# 반도체업

# 가격 전망 변경

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

**Overweight**

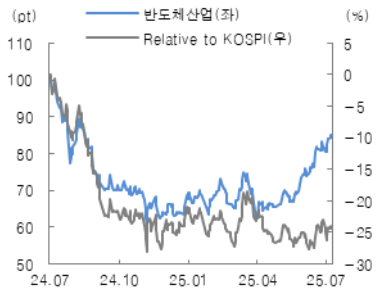
비중확대, 유지

- 가격 전망 변경. HBM은 HBM4 가격 프리미엄 축소 영향을 반영.
- AI의 리더인 SK하이닉스에 대한 투자의견을 바꿀 시점은 아니라 생각.
- 삼성전자는 여전히 좋은 주식이 될 수 있다는 판단.

Rating & Target

| 종목명 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|
| 삼성전자 | Buy | 74,000원 |
| SK하이닉스 | Buy | 330,000원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 15.3 | 32.9 | 25.5 | -13.7 |
| 상대수익률 | 6.6 | 2.0 | -0.5 | -22.3 |




## 메모리반도체 가격 전망 변경

HBM은 HBM4 가격 프리미엄 축소 분을 반영하여 가격 전망을 하향. 범용 반도체의 경우, 4Q25-1Q26 가격 전망을 하향, 2Q26-3Q26 가격 전망을 상향.

1) HBM: HBM4 가격 프리미엄 축소 가능성을 반영하여 2026년 HBM ASP 전망을 하향 (기존: 2025년 대비 7%% 성장, 신규: 2025년 대비 6% 하락). 다만, 물량 성장 모멘텀은 지속. HBM4 수급은 여전히 타이트하고, HBM3e에서는 기존 예상 대비 물량이 확대될 것 (중국향 AI GPU 판매 재개, ASIC의 고성장 등). 선두 업체의 경우, 우수한 비용 구조를 감안 시, 가격 하락 속에서도 높은 수익성 (50% 이상의 영업이익률)을 유지 가능할 것이라는 판단.

2) 범용 반도체: 수급 환경만 놓고 보면, 4Q25가 Downturn의 시작이라 보기 어려우나, 2Q25 판매 확대로 높아진 기저 부담과 관세 정책의 역풍 (세트 실수요의 하락 Risk) 등을 감안할 필요. 이에, 가격은 짧게 나마 약세 구간에 진입 가능할 것. 다만, 겨울은 짧고, 약할 것. 생산 제약이 2026년에도 지속될 가능성이 높아지고 있고, 공급업계의 재고도 타이트. 가격 협상력을 쉽게 잃지 않을 환경. 이에, 시장은 사이클의 진폭 축소를 재차 목격할 가능성이 높다는 판단. 시장은 줄어드는 변동성에 더 높은 가치를 부여할 것이라 생각.

## HBM4 가격 프리미엄의 축소, SK하이닉스를 팔아야 할 시점일까?

Valuation 관점에서 보면, 단기 Re-Rating은 제한될 것이라 생각. 그렇다면, 과거 대비 주식으로의 매력은 줄어들고 있다고 볼 수 있을 것.

다만, 투자의견을 Hold로 변경할 시점은 아니라 생각. 2026년 Big Tech 업계의 Capex가 상향되었을 때, 가장 먼저 살 주식은 SK하이닉스이며, SK하이닉스가 AI 시장의 리더라는 사실에도 변함이 없음. 성공적인 선단공정 안착 효과로 우수한 비용 구조를 보유하고 있는 만큼 HBM 가격 하락 속에서도 우수한 수익성 (2026년 연간 HBM 영업이익률 55% 전망)을 유지할 수 있을 것. 중국향 AI GPU 수출 재개와 강한 ASIC향 수요 성장세, HBM4의 타이트한 수급 환경 등을 감안 시, 절대 영업이익의 성장 기회도 남아있다는 판단. AI의 Computing 비효율성 해결 노력이 지속되고 있는 만큼 HBM의 기술 혁신 기회는 남아있으며, 이 시장의 리더를 벌써 파는 것은 이르다고 생각.

## 삼성전자는 어떻게 해야 할까?

여전히 좋은 주식은 될 수 있을 것이라 생각. 사업 경쟁력 개선 요인 (범용 반도체 경쟁력 향상, 파운드리 적자 축소 등)이 일부 목격되고 있고, 비영업부문 (사업 효율화 노력, 추가 주주환원 기대감)에서의 개선 가치 등을 감안하면, 주가는 여전히 싸다고 판단. 금번 중국향 AI GPU 판매 재개로 그간의 선생산 후판매 기조로 쌓여왔던 HBM 재고 문제도 해결의 실마리가 일부 보이기 시작할 것이라는 판단.

# I. HBM, 역사의 반복? 새로운 역사의 시작?

죄수의 딜레마 (Prisoner's dilemma)는 게임 이론의 대표적인 사례이다. 두 개인이 협력하면, 모두에게 이익이 되는 결과를 가져올 수 있지만, 각자의 이익을 극대화하려는 선택을 하다 보면, 모두에게 불리한 결과가 초래된다는 것이 죄수의 딜레마의 핵심 논지이다.

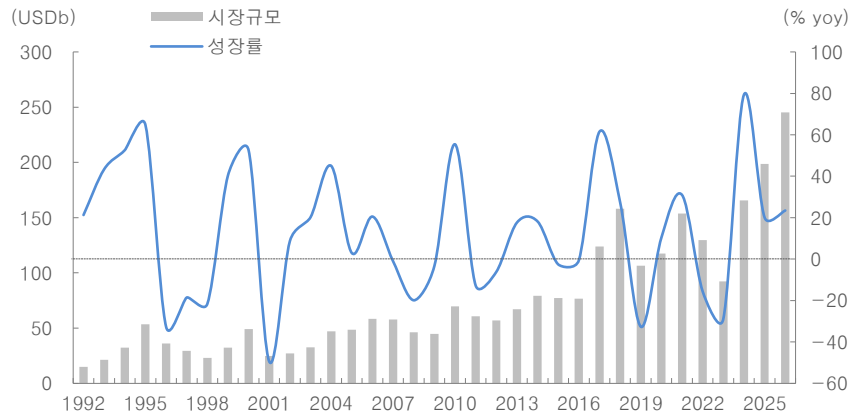
죄수의 딜레마는 그간 메모리반도체 산업에도 통용되어왔다. 각 기업이 점유율 (이익)을 극대화하기 위한 전략적 선택을 할 때, 수익성 (가격)은 예상 대비 크게 하락해왔고, 이는 사이클의 굴곡을 만들어왔다. 범용 성격이 강했던 제품의 특성과 생산의 리드타임 (향후 6개월 뒤의 수요를 예측하여 생산을 전개) 등이 이러한 굴곡을 형성하는데 이바지했다. HBM에도 이러한 역사가 반복될지에 대해 시장의 이목이 집중되고 있다.

표 1. **죄수의 딜레마 (메모리반도체 편)**

| | 경쟁사들이 감산 | 경쟁사들이 증산 |
|---|---|---|
| 자사 감산 | 수급 환경이 안정. 가격 안정성 확대.<br>모두에게 이익이 되는 결과를 초래. | 자사 점유율이 하락. 자사의 손해로 귀결. |
| 자사 증산 | 자사의 점유율 확대. 단기 이익이 극대화.<br>경쟁사들은 손해. | 공급 과잉이 발생하며, 가격이 급락하기 시작.<br>모두에게 불리한 결과를 초래. |

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. **메모리반도체 사이클**




자료: WSTS, 대신증권 Research Center

## 2025 년 HBM 시장, Better than feared

2025년 HBM 수급 환경은 보다 건전해지고 있다는 판단이다. 공급 단에서 보면, 공급업계의 판매 목표가 현실화되며, 연간 출하량은 추가 하향 (6월 전망: 226억 Gb, 7월 전망: 218억 Gb) 될 것으로 전망한다.

한편, 수요에 대한 우려는 완화되고 있다. 시장이 2025년 HBM 수요를 걱정했던 배경이 있다면, 2가지이다. Nvidia의 AI GPU 신제품 출하 지연으로 고객 내 HBM 재고가 쌓일 것을 우려했고, 중국향 AI GPU 판매 제재 영향으로 잠재 수요가 위축될 것을 염려했다. 2가지 우려 모두 현재는 해소되는 분위기이다.

1) AI GPU 신제품 출하 지연 Risk: AI GPU 신제품 출하는 공급망의 개선 속 정상화되고 있다. 이에, 고객의 HBM 재고 소진이 재차 가속화되고 있는 것으로 추정된다.

2) 중국향 AI GPU 판매 제재 영향: 그간 미국의 제재로 막혔던 중국향 AI GPU 수출이 재개되는 분위기이다. 그간 닫혀있었던 중국 시장이 구제품 한정으로 제한적으로나마 열리며, 수요 우려도 일부 완화되고 있다는 판단이다.

### 2025년 HBM 출하량 감소, 어떻게 봐야할까?

HBM 수요의 성격부터 살펴볼 필요가 있다. HBM 수요는 실수요 (AI GPU 출하량을 기준으로 산출한 수요)와 기타 수요 (선행 구매 수요, 불량에 대비한 물량 비축 등)로 구분된다. CoWoS 공정에 소요되는 시간을 감안 시, HBM 출하는 실제 GPU 양산 시점 대비 선행하며, 이러한 이유로 실수요와 전체 수요 간에는 간극이 발생한다. GPU-HBM 접합 과정에서의 수율이 100%가 아닌 만큼 패키징 공정에서의 불량에 대비하여 HBM 물량을 사전에 비축해야 할 필요도 있다.

당사의 2025년 HBM 출하량 하향은 수요 문제가 아닌 삼성전자의 HBM3e 제품 인증 지연 영향을 감안한 결과이다. 연간 출하 가능한 물량이 줄어든다면, 2026년 생산에 대비한 고객들의 재고 비축 가능 물량 또한 줄어든다. 그만큼 2026년 실 구매량은 늘어날 수 있고, 이는 2026년 물량 성장의 기회요소로 작용할 수 있다.

**표 2. HBM 수요 구분**

| 구분 | 내용 |
|---|---|
| 실수요 | AI GPU 출하량 x GPU 당 HBM 탑재량 |
| 선행 구매 수요 | CoWoS 공정에 소요되는 시간을 감안 시, 고객의 HBM 구매는 실제 GPU 양산 시점 대비 선행 |
| 기타 수요 | GPU-HBM 접합 수율이 100%가 아닌 만큼 패키징 공정에서의 불량에 대비하여 물량을 사전에 비축할 필요 |

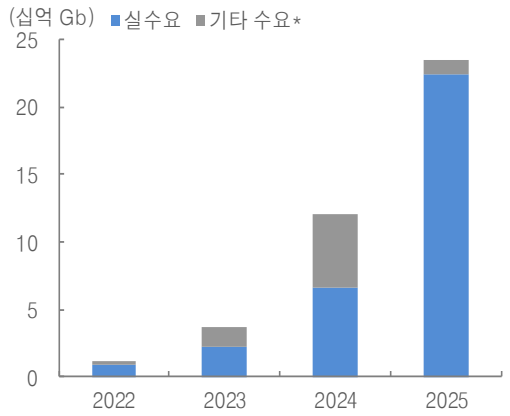
자료: 대신증권 Research Center

**표 3. Nvidia: AI GPU 수급 문제 완화**

| | GB200 | GB300 |
|---|---|---|
| 1Q25 | 초기 수율 확보 난항 (예상 대비 느린 Rack 의 생산성 개선) | Cordelia 로 Board 구조 변화를 추진 |
| 2Q25 | 4 월부터 공급망의 Learning Curve 가 올라오기 시작 | 출시 지연을 막기 위해 Bianca 로 Board 구조를 선회 |
| 3Q25 | 양산 및 출하 정상화 | 계획 스케줄대로 출시 예상. 초도 물량 납품 시작. |
| 4Q25 | 양산 및 출하 정상화 | Mass Production 본격화 |

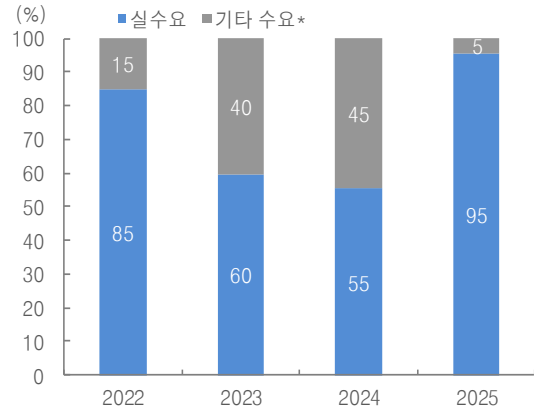
자료: 대신증권 Research Center

### 그림 2. 연간 HBM 출하량 Breakdown (Gb 기준)



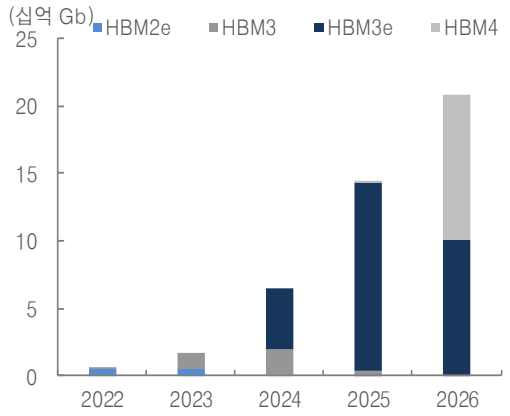

참고: 실수요는 AI GPU 출하량 x 대당 HBM 탑재량 기준으로 산출
자료: 대신증권 Research Center

### 그림 3. 연간 HBM 출하량 Breakdown (비중 기준)



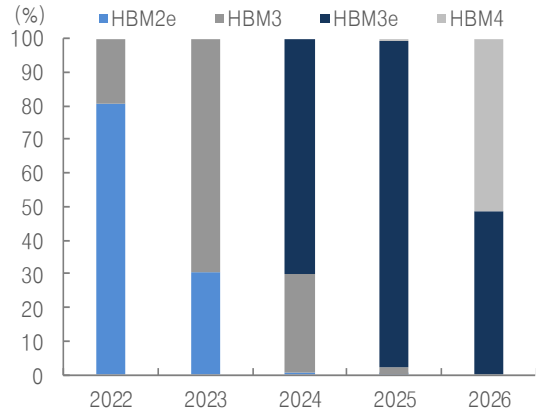

참고: 실수요는 AI GPU 출하량 x 대당 HBM 탑재량 기준으로 산출
자료: 대신증권 Research Center

### 그림 4. Nvidia: 제품군별 HBM 수요 (Gb 기준)



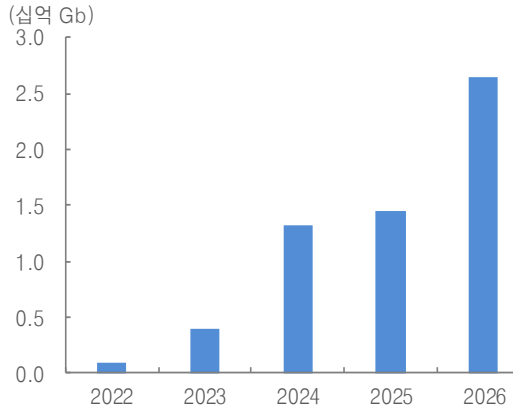

자료: 대신증권 Research Center

### 그림 5. Nvidia: 제품군별 HBM 수요 비중



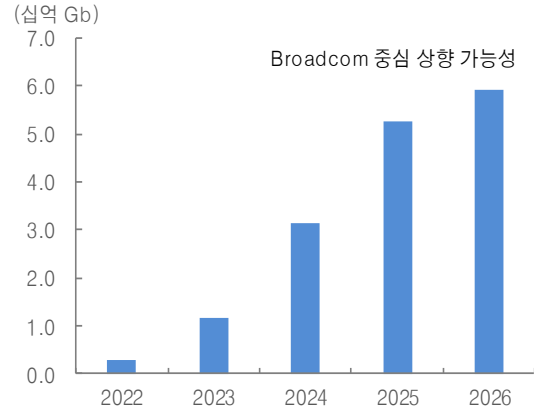

자료: 대신증권 Research Center

### 그림 6. AMD: HBM 수요 추이 및 전망




자료: 대신증권 Research Center

### 그림 7. ASIC*: HBM 수요 추이 및 전망




참고: * Broadcom과 AWS의 합산
자료: 대신증권 Research Center

## 2026 년 HBM 시장, 제품군별 차별화된 수급 환경 전망

투자자들의 우려가 있다면, 2026년 HBM 공급 계약이 다소 지연되고 있다는 점일 것이다. 지난 2년간 차년도 HBM 공급 계약이 2분기 (4-5월) 경에 체결된 것에 반하여, 2026년 공급 계약 협상은 다소 늦어지고 있고, 그만큼 2026년 HBM 수급 환경과 가격의 방향성에 대한 의문이 커지고 있을 것이라 생각한다.

결론적으로, 2026년 HBM 수급 환경은 제품군별로 차별화 (HBM3e: 공급 증가 속 가격 정상화, HBM4: 연중 타이트한 수급 환경 지속)될 것으로 전망한다.

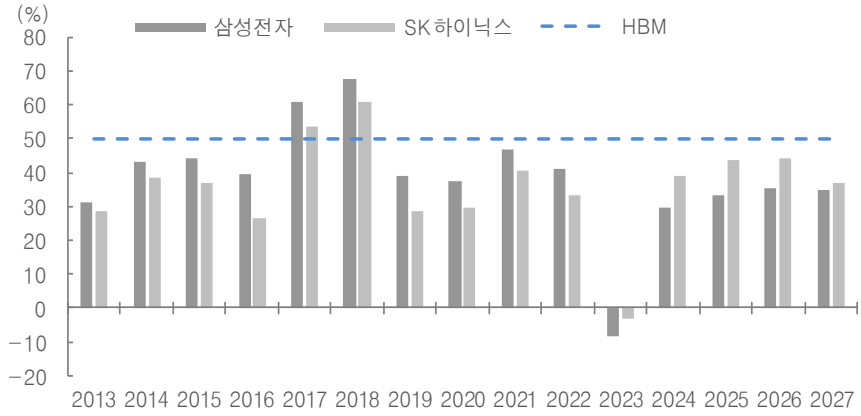
### 1. HBM3e, 그동안 비싸게 판매를 했던 만큼…

2026년 연평균 HBM3e 가격은 2025년 대비 17% 하락할 것으로 전망한다. 2026년 구간에 들어서면, HBM3e는 구제품이 될 것이고, 그간 높은 가격에 제품을 판매해온 만큼 가격의 기저 부담 또한 높다. DRAM 3사의 진입 효과가 온기 반영된다면, 공급은 늘어날 것이고, 가격은 상당 부분 정상화될 것으로 보는 것이 보다 합리적이라 생각한다.

다만, 극심한 공급과잉이 발생할 가능성은 제한적이다. 닫혔던 중국 시장이 제한적으로나마 열리고 있고, ASIC향 물량 성장 강도는 시장의 예상 대비 강할 수 있기 때문이다.

고무적인 부분이 있다면, 이익 체력이다. 가격은 언젠가 정상화되기 마련이고, 가격의 정상화 이후부터 봐야하는 부분은 정상 마진의 레벨이다. 지속적인 수율 개선 노력 속, 원가 절감이 이어지고 있고, 이를 감안 시, 선두 업체 기준 50% 이상의 영업이익률은 유지 가능한 수준이 될 것이라 생각한다. 그렇다면, 기술적 난관을 감수하고, HBM 생산을 지속해야 할 당위성은 충분하다는 판단이다.

**그림 8. 범용 DRAM 과 HBM 의 수익성 비교**




참고: 삼성전자와 SK하이닉스의 경우, 범용 DRAM (HBM 제외) 영업이익률 기준
자료: 대신증권 Research Center

## 2. 2026년 HBM4 수급은 타이트하다

### 1) 고객도 HBM4가 필요하다

HBM4를 채용한 AI GPU 신제품 (Rubin/Vera Rubin, MI400) 출시가 지연되지 않는다면, 2026년 HBM4 수요는 130억 Gb 이상으로 강할 것으로 전망한다.

안정적인 HBM4 수급은 GPU 업계에도 중요한 과제이다. GPU 업계가 2026년에도 성장 기회를 극대화하기 위해선 HBM4를 신규 채용한 AI GPU 신제품을 적기에 출시해야 할 것이고, 출시 지연을 막기 위한 고객의 노력도 지속되고 있다. 3Q26에 신제품 (Nvidia의 Rubin/Vera Rubin, AMD의 MI400)을 출시하고, 공격적인 Capa 할당을 통해 신제품 Build up을 극대화하겠다는 것이 고객의 방향성인 것으로 판단된다. 고객의 로드맵과 공격적인 Build up을 위한 사전 재고 비축 수요 등을 감안 시, 2026년 HBM4 수요는 130억 Gb 이상 (Nvidia 110억 Gb 내외, AMD 20억 Gb 내외)일 것으로 전망한다.

새로운 변화가 생겼다면, ASIC 진영에서 HBM4 구매 의사가 새롭게 표출되고 있다는 점이다. 2026년까지의 로드맵에서는 HBM4 채용 제품을 찾아보기 어렵지만, 2027년 상반기 로드맵에 대비한 선행 수요가 발생할 수 있고, R&D 수요가 발생할 수도 있다. 고객의 저변이 넓어지고 있다는 점은 긍정적으로 볼 수 있는 부분이라 생각한다.

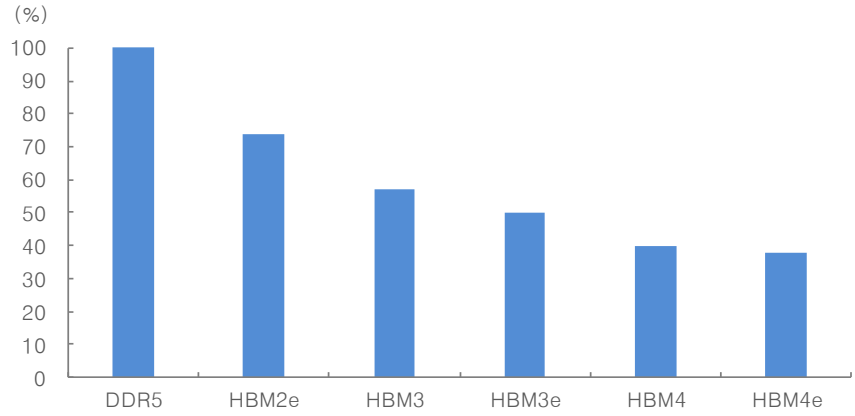
### 2) 공급은 마음처럼 늘어나기 어렵다

주요 고객사향 HBM 제품 인증이 모두 계획대로 이뤄진다고 가정 시, 우리가 2026년에 기대할 수 있는 HBM4 생산량은 140억 Gb 내외일 것이라 생각한다. 조금이라도 제품 인증에 차질이 생긴다면, 그만큼 공급 가능 물량은 줄어들 것이고, 이는 2026년 HBM4 수급 환경이 단단할 수 있는 강한 근거가 될 수 있다. 현 투자의 방향성대로라면, 2026년 HBM4 생산이 140억 Gb를 넘긴 어려울 것이라 생각한다.

- 우리는 그간 선생산 후판매 전략이 가져올 Risk를 확인해왔다. Rework를 통한 재판매가 어려운 HBM의 제품 특성을 감안 시, 제품 인증 전에 선행 생산을 강하게 가져가는 것은 자칫 불용재고의 급증이라는 비극적 결과를 낳을 수 있다. 기술에 대한 막연한 확신만을 가지고, 선생산 후판매 전략을 고수하긴 어려울 것이라 생각한다.

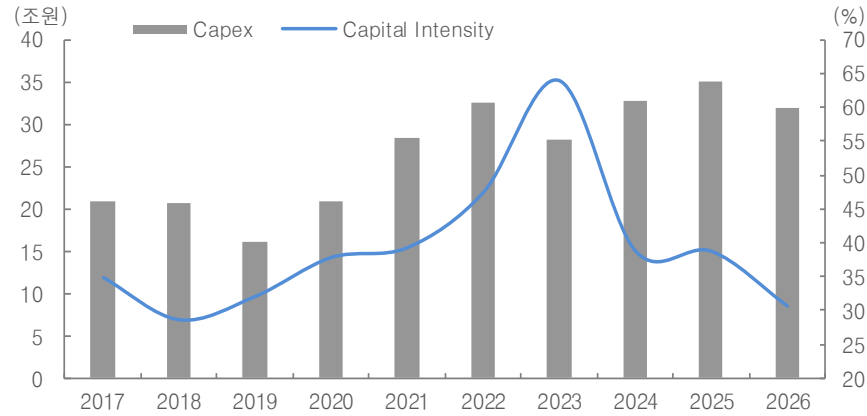
- 공급업계의 Capex도 유연해지고 있다. AI 수요의 특성 (데이터센터 프로젝트 확대에 따라 수요가 계단식으로 성장)을 감안 시, 수요에 대한 막연한 믿음만으로 Capex를 강하게 집행하긴 어렵다. 혹여 AI 수요에 Chasm이 온다면, 마주하게 될 Risk가 막심하기 때문이다. HBM4와 범용 DRAM 간의 전환 비율을 감안 시, HBM 수요의 위축은 범용 DRAM 생산의 급증으로 이어질 수 있고, 이렇게 되면 HBM과 범용 DRAM 시장 모두가 악화된다. 과잉투자가 자칫 급격한 Downturn의 매개체로 작용할 수 있는 만큼 공급업계의 초기 Capex 대응 전략은 보다 보수적으로 변모하고 있는 것으로 추정된다.

그림 9. DDR5 와 HBM 의 Bit per Wafer 비교



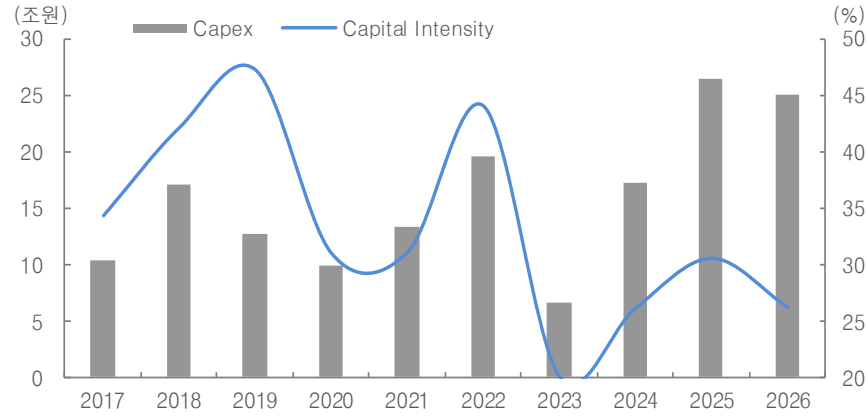

참고: 업계 평균치를 기준으로 산출
자료: 대신증권 Research Center

그림 10. 삼성전자: 메모리반도체 Capex 추이 및 전망



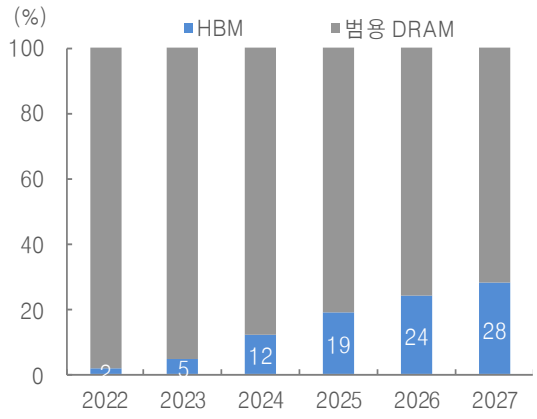

자료: 대신증권 Research Center

그림 11. SK 하이닉스: 메모리반도체 Capex 추이 및 전망



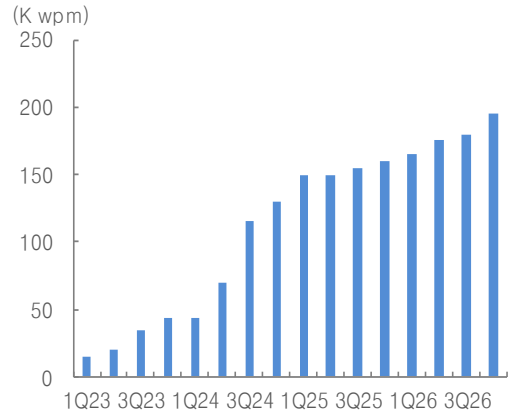

자료: 대신증권 Research Center

그림 12. HBM: DRAM 내 Capa 비중 추이 및 전망



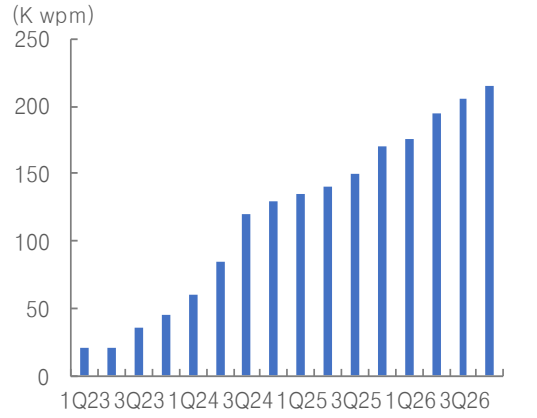

자료: 대신증권 Research Center

그림 13. 삼성전자: HBM Capa 추이 및 전망



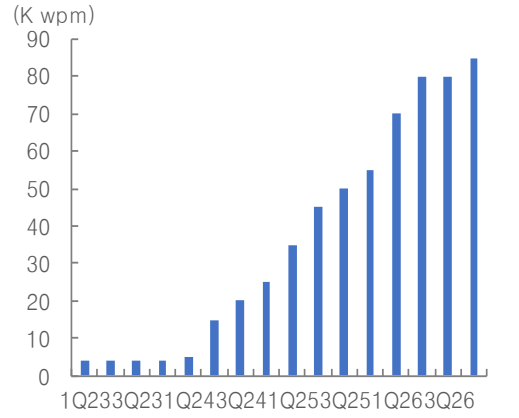

자료: 대신증권 Research Center

그림 14. SK 하이닉스: HBM Capa 추이 및 전망




자료: 대신증권 Research Center

그림 15. 마이크론: HBM Capa 추이 및 전망




자료: 대신증권 Research Center

## Risk 가 있다면, HBM4 의 가격 프리미엄이 축소되고 있다는 점

수급 환경만 놓고 보면, 공급업계에서 선제적으로 HBM4 가격을 인하할 유인은 크지 않다. 문제는 Nvidia를 둘러싼 경쟁이 날이 갈수록 심화되고 있다는 점이다. 이에, HBM4의 가격 프리미엄은 당사의 기존 전망 (HBM4 12단의 경우, 2025년 HBM3e 12단 ASP 대비 20%의 가격 프리미엄을 기대)을 하회할 가능성이 높아지고 있다는 판단이다

### 1. 양립하기 어려운 2가지 요소: 점유율 vs 수익성

수익성 관점에서 보면, 원가 상승 분 (HBM4의 원가는 동일 단수의 HBM3e 대비 30-40% 상승)을 가격에 100% 전가하는 것이 바람직하다. 원가 상승 요인과 신제품을 통해 고객에게 줄 수 있는 효용가치 (TCO 절감)가 명확한 만큼, 이를 기반으로 고객에게 적정한 가격을 제시하는 것이 경제학적 관점에서 보면 합리적인 선택지일 것이다.

하지만, 고객과의 밀월을 강화하는 일도 의사판단에 있어 중요했을 것이라 생각한다. 과거 대비 시대를 주름잡는 핵심 고객을 잡는 일이 중요해졌기 때문이다.

- 스마트폰의 시대에선 애플이, 서버 시대에선 북미 클라우드 (Google, Microsoft, AWS)를 사로 잡는 것이 중요했다. 시장 리더십 확보에서 보다 강조되던 역량이 있다면, 원가였다. 범용 제품을 판매했던 만큼 강력한 원가 절감을 기반으로 싼 가격에 제품을 판매하는 것이 시장 리더십 확보의 지름길이었다.

- AI는 수요의 성격이 다르다. 표준화되지 않은 기술인 만큼 기술 리더십을 기반으로 시장을 지배하고 있는 고객을 사로 잡는 것이 중요하다. 그렇다면, HBM 업계가 사로 잡아야 하는 고객은 Nvidia이다.

그만큼 Nvidia를 둘러싼 경쟁도 치열해지고 있다. 삼성전자는 경쟁사 대비 1세대 앞선 DRAM 1c로 HBM4 수요에 대응할 예정이고, 최근 DRAM 1c는 설계 구조의 유연화 속 수율이 60% 대까지 개선되며 안정화되는 모습을 보이고 있다. Micron Technology의 제품 경쟁력 향상도 지속 목격되고 있다. 전체적인 경쟁이 심화되는 환경인 만큼, 경쟁에서 승리하기 위해선 일정 부분의 Give and Take가 필요했을 것이라 생각한다. 품질을 통한 가치 부여 뿐 아니라 가격 할인을 통해 핵심 Vendor의 지위를 지키려는 노력을 강화하는 방안이 앞으로의 경쟁에 보다 유리한 방향이라는 판단도 가능했을 것이다.

**표 4. HBM: 세대별 공정기술의 변화**

| | HBM3 | HBM3e | HBM4 8단 | HBM4 12단 | HBM4 16단 | HBM4e 16단 | HBM4e 20단 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **삼성전자** | | | | | | | |
| 전공정 (Base Die) | DRAM1z | DRAM 1a | SF4 (4nm) | SF4 (4nm) | SF4 (4nm) | SF2 (2nm) | SF2 (2nm) |
| 전공정 (Core Die) | DRAM1z | DRAM 1a | DRAM 1c | DRAM 1c | DRAM 1c | DRAM 1c | DRAM 1c |
| 후공정 | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF+HCB or HCB | TC-NCF+HCB or HCB |
| **SK하이닉스** | | | | | | | |
| 전공정 (Base Die) | DRAM1z | DRAM 1b | TSMC 12nm | TSMC 3/12nm* | TSMC 3/12nm* | TSMC 3/12nm* | TSMC 3/12nm* |
| 전공정 (Core Die) | DRAM1z | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1c | DRAM 1c |
| 후공정 | MR-MUF | MR-MUF | MR-MUF | MR-MUF | MR-MUF | MR-MUF | HCB |
| **마이크론** | | | | | | | |
| 전공정 (Base Die) | - | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1b | TSMC 3/12nm* | TSMC 3/12nm* |
| 전공정 (Core Die) | - | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1b | DRAM 1c | DRAM 1c |
| 후공정 | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF | TC-NCF+HCB or HCB | TC-NCF+HCB or HCB |

자료: 대신증권 Research Center

### 2. 재차 반복되는 죄수의 딜레마?

점유율 확보를 위한 가격 경쟁이 메모리반도체 산업에서 발생해온 죄수의 딜레마이다. 그간 점유율을 위한 경쟁은 가격의 빠른 하락을 촉발해왔고, 모두가 Nvidia를 원하는 만큼, 초기 HBM4 가격도 당사의 기존 예상 (HBM4 12단의 경우, 2025년 HBM3e 12단 ASP 대비 20%의 가격 프리미엄을 기대) 대비 낮게 형성될 가능성이 높다.

하지만, 그간 산업을 지배해온 죄수의 딜레마 이론이 HBM에도 100% 통용될 것이라 생각하지는 않는다. 범용 반도체에선 제품 특성의 격차가 크지 않아 정형적인 원가 싸움이 가능했으나, HBM은 고객별로 세부 스펙이 상이하다. A라는 고객을 위해 만든 제품을 B에게 대신 판매하는 것이 어렵고, 품질이 가격에 선행하는 방향은 여전히 유효하다.

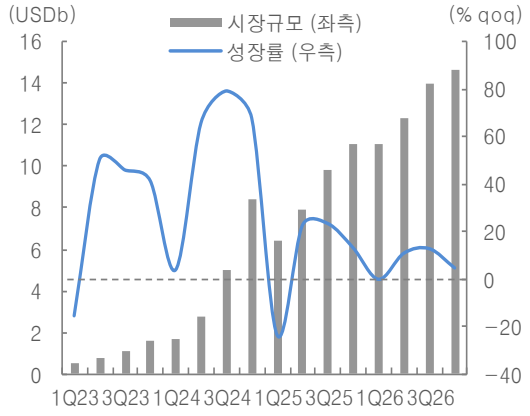
제품 양산의 난이도가 높은 만큼 공급업계가 감내해야 할 Risk도 크다. 그렇다면, 적정 마진을 염두해둔 상태로 가격 전략을 가져갔을 것이다. HBM4의 정상 마진은 기본적으로 범용 DRAM 대비 높은 수준을 염두해두고 협상에 임했을 것이라는 판단이다.

### 3. 남아있는 기회가 있다면

AI의 비효율성이 Computing 과정에서 여전히 발생하고 있는 만큼 이러한 비효율성을 해결하기 위한 기술 개발 노력은 지속될 것이다. 그 과정에서 HBM의 중요성은 지속 부각될 것이라 생각한다. 부가가치를 추가 창출할 수 있는 기회가 열려있다면, 단기적인 가격의 부진만을 이유로 산업에 대한 Outlook을 급격히 낮출 필요는 없다는 판단이다.

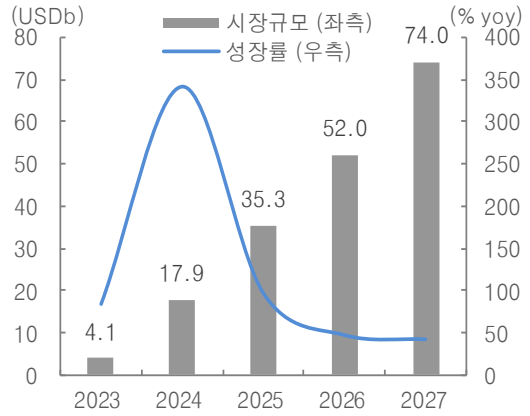
수급도 고민해볼 요소이다. HBM의 경우, 신제품 사이클의 시작점에서 우리는 그간 생산의 제약을 목격해왔다. HBM4에서는 이러한 제약 요인이 보다 가시성 있게 확인되고 있으며 (공정 난이도 급증에 따른 Golden 수율의 하락), 제품 인증 지연이 한 곳이라도 발생할 경우, 공급의 Downside Risk는 재차 확대될 수 있다. 타이트한 공급 환경은 추가 물량에 대한 가격 인상의 기회로 작용할 수 있을 것이라 생각한다.

**그림 16.HBM: 분기별 시장규모 추이 및 전망**



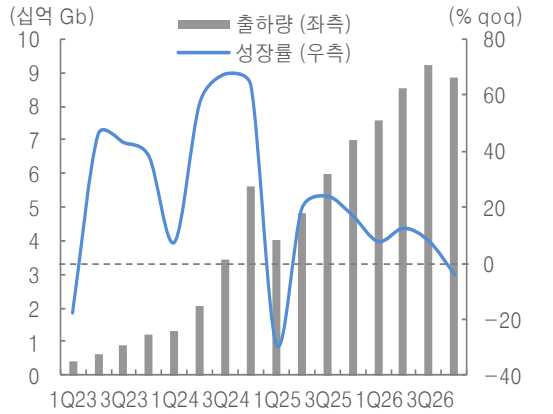

자료: 대신증권 Research Center

**그림 17.HBM: 연간 시장규모 추이 및 전망**



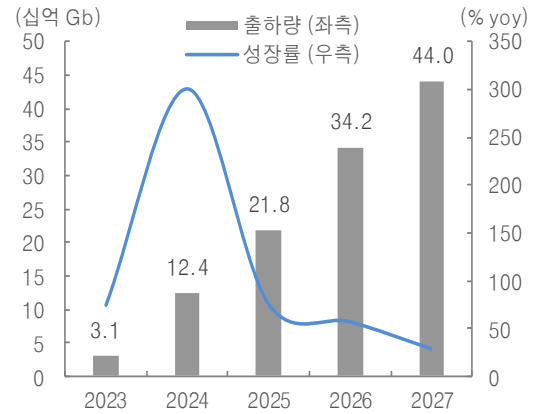

자료: 대신증권 Research Center

그림 18. HBM: 분기별 출하량 추이 및 전망



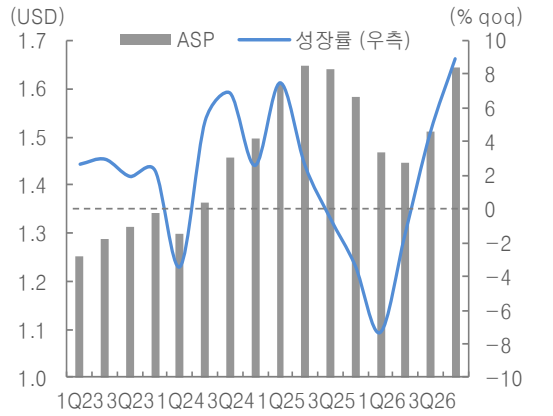

자료: 대신증권 Research Center

그림 19. HBM: 연간 출하량 추이 및 전망



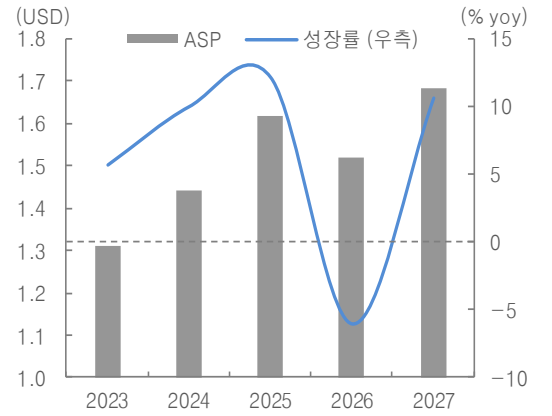

자료: 대신증권 Research Center

그림 20. HBM: 분기별 ASP 추이 및 전망



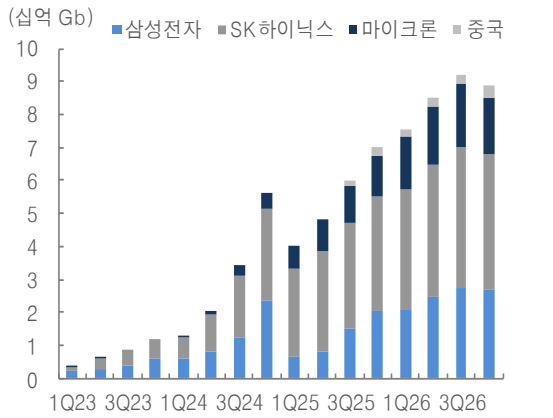

자료: 대신증권 Research Center

그림 21. HBM: 연간 ASP 추이 및 전망



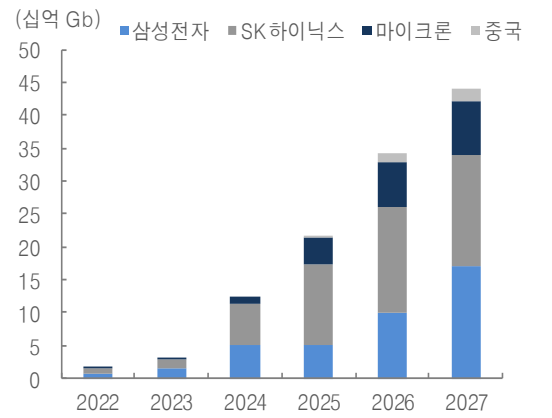

자료: 대신증권 Research Center

그림 22. HBM: 공급업체별 출하량 추이 및 전망 (분기)



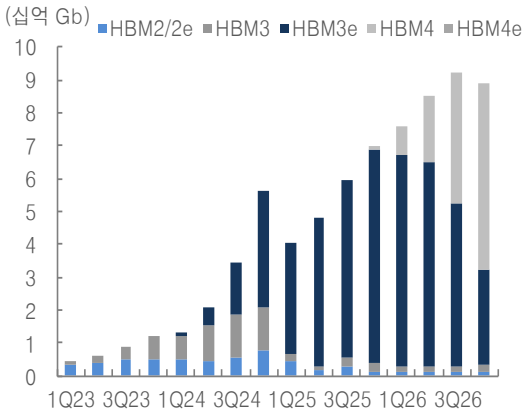

자료: 대신증권 Research Center

그림 23. HBM: 공급업체별 출하량 추이 및 전망 (연간)



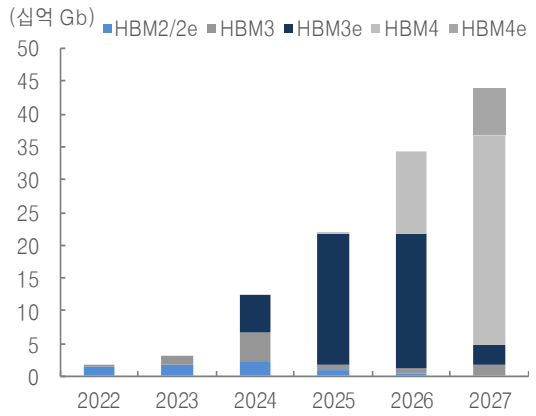

자료: 대신증권 Research Center

그림 24. HBM: 제품군별 출하량 추이 및 전망 (분기)



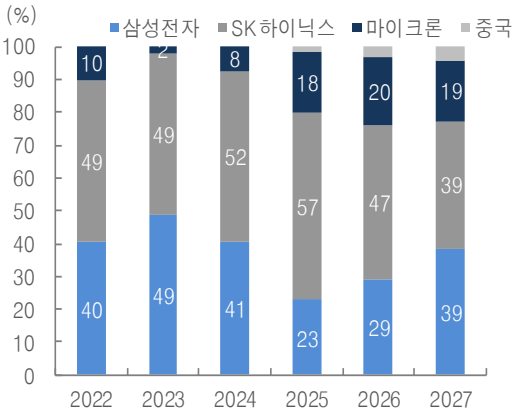

자료: 대신증권 Research Center

그림 25. HBM: 제품군별 출하량 추이 및 전망 (연간)



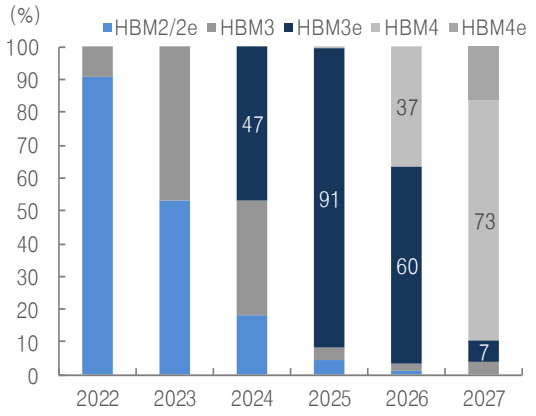

자료: 대신증권 Research Center

그림 26. HBM: 공급업체별 출하량 기준 점유율 (연간)



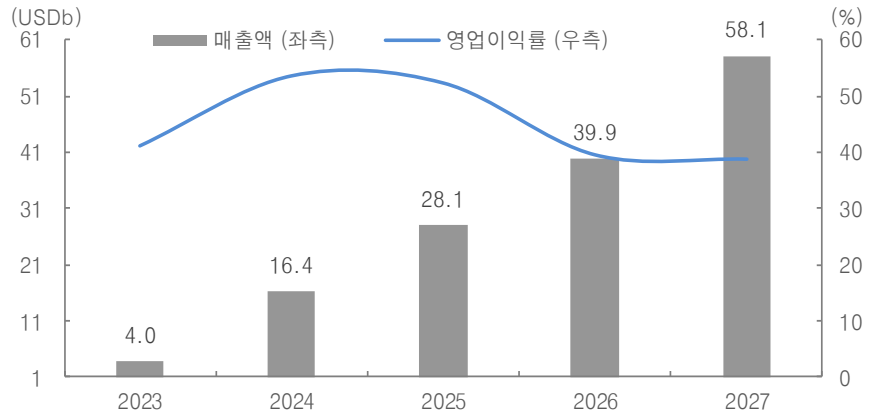

자료: 대신증권 Research Center

그림 27. HBM: 제품군별 출하량 기준 비중 (연간)




자료: 대신증권 Research Center

그림 28. 한국 반도체: HBM 매출액과 영업이익률 추이 및 전망




자료: 대신증권 Research Center

## 다시 열리는 중국 시장, 앞으로 예상되는 변화는?

중국향 AI GPU 판매가 재개될 예정이다. 규제로 인해 닫혀있었던 중국 시장이 재차 열리는 것은 Value Chain에 긍정적 변화이다. 중국이 자체적으로 AI GPU (화웨이의 Ascend 910B/910C 등)를 개발하고 있기는 하나, HBM 수급 제약과 선단공정 Capa가 부족하다는 점을 감안 시, 물량은 제한적일 것이다. 검증된 플랫폼인 Nvidia (H20, RTX Pro)와 AMD (MI308) 제품에 대한 구매 기회가 재개되는 만큼 중국의 AI GPU 구매 수요는 강할 것이라 생각한다.

Nvidia의 입장에서 봐도, 선반영했던 충당금의 환입 및 향후 매출 성장의 기회가 재차 열릴 수 있기에 반가운 일이다. Nvidia의 경우, H20 외에도, 스펙을 추가 하향한 신형 GPU (B40, RTX Pro 6000D) 출시를 통해 중국 시장을 적극 공략할 것으로 예상된다.

### 중국향 GPU에 탑재되는 DRAM은 누가 공급할까?

1. H20: H20e (HBM3e 8단 탑재)가 규제 품목에서 제외된다면, 단기적으로는 SK하이닉스의 수혜 강도가 가장 강할 것이라 생각한다. 1Q25 기공급 분 (HBM3e 8단)에 대한 물량 소화가 금번 수출 재개로 빨라질 것이고, 품질 안정성이 이미 검증된 만큼 SK하이닉스 제품 중심으로 초기 생태계는 형성될 가능성이 높다. 그 다음으로 수혜 강도가 높을 기업이 있다면, 삼성전자라 생각한다. Micron Technology의 경우, Nvidia의 H20/H20e 향으로는 대응을 하지 않고 있으며, 가격 상의 이점을 가져갈 수 있는 삼성전자 제품에 대한 채용이 재차 발생할 수 있다. 그렇다면, 선생산 후판매로 그간 쌓여왔던 재고 문제에도 해결의 실마리가 보일 수 있을 것이라 생각한다.

2. B40 (RTX Pro): 미국 정부의 신규 규제안에 맞춰, Nvidia에서는 중국향 전용 제품으로 B40 (RTX Pro) 출시를 계획하고 있는 것으로 판단된다. 스펙이 기존 제품 대비 다운된 제품으로 해당 GPU에는 HBM이 아닌 GDDR7이 탑재될 예정이다. 해당 물량의 경우, 2025년 구간에는 삼성전자가 독점 공급할 가능성이 높다고 생각한다.

3. MI308: HBM3 96GB를 탑재한 제품으로 HBM3 12단을 채용 중인 것으로 추정된다. 삼성전자가 해당 제품향으로 대응 중이며, AMD가 기대 이상의 성과를 중국 시장에서 낼 수 있다면, 삼성전자의 HBM 경쟁력 개선에도 긍정적 영향을 미칠 것이라 생각한다.

표 5. 주요 AI GPU 의 HBM 스펙 추이 및 전망 (단위: %)

| 도체 | 출시 시점 | HBM Type | HBM 탑재량 (GB) | Cube 수 | Cube 당 용량 (GB) | 적층단수 | Mono Die 용량 (Gb) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nvidia | | | | | | | |
| A100/A800 | 2020 | HBM2e | 80 | 5 | 16 | 8 | 16 |
| H100 | 1Q23 | HBM3 | 80 | 5 | 16 | 8 | 16 |
| H200 | 1Q24 | HBM3e | 141 | 6 | 24 | 8 | 24 |
| Blackwell | 4Q24 | HBM3e | 192 | 8 | 24 | 8 | 24 |
| Blackwell Ultra | 3Q25 | HBM3e | 288 | 8 | 36 | 12 | 24 |
| Rubin | 2H26 | HBM4 | 288 | 8 | 36 | 12 | 24 |
| Rubin Ultra | 2H27 | HBM4e | 1,024 | 16 | 64 | 16 | 32 |
| AMD | | | | | | | |
| MI250 | 1Q22 | HBM2e | 128 | 8 | 16 | 8 | 16 |
| MI300 | 4Q23 | HBM3 | 128 | 8 | 16 | 8 | 16 |
| MI300x | 4Q23 | HBM3 | 192 | 8 | 24 | 12 | 16 |
| MI325 | 4Q24 | HBM3e | 288 | 8 | 36 | 12 | 24 |
| MI350 | 4Q25 | HBM3e | 288 | 8 | 36 | 12 | 24 |
| MI400 | 2H26 | HBM4 | 432 | 12 | 36 | 12 | 24 |

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

표 6. 주요 AI GPU 의 HBM 스펙 추이 및 전망 (중국 전용) (단위: %)

| 도체 | 출시 시점 | HBM Type | HBM 탑재량 (GB) | Cube 수 | Cube 당 용량 (GB) | 적층단수 | Mono Die 용량 (Gb) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Nvidia | | | | | | | |
| H20 | 1Q24 | HBM3 | 96 | 6 | 16 | 8 | 16 |
| H20e | 1Q25 | HBM3e | 144 | 6 | 24 | 8 | 24 |
| AMD | | | | | | | |
| MI308 | 3Q24 | HBM3 | 96 | 4 | 24 | 12 | 16 |

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

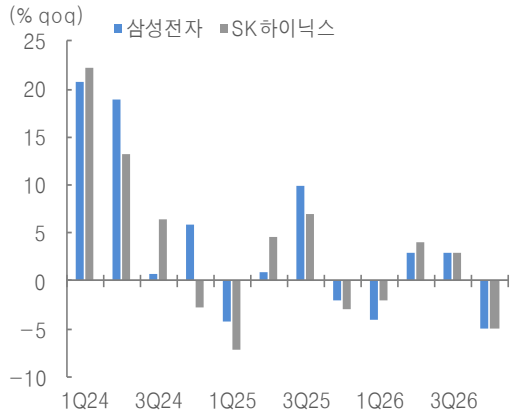
# II. 범용 반도체, 겨울이 와도 춥지 않을 이유

3Q25 범용 반도체 시장은 시장의 높아진 기대치에 부합하는 방향으로 흘러갈 것이라 생각한다. 제한적 생산 증가가 지속되는 가운데, 세트 신제품이 다량 출시되는 계절적 성수기가 다가왔고, 물량과 가격 모두 우호적일 것이라는 판단이다 (범용 DRAM 가격: 전분기 대비 10% 내외 상승, NAND 가격: 전분기 대비 한자릿수 중후반% 상승 전망).

고민이 되는 부분이 있다면, 그만큼 기저 부담이 높아진다는 점이다. 가을이 지나면 겨울은 찾아오기 마련이고, 주가 판단에 있어 중요한 열쇠가 있다면, 겨울의 강도일 것이다. 2Q25 판매가 예상 대비 강했다는 점과 관세 정책의 역풍 (세트 실수요의 하락 Risk)을 감안 시, 4Q25-1Q26 구간에 겨울은 재차 찾아올 수 있다는 판단이다.

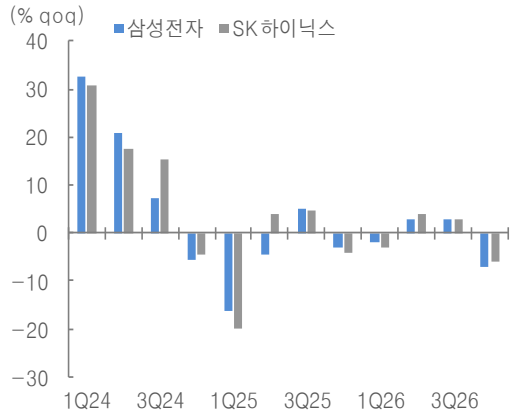
하지만, 최근의 Mini Downturn (4Q24-1Q25) 대비 이번 겨울은 춥지 않을 것이라 생각한다. 수급 환경을 감안 시, 2Q26에 가격 상승이 재개될 가능성이 높다는 판단이다.

**그림 29. 범용 DRAM: ASP 추이 및 전망 (전분기 대비)**



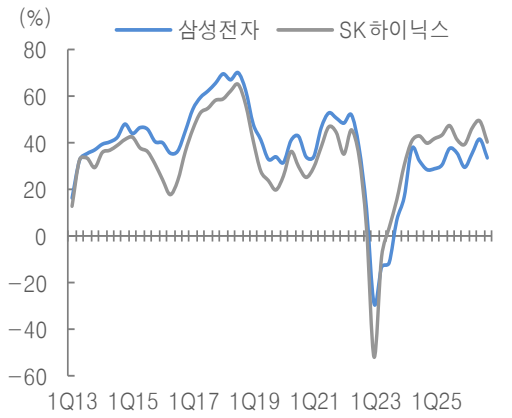

자료: 대신증권 Research Center

**그림 30. NAND: ASP 추이 및 전망 (전분기 대비)**



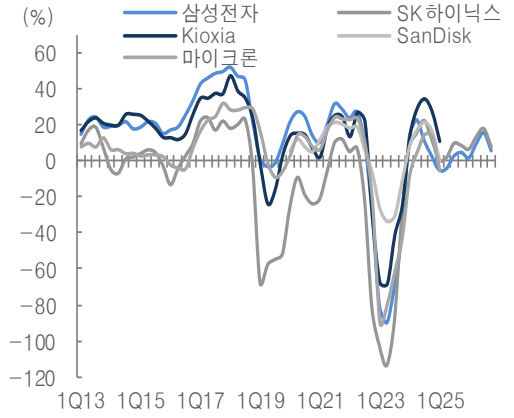

자료: 대신증권 Research Center

**그림 31. 범용 DRAM: OPM 추이 및 전망**




자료: 대신증권 Research Center

**그림 32. NAND: OPM 추이 및 전망**



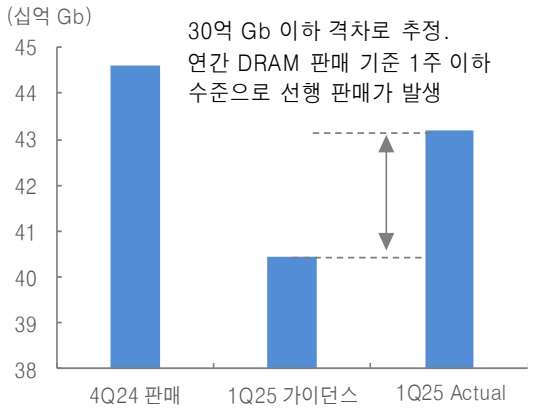

자료: 대신증권 Research Center

## 겨울이 올 수 있는 이유

생산과 공급업계의 재고 환경에만 비춰보면, 가격 하락은 단기에 오기 어렵다. 하지만, 2가지 부분을 고민해봐야 한다고 생각한다. 먼저, 2Q25의 판매가 예상치를 상회한 것으로 추정되며, 이는 실수요 개선보다 고객의 재고 축적과 제한적 생산 증가에 대비한 선구매 영향이 크다는 판단이다. 3Q25까지 구매가 지속되고 나면, 4Q25에는 계절적 비수기가 겹치며, 가격이 일시적으로 하락하는 구간이 찾아올 수 있다.

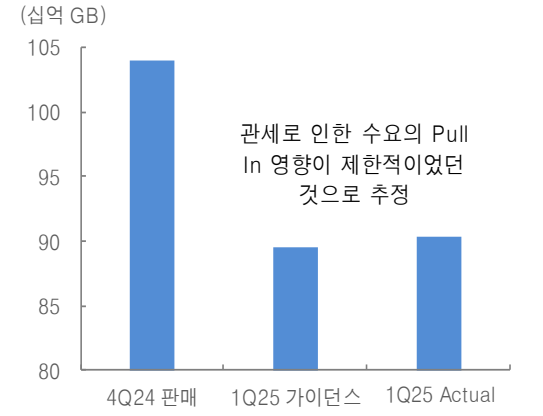
관세 정책의 역풍도 고민해봐야 하는 요소이다. 세트의 경우, 신제품 초도 생산에 있어서 계획에 변화가 감지되지 않고 있다. 하지만, 소비자향 관세 전가가 원활하지 않을 경우, 실수요는 부진할 수 있고, 이에 2차 생산 물량은 당초 기대 대비 줄어들 수 있다. 그렇다면, 부품 구매 정책도 자연스레 보다 보수적으로 변모하게 될 것이라 생각한다.

그림 33. 1Q25 DRAM 판매: 가이던스 vs Actual



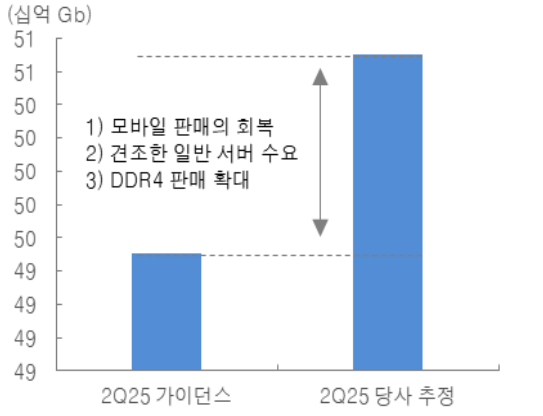

참고: 한국 반도체 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 34. 1Q25 NAND 판매: 가이던스 vs Actual



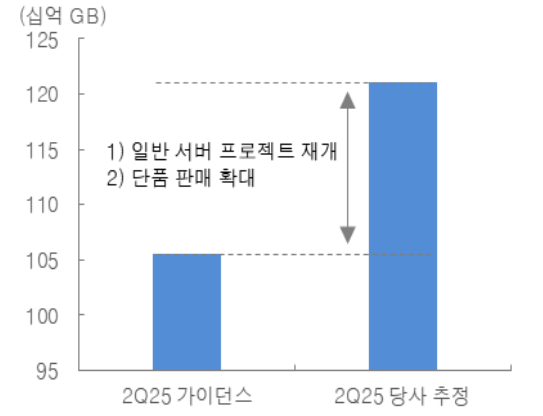

참고: 한국 반도체 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 35. 2Q25 DRAM 판매: 가이던스 vs 당사 추정




참고: 한국 반도체 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 36. 2Q25 NAND 판매: 가이던스 vs 당사 추정




참고: 한국 반도체 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

## 하지만, 겨울은 짧고, 약할 것

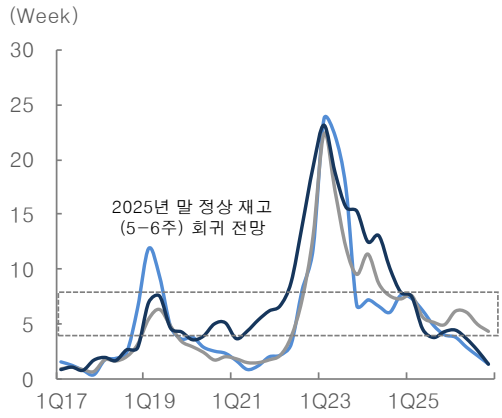
잠재 Risk를 감안하여, 4Q25-1Q26 범용 반도체 가격의 약세를 전망한다. 다만, 이번 겨울은 지난 겨울 대비 춥지 않을 가능성이 높다. 분기별로 한자릿수 초반% 수준의 제한적 가격 하락 이후, 가격은 2Q26부터 재차 강세로 전환할 것으로 전망한다.

### 1. 처한 환경이 다르다

메모리반도체 가격의 하락은 통상 생산의 증가와 공급업계의 재고 상승이 초래한다. 우리가 가장 최근 경험했던 범용 반도체 사이클의 하락기는 4Q24-1Q25 구간이며, 해당 구간에는 분기별 가격 하락 폭이 한자릿수 중후반%에 달했다.

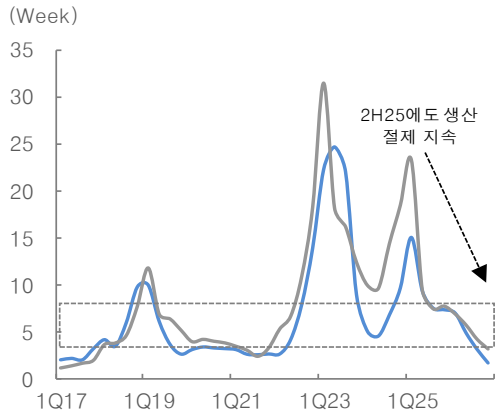
다만, 이번에는 환경이 다르다. 제한적 생산 증가 속, 무리한 판매를 하지 않더라도, 재고는 줄어들고 있으며, 고객 수요가 견조한 고부가 제품 재고는 연말 1-2주까지 축소될 가능성이 높다. 생산 제약이 지속되고 있는 가운데, 더 적은 재고를 가지고, 공급업계가 게임을 시작하는 만큼 가격의 하락 폭도 보다 제한될 것이라는 판단이다.

그림 37. 공급업계의 DRAM 재고 추이 및 전망



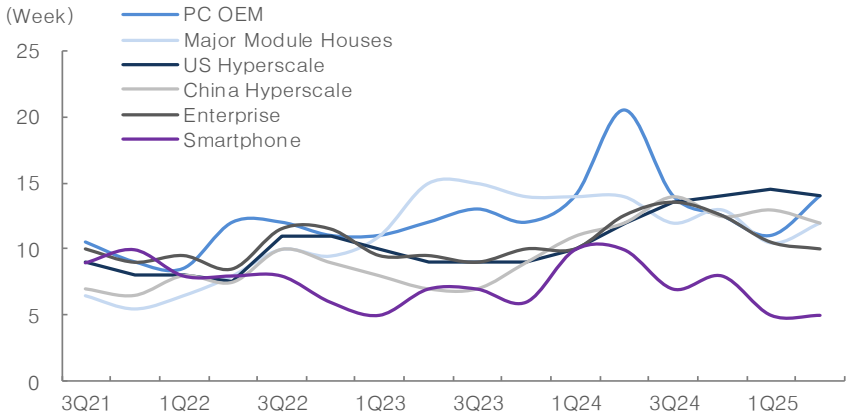

자료: 대신증권 Research Center

그림 38. 공급업계의 NAND 재고 추이 및 전망




자료: 대신증권 Research Center

그림 39. DRAM: 응용처별 재고 추이



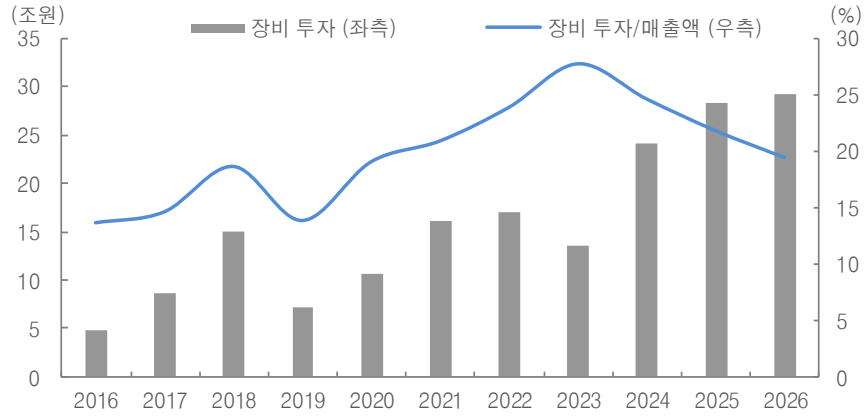

자료: Trendforce, 대신증권 Research Center

## 2. Capex의 절제 지속

한국 반도체의 경우, 2025년 Capex는 전년대비 23% 증가한 61.5조원을 기록할 것으로 전망한다. 삼성전자의 DRAM 1c 투자 Pull In, 고부가 제품 (HBM3e 등) 중심의 제한적 Capex 확대, 신공장 건설 (M15x, P4)에 따른 건설비 증가 영향을 감안한 결과이다.

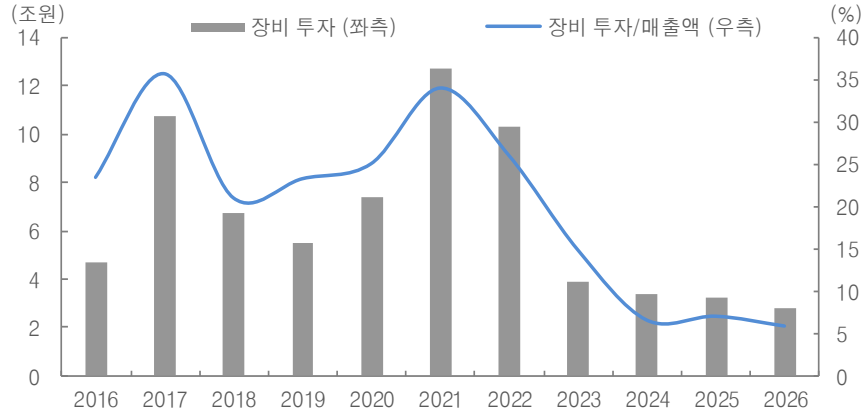
반면, 2026년을 대하는 공급업계의 Capex 기조는 보다 보수적으로 변모하고 있는 것으로 추정된다. 그간의 사이클에서 공격적인 Capex의 상향이 늘 불황을 만들어왔던 만큼, Capex의 절제를 통해 사이클의 안정성을 높이려는 전략적 선택이 강화되고 있다. 불황의 골을 깊게 만드는 것은 현 업계의 공공의 적인 중국에게 좋은 침투 확대의 기회를 제공하는 셈이고, 이를 제어하기 위한 합창은 지속될 것이라는 판단이다. 이에, 2026년 Capex는 당초 계획 대비 하향되고 있는 것으로 추정되며, 이는 공급이 빠르게 늘어나기 어려운 핵심 증거 중 하나가 될 것이라 생각한다.

**그림 40. 한국 DRAM: 장비투자/매출액 추이 및 전망**




자료: 대신증권 Research Center

**그림 41. 한국 NAND: 장비투자/매출액 추이 및 전망**



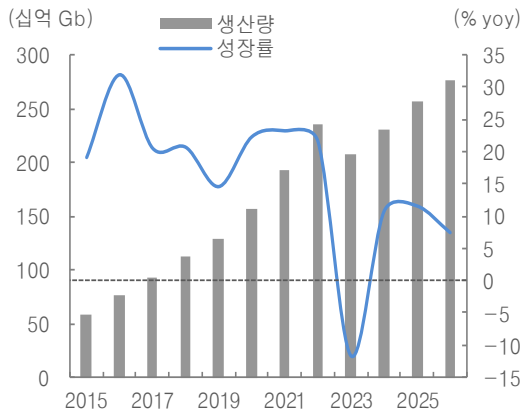

자료: 대신증권 Research Center

### 3. 삼성전자는 2026년에도 수급에 긍정적 영향

삼성전자의 공급 절제가 2025년 범용 DRAM 생산의 제한적 증가를 만들어냈고, 이는 2026년에도 지속될 가능성이 높다. 단기 점유율보다는 고부가 시장 (HBM, 고부가 범용 DRAM)에서의 경쟁력 향상이 삼성전자의 지향점이며, 향후 1년간 발생할 DRAM 1c 투자는 HBM4 대응 목적이다. HBM4의 Capa 잠식 효과, 잠재적 수율 개선 속도 둔화 Risk, 고객 수요에 대한 적시성 있는 대응 등을 목적으로 DRAM 1c를 조기에, 예상 대비 큰 규모 (일부 장비사향으로는 월 100K에 해당하는 물량을 구두 P/O로 넣은 것으로 추정)로 하고 있는 것으로 추정되며, 금번 DRAM 1c 투자가 범용 DRAM 생산에 미칠 영향은 사실상 미미할 것이라는 판단이다.

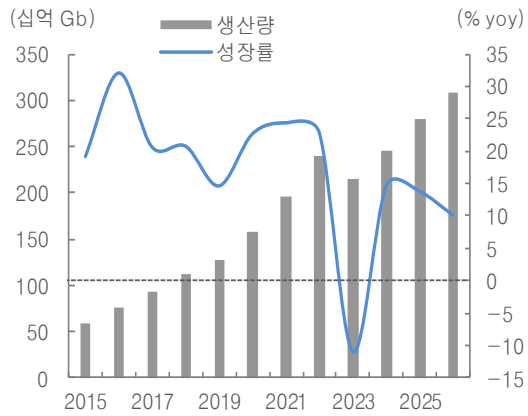
PC/서버향 DDR4 단종, DRAM 1a의 DRAM 1c 전환에 따른 범용 제품 생산 축소 등을 감안 시, 삼성전자는 2026년에도 수급에 긍정적 영향을 줄 가능성이 높다고 생각한다.

**그림 42. 범용 DRAM*: 연간 생산량 추이 및 전망**



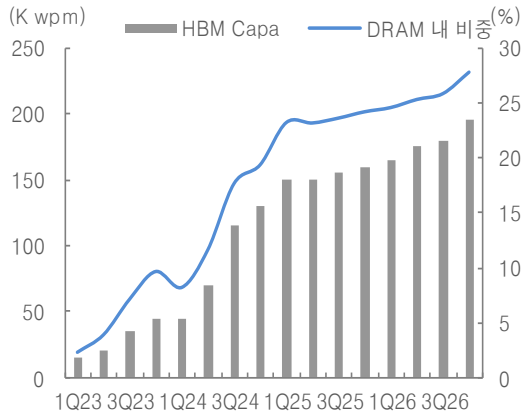

참고: CXMT 제외
자료: 대신증권 Research Center

**그림 43. 범용 DRAM: 연간 생산량 추이 및 전망**



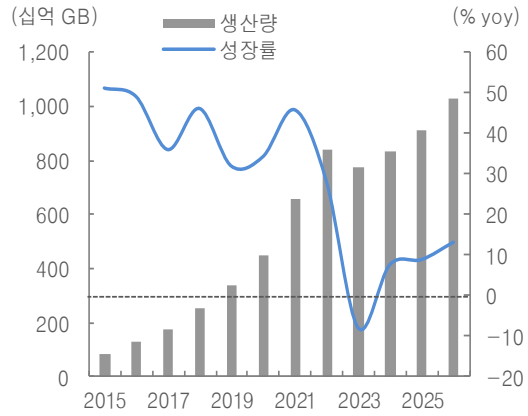

자료: 대신증권 Research Center

**그림 44. 삼성전자: DRAM Capa 내 HBM 비중**




자료: 대신증권 Research Center

**그림 45. NAND: 연간 생산량 추이 및 전망**



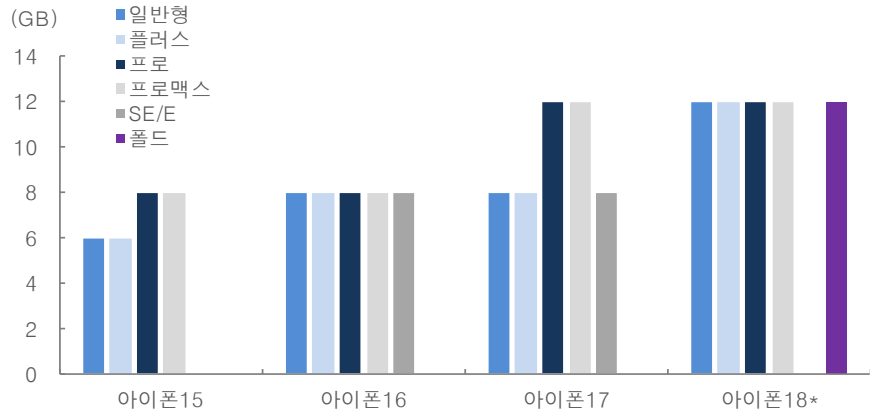

자료: 대신증권 Research Center

### 4. 수요의 역설: 스펙에는 후진이 없다

AI의 기회를 잡기 위한 디바이스 단의 노력이 지속되고 있으며, 향후 출시될 AI 서비스의 효율적 Landing을 위해 하드웨어 단의 스펙은 선행적으로 상향되고 있다.

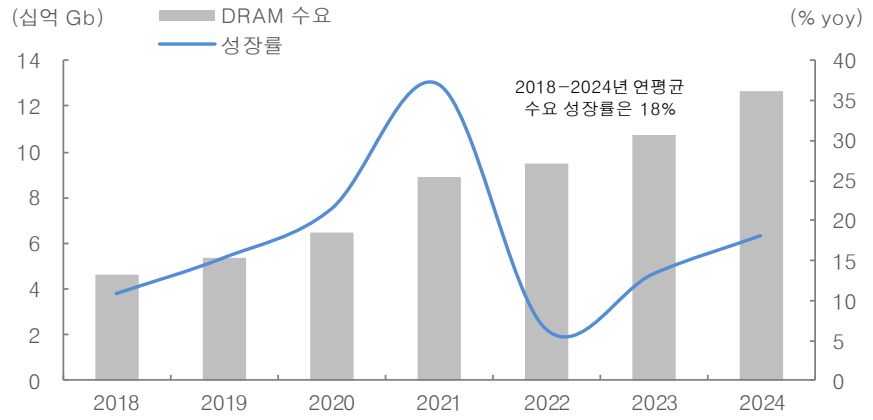
이러한 스펙의 상향은 DRAM 탑재량 증가 중심으로 나타나고 있으며, 스펙은 한번 높이는 것이 어렵지 후진은 하지 않는다는 특성이 있다. 이에, DRAM 수요는 탑재량 증가 효과 중심으로 성장을 거듭해왔으며, AI에서의 기회를 지속 창출해내려는 시장의 특성을 감안 시, 탑재량 증가를 기반으로 한 DRAM 수요 성장의 기회는 2026년에도 지속될 가능성이 높다는 판단이다.

**그림 46. 아이폰: DRAM 탑재량 추이 및 전망**




자료: 대신증권 Research Center

**그림 47. 아이폰: 신제품향 DRAM 수요의 변화**




자료: 대신증권 Research Center

### 표 7. 삼성전자: 주요 가정 (수정 후)

| | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 환율 (KRW/USD) | 1,453 | 1,380 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,300 | 1,300 | 1,365 | 1,383 | 1,325 |
| DRAM 출하량 (십억 Gb) | 24.5 | 27.3 | 29.9 | 30.6 | 29.9 | 31.3 | 33.0 | 33.8 | 105.9 | 112.3 | 128.0 |
| QoQ | 0 | 11 | 9 | 3 | -3 | 5 | 5 | 2 | | | |
| YoY | -7 | -1 | 8 | 26 | 22 | 15 | 11 | 10 | 13 | 6 | 14 |
| DRAM ASP/Gb (USD) | 0.37 | 0.38 | 0.44 | 0.44 | 0.43 | 0.45 | 0.47 | 0.46 | 0.38 | 0.41 | 0.45 |
| QoQ | -20 | 2 | 15 | 1 | -1 | 4 | 5 | -3 | | | |
| YoY | 22 | 4 | 13 | -5 | 17 | 20 | 9 | 5 | 63 | 8 | 12 |
| NAND 출하량 (십억 GB) | 55.6 | 71.1 | 71.8 | 69.7 | 68.3 | 72.4 | 78.1 | 81.3 | 268.2 | 268.2 | 300.0 |
| QoQ | -11 | 28 | 1 | -3 | -2 | 6 | 8 | 4 | | | |
| YoY | -24 | 3 | 12 | 12 | 23 | 2 | 9 | 17 | 12 | 0 | 12 |
| NAND ASP/GB (USD) | 0.076 | 0.073 | 0.076 | 0.074 | 0.072 | 0.075 | 0.077 | 0.071 | 0.087 | 0.075 | 0.074 |
| QoQ | -16 | -5 | 5 | -3 | -2 | 3 | 3 | -7 | | | |
| YoY | 2 | -19 | -21 | -19 | -5 | 3 | 1 | -3 | 64 | -15 | -1 |
| 스마트폰 출하량 (백만 대) | 61 | 57 | 57 | 51 | 60 | 56 | 58 | 55 | 223 | 226 | 229 |
| QoQ | 19 | -7 | -0 | -11 | 17 | -6 | 4 | -5 | | | |
| YoY | 2 | 6 | -1 | -1 | -3 | -2 | 2 | 8 | -2 | 1 | 1 |
| 스마트폰 ASP (USD) | 326 | 275 | 297 | 266 | 322 | 279 | 307 | 278 | 294 | 292 | 297 |
| QoQ | 25 | -16 | 8 | -10 | 21 | -13 | 10 | -9 | | | |
| YoY | -3 | -2 | 0 | 2 | -1 | 2 | 3 | 4 | 3 | -1 | 2 |

자료: 대신증권 리서치센터

### 표 8. 삼성전자: 주요 가정 (수정 전)

| | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 환율 (KRW/USD) | 1,453 | 1,380 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,300 | 1,300 | 1,365 | 1,383 | 1,325 |
| DRAM 출하량 (십억 Gb) | 24.5 | 27.3 | 29.9 | 30.6 | 29.9 | 31.3 | 33.0 | 33.8 | 105.9 | 112.3 | 128.0 |
| QoQ | 0 | 11 | 9 | 3 | -3 | 5 | 5 | 2 | | | |
| YoY | -7 | -1 | 8 | 26 | 22 | 15 | 11 | 10 | 13 | 6 | 14 |
| DRAM ASP/Gb (USD) | 0.37 | 0.38 | 0.41 | 0.42 | 0.42 | 0.45 | 0.47 | 0.46 | 0.38 | 0.40 | 0.45 |
| QoQ | -20 | 2 | 9 | 1 | 1 | 6 | 5 | -3 | | | |
| YoY | 22 | 4 | 7 | -10 | 14 | 19 | 14 | 10 | 63 | 5 | 14 |
| NAND 출하량 (십억 GB) | 55.6 | 71.1 | 71.8 | 69.7 | 68.3 | 72.4 | 78.1 | 81.3 | 268.2 | 268.2 | 300.0 |
| QoQ | -11 | 28 | 1 | -3 | -2 | 6 | 8 | 4 | | | |
| YoY | -24 | 3 | 12 | 12 | 23 | 2 | 9 | 17 | 12 | 0 | 12 |
| NAND ASP/GB (USD) | 0.076 | 0.073 | 0.075 | 0.073 | 0.071 | 0.073 | 0.075 | 0.069 | 0.087 | 0.074 | 0.072 |
| QoQ | -16 | -5 | 3 | -3 | -2 | 3 | 2 | -7 | | | |
| YoY | 2 | -19 | -22 | -20 | -7 | 1 | -0 | -4 | 64 | -16 | -2 |
| 스마트폰 출하량 (백만 대) | 61 | 57 | 57 | 51 | 60 | 56 | 58 | 55 | 223 | 226 | 229 |
| QoQ | 19 | -7 | -0 | -11 | 17 | -6 | 4 | -5 | | | |
| YoY | 2 | 6 | -1 | -1 | -3 | -2 | 2 | 8 | -2 | 1 | 1 |
| 스마트폰 ASP (USD) | 326 | 275 | 297 | 266 | 322 | 279 | 307 | 278 | 294 | 292 | 297 |
| QoQ | 25 | -16 | 8 | -10 | 21 | -13 | 10 | -9 | | | |
| YoY | -3 | -2 | 0 | 2 | -1 | 2 | 3 | 4 | 3 | -1 | 2 |

자료: 대신증권 리서치센터

### 표 9. 삼성전자: 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위:십억원)

| | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 79,141 | 74,000 | 81,077 | 77,361 | 80,145 | 78,870 | 87,023 | 83,761 | 300,871 | 311,578 | 329,799 |
| **DS 사업부문** | 25,131 | 27,550 | 31,334 | 31,731 | 29,513 | 31,966 | 35,160 | 35,059 | 111,066 | 115,746 | 131,698 |
| 메모리반도체 | 19,069 | 21,335 | 24,932 | 25,071 | 23,292 | 25,431 | 28,091 | 27,706 | 84,463 | 90,407 | 104,519 |
| DRAM | 13,018 | 14,214 | 17,545 | 18,120 | 16,864 | 18,412 | 20,283 | 20,154 | 53,255 | 62,897 | 75,714 |
| NAND | 6,051 | 7,121 | 7,387 | 6,951 | 6,428 | 7,018 | 7,807 | 7,551 | 31,208 | 27,510 | 28,805 |
| 비메모리반도체 | 6,062 | 6,215 | 6,402 | 6,660 | 6,221 | 6,535 | 7,069 | 7,354 | 26,603 | 25,339 | 27,179 |
| **DX 사업부문** | 51,717 | 43,791 | 44,817 | 40,331 | 48,049 | 43,138 | 45,969 | 42,536 | 174,888 | 180,656 | 179,692 |
| MX/Network | 37,000 | 29,039 | 30,223 | 25,807 | 33,088 | 27,747 | 30,825 | 27,385 | 117,230 | 122,069 | 119,045 |
| CE/VD | 14,500 | 14,478 | 14,282 | 14,255 | 14,687 | 15,121 | 14,826 | 14,868 | 56,440 | 57,515 | 59,503 |
| 삼성디스플레이 | 5,867 | 6,499 | 7,999 | 8,370 | 6,102 | 6,824 | 8,639 | 8,956 | 29,158 | 28,735 | 30,521 |
| Harman | 3,419 | 3,713 | 3,927 | 3,929 | 3,481 | 3,941 | 4,255 | 4,210 | 14,275 | 14,989 | 15,888 |
| **영업이익** | 6,685 | 4,600 | 9,029 | 7,637 | 7,240 | 9,120 | 13,128 | 10,543 | 32,726 | 27,951 | 40,031 |
| **DS 사업부문** | 1,106 | 400 | 4,363 | 4,216 | 2,838 | 5,157 | 8,074 | 6,550 | 15,094 | 10,085 | 22,619 |
| 메모리반도체 | 3,400 | 3,000 | 6,273 | 5,204 | 3,947 | 5,800 | 8,557 | 6,832 | 20,467 | 17,877 | 25,136 |
| DRAM | 3,700 | 3,300 | 6,067 | 4,871 | 3,832 | 5,113 | 7,324 | 6,395 | 16,483 | 17,938 | 22,664 |
| NAND | -300 | -300 | 206 | 333 | 115 | 687 | 1,233 | 437 | 3,984 | -61 | 2,471 |
| 비메모리반도체 | -2,294 | -2,600 | -1,910 | -988 | -1,109 | -643 | -483 | -282 | -5,373 | -7,792 | -2,516 |
| **DX 사업부문** | 4,722 | 3,300 | 3,052 | 2,056 | 3,583 | 3,018 | 3,187 | 2,500 | 12,440 | 13,130 | 12,288 |
| MX/Network | 4,300 | 3,000 | 2,690 | 1,886 | 3,223 | 2,559 | 2,784 | 2,274 | 10,660 | 11,876 | 10,839 |
| CE/VD | 300 | 300 | 363 | 170 | 360 | 459 | 403 | 226 | 1,750 | 1,133 | 1,448 |
| 삼성디스플레이 | 462 | 500 | 1,234 | 979 | 511 | 593 | 1,419 | 1,092 | 3,733 | 3,175 | 3,615 |
| Harman | 307 | 400 | 380 | 386 | 308 | 352 | 448 | 401 | 1,308 | 1,473 | 1,509 |
| **영업이익률** | 8 | 6 | 11 | 10 | 9 | 12 | 15 | 13 | 11 | 10 | 15 |
| **DS 사업부문** | 4 | 1 | 14 | 13 | 10 | 16 | 23 | 19 | 15 | 13 | 22 |
| 메모리반도체 | 18 | 14 | 25 | 21 | 17 | 23 | 30 | 25 | 20 | 18 | 28 |
| DRAM | 28 | 23 | 35 | 27 | 23 | 28 | 36 | 32 | 27 | 25 | 34 |
| NAND | -5 | -4 | 3 | 5 | 2 | 10 | 16 | 6 | -1 | -4 | 8 |
| 비메모리반도체 | -38 | -42 | -30 | -15 | -18 | -10 | -7 | -4 | -8 | -5 | 0 |
| **DX 사업부문** | 9 | 8 | 7 | 5 | 7 | 7 | 7 | 6 | 8 | 7 | 7 |
| MX/Network | 12 | 10 | 9 | 7 | 10 | 9 | 9 | 8 | 10 | 9 | 9 |
| CE/VD | 2 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 삼성디스플레이 | 8 | 8 | 15 | 12 | 8 | 9 | 16 | 12 | 9 | 9 | 16 |
| Harman | 9 | 11 | 10 | 10 | 9 | 9 | 11 | 10 | 8 | 10 | 10 |

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

**표 10. 삼성전자: 실적 추이 및 전망 (수정 전)** (단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25P | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **79,141** | **74,000** | **80,011** | **76,371** | **79,587** | **78,604** | **86,560** | **83,489** | **300,871** | **309,523** | **328,239** |
| **DS 사업부문** | 25,131 | 27,550 | 30,268 | 30,741 | 28,955 | 31,700 | 34,857 | 34,787 | 111,066 | 113,691 | 130,298 |
| 메모리반도체 | 19,069 | 21,335 | 23,866 | 24,081 | 22,734 | 25,164 | 27,788 | 27,433 | 84,463 | 88,352 | 103,120 |
| DRAM | 13,018 | 14,214 | 16,620 | 17,263 | 16,428 | 18,280 | 20,204 | 20,098 | 53,255 | 61,115 | 75,009 |
| NAND | 6,051 | 7,121 | 7,247 | 6,818 | 6,306 | 6,885 | 7,584 | 7,336 | 31,208 | 27,237 | 28,110 |
| 비메모리반도체 | 6,062 | 6,215 | 6,402 | 6,660 | 6,221 | 6,535 | 7,069 | 7,354 | 26,603 | 25,339 | 27,179 |
| **DX 사업부문** | **51,717** | **43,791** | **44,817** | **40,331** | **48,049** | **43,138** | **45,969** | **42,536** | **174,888** | **180,656** | **179,692** |
| MX/Network | 37,000 | 29,039 | 30,223 | 25,807 | 33,088 | 27,747 | 30,825 | 27,385 | 117,230 | 122,069 | 119,045 |
| CE/VD | 14,500 | 14,478 | 14,282 | 14,255 | 14,687 | 15,121 | 14,826 | 14,868 | 56,440 | 57,515 | 59,503 |
| 삼성디스플레이 | 5,867 | 6,499 | 7,999 | 8,370 | 6,102 | 6,824 | 8,479 | 8,956 | 29,158 | 28,735 | 30,361 |
| Harman | 3,419 | 3,713 | 3,927 | 3,929 | 3,481 | 3,941 | 4,255 | 4,210 | 14,275 | 14,989 | 15,888 |
| **영업이익** | **6,685** | **4,600** | **8,678** | **7,655** | **8,036** | **10,030** | **13,407** | **10,217** | **32,726** | **27,618** | **41,690** |
| **DS 사업부문** | **1,106** | **400** | **3,932** | **4,234** | **3,634** | **6,168** | **8,379** | **6,391** | **15,094** | **9,672** | **24,573** |
| 메모리반도체 | 3,400 | 3,000 | 5,842 | 5,222 | 4,743 | 6,876 | 8,933 | 6,746 | 20,467 | 17,464 | 27,299 |
| DRAM | 3,700 | 3,300 | 5,568 | 4,895 | 4,631 | 6,202 | 7,811 | 6,395 | 16,483 | 17,463 | 25,040 |
| NAND | -300 | -300 | 274 | 326 | 113 | 674 | 1,121 | 351 | 3,984 | 1 | 2,259 |
| 비메모리반도체 | -2,294 | -2,600 | -1,910 | -988 | -1,109 | -708 | -554 | -355 | -5,373 | -7,792 | -2,726 |
| **DX 사업부문** | **4,722** | **3,300** | **3,052** | **2,056** | **3,583** | **2,916** | **3,187** | **2,333** | **12,440** | **13,130** | **12,019** |
| MX/Network | 4,300 | 3,000 | 2,690 | 1,886 | 3,223 | 2,457 | 2,784 | 2,107 | 10,660 | 11,876 | 10,571 |
| CE/VD | 300 | 300 | 363 | 170 | 360 | 459 | 403 | 226 | 1,750 | 1,133 | 1,448 |
| 삼성디스플레이 | 462 | 500 | 1,314 | 979 | 511 | 593 | 1,392 | 1,092 | 3,733 | 3,255 | 3,589 |
| Harman | 307 | 400 | 380 | 386 | 308 | 352 | 448 | 401 | 1,308 | 1,473 | 1,509 |
| **영업이익률** | **8** | **6** | **11** | **10** | **10** | **13** | **15** | **12** | **11** | **10** | **14** |
| **DS 사업부문** | **4** | **1** | **13** | **14** | **13** | **19** | **24** | **18** | **14** | **13** | **21** |
| 메모리반도체 | 18 | 14 | 24 | 22 | 21 | 27 | 32 | 25 | 20 | 17 | 26 |
| DRAM | 28 | 23 | 34 | 28 | 28 | 34 | 39 | 32 | 27 | 26 | 33 |
| NAND | -5 | -4 | 4 | 5 | 2 | 10 | 15 | 5 | -4 | -10 | 3 |
| 비메모리반도체 | -38 | -42 | -30 | -15 | -18 | -11 | -8 | -5 | -8 | -5 | 0 |
| **DX 사업부문** | **9** | **8** | **7** | **5** | **7** | **7** | **7** | **5** | **8** | **7** | **7** |
| MX/Network | 12 | 10 | 9 | 7 | 10 | 9 | 9 | 8 | 10 | 9 | 9 |
| CE/VD | 2 | 2 | 3 | 1 | 2 | 3 | 3 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 삼성디스플레이 | 8 | 8 | 16 | 12 | 8 | 9 | 16 | 12 | 9 | 9 | 16 |
| Harman | 9 | 11 | 10 | 10 | 9 | 9 | 11 | 10 | 8 | 10 | 10 |

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

### 표 11. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 후)

| | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 환율 (KRW/USD) | 1,453 | 1,404 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,300 | 1,300 | 1,365 | 1,389 | 1,325 |
| DRAM 출하량 (십억 Gb) | 18.7 | 23.4 | 24.4 | 25.1 | 24.4 | 25.4 | 26.7 | 27.1 | 75.0 | 91.6 | 103.5 |
| QoQ | -7 | 25 | 4 | 3 | -3 | 4 | 5 | 1 | | | |
| YoY | 16 | 19 | 28 | 24 | 30 | 8 | 10 | 8 | 16 | 22 | 13 |
| DRAM ASP/Gb (USD) | 0.51 | 0.52 | 0.54 | 0.54 | 0.52 | 0.54 | 0.56 | 0.56 | 0.43 | 0.53 | 0.54 |
| QoQ | 0 | 1 | 5 | -1 | -4 | 4 | 4 | -0 | | | |
| YoY | 51 | 29 | 16 | 5 | 1 | 3 | 3 | 3 | 81 | 22 | 3 |
| NAND 출하량 (십억 GB) | 35 | 50 | 53 | 54 | 50 | 50 | 54 | 56 | 190 | 192 | 211 |
| QoQ | -17 | 44 | 5 | 3 | -8 | 0 | 8 | 4 | | | |
| YoY | -34 | -3 | 20 | 30 | 45 | 1 | 3 | 4 | -1 | 1 | 10 |
| NAND ASP/GB (USD) | 0.064 | 0.067 | 0.070 | 0.067 | 0.065 | 0.068 | 0.069 | 0.065 | 0.074 | 0.067 | 0.067 |
| QoQ | -20 | 4 | 5 | -4 | -3 | 4 | 3 | -6 | | | |
| YoY | 4 | -8 | -17 | -16 | 1 | 1 | -1 | -3 | 93 | -9 | -1 |

자료: 대신증권 Research Center

### 표 12. SK 하이닉스: 주요 가정 (수정 전)

| | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 환율 (KRW/USD) | 1,453 | 1,380 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,350 | 1,300 | 1,300 | 1,365 | 1,383 | 1,325 |
| DRAM 출하량 (십억 Gb) | 18.7 | 22.9 | 23.8 | 24.8 | 24.3 | 25.0 | 26.2 | 26.8 | 75.0 | 90.1 | 102.4 |
| QoQ | -7 | 22 | 4 | 4 | -2 | 3 | 5 | 3 | | | |
| YoY | 16 | 17 | 25 | 23 | 30 | 9 | 10 | 8 | 16 | 20 | 14 |
| DRAM ASP/Gb (USD) | 0.51 | 0.51 | 0.53 | 0.54 | 0.54 | 0.57 | 0.58 | 0.57 | 0.43 | 0.53 | 0.57 |
| QoQ | 0 | 0 | 4 | 0 | 1 | 5 | 2 | -1 | | | |
| YoY | 51 | 29 | 15 | 5 | 6 | 11 | 8 | 7 | 81 | 21 | 8 |
| NAND 출하량 (십억 GB) | 35 | 41 | 50 | 66 | 55 | 52 | 53 | 54 | 190 | 192 | 215 |
| QoQ | -17 | 19 | 22 | 30 | -16 | -6 | 2 | 1 | | | |
| YoY | -34 | -20 | 15 | 57 | 60 | 26 | 6 | -18 | -1 | 1 | 12 |
| NAND ASP/GB (USD) | 0.064 | 0.065 | 0.068 | 0.069 | 0.071 | 0.073 | 0.068 | 0.064 | 0.074 | 0.067 | 0.069 |
| QoQ | -20 | 2 | 3 | 3 | 2 | 3 | -7 | -5 | | | |
| YoY | 4 | -10 | -20 | -13 | 10 | 12 | 1 | -7 | 93 | -9 | 3 |

자료: 대신증권 Research Center

### 표 1. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **17,639** | **21,902** | **23,396** | **23,781** | **21,884** | **23,515** | **24,841** | **24,936** | **66,193** | **86,718** | **95,175** |
| DRAM | 14,037 | 16,726 | 17,832 | 18,268 | 17,020 | 18,341 | 19,385 | 19,608 | 44,732 | 66,863 | 74,354 |
| NAND | 3,229 | 4,609 | 4,984 | 4,908 | 4,403 | 4,588 | 4,896 | 4,765 | 19,274 | 17,730 | 18,652 |
| 기타 | 373 | 567 | 580 | 605 | 461 | 586 | 559 | 563 | 2,187 | 2,125 | 2,169 |
| **영업이익** | **7,441** | **9,198** | **10,617** | **10,195** | **8,441** | **9,706** | **10,686** | **9,441** | **23,467** | **37,450** | **38,275** |
| DRAM | 7,500 | 9,206 | 10,196 | 9,844 | 8,183 | 9,121 | 9,842 | 9,101 | 20,959 | 36,747 | 36,246 |
| NAND | 15 | 76 | 479 | 411 | 282 | 615 | 872 | 368 | 2,800 | 982 | 2,137 |
| 기타 | -75 | -85 | -58 | -60 | -23 | -29 | -28 | -28 | -292 | -278 | -108 |
| **세전이익** | **9,299** | **9,148** | **10,736** | **10,449** | **8,726** | **10,039** | **11,024** | **9,799** | **23,885** | **39,632** | **39,588** |
| **순이익** | **8,108** | **6,861** | **8,052** | **7,836** | **6,457** | **7,429** | **8,158** | **7,251** | **19,797** | **30,858** | **29,295** |
| **이익률 (%)** | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 42 | 42 | 45 | 43 | 39 | 41 | 43 | 38 | 35 | 43 | 40 |
| DRAM | 53 | 55 | 57 | 54 | 48 | 50 | 51 | 46 | 47 | 55 | 49 |
| NAND | 0 | 2 | 10 | 8 | 6 | 13 | 18 | 8 | 15 | 6 | 11 |
| 기타 | -20 | -15 | -10 | -10 | -5 | -5 | -5 | -5 | -13 | -13 | -5 |
| 세전이익 | 53 | 42 | 46 | 44 | 40 | 43 | 44 | 39 | 36 | 46 | 42 |
| 순이익 | 46 | 31 | 34 | 33 | 30 | 32 | 33 | 29 | 30 | 36 | 31 |

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

### 표 2. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

| | 1Q25 | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 1Q26E | 2Q26E | 3Q26E | 4Q26E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **17,639** | **20,530** | **22,336** | **24,712** | **23,597** | **24,957** | **24,945** | **25,152** | **66,193** | **85,216** | **98,650** |
| DRAM | 14,037 | 16,226 | 17,162 | 17,962 | 17,833 | 19,203 | 19,665 | 20,060 | 44,732 | 65,387 | 76,761 |
| NAND | 3,229 | 3,736 | 4,594 | 6,145 | 5,302 | 5,168 | 4,721 | 4,529 | 19,274 | 17,704 | 19,721 |
| 기타 | 373 | 567 | 580 | 605 | 461 | 586 | 559 | 563 | 2,187 | 2,125 | 2,169 |
| **영업이익** | **7,441** | **9,101** | **10,009** | **10,538** | **10,064** | **11,101** | **10,340** | **9,249** | **23,467** | **37,089** | **40,754** |
| DRAM | 7,500 | 9,035 | 9,757 | 10,047 | 9,404 | 10,145 | 9,875 | 9,076 | 20,959 | 36,339 | 38,500 |
| NAND | 15 | 123 | 310 | 552 | 684 | 985 | 493 | 201 | 2,800 | 999 | 2,363 |
| 기타 | -75 | -57 | -58 | -60 | -23 | -29 | -28 | -28 | -292 | -250 | -108 |
| **세전이익** | **9,299** | **9,055** | **10,122** | **10,802** | **10,371** | **11,454** | **10,680** | **9,610** | **23,885** | **39,278** | **42,115** |
| **순이익** | **8,108** | **6,791** | **7,591** | **8,102** | **7,675** | **8,476** | **7,903** | **7,111** | **19,797** | **30,592** | **31,165** |
| **이익률 (%)** | | | | | | | | | | | |
| 영업이익 | 42 | 44 | 45 | 43 | 43 | 44 | 41 | 37 | 35 | 44 | 41 |
| DRAM | 53 | 56 | 57 | 56 | 53 | 53 | 50 | 45 | 47 | 56 | 50 |
| NAND | 0 | 3 | 7 | 9 | 13 | 19 | 10 | 4 | 15 | 6 | 12 |
| 기타 | -20 | -10 | -10 | -10 | -5 | -5 | -5 | -5 | -13 | -12 | -5 |
| 세전이익 | 53 | 44 | 45 | 44 | 44 | 46 | 43 | 38 | 36 | 46 | 43 |
| 순이익 | 46 | 33 | 34 | 33 | 33 | 34 | 32 | 28 | 30 | 36 | 32 |

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

## [Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## [투자등급관련사항]

**산업 투자의견**

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

**기업 투자의견**

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

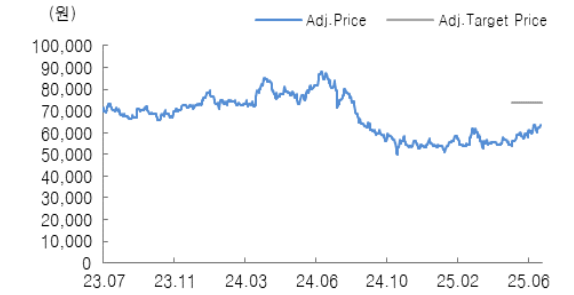
## [투자의견 비율공시]

| 구분 | Buy(매수) | Marketperform(중립) | Underperform(매도) |
|---|---|---|---|
| 비율 | 91.7% | 8.3% | 0.0% |

(기준일자: 20250714)

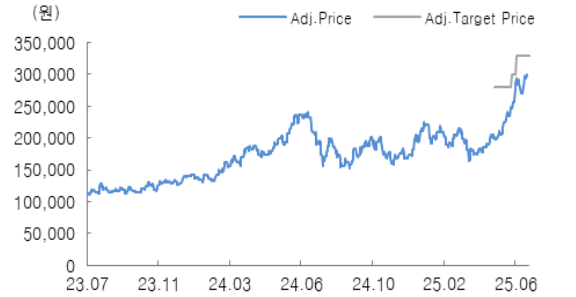
## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

**삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**




| | |
|---|---|
| 제시일자 | 25.05.28 |
| 투자의견 | Buy |
| 목표주가 | 74,000 |
| 괴리율(평균,%) | |
| 괴리율(최대/최소,%) | |
| 제시일자 | |
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 괴리율(평균,%) | |
| 괴리율(최대/최소,%) | |
| 제시일자 | |
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 괴리율(평균,%) | |
| 괴리율(최대/최소,%) | |
| 제시일자 | |
| 투자의견 | |
| 목표주가 | |
| 괴리율(평균,%) | |
| 괴리율(최대/최소,%) | |

**SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용**




| | | | |
|---|---|---|---|
| 제시일자 | 25.06.26 | 25.06.18 | 25.05.20 |
| 투자의견 | Buy | Buy | Buy |
| 목표주가 | 330,000 | 300,000 | 280,000 |
| 괴리율(평균,%) | | (10.00) | (21.22) |
| 괴리율(최대/최소,%) | | (2.33) | (11.07) |
| 제시일자 | | | |
| 투자의견 | | | |
| 목표주가 | | | |
| 괴리율(평균,%) | | | |
| 괴리율(최대/최소,%) | | | |
| 제시일자 | | | |
| 투자의견 | | | |
| 목표주가 | | | |
| 괴리율(평균,%) | | | |
| 괴리율(최대/최소,%) | | | |
| 제시일자 | | | |
| 투자의견 | | | |
| 목표주가 | | | |
| 괴리율(평균,%) | | | |
| 괴리율(최대/최소,%) | | | |