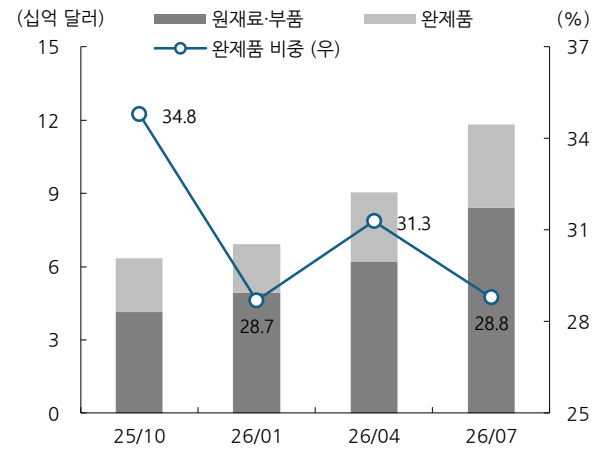
현재까지 일부 고객의 주문 조정은 다른 고객이 흡수하고 있다. 2Q26 서버 CPU의 부족으로 미국 CSP 업체들의 DRAM 재고가 일시적으로 늘었다. 2018년에도 CPU 부족이 재고 적체의 원인이었다는 점에서 구조는 닮았으나 2019년에는 재고를 소진하는 동안 구매가 멈춘 반면 올해는 CPU 공급이 나아지자 곧바로 CSP 업체들이 메모리 구매를 늘렸다. 2027년 RDIMM 공급 증가율은 15~20%로 서버 CPU 출하 증가율(+40% 이상)에 크게 못 미칠 것으로 전망한다. 2018년의 병목이 CPU였다면 2027년의 병목은 DRAM 자체이며 병목 부품은 재고로 남지 않을 것이다.

그림12 Dell 재고 구성 추이



자료: Dell, DS투자증권 리서치센터

그림13 HPE 재고 구성 추이



자료: HPE, DS투자증권 리서치센터

5) 정책 불확실성에도 AI 인프라 투자 방향은 유효

선거가 바꾸는 것은 입지와 속도일 뿐 연산 용량의 총량이 아닌 상황

미국 중간선거 이후의 정책 불확실성이 메모리 업종의 중기 펀더멘털을 바꿀 가능성은 제한적이다. 민주당의 승리로 미국 내 데이터센터 인허가와 건설 일정이 지연될 수 있다는 우려가 시장의 투자심리를 잠식 중이다. 그러나 선거가 바꾸는 것은 데이터센터의 입지와 속도이며 CSP가 확보해야 할 연산 용량의 총량은 그대로다.

회수 구간을 앞두고 투자를 멈추는 것은 가장 비싼 선택이 될 것

CSP가 투자를 멈출 수 없는 이유는 명확하다. 공급해야 할 용량은 이미 계약으로 확정돼 있고 2029년까지의 CapEx는 4사 모두 증가 방향을 제시했다. 2025년 하반기부터 2026년까지의 집행분이 매출로 전환되는 회수 구간은 2027년 3분기부터 본격화될 전망이다. 회수 직전에 투자를 멈추는 것은 CSP에게 가장 비싼 선택이 될 것이다. CSP의 대응은 AI 투자 중단이 아닌 건설 가능한 입지를 확보하는 방향으로 전개될 것으로 전망한다.

막힌 길 대신 새로운 입지를 찾아 나서는 빅테크의 대응

실제로 선거 전후 기업들의 대응은 기존 거점 확장, 해외 입지 확보, 지역사회 비용 분담으로 구체화되는 모습이다. 메타는 추진이 수월한 기존 거점 확장과 해외 입지 검토를 제시했고 앤트로픽은 호주, 캐나다 임대계약과 복수 국가 의향서를 체결했다. OpenAI는 인프라 비용 전액 부담을 약속하며 지역 수용성 확보에 나섰다. 해외 역시 전력 제약이 있어 일부 일정 지연은 불가피할 수 있으나 마이크로소프트의 사례처럼 지연된 투자는 취소되지 않고 다음 분기로 넘어간다.

표11 대응의 공통적 방향은 중단이 아닌 비용 부담과 입지 조정

발언일	기업명	대응 방향성	중간선거 전후 AI DC·인프라 관련 언급
2026.11.04	Meta	기존 거점 확장 / 해외 검토	1) 신규 DC 건설은 심사 강화로 어려워질 것 2) 지역 기여가 입증된 기존 거점 확장이 상대적으로 수월 3) 필요 시 해외 입지 검토 4) 취임 후 당선인과 협의 기대
2026.11.05	OpenAI	지역사회 비용 분담	1) 시설의 전력·인프라 비용 전액 부담 등 신규 DC 정책 발표 2) 조지아 신규 캠퍼스 인프라 비용 전액 부담 3) 전력망 비상 시 사용량 감축 약속
2026.11.02	Anthropic	해외 입지 다변화	1) 중간선거 결과에 따른 시설 건설 지연을 위험 요인으로 명시 2) 호주·캐나다 임대계약 체결, 복수 국가 LOI 체결·협상 중 3) 장기자산의 95%가 미국 소재
2026.10.28	Microsoft	해외 확장 / 일정 이연	1) 지난 분기 5 개 대륙에 DC 24 곳 추가 2) 3P 용량 인도 지연분 약 50 억 달러는 취소 아닌 2027 년 이연 3) 전력 인프라 비용 부담·재산세 감면 요청 중단
2026.10 월	Amazon·Google	지역사회 비용 분담	Amazon: 지역사회 5 년간 10 억달러 + 투자. 지자체 NDA 요구 폐지 Google: 2027 년까지 지역 프로그램 10 억달러·신규 캠퍼스 재산세 전액 납부. 지자체 NDA 요구 폐지

자료: 각 사, 언론종합, DS투자증권 리서치센터

서버 배치와 납품 일정이 밀릴 경우 실적 민감도가 가장 높은 업체는 마이크론으로 예상

글로벌 연산 수요와 장비 발주 계획이 유지되는 현재로서는 메모리의 중기 수요 전망을 크게 바꿀 사안이 아니라고 판단하지만 만약 서버 배치와 납품 일정이 밀릴 경우 업체별 영향은 아래와 같이 나타날 것으로 예상한다.

1) 마이크론 – 미국 고객사의 일정이 동시에 밀릴 때 분기 실적 민감도가 가장 높을 것으로 예상한다. FY4Q26 기준 클라우드·데이터센터 두 사업부가 매출의 약 63%를 차지하고 연간 기준 미국 본사 고객이 매출의 약 3분의 2를 차지한다. 중국 CSP 사업자에 대한 판매 제약이 있어 미국 고객의 발주 공백을 중국에서 메울 여지 역시 제한적이다.

2) 키옥시아 – FY2Q26 기준 SSD·스토리지가 전사 매출의 65%, 그중 데이터센터·기업용이 60%대 중반으로 파악된다. 전사 매출로 환산하면 데이터센터·기업용 노출은 약 40% 초반이다. 신규 데이터센터에 들어갈 고용량 QLC SSD 도입이 늦어지면 분기 출하량과 고부가 제품 비중이 동시에 낮아질 수 있다.

3) 삼성전자/SK하이닉스 – 결국 삼성전자와 SK하이닉스 이익에서 가장 크게 봐야 할 변수는 범용 DRAM 가격 상승세가 얼마나 둔화되는 지다. CSP가 서버 구매 자체를 늦추면 서버 DDR5와 QLC SSD에서 추가 주문이 줄고 가격 협상력이 약해질 수 있다.

4) CXMT/YMTC – 미국 CSP 향 매출이 없는 중국 메모리 업체들은 미국 내 데이터센터 건설 축소 시 직접적인 영향은 가장 제한적이다. 다만 미국 서버용 수요가 장기간 둔화돼 글로벌 업체들의 범용 DRAM/NAND 판매 경쟁이 강해지면 이들도 중국 내 물량 증가에도 불구 가격 압력을 받을 수밖에 없다.



2027년 반도체 산업 연간전망

머슬 메모리

part 2

다운사이클에도 피크 이익의 70%

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

2. 다운사이클에도 피크 이익의 70%

가격 하락을 비트 성장과 HBM 믹스로 상쇄하는 Base 시나리오

서버 수요 전망과 공급 증가 계획을 반영한 Base 시나리오에서 2029년 영업이익은 삼성전자 461.7조원, SK하이닉스 290.3조원으로 추정한다. 이는 2027년 추정치 대비 각각 27%, 35% 감소한 수준이다. 2년간 Blended DRAM ASP 36%, NAND ASP 44% 하락을 반영했으며 비트 출하 증가와 HBM 믹스가 가격 하락의 영향을 일부 상쇄한다.

1) 소비자용 수요 약세와 신규 공급 감안 시 범용 DRAM 가격 조정 전망

2028년 25%, 2029년 15% 하락이 예상되는 Blended DRAM ASP

서버 시스템 DRAM 수요는 31%, 21% 성장하지만 소비자용 수요 약세와 신규 공급을 감안하면 범용 DRAM 가격 조정이 이어질 전망이다. 2028~2029년 스마트폰 출하 연 5% 감소, PC 출하 연 3% 감소를 가정하며 당사 공급 모델상 범용 DRAM 비트 공급은 각각 20.6%, 17.4% 늘어날 것으로 추정한다. 앞서 CSP CapEx를 기반으로 추정한 서버 수요를 대입해 산출한 Blended DRAM ASP는 2028년 25%, 2029년 15% 하락할 것으로 전망한다.

표12 2028~2029년 메모리 업체 영업이익 시나리오

시나리오	연도	DRAM ASP (% YoY)	NAND ASP (% YoY)	삼성전자 영업이익 (조원, 2027E 대비)	SK 하이닉스 영업이익 (조원, 2027E 대비)
Bull	2028E	-15%	-20%	602.2 (-4.7%)	392.9 (-11.5%)
	2029E	-10%	-15%	596.5 (-5.6%)	377.9 (-14.8%)
Base	**2028E**	**-25%**	**-30%**	**508.7 (-19.5%)**	**330.7 (-25.5%)**
	2029E	**-15%**	**-20%**	**461.7 (-26.9%)**	**290.3 (-34.6%)**
Bear	2028E	-40%	-45%	368.3 (-41.7%)	237.5 (-46.5%)
	2029E	-25%	-25%	272.2 (-56.9%)	166.3 (-62.5%)

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주) 2027E 추정 영업이익은 삼성전자 632.0조원, SK하이닉스 443.8조원. DRAM ASP는 HBM을 포함한 블렌디드 기준. 세 시나리오에 동일한 출하 B/G를 적용했으며, 영업이익에는 감가상각 외 고정비와 신규 팹 초기 수율 부담을 반영함

표13 시나리오 가격 가정

시나리오	DRAM 2028E	DRAM 2029E	DRAM 2년 누적
Bull	-15%	-10%	-24%
Base	**-25%**	**-15%**	**-36%**
Bear	-40%	-25%	-55%
시나리오	**NAND 2028E**	**NAND 2029E**	**NAND 2년 누적**
Bull	-20%	-15%	-32%
Base	**-30%**	**-20%**	**-44%**
Bear	-45%	-25%	-59%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표14 시나리오 비용 가정

가정	2028E	2029E
DRAM 감가상각비 YoY	15%	15%
NAND 감가상각비 YoY	10%	10%
감가상각 외 고정비 YoY	10%	10%
DRAM 비트당 변동비 램프업 할증	2%	1%
NAND 비트당 변동비 YoY	-5%	-5%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표15 시나리오 출하 가정

업체	제품	2028E 출하 B/G	2029E 출하 B/G	2년 누적 출하 증가율
삼성전자	DRAM	20%	16%	39%
	NAND	15%	12%	29%
SK하이닉스	DRAM	10%	12%	23%
	NAND	15%	12%	29%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주) DRAM 출하 B/G는 HBM 믹스와 웨이퍼당 생산성을 반영한 업체별 실질 CAPA를 바탕으로 추정

계약가 시차와 믹스 확대로 HBM이 DRAM 가격 하락을 완충할 전망

과거 두 다운사이클에서 DRAM ASP는 2년간 49~56% 하락했다. 이번에는 서버 비트 수요 성장에 더해 HBM 계약가가 범용 DRAM 시황을 반영하는 시차와 HBM 비중 확대가 하락폭을 완충할 전망이다. 2027년 DRAM 매출에서 HBM 비중을 삼성전자 19%, SK하이닉스 23%로 두고 출하 믹스를 고정하면 2028년 범용 DRAM ASP가 30% 떨어져도 HBM ASP 하락폭이 각각 3%, 8%일 때 양사의 Blended DRAM ASP 하락률은 약 25%다.

eSSD 성장에도 소비자용 약세와 신규 공급이 NAND ASP를 압박

NAND ASP는 2028년 30%, 2029년 20% 하락을 적용한다. 서버 증설과 AI 추론용 스토리지 확대는 eSSD 수요를 지지하지만 스마트폰·PC 출하 감소는 모바일·클라이언트용 NAND 수요에 부담이다. 여기에 고단화에 따른 비트 생산성 개선과 신규 팹 공급을 감안해 DRAM보다 큰 가격 조정을 반영했다. NAND 가격 경로는 eSSD와 소비자용 제품의 수급을 별도로 고려한 시나리오다.

표16 시나리오 가격 가정

시나리오	DRAM 2028E	DRAM 2029E	DRAM 2년 누적
Bull	-15%	-10%	-24%
Base	**-25%**	**-15%**	**-36%**
Bear	-40%	-25%	-55%
시나리오	**NAND 2028E**	**NAND 2029E**	**NAND 2년 누적**
Bull	-20%	-15%	-32%
Base	**-30%**	**-20%**	**-44%**
Bear	-45%	-25%	-59%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표17 과거 다운사이클의 2년 ASP 경로 ($ 기준 변화율)

구간	업체	제품	첫 해 ASP YoY	둘째 해 ASP YoY	2 년 누적
2018 → 2020	삼성전자	DRAM	-48%	-14%	-56%
		NAND	-51%	4%	-49%
	SK 하이닉스	DRAM	-50%	-10%	-55%
		NAND	-56%	1%	-55%
2021 → 2023	삼성전자	DRAM	-15%	-40%	-49%
		NAND	-19%	-46%	-56%
	SK 하이닉스	DRAM	-20%	-37%	-49%
		NAND	-26%	-36%	-52%

자료: DS투자증권 리서치센터

2) 신규 팹 감가상각과 초기 수율 부담 역시 고려

가격 하락에 더해 비용 상승까지 반영한 보수적 이익 가정

한편 신규 설비가 정상 수율과 가동률에 도달하기까지 시간이 걸리기 때문에 이에 따른 수율 부담과 감가상각비 역시 다운사이클 이익 가정에 반영하였다. SK하이닉스가 발표한 청주 M17과 용인 Y2의 첫 클린룸 오픈 목표는 각각 2028년 12월, 2029년 6월로 설비 투자와 실제 출하 기여 사이의 시차는 점점 더 길어지고 있다. 이에 2028~2029년 DRAM 감가상각비는 연 15%, NAND 감가상각비와 감가상각 외 고정비는 연 10% 늘리는 것으로 가정했다. 초기 수율 부담은 DRAM 비트당 변동비에 2028년 2%, 2029년 1% 할증으로 반영했다.

표18 시나리오 비용 가정

가정	2028E	2029E
DRAM 감가상각비 YoY	15%	15%
NAND 감가상각비 YoY	10%	10%
감가상각 외 고정비 YoY	10%	10%
DRAM 비트당 변동비 램프업 할증	2%	1%
NAND 비트당 변동비 YoY	-5%	-5%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

고정비 부담이 이익률을 최대 12.9%p 추가로 끌어내린 지난 다운사이클

실제로 2Q22~1Q23에는 양사의 DRAM 출하량이 약 23% 감소했지만 총영업비용은 15~18% 밖에 줄어들지 않았다. 출하량 감소폭이 총비용 감소폭보다 크게 나타나면서 비트당 영업비용은 삼성전자 6.6%, SK하이닉스 10.3% 상승했다. 원화 ASP 하락 효과를 분리하면 비트당 비용 상승은 양사의 DRAM 영업이익률을 각각 6.5%p, 12.9%p 추가로 낮춘 바 있다.

표19 과거 다운사이클의 ASP/출하 변화에 따른 영업이익률 변화

구간	업체	제품	ASP 변화율($ 기준)	출하 B/G 변화율	비트당 비용 변화율(원화 기준)	영업이익률
2018 → 2019	삼성전자	DRAM	-48%	22%	-11%	62.5% → 38.5%
		NAND	-51%	45%	-28%	15.1% → -17.4%
	SK 하이닉스	DRAM	-50%	20%	1%	65.0% → 32.3%
		NAND	-56%	48%	-18%	2.0% → -71.9%
2022 → 2023	삼성전자	DRAM	-40%	6%	9%	43.6% → -0.8%
		NAND	-46%	19%	-9%	11.7% → -45.1%
	SK 하이닉스	DRAM	-37%	15%	-5%	33.1% → 1.7%
		NAND	-36%	3%	2%	-17.5% → -82.9%

자료: DS투자증권 리서치센터

표20 출하가 줄어든 폭만큼 총비용이 줄지 않아서 비트당 비용은 오히려 상승한 바 있음

2Q22 → 1Q23 DRAM	삼성전자	SK하이닉스
출하 비트	-23%	-23%
총영업비용	-18%	-15%
원화 비트당 영업비용	7%	10%
영업비용률 상승폭	+56.4%p	+84.5%p
ㄴ 원화 ASP 하락 효과	+49.9%p	+71.5%p
ㄴ 비트당 비용 상승 효과	+6.5%p	+12.9%p

자료: DS투자증권 리서치센터

3) 이 모든 가정에도 2028~2029년 이익 감소폭 제한적

출하 증가로 가격 하락을 흡수할 메모리 양사의 매출 체력

Blended DRAM ASP가 2년간 36% 하락해도 출하 증가를 반영할 경우 2029년 DRAM 매출 감소폭은 2027년 대비 삼성전자 약 11%, SK하이닉스 약 21%다. HBM 믹스와 웨이퍼당 생산성을 반영한 실질 CAPA 기준으로 2028~2029년 DRAM 비트 출하는 2027년 대비 삼성전자 39%, SK하이닉스 23% 증가할 전망이다. NAND는 양사 모두 2028년 15%, 2029년 12%, 2년 누적 29% 성장을 적용했다. 삼성전자의 더 큰 DRAM 출하 증가폭이 양사의 이익 방어율 차이에 기여한다.

표21 시나리오 출하 가정

업체	제품	2028E 출하 B/G	2029E 출하 B/G	2년 누적 출하 증가율
삼성전자	DRAM	20%	16%	39%
	NAND	15%	12%	29%
SK하이닉스	DRAM	10%	12%	23%
	NAND	15%	12%	29%

자료: DS투자증권 리서치센터

주) DRAM 출하 B/G는 HBM 믹스와 웨이퍼당 생산성을 반영한 업체별 실질 CAPA를 바탕으로 추정

표22 HBM 조정 및 bits/wafer 반영한 4사 합산 실질 CAPA 추정

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
삼성전자	627	722	894	1,033	1,148	1,262	1,337	1,407	1,443	1,490
SK 하이닉스	500	585	642	716	826	921	1,028	1,076	1,144	1,183
Micron	315	339	392	463	544	604	670	747	789	853
CXMT	167	200	297	403	469	532	591	655	724	759
4 사 합산 최종 CAPA	**1,609**	**1,846**	**2,226**	**2,615**	**2,987**	**3,319**	**3,626**	**3,886**	**4,100**	**4,284**
공급 증가율		**14.7%**	**20.6%**	**17.4%**	**14.2%**	**11.1%**	**9.2%**	**7.2%**	**5.5%**	**4.5%**

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표23 DRAM 4사 실질 bit 공급능력 추정

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
3 사 합산 명목 CAPA	1,765	1,980	2,220	2,525	2,850	3,125	3,370	3,545	3,660	3,725
bits/wafer 지수	1.00	1.04	1.08	1.13	1.17	1.22	1.27	1.32	1.37	1.42
3 사 실질 CAPA	**1,765**	**2,059**	**2,402**	**2,841**	**3,335**	**3,803**	**4,263**	**4,665**	**5,011**	**5,301**
CXMT 명목 CAPA	290	340	460	580	630	680	720	760	800	800
CXMT 상대 bits/wafer	0.60	0.60	0.63	0.67	0.70	0.72	0.74	0.76	0.78	0.80
CXMT 실질 CAPA	**174**	**212**	**315**	**435**	**516**	**596**	**674**	**760**	**854**	**911**
Total 실질 CAPA	**1,939**	**2,271**	**2,717**	**3,276**	**3,850**	**4,399**	**4,937**	**5,425**	**5,865**	**6,211**
공급 증가율		**17.1%**	**19.6%**	**20.6%**	**17.5%**	**14.2%**	**12.2%**	**9.9%**	**8.1%**	**5.9%**

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표24 HBM의 bit 비중 가정

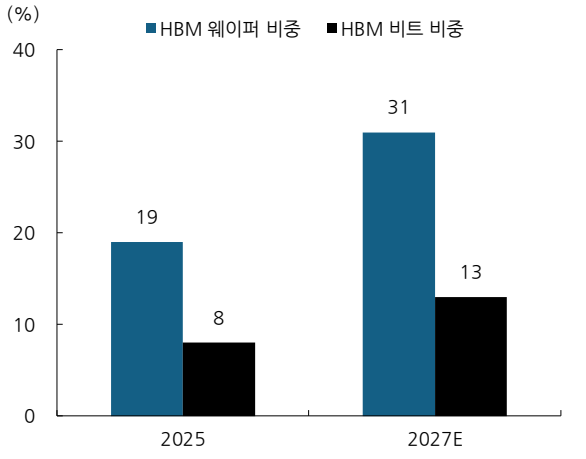
HBM 출하 비트 비중	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
삼성전자	8%	12%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	25%
SK 하이닉스	15%	14%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	27%
Micron	8%	9%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	23%
CXMT	2%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

비트 비중 13%의 HBM이 웨이퍼의 31%를 잠식할 것

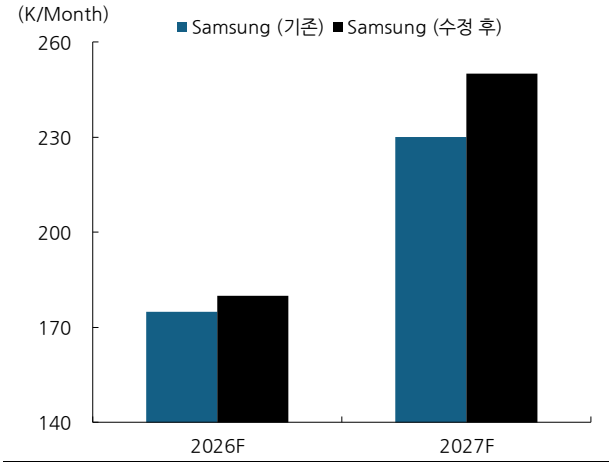
HBM용 DRAM 다이는 같은 용량의 DDR5 다이보다 면적이 커 웨이퍼 한 장에서 얻을 수 있는 다이 수와 비트 생산량이 적다. 따라서 같은 웨이퍼 투입량에서 HBM 비중이 높아질수록 전체 DRAM 비트 공급은 줄어든다. 당사 추정 메모리 3사의 합산 HBM TSV 생산능력은 2026년 말 월 470K에서 2027년 말 610K로 약 30% 확대된다. 가동률과 수율 개선을 더하면 2027년 HBM 비트 출하량은 50~60% 증가할 전망이다. 그럼에도 HBM이 전체 DRAM 웨이퍼 생산능력에서 차지하는 비중은 2025년 19%에서 2027년 31%로 올라가는 반면 전체 출하 비트 비중은 8%에서 13%로 상승하는 데 그친다. HBM에 투입되는 웨이퍼가 늘면서 범용 DRAM에 배정할 수 있는 생산 여력도 제약된다.

그림14 HBM 웨이퍼 인풋 증가 대비 비트 출하량 증가는 미미



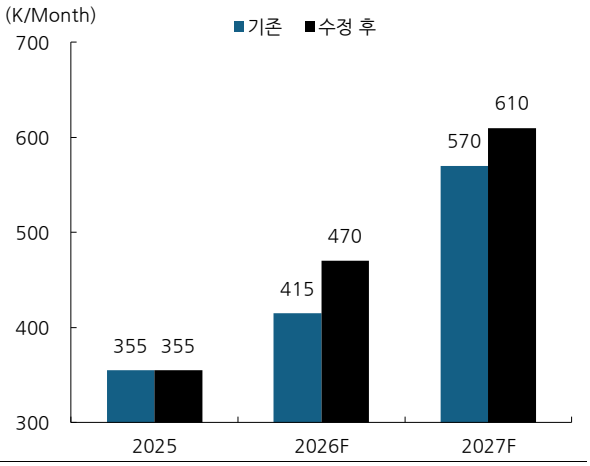
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림15 삼성전자 HBM Capa 추정치 상향



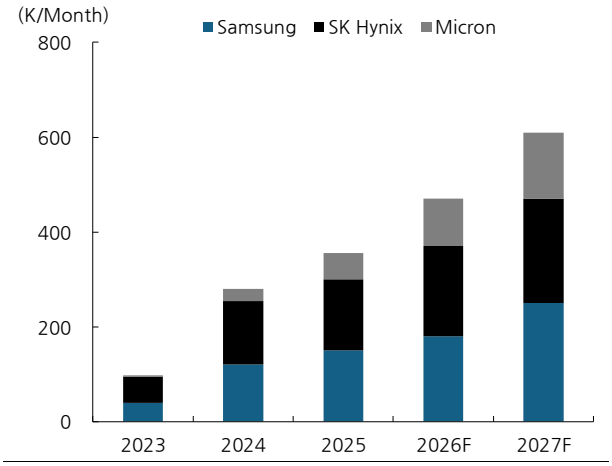
자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림16 HBM 공급업체 TSV Capa 추정치 상향



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

그림17 HBM 공급업체 TSV Capa 추이 및 전망



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터 추정

표25 삼성전자 DRAM Wafer CAPA 추정 (연말 기준)

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Line 15	215	215	215	215	205	190	170	150	130	110
Line 17	80	90	90	90	80	70	60	50	40	30
P1	120	120	120	120	120	110	100	90	80	70
P2	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
P3	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
P4	65	180	270	310	310	310	310	310	310	310
P5	0	0	20	100	160	210	210	210	210	210
P6(P52)	0	0	0	0	30	80	140	190	210	210
기흥	0	10	50	70	100	100	100	100	100	100
용인 Fab 1	0	0	0	10	30	70	100	110	120	150
용인 Fab 2	0	0	0			10	30	70	100	120
Total	740	875	1,025	1,175	1,295	1,410	1,480	1,540	1,560	1,570

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표26 SK하이닉스 DRAM Wafer CAPA 추정 (연말 기준)

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
M14	160	160	160	160	160	150	140	130	120	110
M16	210	220	220	220	220	220	220	220	220	220
M15X	90	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Y1	0	40	80	120	150	150	150	150	150	150
Y2	0	0	0	40	90	120	150	150	150	150
Y3	0	0	0	0	30	60	100	130	150	150
Y4	0	0	0	0	0	30	60	90	120	150
Wuxi	200	200	200	200	200	200	190	180	170	160
미국	0	0	0	0	10	30	60	60	90	90
Total	660	720	760	840	960	1,060	1,170	1,210	1,270	1,280

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표27 Micron DRAM Wafer CAPA 추정 (연말 기준)

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Virginia	20	20	20	15	15	10	10	10	0	0
Fab15	105	105	105	105	100	95	90	85	80	75
Hiroshima 신규	0	0	10	30	50	50	60	70	70	70
Fab11·16	240	240	230	220	210	200	190	180	170	160
Tongluo CR1	0	10	30	50	60	60	70	80	80	80
Tongluo CR2	0	0	0	20	40	60	70	80	80	80
Idaho ID1	0	10	30	40	70	90	110	120	120	120
Idaho ID2	0	0	10	30	40	70	90	100	110	120
New York Fab1	0	0	0	0	10	20	30	60	90	110
New York Fab2	0	0	0	0	0	0	0	10	30	60
Total	365	385	435	510	595	655	720	795	830	875

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표28 CXMT DRAM Wafer CAPA 추정 (연말 기준)

K/Month	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F
Hefei Phase 1	100	100	100	100	100	100	90	80	70	70
Hefei Phase 2	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Beijing Fab 1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Beijing Fab 2	60	80	80	100	100	100	100	100	100	100
Shanghai	0	30	150	250	300	350	400	450	500	500
Total	290	340	460	580	630	680	720	760	800	800

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표29 DRAM 중장기 수급 추정 시 주요 가정

항목	Base 가정
선두 3사 bits/wafer 개선율	연 4%
CXMT 상대 bits/wafer	2027년 0.60, 2030년 0.70, 2035년 0.80
HBM trade ratio	3배

자료: DS투자증권 리서치센터



2027년 반도체 산업 연간전망

머슬 메모리

part 3

핵심은 HBM

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

3. 핵심은 HBM

1) 범용 DRAM 조정에도 오르는 Blended ASP

상승기에 늦게 올랐던 HBM 가격이 하락기에도 늦게 반영될 것

2029년에도 양사 합산 영업이익이 피크 영업이익의 70%를 유지할 수 있다고 보는 핵심 근거는 HBM이다. HBM은 범용 DRAM 가격이 하락하는 구간에서 Blended ASP의 하락폭을 줄여준다. HBM 가격은 고객의 가속기 출시 일정과 세대별 계약 조건에 연동된다. 2025년 하반기 이후 범용 DRAM 가격이 빠르게 올랐을 때 HBM 계약가가 분기별 상승폭을 뒤늦게 반영했듯 하락기에도 계약 갱신 시점까지 가격 반영에 시차가 생길 것이다.

HBM의 가격 완충 효과는 2027년 하반기부터 확인될 전망

이 효과는 2027년 하반기부터 확인할 수 있을 전망이다. 2027년 하반기에는 범용 DRAM 가격이 하락 전환 할 것으로 전망하나 HBM4 판매 확대와 HBM4E 양산이 고가 제품의 매출 비중을 높이면서 Blended DRAM ASP는 상승세를 이어갈 전망이다.

표30 삼성전자/SK하이닉스 제품별 ASP 전망

삼성전자	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Conv. ASP QoQ	105.0%	47.6%	17.6%	8.0%	1.5%	0.0%	-1.0%	-2.0%
HBM ASP QoQ	3.4%	0.0%	52.2%	6.2%	22.9%	11.5%	10.6%	12.6%
Blended DRAM ASP QoQ	93.0%	44.2%	19.6%	8.1%	4.3%	2.0%	1.1%	1.0%
SK 하이닉스	**1Q26**	**2Q26**	**3Q26P**	**4Q26E**	**1Q27E**	**2Q27E**	**3Q27E**	**4Q27E**
Conv. ASP QoQ	98.2%	37.9%	31.7%	5.5%	1.0%	0.0%	-1.0%	-2.0%
HBM ASP QoQ	-5.1%	1.0%	9.3%	29.7%	33.2%	7.3%	10.6%	11.5%
Blended DRAM ASP QoQ	65.0%	29.5%	28.3%	8.3%	6.1%	1.6%	0.8%	0.9%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표31 삼성전자 분기별 HBM 매출 추정 및 전망

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
DRAM Total Bit (1Gb equivalent, mn)	31,283	34,412	35,444	40,761	40,761	42,391	44,935	46,283	107,388	141,900	174,369
HBM Bit 비중 (%)	5	6	9	11	12	12	12	13	5	8	12
HBM Bit	1,564	2,065	3,013	4,402	4,687	5,129	5,527	5,832	5,135	11,044	21,175
HBM ASP(U$/1Gb)	1.50	1.50	2.28	2.42	2.98	3.32	3.67	4.14	1.38	2.08	3.56
환율	1,430	1,430	1,345	1,345	1,370	1,370	1,370	1,370	1,415	1,388	1,370
HBM 매출액 (십억원)	3,354	4,427	9,247	14,349	19,127	23,336	27,811	33,041	10,018	31,376	103,316
QoQ %	5	32	109	55	33	22	19	19			
YoY %	111	123	184	351	470	427	201	130		213	229

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표32 SK하이닉스 분기별 HBM 매출 추정 및 전망

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
DRAM Total Bit (1Gb equivalent, mn)	25,659	27,585	30,367	37,959	36,061	37,143	39,000	40,170	93,532	121,570	152,374
HBM Bit 비중 (%)	17	18	13	14	15	15	14	14	14	15	14
HBM Bit	4,362	4,827	3,948	5,124	5,301	5,571	5,460	5,624	13,374	18,262	21,956
HBM ASP(U$/1Gb)	1.50	1.51	1.66	2.15	2.86	3.07	3.39	3.78	1.68	1.72	3.28
환율	1,430	1,450	1,390	1,380	1,370	1,370	1,370	1,370	1,414	1,413	1,370
HBM 매출액 (십억원)	9,353	10,600	9,083	15,182	20,768	23,421	25,385	29,154	31,806	44,218	98,727
QoQ %	11	13	-14	67	37	13	8	15			
YoY %	40	32	4	80	122	121	179	92		39	123

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

2) 2027년 HBM4 확대와 커스텀 HBM 양산이 이익 증가에 기여할 것

XPU의 기능이 HBM으로 넘어오며 메모리 업체의 제품 가치가 높아질 전망

NVHBM 출시로 인해 HBM의 부가가치 상승에 따른 메모리 업체의 ASP 및 마진 개선이 기대된다. NVHBM은 기존 GPU/XPU에 탑재되던 메모리 컨트롤러를 HBM 베이스 다이로 이전하는 새로운 아키텍처다. NVIDIA는 NVHBM이 기존 HBM4E 대비 메모리 대역폭 30% 증가, 전력 소비 15% 감소, XPU 연산 다이 면적 최대 25% 추가 확보가 가능하다고 발표했다. 특히 기존 XPU 업체가 담당하던 메모리 컨트롤러 기능이 HBM으로 이전된다는 점에서 메모리 업체가 공급하는 제품의 가치가 높아지는 구조다. 다만 NVIDIA가 컨트롤러 설계 IP와 표준화를 주도하는 만큼 실제 수익성 개선 폭은 제품 가격 프리미엄과 베이스 다이 제조 원가에 따라 결정될 전망이다.

XPU는 연산 면적을 얻고 HBM은 부가가치를 얻는 구조 전환

기존 HBM에서는 NVIDIA 등 XPU 업체가 메모리 컨트롤러를 설계하고 GPU/XPU 다이에 통합했으며 메모리 업체는 DRAM 및 베이스 다이를 공급하는 구조였다. 반면 NVHBM은 NVIDIA가 설계한 메모리 컨트롤러를 HBM 베이스 다이에 통합한다. 이에 따라 XPU에서는 기존 컨트롤러가 차지하던 면적을 연산 로직에 활용할 수 있고 HBM은 시스템 성능과 전력 효율 개선에 직접 기여하게 된다. 메모리 업체 입장에서는 기존 XPU에 귀속됐던 일부 로직 기능이 HBM 제품으로 이전되면서 공급 제품의 부가가치가 높아지는 변화다.

GPU에서 커스텀 ASIC까지 넓어지는 NVHBM의 수요 저변

베이스 다이에 메모리 컨트롤러가 통합되면서 로직 복잡도와 제조 난도가 높아질 전망이다. 또한 베이스 다이 면적이 증가하면서 HBM ASP의 추가 상승이 예상된다. 특히 NVHBM은 NVIDIA 자체 GPU뿐 아니라 AWS Trainium4 등 커스텀 ASIC으로 적용 범위가 확대될 예정이라는 점도 긍정적이다.

3) HBM 증산이 DRAM 공급 병목을 길게 만든다

신규 생산능력이 HBM4로 향하며 감소할 수 있는 1Q27 범용 DRAM 출하

HBM4E와 NVHBM이 메모리의 부가가치를 높이는 동시에 이들 제품을 생산하는 데 필요한 웨이퍼와 후공정 부담은 공급 확대를 늦출 전망이다. 2027년 DRAM 비트 수요는 20%대 중반 증가하나 출하 증가율은 10% 중반대에 그쳐 수요와 출하의 격차는 오히려 2026년보다 더 커질 전망이다. 신규 생산능력의 상당 부분이 HBM4에 배정되면서 2027년 1분기 범용 DRAM 출하가 전분기 대비 감소할 가능성도 존재한다. HBM 증산이 진행되는 동안 범용 DRAM에 배정할 수 있는 웨이퍼가 제한된다는 의미다.

투자를 앞당겨도 팹 건설과 HBM 적층에 걸리는 시간이 출하 증가를 지연시킬 전망

2027년에 출하를 늘릴 수 있는 국내 증설은 청주 M15X와 평택 P4에 집중돼 있다. 용인 Y1은 2027년 2월 첫 클린룸을 열 계획이지만 이후 장비 설치와 초기 수율 안정화가 필요해 2027년 연간 출하 기여는 제한적일 전망이다. 평택 P5의 본격 가동은 2028년으로 예정돼 있다. 최근에는 팹 건설부터 웨이퍼 생산까지 약 3년 반이라는 기간이 소요되는 것으로 추정한다. 신규 팹에 웨이퍼를 투입한 뒤에도 HBM은 적층과 검사를 거쳐야 출하할 수 있다. 결국 투자를 앞당겨도 출하가 늘기까지는 팹을 확보하는 시간과 제품을 완성하는 시간이 모두 필요하다.

표33 3Q26 컨퍼런스 콜 이후 신규 Fab 스케줄 Update

항목	7 월 보고서 가정 (기존)	3 분기 발표 및 이후 확인 사항	반영 의견 (신규)
SK 하이닉스 M15X	2026~2028 년 말 40 → 90 → 100K/월	2 분기 콜에서 양산 조기화를 밝혔고, 3 분기에는 2026 년 말까지 최대 생산능력으로 램프업한다는 목표를 제시. 1c 전환과 M15X 의 HBM4 증산을 반영해 4Q26 DRAM 출하 가이던스는 전분기 대비 20% 중반	2026 년 말 40K 상향. 기존 설계 CAPA 100K 를 기준으로 90~100K 를 시나리오에 적용
SK 하이닉스 용인 Y1	2027 년 말 40K 2028 년 말 80K	첫 클린룸 2027 년 2 월 목표를 공식 발표. 3 분기 콜에서 2027 년 선단 공정과 Y1 램프업용 장비 투자를 확대하겠다고 언급	-
SK 하이닉스 용인 Y2	2028 년 말 40K 2029 년 말 80K	8 월 공식 발표에서 2027 년 7 월 착공, 2029 년 6 월 첫 클린룸 오픈 제시	2028 년 40K → 0K. 2029 년 말 80K 도 재검토
삼성전자 평택 P4	2026~2028 년 말 65 → 180 → 270K	-	-
삼성전자 평택 P5	2027 년 말 0K 2028 년 말 20K	장비업계에서는 Ph1 반입을 2027 년 3 분기에서 2 분기로 앞당기는 방안을 보도. 3 분기 콜에서 신규 공간 확보, 건설비, 장비 조달 시차로 인해 2027 년 CapEx 증가분의 2028 년 비트 생산 기여는 제한적이라고 설명	-

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

한 층의 불량이 스택 전체의 손실로 이어지는 후공정의 구조적 부담

후공정 부담은 웨이퍼 한 장에서 얻는 비트 수와 양품 스택을 만드는 데 드는 시간에 모두 영향을 준다. HBM용 코어 다이는 같은 용량의 DDR5 다이보다 면적이 커 웨이퍼 당 확보할 수 있는 다이 수가 적다. 적층 전에는 코어 다이와 로직 베이스 다이를 각각 웨이퍼 상태에서 검사한다. 웨이퍼 박막화와 TSV 노출, 범프 형성 등 접합 준비를 거쳐 다이를 쌓은 뒤에는, 완성된 스택을 다시 검사해 층간 연결과 고속 동작을 확인한다. 적층 후 불량이 발견되면 이미 접합한 양품 다이까지 손실될 수 있기 때문이다.

고가 제품 비중 확대와 느린 공급 증가가 함께 떠받칠 이익 하방

이 때문에 양사의 HBM 공급 확대 시점은 전공정 증설과 후공정 장비 투자가 맞물리는 시점으로 봐야 한다. 삼성전자는 2027년 국내 HBM 후공정 확충과 베트남 범용 메모리 테스트 라인 구축 병행으로 후공정 투자가 올해 대비 확대될 전망이다. 천안·온양에 HBM 패키징 역량을 집중하는 한편 베트남에서는 2027년 11월 범용 DRAM·NAND 최종 테스트 라인 가동을 목표로 하고 있다. 범용 제품의 최종 검사를 베트남에서 분담하면 국내 후공정 자원을 HBM에 더 배정할 여지가 생긴다. SK하이닉스는 2027년 후공정 투자 규모가 2026년보다 낮아질 가능성이 있으나 청주 P&T7의 패키징 설비 구축이 진행되는 2028년에는 다시 크게 확대될 전망이다. 결국 2027년에는 HBM4·HBM4E 판매 확대가 Blended ASP를 끌어올리는 동시에 HBM 생산에 필요한 웨이퍼와 적층·검사 설비가 DRAM 공급 증가 속도를 제약한다. HBM이 이익 하방을 지지하는 힘은 고가 제품 비중 확대와 공급이 빠르게 늘기 어려운 생산 구조에서 함께 나온다.

DS INVESTMENT & SECURITIES

Company
Analysis

·삼성전자 005930
고점 이후에도 2029년 460조원 전망

·SK하이닉스 000660
고점 이후에도 2029년 290조원 전망

DS INVESTMENT & SECURITIES

삼성전자
005930

고점 이후에도 2029년 460조원 전망

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

2026.11.10

매수

목표주가(유지)	530,000원
현재주가(11/09)	189,900원
상승여력	179.1%

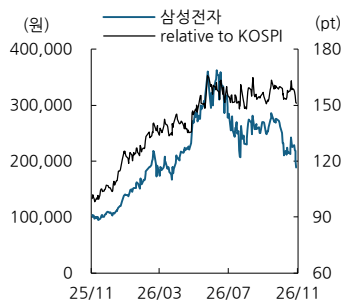
Stock Data

KOSPI	5,018.9pt
시가총액(보통주)	1,110,208십억원
발행주식수	5,846,279천주
액면가	100원
자본금	898십억원
60일 평균거래량	19,292천주
60일 평균거래대금	4,775,963백만원
외국인 지분율	45.9%
52주 최고가	374,500원
52주 최저가	94,500원
주요주주	
삼성생명보험(외 18인)	19.7%
국민연금공단(외 1인)	7.8%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-27.5	-3.3
3M	-17.8	2.0
6M	-29.3	3.8

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 53만원 유지

2027년 영업이익은 632조원으로 기존 추정치를 유지한다. 이번 산업보고서에서 점검한 것은 가격 조정 이후에도 이 이익이 얼마나 남는가다. 기본 시나리오에서는 2028~2029년 누적 DRAM ASP가 36%, NAND ASP가 44% 하락해도 삼성전자의 2029년 영업이익은 461.7조원으로 2027년의 73%를 유지한다.

4Q26 영업이익 132.8조원, 2027년 632조원 전망 유지

4Q26 매출액 224.3조원(+15% QoQ), 영업이익 132.8조원(+24% QoQ, OPM 59%)을 유지한다. 회사는 4분기 B/G 가이던스를 DRAM 10% 중후반, NAND 10% 중반으로 제시했다. 신규 GPU·CPU 플랫폼용 DRAM과 고용량 QLC SSD 수요가 출하 증가를 뒷받침할 전망이다. 2027년에는 환율 1,370원을 적용한 기존 영업이익 추정치 632조원(+63% YoY, OPM 63%)을 유지한다.

HBM4 판매 확대가 4분기 Blended ASP를 지지

3Q26 삼성전자의 HBM 매출에서 HBM4 비중은 이미 약 60%에 달했다. 빠른 세대 전환으로 고가 제품의 판매 확대가 실적에 반영되기 시작했다. 당사는 2027년 하반기 범용 DRAM 가격이 전분기 대비 하락으로 전환해도 HBM4 판매 확대와 HBM4E 양산에 힘입어 Blended DRAM ASP는 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 파운드리에서도 HBM용 베이스 다이 수요와 2나노 신규 고객 확보가 실적 개선에 기여할 전망이다.

2029년에도 2027년 영업이익의 73% 유지

당사는 미국 주요 CSP 4사의 CapEx 증가율이 2027년 53%에서 2028년 14%로 둔화되어도 2028년 글로벌 AI 서버 출하가 30% 늘어날 것으로 추정한다. Blended ASP 하락, 신규 팹의 감가상각비와 초기 수율 부담까지 반영한 영업이익은 2028년 508.7조원, 2029년 461.7조원으로 추정한다. 최근 주가 조정 이후 삼성전자의 투자 매력은 2027년의 이익 성장에 더해, 가격 조정을 거친 뒤에도 유지할 수 있는 이익 규모에서 찾을 수 있다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,606	724,993	999,843
영업이익	6,567	32,726	43,601	386,959	631,983
영업이익률(%)	2.5	10.9	13.1	53.4	63.2
세전이익	11,006	37,530	50,063	393,134	638,376
지배주주지분순이익	14,473	33,621	43,557	341,846	555,094
EPS(원)	2,225	5,433	7,065	55,483	93,942
증감률(%)	-75.2	144.2	30.0	685.3	69.3
ROE(%)	4.1	9.0	10.9	59.5	57.0
PER(배)	35.3	9.8	26.9	3.4	2.0
PBR(배)	1.5	0.9	3.2	1.7	1.1
EV/EBITDA(배)	9.7	3.5	12.7	2.1	0.7

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Company Analysis

표34 삼성전자 주요 가정

Key Assumptions	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
DRAM B/G (%)	5	10	3	15	0	4	6	3	9	32	23
DRAM ASP (%)	93	44	20	5	4	2	2	1	22	292	28
NAND B/G (%)	8	2	5	13	2	5	4	6	5	24	23
NAND ASP (%)	88	67	18	6	4	2	-1	-3	-9	270	28
스마트폰 출하량 (백만대)	64	58	61	52	56	53	57	48	236	236	239
스마트폰 ASP ($)	361	333	385	366	384	348	386	357	308	361	334
OLED (백만장)	96	100	107	112	90	93	100	107	393	398	398
OLED ASP ($)	49	51	54	52	47	51	57	55	51	52	53
환율(원/달러)	1,430	1,450	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,370	1,414	1,405	1,370

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표35 삼성전자 부문별 요약실적

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	**133,873**	**171,499**	**195,298**	**224,322**	**235,970**	**243,186**	**260,361**	**260,326**	**333,606**	**724,993**	**999,843**
DS	81,681	127,571	147,100	177,171	188,788	200,597	213,381	221,069	129,878	533,523	823,835
DX	52,389	47,694	51,583	45,269	48,306	43,966	48,331	41,755	187,967	196,935	182,357
SDC	6,725	7,517	8,002	8,150	5,868	6,588	7,827	8,207	29,388	30,395	28,491
Harman	3,826	4,568	4,312	4,141	4,309	4,393	4,468	4,515	15,783	16,848	17,685
영업이익 (십억원)	**57,233**	**89,492**	**107,391**	**132,842**	**140,716**	**153,688**	**165,722**	**171,858**	**43,601**	**386,959**	**631,983**
DS	53,663	89,196	106,535	132,096	139,516	152,914	165,153	170,315	24,858	381,490	627,898
DX	2,968	-819	-826	-1,160	442	-357	-1,034	-431	12,853	162	-1,381
SDC	363	681	1,093	1,291	335	568	1,015	1,360	4,116	3,428	3,279
Harman	222	415	589	615	423	564	588	614	1,531	1,842	2,188
영업이익률 (%)	**42.8**	**52.2**	**55.0**	**59.2**	**59.6**	**63.2**	**63.7**	**66.0**	**13.1**	**53.4**	**63.2**
DS	65.7	69.9	72.4	74.6	73.9	76.2	77.4	77.0	19.1	71.5	76.2
DX	5.7	-1.7	-1.6	-2.6	0.9	-0.8	-2.1	-1.0	6.8	0.1	-0.8
SDC	5.4	9.1	13.7	15.8	5.7	8.6	13.0	16.6	14.0	11.3	11.5
Harman	5.8	9.1	13.7	14.9	9.8	12.8	13.2	13.6	9.7	10.9	12.4

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

표36 삼성전자 부문별 상세실적

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액 (십억원)	133,873	171,499	195,298	224,322	235,970	243,186	260,361	260,326	333,606	724,993	999,843
DS	81,681	127,571	147,100	177,171	188,788	200,597	213,381	221,069	129,878	533,523	823,835
DRAM	53,614	84,924	98,727	119,213	126,286	133,964	144,842	150,679	70,868	356,477	555,770
NAND	21,126	35,986	41,936	50,231	54,276	58,130	59,850	61,538	33,289	149,280	233,794
LSI/Foundry	6,941	6,661	6,437	7,727	8,226	8,504	8,689	8,852	25,722	27,766	34,272
DX	52,389	47,694	51,583	45,269	48,306	43,966	48,331	41,755	187,967	196,935	182,357
VD/CE	14,268	14,498	13,891	13,780	13,395	13,325	12,982	13,230	61,933	56,437	52,932
MX/네트워크	38,121	33,196	37,692	31,489	34,911	30,641	35,349	28,524	126,035	140,498	129,425
SDC	6,725	7,517	8,002	8,150	5,868	6,588	7,827	8,207	29,388	30,395	28,491
Harman	3,826	4,568	4,312	4,141	4,309	4,393	4,468	4,515	15,783	16,848	17,685
영업이익 (십억원)	57,233	89,492	107,391	132,842	140,716	153,688	165,722	171,858	43,601	386,959	631,983
DS	53,663	89,196	106,535	132,096	139,516	152,914	165,153	170,315	24,858	381,490	627,898
DRAM	43,113	69,488	81,816	99,741	104,621	112,720	123,039	127,663	28,506	294,158	468,043
NAND	11,757	22,558	26,701	34,104	36,679	41,544	41,669	42,391	1,997	95,120	162,282
LSI/Foundry	-1,207	-2,849	-1,982	-1,750	-1,783	-1,350	445	261	-5,646	-7,788	-2,427
DX	2,968	-819	-826	-1,160	442	-357	-1,034	-431	12,853	162	-1,381
VD/CE	177	-60	-213	-350	66	85	-186	-258	-105	-445	-293
MX/네트워크	2,790	-759	-613	-811	376	-443	-848	-173	12,957	607	-1,088
SDC	363	681	1,093	1,291	335	568	1,015	1,360	4,116	3,428	3,279
Harman	222	415	589	615	423	564	588	614	1,531	1,842	2,188
영업이익률 (%)	42.8	52.2	55.0	59.2	59.6	63.2	63.7	66.0	13.1	53.4	63.2
DS	65.7	69.9	72.4	74.6	73.9	76.2	77.4	77.0	19.1	71.5	76.2
DRAM	80.4	81.8	82.9	83.7	82.8	84.1	84.9	84.7	40.2	82.5	84.2
NAND	55.7	62.7	63.7	67.9	67.6	71.5	69.6	68.9	6.0	63.7	69.4
LSI/Foundry	-17.4	-42.8	-30.8	-22.6	-21.7	-15.9	5.1	2.9	-21.9	-28.0	-7.1
DX	5.7	-1.7	-1.6	-2.6	0.9	-0.8	-2.1	-1.0	6.8	0.1	-0.8
VD/CE	1.2	-0.4	-1.5	-2.5	0.5	0.6	-1.4	-1.9	-0.2	-0.8	-0.6
MX/네트워크	7.3	-2.3	-1.6	-2.6	1.1	-1.4	-2.4	-0.6	10.3	0.4	-0.8
SDC	5.4	9.1	13.7	15.8	5.7	8.6	13.0	16.6	14.0	11.3	11.5
Harman	5.8	9.1	13.7	14.9	9.8	12.8	13.2	13.6	9.7	10.9	12.4
매출비중 (%)											
DS	61.0	74.4	75.3	79.0	80.0	82.5	82.0	84.9	38.9	73.6	82.4
DRAM	40.0	49.5	50.6	53.1	53.5	55.1	55.6	57.9	21.2	49.2	55.6
NAND	15.8	21.0	21.5	22.4	23.0	23.9	23.0	23.6	10.0	20.6	23.4
LSI/Foundry	5.2	3.9	3.3	3.4	3.5	3.5	3.3	3.4	7.7	3.8	3.4
DX	39.1	27.8	26.4	20.2	20.5	18.1	18.6	16.0	56.3	27.2	18.2
VD/CE	10.7	8.5	7.1	6.1	5.7	5.5	5.0	5.1	18.6	7.8	5.3
MX/네트워크	28.5	19.4	19.3	14.0	14.8	12.6	13.6	11.0	37.8	19.4	12.9
SDC	5.0	4.4	4.1	3.6	2.5	2.7	3.0	3.2	8.8	4.2	2.8
Harman	2.9	2.7	2.2	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7	4.7	2.3	1.8

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 추정

[삼성전자 005930]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	271,357	679,830	1,136,949
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	69,885	298,554	703,939
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	65,411	152,416	176,879
재고자산	51,626	51,755	62,730	149,958	174,026
기타	31,949	68,356	73,331	78,902	82,105
비유동자산	259,969	287,470	297,753	336,236	376,959
관계기업투자등	20,680	24,349	25,337	26,366	27,437
유형자산	187,256	205,945	214,991	251,976	290,964
무형자산	22,742	23,739	22,631	21,686	20,880
자산총계	455,906	514,532	569,110	1,016,066	1,513,908
유동부채	75,719	93,326	129,597	245,539	275,853
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	77,127	184,375	213,966
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
부채총계	92,228	112,340	148,890	265,385	296,119
지배주주지분	353,234	391,688	409,716	740,176	1,207,284
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	404,288	734,748	1,201,856
비지배주주지분(연결)	10,444	10,504	10,504	10,504	10,504
자본총계	363,678	402,192	420,221	750,681	1,217,788

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,606	724,993	999,843
매출원가	180,389	186,562	202,236	223,486	248,714
매출총이익	78,547	114,309	131,370	501,507	751,128
판매비 및 관리비	71,980	81,583	87,769	114,548	119,145
영업이익	6,567	32,726	43,601	386,959	631,983
(EBITDA)	45,234	75,357	90,948	437,941	689,279
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
세전계속사업이익	11,006	37,530	50,063	393,134	638,376
계속사업법인세비용	-4,481	3,078	5,481	43,245	70,221
계속사업이익	15,487	34,451	44,582	349,889	568,155
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	44,582	349,889	568,155
지배주주	14,473	33,621	43,557	341,846	555,094
총포괄이익	15,487	34,451	44,582	349,889	568,155
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	39.4	69.2	75.1
영업이익률 (%)	2.5	10.9	13.1	53.4	63.2
EBITDA마진률 (%)	17.5	25.0	27.3	60.4	68.9
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	13.4	48.3	56.8
ROA (%)	3.2	6.9	8.0	43.1	43.9
ROE (%)	4.1	9.0	10.9	59.5	57.0
ROIC (%)	1.9	11.0	13.3	97.3	129.3

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	66,993	324,921	593,492
당기순이익(손실)	15,487	34,451	44,582	349,889	568,155
비현금수익비용가감	36,520	42,947	30,346	42,725	44,038
유형자산감가상각비	35,532	39,650	43,606	47,405	53,857
무형자산상각비	3,134	2,981	3,741	3,578	3,439
기타현금수익비용	-4,131	-1,349	-18,235	-9,491	-14,492
영업활동 자산부채변동	-5,459	-1,568	-7,935	-67,693	-18,700
매출채권 감소(증가)	236	-3,139	-12,165	-87,005	-24,463
재고자산 감소(증가)	-3,207	2,541	-10,975	-87,228	-24,068
매입채무 증가(감소)	1,104	-1,539	15,604	107,248	29,592
기타자산, 부채변동	-3,592	568	-399	-708	238
투자활동 현금	-16,923	-85,382	-60,923	-93,016	-100,121
유형자산처분(취득)	-57,513	-36,241	-52,651	-84,390	-92,845
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
재무활동 현금	-8,593	-7,797	10,109	-3,235	-87,986
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	19,891	8,150	0
자본의 증가(감소)	-9,809	-11,621	-9,782	-11,385	-87,986
배당금의 지급	9,809	9,809	9,782	11,385	87,986
기타재무활동	-64	-1,088	0	0	0
현금의 증가	19,400	-15,375	16,179	228,669	405,385
기초현금	49,681	69,081	53,706	69,885	298,554
기말현금	69,081	53,706	69,885	298,554	703,939
NOPLAT	4,761	30,042	38,828	344,393	562,465
FCF	29,625	-9,551	6,070	231,905	493,371

주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	35.3	9.8	26.9	3.4	2.0
P/B	1.5	0.9	3.2	1.7	1.1
P/S	2.1	1.2	3.9	1.8	1.3
EV/EBITDA	9.7	3.5	12.7	2.1	0.7
P/CF	10.3	4.7	17.2	3.3	2.1
배당수익률 (%)	1.8	2.7	0.9	6.9	0.8
성장성 (%)					
매출액	-14.3	16.2	10.9	117.3	37.9
영업이익	-84.9	398.3	33.2	787.5	63.3
세전이익	-76.3	241.0	33.4	685.3	62.4
당기순이익	-72.2	122.5	29.4	684.8	62.4
EPS	-75.2	144.2	30.0	685.3	69.3
안정성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	35.4	35.4	24.3
유동비율	258.8	243.3	209.4	276.9	412.2
순차입금/자기자본(x)	-21.7	-23.2	-22.2	-42.4	-59.6
영업이익/금융비용(x)	7.1	36.2	30.6	182.7	273.1
총차입금 (십억원)	12,686	19,330	39,221	47,371	47,371
순차입금 (십억원)	-79,086	-93,285	-93,482	-318,170	-726,275
주당지표(원)					
EPS	2,225	5,433	7,065	55,483	93,942
BPS	52,002	57,663	60,317	110,380	180,038
SPS	38,120	44,293	49,113	106,732	149,103
CFPS	7,656	11,394	11,031	57,800	91,294
DPS	1,440	1,440	1,680	13,120	1,440

자료: 삼성전자, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

DS INVESTMENT & SECURITIES

SK 하이닉스
000660

고점 이후에도 2029년 290조원 전망

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

2026.11.10

매수

목표주가(유지)	2,640,000원
현재주가(11/09)	1,136,000원
상승여력	132.4%

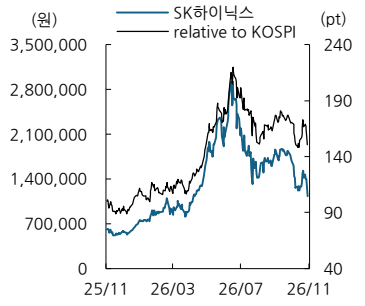
Stock Data

KOSPI	5,018.9pt
시가총액(보통주)	829,839십억원
발행주식수	730,492천주
액면가	5,000원
자본금	3,658십억원
60일 평균거래량	3,680천주
60일 평균거래대금	5,758,895백만원
외국인 지분율	48.3%
52주 최고가	2,987,000원
52주 최저가	501,000원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 10인)	20.0%
국민연금공단(외 1인)	7.3%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-32.4	-8.2
3M	-20.1	-0.3
6M	-32.6	0.4

주가차트



투자의견 매수, 목표주가 264만원 유지

2027년 영업이익은 443.8조원으로 기존 추정치를 유지한다. 이번 산업보고서의 기본 시나리오에서는 2028~2029년 누적 DRAM ASP가 36%, NAND ASP가 44% 하락해도 SK하이닉스의 2029년 영업이익은 290.3조원으로 2027년의 65%를 유지한다. 서버 DRAM 수요가 비트 출하를 뒷받침하는 가운데 HBM의 세대 전환과 계약가격 반영 시차가 Blended ASP의 하락폭을 줄일 전망이다.

4Q26 영업이익 102.1조원, 2027년 443.8조원 전망 유지

4Q26 매출액 128.3조원(+23% QoQ), 영업이익 102.1조원(+23% QoQ, OPM 80%)을 유지한다. 회사가 제시한 4분기 DRAM B/G 가이던스는 20% 중반이다. M15X 조기 램프업과 1c DRAM 수율 개선이 서버 DRAM과 HBM 출하 증가에 기여할 전망이다. 3분기에는 세대 전환 과정에서 HBM 비트 출하가 줄었으나 4분기에는 HBM4 판매 확대가 실적에 반영될 것으로 본다. 2027년에는 환율 1,370원을 적용한 기존 영업이익 추정치 443.8조원(+56% YoY, OPM 79%)을 유지한다. 2027년 초에는 HBM4 신규 계약가격 반영이 Blended DRAM ASP를 끌어올릴 전망이다. 하반기부터 범용 DRAM 가격이 전분기 대비 하락으로 전환하더라도 HBM 비중이 높아지면서 Blended ASP는 상승세를 이어갈 것으로 본다. HBM4E와 커스텀 HBM은 추가적인 ASP 상향 요인이다.

2029년 영업이익 290.3조원, 피크의 65% 유지

당사는 미국 주요 CSP 4사의 CapEx 증가율이 2027년 53%에서 2028년 14%로 둔화되는 가정에서도 2028년 글로벌 AI 서버 출하가 30% 늘어날 것으로 추정한다. 서버 출하와 대당 탑재량이 함께 늘어나는 가운데 SK하이닉스의 DRAM 비트 출하는 2029년까지 2년간 23% 증가할 전망이다. 신규 팹의 감가상각비와 초기 수율 부담까지 반영한 기본 시나리오의 영업이익은 2028년 330.7조원, 2029년 290.3조원이다. 가격 조정 이후에도 유지할 수 있는 이익 규모가 중기 투자 매력을 뒷받침한다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	364,808	562,027
영업이익	-7,730	23,467	47,206	283,600	443,771
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	77.7	79.0
세전이익	-11,658	22,586	45,987	250,789	410,736
지배주주지분순이익	-9,112	19,789	37,427	199,558	321,939
EPS(원)	-12,517	27,182	51,410	280,002	455,489
증감률(%)	적전	흑전	89.1	444.6	62.7
ROE(%)	-15.6	31.1	41.0	99.7	74.1
PER(배)	-11.3	6.4	10.1	4.1	2.5
PBR(배)	1.9	1.7	3.5	2.8	1.4
EV/EBITDA(배)	21.7	3.9	6.1	2.3	1.0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Company Analysis

표37 SK하이닉스 주요 가정

Key Assumptions	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
DRAM B/G(%)	0	8	10	25	-5	3	5	3	23	30	25
DRAM ASP(%)	65	30	28	3	6	2	1	1	31	186	28
NAND B/G(%)	-13	18	-1	5	5	4	4	3	10	14	19
NAND ASP(%)	74	57	27	5	4	2	-1	-3	-8	269	29
환율(원/달러)	1,430	1,450	1,390	1,380	1,370	1,370	1,370	1,370	1,414	1,406	1,370

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

표38 SK하이닉스 사업부별 실적 테이블

	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	**52,576**	**79,319**	**104,615**	**128,298**	**130,459**	**137,452**	**144,890**	**149,226**	**97,147**	**364,808**	**562,027**
QoQ/YoY %	60	51	32	23	2	5	5	3	47	276	54
DRAM	41,009	57,903	78,461	100,291	100,262	105,335	111,708	116,209	75,249	277,664	433,514
NAND	11,041	20,741	24,998	27,362	29,663	31,467	32,398	32,369	20,081	84,142	125,897
Others	526	675	1,156	644	534	651	785	648	1,817	3,001	2,617
영업이익 (십억원)	**37,610**	**60,543**	**83,334**	**102,113**	**102,400**	**108,494**	**114,759**	**118,119**	**47,206**	**283,600**	**443,771**
QoQ/YoY %	96	61	38	23	0	6	6	3	101	501	56
DRAM	32,172	47,069	66,045	85,247	84,762	89,188	94,797	98,834	45,812	230,533	367,581
NAND	5,050	13,106	16,382	17,270	17,580	19,148	20,234	20,250	1,857	51,808	77,211
Others	388	368	906	-404	58	158	-272	-965	-463	1,259	-1,021
영업이익률 (%)	**72**	**76**	**80**	**80**	**78**	**79**	**79**	**79**	**49**	**78**	**79**
DRAM	78	81	84	85	85	85	85	85	61	83	85
NAND	46	63	66	63	59	61	62	63	9	62	61
Others	74	54	78	-63	11	24	-35	-149	-25	42	-39
매출비중 (%)											
DRAM	78	73	75	78	77	77	77	78	77	76	77
NAND	21	26	24	21	23	23	22	22	21	23	22
Others	1	1	1	1	0	0	1	0	2	1	0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

[SK하이닉스 000660]

재무상태표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	64,460	263,444	522,119
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	27,060	162,295	407,525
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	18,468	79,100	92,003
재고자산	13,481	13,314	14,289	17,219	17,565
기타	2,458	4,461	4,642	4,831	5,027
비유동자산	69,862	77,230	92,178	126,244	164,827
관계기업투자등	5,473	5,982	6,225	6,478	6,741
유형자산	52,705	60,157	75,294	109,404	147,823
무형자산	3,835	4,019	3,301	2,705	2,295
자산총계	100,330	119,508	156,638	389,688	686,946
유동부채	21,008	24,965	26,747	77,064	88,337
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	15,884	68,032	79,130
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
부채총계	46,826	45,940	47,754	98,107	109,416
지배주주지분	53,504	73,903	108,871	291,570	577,517
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	284,718	570,665
비지배주주지분(연결)	-1	12	12	12	12
자본총계	53,504	73,916	108,884	291,582	577,530

손익계산서 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	364,808	562,027
매출원가	33,299	34,365	38,456	58,453	88,362
매출총이익	-533	31,828	58,691	306,354	473,665
판매비 및 관리비	7,197	8,361	11,484	22,754	29,894
영업이익	-7,730	23,467	47,206	283,600	443,771
(EBITDA)	5,943	36,049	61,148	299,233	460,926
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	-31,710	-32,027
세전계속사업이익	-11,658	22,586	45,987	250,789	410,736
계속사업법인세비용	-2,520	2,790	8,532	51,081	88,555
계속사업이익	-9,138	19,797	37,455	199,708	322,181
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	37,455	199,708	322,181
지배주주	-9,112	19,789	37,427	199,558	321,939
총포괄이익	-9,138	19,797	37,455	199,708	322,181
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.4	84.0	84.3
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	48.6	77.7	79.0
EBITDA마진률 (%)	18.1	54.5	62.9	82.0	82.0
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	38.6	54.7	57.3
ROA (%)	-8.9	18.0	27.1	73.1	59.8
ROE (%)	-15.6	31.1	41.0	99.7	74.1
ROIC (%)	-7.5	26.6	42.6	185.2	211.4

현금흐름표 (십억원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	43,920	47,605	216,559	333,129
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	37,455	199,708	322,181
비현금수익비용가감	15,033	24,123	13,717	28,181	13,012
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,099	14,951	16,581
무형자산상각비	553	596	843	683	574
기타현금수익비용	-288	11,302	-512	12,261	-4,430
영업활동 자산부채변동	794	0	-3,566	-11,330	-2,064
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-5,169	-60,632	-12,903
재고자산 감소(증가)	2,288	167	-975	-2,929	-346
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	2,498	52,148	11,098
기타자산, 부채변동	-171	6,035	80	84	87
투자활동 현금	-7,335	-30,243	-30,767	-49,867	-55,909
유형자산처분(취득)	-6,785	-16,127	-28,236	-49,060	-55,000
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-124	-88	-164
투자자산 감소(증가)	126	-1,418	-406	-420	-435
기타투자활동	-221	-12,000	-2,000	-299	-311
재무활동 현금	5,697	-10,059	-983	-31,458	-31,990
차입금의 증가(감소)	6,507	-9,477	-879	-2,000	0
자본의 증가(감소)	-801	-582	-104	-29,458	-31,990
배당금의 지급	825	825	825	16,860	35,992
기타재무활동	-10	0	0	0	0
현금의 증가	2,610	3,618	15,855	135,235	245,230
기초현금	4,977	7,587	11,205	27,060	162,295
기말현금	7,587	11,205	27,060	162,295	407,525
NOPLAT	-5,604	20,569	38,448	225,836	348,094
FCF	-646	13,677	16,838	166,692	277,220

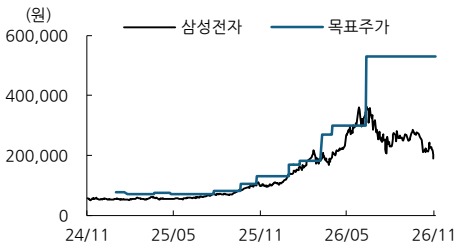
주요투자지표 (원, 배)

	2023	2024	2025	2026F	2027F
투자지표 (x)					
P/E	-11.3	6.4	10.1	4.1	2.5
P/B	1.9	1.7	3.5	2.8	1.4
P/S	3.1	1.9	3.9	2.2	1.4
EV/EBITDA	21.7	3.9	6.1	2.3	1.0
P/CF	17.5	2.9	7.4	3.6	2.4
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.6	3.8	3.5
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	46.8	275.5	54.1
영업이익	적전	흑전	101.2	500.8	56.5
세전이익	적전	흑전	103.6	445.4	63.8
당기순이익	적전	흑전	89.2	433.2	61.3
EPS	적전	흑전	89.1	444.6	62.7
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	43.9	33.6	18.9
유동비율	145.0	169.3	241.0	341.9	591.1
순차입금/자기자본(x)	48.3	18.3	-3.0	-48.2	-66.8
영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	38.4	226.6	380.1
총차입금 (십억원)	33,981	27,200	26,321	24,321	24,321
순차입금 (십억원)	25,821	13,554	-3,280	-140,617	-385,955
주당지표(원)					
EPS	-12,517	27,182	51,410	280,002	455,489
BPS	73,495	101,515	149,548	412,521	825,804
SPS	45,008	90,924	133,443	511,865	795,173
CFPS	8,098	60,329	70,290	319,753	474,242
DPS	1,200	1,200	3,000	43,240	40,000

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

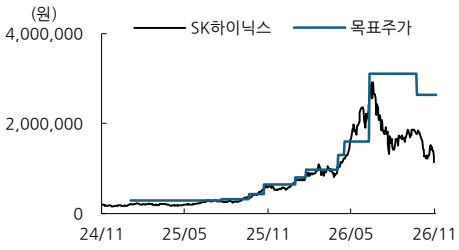
삼성전자 (005930) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-10.9	20.2
2026-04-30	매수	300,000	-0.8	20.2
2026-06-17	매수	530,000	-50.6	-31.6
2026-07-30	매수	530,000	-53.3	-46.1
2026-09-29	매수	530,000	-55.9	-47.9
2026-10-08	매수	530,000	-58.0	-50.6
2026-10-29	매수	530,000	-59.2	-56.2
2026-11-10	매수	530,000		



SK하이닉스 (000660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	17.5	48.9
2026-06-17	매수	3,100,000	-38.5	-5.8
2026-07-29	매수	3,100,000	-46.5	-39.7
2026-09-29	매수	2,640,000	-44.7	-30.3
2026-10-28	매수	2,640,000	-47.5	-42.2
2026-11-10	매수	2,640,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

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

투자의견 비율

기준일 2026.09.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

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.