

[月刊 반도체 3월]

아직은 Upside Potential이 더 큰 상황

단 현물가격과 빅테크 Capex 증가율에 주목 필요





CONTENTS

[산업 분석]

I . Summary	3
II . 수요 전망	6
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	17
IV . 이슈 분석	23
V . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	31

[기업 분석]

삼성전자(005930)	37
SK하이닉스(000660)	42

Summary

수요 전망

- CY26 DRAM 수요 증가율은 20.1%로 전망되며 이는 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율 19.7%를 상회. 당사가 현재 예상 중인 PC, 스마트폰의 CY26 출하 증가율 -5.2%와 -2.4%는 향후 하향 조정될 가능성이 높은 반면 서버 출하 증가율 +10%는 초과 달성 가능성이 높음
- PC 업체들이 보유한 저가 DRAM 재고는 1Q26 내에 대부분 소진될 전망이고 1Q26에 Memory 반도체 가격이 더 큰 폭으로 상승했으므로, 2Q26 이후 PC 가격 인상 폭이 더욱 커질 가능성이 높음. CY26 PC 출하량 증가율에 대해 현재 IDC는 -4.9 ~ -9.0%, Trendforce는 -9.4%로 전망 중
- CY26 1월 글로벌 스마트폰 판매량은 98.2백만대로 YoY 증감률이 전월의 -0.9%에서 -6.4%로 대폭 하락. Memory BOM Cost 부담에 따른 스마트폰 가격 인상이 판매에 영향을 주기 시작한 듯. CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률에 대해 IDC -3.5 ~ -5.0%, Counterpoint -4.0%, Trendforce -9.4 ~ -15.0%를 기록할 것으로 예상 중. PC와 스마트폰 업체들의 CY26 생산 계획 조정은 2Q26부터 본격화될 전망
- 중국 향 Nvidia GPU 출하가 제한되며 Nvidia의 GPU 1개가 처리할 연산을 성능이 떨어지는 Huawei GPU 1.5 ~ 2개가 나눠서 처리하게 되면서, 이를 지원하기 위한 DDR5 및 HBM 수요가 중국에서 급증. 이는 4Q25 이후 DRAM 공급 부족의 트리거 역할을 한 것으로 판단됨
- 2월 25일 현재 시장의 FY26 빅테크 Capex 증감률 전망치는 +66.3%로 CY25 11월 20일 전망치 32.1%에서 대폭 상승했으며 향후 76% 이상까지 상향 조정될 가능성이 있는 것으로 보임. 또한 중국 업체들은 CY26 서버 생산량을 전년 대비 100% 증가시킬 것으로 언급 중. 이 경우 CY26 전세계 서버 출하량 증가율은 충분히 10% 이상에 도달할 듯. 향후 반도체 업황은 2Q26 이후 PC, 스마트폰에서의 부정적인 영향을 빅테크 Capex와 서버 출하량 증가율이 얼마나 높게 나와 상쇄하고도 남을지가 관건이 될 전망
- CY26 CoWoS Capa 확장 속도 및 AI 가속기 반도체 생산량 전망치 상향에 따라 CY26 HBM 수요량은 48.9억 GB로 당초 예상치를 크게 상회. 현재 CY26 생산량 전망치는 46.9억 GB (SK하이닉스 25.0억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 하회해 공급 및 가격 안정 예상
- 1Q26에 HBM4 공급을 개시할 계획인 삼성전자는 입출력 속도와 공급 스케줄 측면에서 시장을 선도하고 있어 완전히 경쟁력을 회복. MU는 여전히 Nvidia가 요구 중인 11.7Gbps의 속도에 부합하는 HBM4 공급이 어려운 듯. 업계 전반적인 HBM4 공급은 주로 2H26에 집중될 전망. CY26에 SK하이닉스는 Nvidia가, 삼성전자는 Broadcom이 최대 고객이 될 듯
- 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황과 HBM 수요 전망치 상향에 따라, 가격 협상에서 다른 DRAM 제품과 HBM을 패키지로 공급하는 조건으로 가격을 당초 고객 제시치보다 올리려는 시도가 있는 것으로 보임. CY26 가격은 여전히 YoY로는 하락할 전망이나 당초 우려보다 높은 수준으로 결정될 듯

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 향후 현물가격의 추가 급등은 어려우나 고객, 모듈 업체, 유통업자들의 재고 확보가 지속될 전망이므로 완만한 상승 또는 보합세가 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됨. 만약 향후 현물가격이 하루에 큰 폭으로 하락하고 이러한 추세가 지속된다면 이는 Memory BOM Cost 부담이 업황 전반에 본격적으로 악영향을 미치기 시작했다는 의미로 해석될 수 있음. 따라서 현물가격 동향에 대해 지속적인 주목 필요
- 2월초부터 재개된 1Q26 협상에서 Legacy DRAM과 NAND 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 훨씬 높은 95%, 80%를 기록할 듯. 만약 1Q26에 Legacy DRAM 고정거래가격이 95% 상승하고 2Q26와 3Q26에 추가적으로 15%, 5% 상승 시, 1Gb 기준 Legacy DRAM 가격이 역사적 최상단이었던 \$1에 도달. 당사는 이러한 가격 가정을 실적 전망에 반영
- CY26 NAND 수요 증가율은 ICMS 포함 18.7%로 예상되며 업계 생산 증가율 목표치는 19.2% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 19%)로 수요 증가율을 소폭 상회할 전망이다. 단 일부 업체들의 생산 차질 가능성을 감안 시 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- FY26 Memory Capex는 919.1억 달러 (YoY +21%)를 기록할 전망이다. FY26 DRAM, NAND 업계 Capex는 각각 22%, 19% 증가 예상. 삼성전자와 SK하이닉스의 FY26 Memory Capex는 20% 가량 증가하는 40조원, 30조원대 중반으로 예상. Micron의 F26 Capex는 200억 달러로 YoY 45% 증가
- YMTC의 DRAM 생산 개시와 IPO를 앞두고 있는 CXMT의 DRAM 생산 증가는 CY27에 본격화될 전망이므로 CY26에는 영향이 없고 2H27 이후 DRAM 업황에 부담 요인일 될 수 있음. 단 중국이 지난 수년간 축적해 놓은 외산 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입한 것은 향후 중국의 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성을 제시

이슈 분석

- 최근 150조원 Funding 성공에도 불구하고 일론 머스크가 제기한 최대 200조원 규모의 손해 배상 소송이 OpenAI에게 치명적인 Risk로 작용할 가능성이 존재함. CY26 4월 27일부터 배심원 재판으로 1심 진행 예정인 동 소송에서 패소할 경우, OpenAI는 존립이 어려워지고 올해 예상되는 IPO에 실패할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- Nvidia의 ICMS 도입에 따라 향후 AI GPU의 HBM 탑재량 증가율은 낮아지고, NAND의 수요량이 대폭 증가할 것으로 판단됨. 또한 Rubin 이후 아키텍처가 지향하는 SRAM-HBM-NAND 중심의 Memory 계층 구조는 기존 AI 서버에서 범용 DDR5 DRAM이 수행하던 역할을 상당 부분 대체하거나 축소시키는 방향으로 작용할 가능성이 큰 듯. Nvidia가 추구하는 방향으로 AI Memory가 발전한다면 모든 Memory 반도체 중 NAND의 수요 증가율이 가장 높을 것으로 판단됨

Summary

- AI Memory로서 NAND의 문제점은 속도가 현저히 느리다는 것이며 이를 해결하기 위한 방안이 NAND를 HBM처럼 수직으로 쌓아 대역폭을 넓은 HBF. HBF는 HBM 대비 속도는 약 80 ~ 90% 수준이나, 용량은 8 ~ 16배 크고 소비 전력은 40% 가량 낮아 AI 추론 서버의 중간 계층 메모리에 최적화
- HBF의 기술적 난관은 HBM과 같이 초고층 적층으로 인한 고열, 하단의 고성능 로직 칩 설계, 수만 개의 구멍을 뚫는 TSV 공정 등 문제가 있으나, 신뢰성이 낮고 수명이 짧다는 고유 문제도 있음. 고유 문제 해결을 위한 조치 중 하나가 메탈 배선 공정에서 몰리브덴으로의 전환
- 미국의 이란 공습 사태가 단기에 그칠 경우, 반도체 주가가 단기 하락할 수는 있으나 펀더멘탈의 손상이 없으므로 빠른 주가 회복이 나타날 것임. 이란의 원유에 대한 미국의 영향력이 커지면서, 장기적으로 유가가 오히려 하향 안정화될 수 있음. 또한 현물시장 등에서 공급망 불안을 우려해 단기적으로 DRAM 및 NAND 가격의 상승이 발생할 수도 있음. 단 장기화될 경우, 유가 급등과 물류비 상승은 반도체 생산 비용을 높여 수익성을 악화시킬 수 있음. 이 Memory 가격 부담으로 둔화되고 있는 스마트폰, PC 등 전방 산업의 소비가 더욱 위축되어 Memory 반도체 수요가 크게 둔화될 수 있음. 또한 인플레이션 및 고금리에 따른 유동성 축소와 원화 가치 하락은 외인 투자자의 이탈을 가속화하여 한국 반도체 주가에 하락 압력을 가할 수 있음

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 최근 반도체 주가에는 경기와 상관없는 강력한 AI 투자에 따른 반도체 업황 강세 요인이 경기 요인보다 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음. 따라서 Global 유동성 YoY 증감률이 1Q26 초 이후 하락하더라도, AI 투자가 강력하게 유지되고 현물가격 상승세가 지속된다면 반도체 주가는 3Q25의 경우처럼 소폭의 단기 조정 이후 상승세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자의 FY26 영업이익은 229조원으로 추정되며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 88,210원. 동사 FY26 예상 ROE가 34%로 지난 25년간 최고점이었던 FY04와 동일한 수준이므로, 목표주가 산정을 위해 당시 동사 고점 P/B 배수 3.0배를 적용할 필요가 있음. 이를 감안해 P/B 3.0배를 FY26 BPS에 적용 시 26.5만원의 목표주가 도출. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 26.5만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯
- SK하이닉스의 FY26 영업이익은 214조원으로 추정되며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 403,250원. CY26 중에 ADR이 상장될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.5배 (MU 배수) 이상으로 상향될 수 있고, 이 경우 목표주가는 141만원. CY27 호황 지속 여부에 따라 추가 주가 상승이 가능할지가 결정될 듯

기업 분석

- 삼성전자 (005930/BUY/265,000원) : Upside Potential이 더 큰 구간
- SK하이닉스 (00660/BUY/1,410,000원) : P/B 3.5배 적용 가능

CY26 DRAM 수요 증감률: 생산 증가율을 상회할 듯

- CY25 PC, 스마트폰, 서버 출하 증가율은 +2.5%, +2.3%, +9.2%, DRAM 수요 증가율은 20.0%를 기록한 것으로 추정됨. CY25 DRAM 수요 증가율은 업계 생산 증가율인 18.1%를 상회
- 당사는 CY26에 PC, 스마트폰 출하 증가율 전망치를 당초 0%에서 최근 시장 조사기관들 전망치의 상단 수준으로 하향 조정. 당사는 빅테크 Capex YoY 증가율이 76% 이상으로 상향될 것으로 가정하고 서버 출하 증가율을 +10%로 상정. 이 경우 CY26 DRAM 수요 증가율은 20.1%로 전망됨. CY26 PC, 스마트폰의 GB/Box는 BOM Cost 부담에 따라 증가율이 하락할 전망이나 CoWoS Capa 확장 가속화에 의해 HBM 수요는 예상을 상회
- 현재 예상되는 CY26 업계 생산 증가율 목표치는 19.7% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Micron 15%, 중국 32%). CY26 DRAM 수요 증가율이 생산 증가율을 상회하고 당분간 고객들의 DRAM 확보 노력이 강력하게 지속될 가능성이 높아 업황 호조가 이어질 것으로 판단됨
- 2H26 이후 업황의 관건은 PC, 스마트폰에서의 부정적 영향을 서버 출하량 증가율이 얼마나 높게 나와 상쇄할 것인지에 달려있는 듯

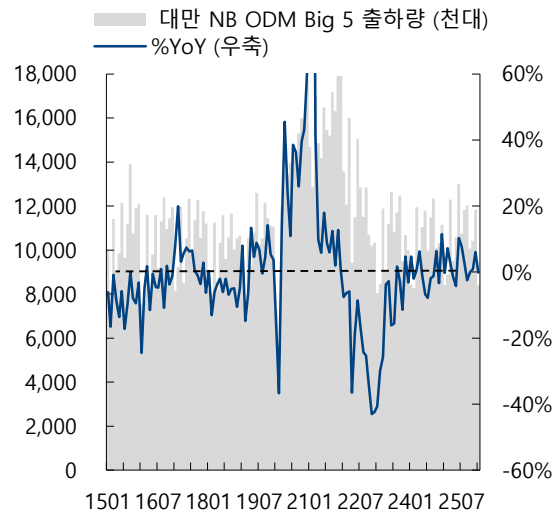
<표1> CY25, CY26 DRAM 수요 증가율 추정												
CY25E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규	연초	신규
Set 출하 증가율	1.4%	2.5%	0.1%	2.3%	-5.3%	11.0%	0.2%	-0.7%	8.1%	9.2%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	8.3%	11.5%	10.0%	4.8%	4.3%	3.4%	1.6%	21.0%	22.4%		
DRAM 수요 증가율	9.8%	10.9%	11.6%	12.5%	-0.8%	15.8%	3.6%	0.9%	30.8%	33.6%	18.1%	20.0%
CY25E Vs CY26E	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26	CY25	CY26
Set 출하 증가율	2.5%	-5.2%	2.3%	-2.4%	11.0%	-3.4%	-0.7%	0.0%	9.2%	10.0%		
DRAM 탑재량 증가율	8.3%	4.9%	10.0%	5.0%	4.3%	3.4%	1.6%	2.2%	22.4%	30.4%		
DRAM 수요 증가율	10.9%	-0.5%	12.5%	2.5%	15.8%	-0.2%	0.9%	2.2%	33.6%	43.5%	20.0%	20.1%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 2Q26 이후 PC 가격 인상 및 DRAM 탑재량 축소가 가속화될 듯

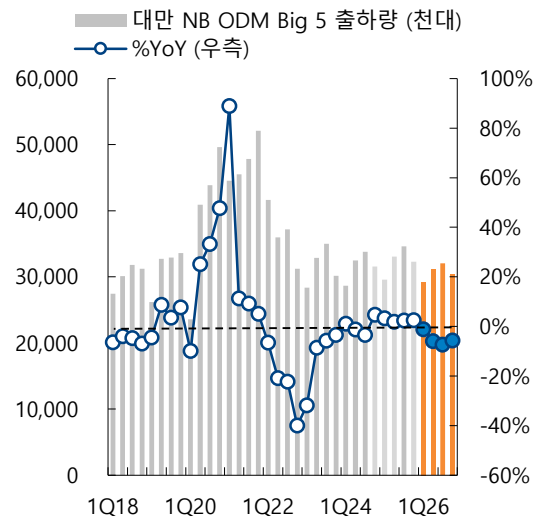
- 대만 NB ODM 업체들의 CY26 1월 출하량은 8.4백만대로 MoM -29.0%, YoY -0.1%의 증감률 기록. Memory 반도체 가격 급등에 따른 NB 가격 인상 및 2월 춘절에 대비한 선제 출하의 영향으로 우려보다는 양호
- 저가 PC인 Asus 비보북 Go (8GB/256GB)의 실구매가는 3Q25의 40만원에서 1Q26에 69만원으로 73% 상승. 중가 PC인 HP 파빌리온 에어로 (16GB/512GB)의 실구매가는 3Q25의 90만원에서 1Q26에 120만원으로 33% 상승. 고가 PC인 Dell XPS 14 AI PC (32GB/1TB)의 실구매가는 3Q25의 298만원에서 1Q26에 408만원으로 37% 상승
- PC 업체들이 보유한 저가 DRAM 재고는 1Q26 내에 대부분 소진될 전망이고 1Q26에 Memory 반도체 가격이 더 큰 폭으로 상승했으므로, 2Q26 이후 PC 가격 인상 폭이 더욱 커질 가능성이 높음. Lenovo, HP, Dell은 이미 2Q26에 단계적 추가 PC 가격 인상을 밝힌 상황
- 또한 중가 PC에서 DRAM 탑재량이 16GB에서 8GB로 축소되는 현상도 가속화될 듯
- PC 가격 상승과 Memory 탑재량 감소에 따라 소비자들의 PC 구매가 둔화될 경우 Memory 수요에 부정적인 영향 발생 가능. CY26 PC 출하량 증가율에 대해 현재 IDC는 -4.9 ~ -9.0%, Trendforce는 -9.4%로 전망 중

<그림1> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



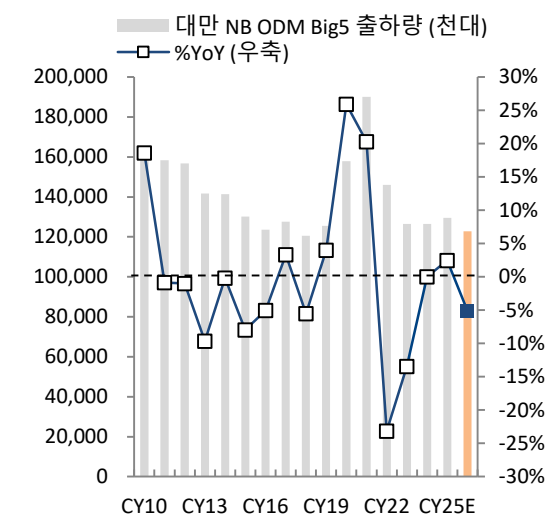
자료: 각사 자료

<그림2> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림3> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

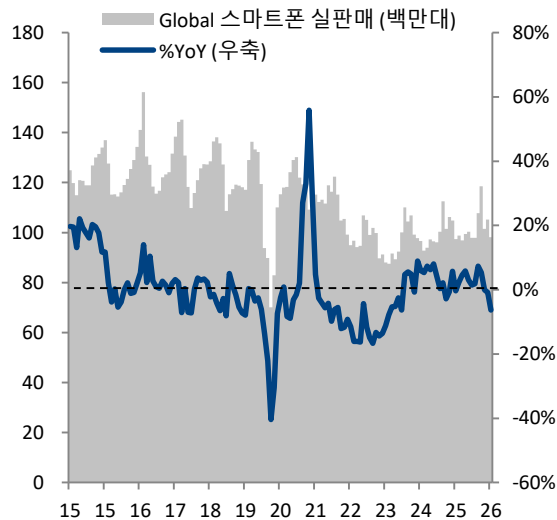


자료: 각사 자료, iM증권 리서치본부

스마트폰: CY26 출하량 큰폭의 역성장 전망

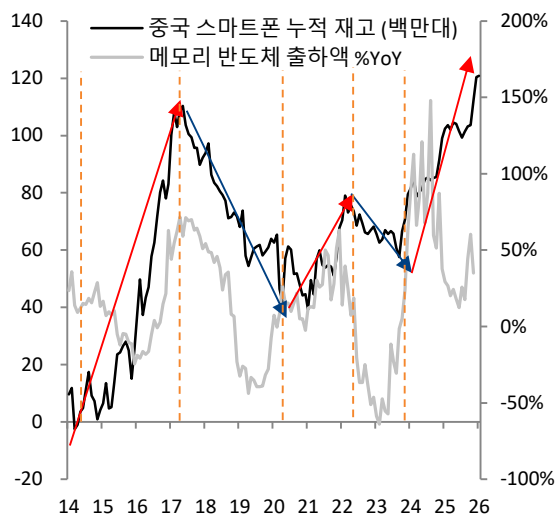
- CY26 1월 글로벌 스마트폰 판매량은 98.2백만대로 YoY 증감률이 전월의 -0.9%에서 -6.4%로 대폭 하락. 1월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 지역 (43.0M, +1.6% -> +3.4%)과 인도 (10.4M, -12.4% -> -6.8%)를 제외하고, 중국 (22.4M, +0.1% -> -22.9%), 유럽 (13.8M, -1.3% -> -3.2%), 미국 (8.6M, -1.4% -> -2.4%)에서 둔화
- Memory BOM Cost 부담에 따른 스마트폰 가격 인상이 서서히 스마트폰 판매에 영향을 주기 시작한 듯
- Xiaomi, OPPO, Vivo 등 중국 업체들은 이미 CY25 12월부터 스마트폰 가격을 15% 이상 인상했으며 중저가 모델에서 DRAM 탑재량을 8/12GB에서 6/8GB로 낮추기 시작. 또한 신제품의 초기 양산 물량을 전작 대비 15 ~ 20% 삭감. 갤럭시 S26 시리즈의 가격은 전작 대비 6 ~ 20% 인상되었고 차세대 아이폰 역시 가격 인상이 불가피할 전망이다. 1Q26 Memory 가격 급등에 따라 향후 스마트폰 가격 추가 인상 전망
- 시장 조사 기관에서는 Memory 반도체 가격 급등에 따른 소비 위축으로 CY26 글로벌 스마트폰 출하량 증감률이 IDC -3.5 ~ -5.0%, Counterpoint -4.0%, Trendforce -9.4 ~ -15.0%를 기록할 것으로 예상 중. PC와 스마트폰 CY26 생산 계획 조정은 2Q26부터 본격화될 전망

<그림4> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



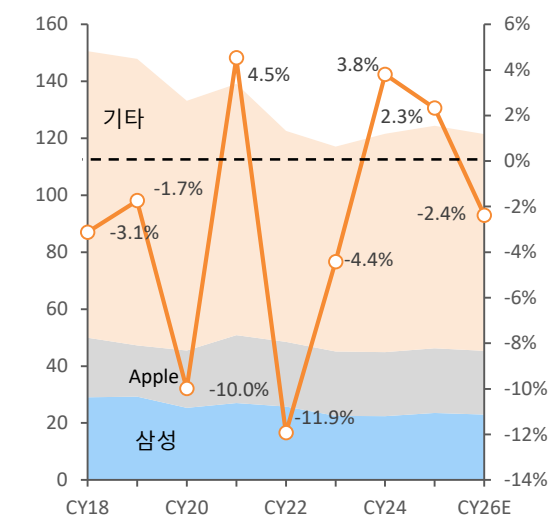
자료 : Counterpoint

<그림5> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림6> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY

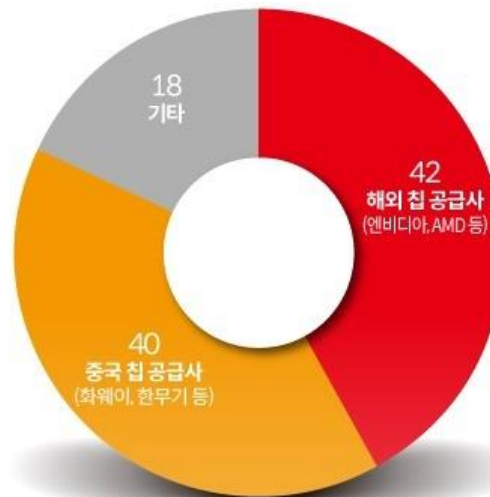


자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

Server: 중국 AI 서버가 견인한 Memory 반도체 부족

- 미국의 대중국 반도체 수출 규제가 심화됨에 따라 CY25에 Baidu, Alibaba, Tencent 등 중국 빅테크 기업들이 Nvidia GPU의 대안으로 Huawei의 Ascend 시리즈를 대거 채택. Ascend 910C는 H100 성능의 약 60 ~ 70% 수준으로 부족한 개별 칩의 성능을 더 많은 수의 Huawei GPU를 병렬로 연결하여 보완
- Nvidia의 GPU 1개가 처리할 연산을 Huawei GPU 1.5 ~ 2개가 나눠서 처리하게 되면서, 이를 지원하기 위한 시스템 메인 메모리 (DDR5) 수요가 급증. GPU 개수가 늘어날수록 각 GPU 간 데이터를 주고받는 통로를 유지하기 위해 더 많은 용량의 서버용 DRAM 필요. 이는 4Q25 이후 DDR5 공급 부족의 트리거 역할을 한 것으로 판단됨
- Huawei GPU는 연산 효율이 낮아 이를 보완하기 위해 HBM에 더 크게 의존하는 구조. 미국의 추가 제재 (HBM 수출 금지 등)를 우려한 중국 기업들이 2H25부터 CY26까지 HBM 재고를 1년치 이상 선 확보한 것으로 보임
- Huawei와 중국 빅테크 업체들은 외산 Memory 반도체 수급 리스크를 줄이기 위해 CXMT와 YMTC에 강력한 구매 보증을 약속. 이에 따라 YMTC가 신규 라인 (Fab 3)의 50%를 DRAM 생산에 할당하고 CXMT가 신규 라인 양산 시기를 앞당기는 등 AI 서버 용 DRAM 생산에 주력

<그림7> CY25 중국 AI 서버칩 시장 점유율



자료: IDC

Server: CY26 서버 출하 증가율이 10% 이상에 도달할 듯

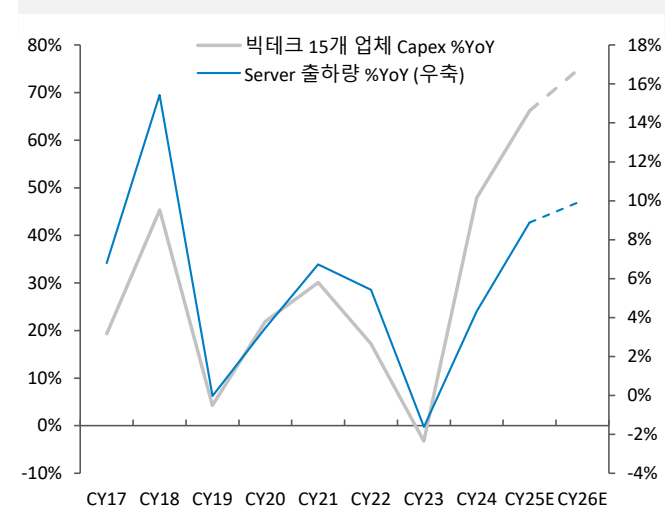
- 2월 25일 집계된 Neo Cloud 업체 포함 빅테크 업체 15개사의 FY25 Capex 증감률은 11월 20일 집계치 +64.6%에서 +68.7%로 상승. 당사는 이를 반영하여 CY25 서버 출하 증가율 전망치를 8.7%에서 9.2%로 상향
- Memory 가격 급등에도 불구하고 Trendforce, IDC, Digitimes 등은 CY26 서버 출하량이 약 10 ~ 13% 증가할 것으로 예상하며 기존 증가율 전망치를 최근 상향
- 2월 25일 현재 시장의 FY26 Capex 증감률 전망치는 +66.3%로 CY25 11월 20일 전망치 32.1%에서 대폭 상승한 것이고 향후 76% 이상까지 상향 조정될 가능성이 있는 것으로 보임. 빅테크 Capex 증가율과 서버 출하량 증가율 간의 비례 관계를 고려 시 76% 이상의 Capex 증가율이 달성된다면 CY26 서버 출하 증가율은 10%에 도달할 전망
- 또한 중국 업체들은 CY26 서버 생산량을 100% 증가시킬 것으로 언급 중이므로, Memory 가격 급등에 따른 비용 증가 요소를 감안해도 CY26 서버 출하량 증가율은 10% 이상에 도달할 가능성이 충분한 듯

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25	FY26E	
											11월 20일	2월 25일
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	52,535	91,447	114,615	180,502
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,447	12,715	13,988	13,509
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,256	69,691	108,373	123,629
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	82,999	131,819	144,264	184,732
Microsoft	8,343	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	64,551	97,114	105,034
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,048	1,617	1,570	1,607
Oracle	1,189	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	21,215	35,804	50,386
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	683	852	1,000	958
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	458	525	544	555
Salesforce	710	464	534	595	643	710	717	798	736	658	721	695
Alibaba	1,706	2,609	4,509	7,399	6,517	6,379	8,311	5,014	4,594	11,907	15,066	17,594
Tencent	1,492	1,801	3,356	3,927	5,719	4,808	3,451	3,017	9,675	13,193	12,791	13,938
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,130	1,894	1,577	1,736
CoreWeave	-	-	-	-	-	-	72	2,943	8,702	14,864	25,840	26,519
NeBius	144	212	453	318	341	606	750	1,073	808	4,066	9,265	12,192
Total Capex	54,318	64,829	94,211	98,258	119,803	155,831	182,699	176,756	261,414	441,014	582,532	733,586
미국 IDC Capex	50,345	59,499	84,565	85,684	106,488	142,349	168,884	163,129	236,505	395,090	517,993	661,606
중국 IDC Capex	3,828	5,117	9,193	12,256	12,973	12,876	12,993	9,611	15,399	26,994	29,434	33,268
Neo Cloud Capex	144	212	453	318	341	606	822	4,016	9,510	18,930	35,105	38,711
Total %YoY	19.8%	19.4%	45.3%	4.3%	21.9%	30.1%	17.2%	-3.3%	47.9%	68.7%	32.1%	66.3%
미국 업체 %YoY	20.7%	18.2%	42.1%	1.3%	24.3%	33.7%	18.6%	-3.4%	45.0%	67.1%	31.1%	67.5%
중국 업체 %YoY	11.7%	33.7%	79.6%	33.3%	5.9%	-0.7%	0.9%	-26.0%	60.2%	75.3%	9.0%	23.2%
Neo Cloud %YoY	-32.9%	47.1%	113.2%	-29.9%	7.4%	77.5%	35.7%	388.6%	136.8%	99.1%	85.4%	104.5%

자료 : Bloomberg

<그림8> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

HBM 업황: CY26 수급 안정 예상

- CY25 HBM 실수요량은 21.7억 GB로 YoY 107% 증가한 것으로 보임. CY25 업계 생산량은 28.8억 GB (SK하이닉스 16.3억, 삼성전자 7.5억, Micron 5.0억)로 연초 계획치인 37.5억 GB에서 대폭 하향되었으나 여전히 수요량을 대폭 상회. CY25에 HBM 가격이 하락한 이유
- 현재 가속기 반도체 생산 전망을 감안 시, CY26 Nvidia의 HBM 실수요량은 28.6억 GB로 YoY 96% 증가하고 전체 실수요량은 48.9억 GB로 126% 증가할 전망이다. 이는 가속기 반도체 생산량 전망치 상향에 따라 당초 전망치보다 대폭 상향 조정된 것임
- 현재 CY26 생산량 전망치는 46.9억 GB (SK하이닉스 25.0억, 삼성전자 13.8억, Micron 8.1억) 수준으로 수요량을 하회해 수급 및 가격 안정 예상. 삼성전자는 HBM Capa를 모두 활용할 경우 16.3억 GB 생산이 가능하나 이익률이 더 높은 Legacy DRAM 생산량 증가를 우선시. 또한 HBM4 생산에 어려움을 겪고있는 것으로 알려진 Micron이 HBM을 줄이고 Legacy DRAM을 늘릴 가능성도 존재

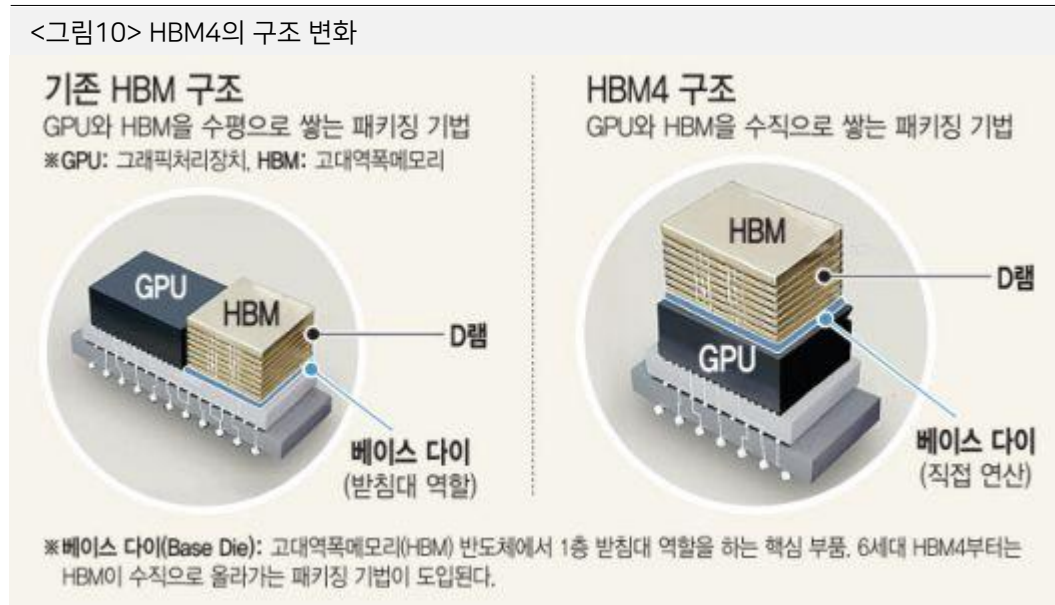
<표4> CY25, CY26 HBM 실수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	1,257	HBM3E	24	6	144	181	
		New H20	0	HBM3E	24	6	144	0	
		B200	2,482	HBM3E	24	8	192	477	
		B300A	1,182	HBM3E	36	4	144	170	
		B300	2,187	HBM3E	36	8	288	630	
		Total	7,108					1,458	136%
	AMD	MI325X/350	800	HBM3E	36	8	288	230	70%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	4,525	HBM3/3E	20	5	100	453	67%
Total		12,633				171	2,166	107%	
CY26	Nvidia	B200	0	HBM3E	24	8	192	0	
		B300A	1,242	HBM3E	36	4	144	179	
		B300	4,968	HBM3E	36	8	288	1,431	
		중국 전용 (H200)	1,201	HBM3E	24	6	144	173	
		Rubin	3,726	HBM4	36	8	288	1,073	
		Total	11,137					2,856	96%
	AMD	MI350X	1,352	HBM3E	36	8	288	389	
		MI400X	966	HBM4	48	8	384	371	
		Total	2,318					760	230%
	Broadcom	TPU	1,490	HBM3E/4	27	10	261	389	
		MTIA	1,490	HBM3E/4	24	6	134	200	
		Bytedance	994	HBM3E	24	5	115	114	
		OpenAI 등	265	HBM4	32	12	384	102	
		Total	4,239					806	115%
	기타	ASIC/FPGA	3,091	HBM3E/4	24	6	151	467	
Total		18,037				271	4,889	126%	

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 업황 전망: 당초 우려보다 양호한 가격 예상

- 최근 HBM 계약은 고객의 연간 최대 구매 물량만 정하고 실구매량에는 제약이 없는 것으로 보임. 또한 연간 가격을 일정 구간 대로 설정하고 분기별로 구간 내에서 가격을 결정하는 방식인 것으로 추정됨
- 최대 고객은 CY25에 HBM 공급 경쟁 심화를 유도하고 수요 증가율 둔화를 이용해 HBM 가격을 분기 단위로 인하해 왔음
- 단 최근 전반적인 DRAM 공급 부족 상황과 HBM 수요 전망치 상향에 따라, 가격 협상에서 다른 DRAM 제품과 HBM을 패키지로 공급하는 조건으로 가격을 당초 고객 제시치보다 인상하려는 Memory 반도체 업체들의 시도가 있는 것으로 보임
- CY26의 연간 HBM 가격은 아직 확정되지 않은 듯. 단 HBM3E 12단의 경우 당초 우려되었던 가격보다 높은 수준으로 결정될 전망이나 여전히 YoY로는 하락할 가능성이 높은 것으로 판단됨

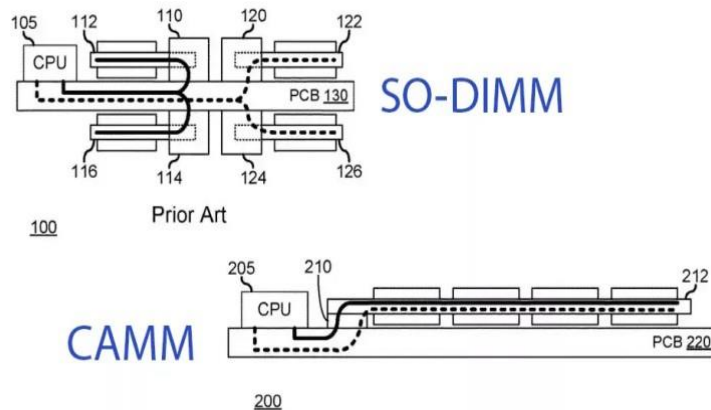


자료: 이데일리

SOCAMM: CY26 전체 DRAM 수요의 2.9%를 차지할 듯

- CY26으로 출시가 연기될 것으로 우려되었던 SOCAMM (Small Outline Compression Attached Memory Module)은 SOCAMM2로 변경되어 모든 업체들이 4Q25에 출하를 개시. 단 GB300에서의 채택은 취소되었고 Rubin에서부터 채택
- CY26 Rubin GPU의 생산량은 3,726K개로 예상되고 이중 40%가 VR200 통합칩에 탑재된다고 가정하면, VR200에 사용되는 Rubin 칩은 1,490K. VR200 당 2개의 Rubin GPU가 탑재되므로 VR200 칩 생산량은 745K
- VR200 1개에 들어가는 SOCAMM의 탑재량은 LPDDR5X 192GB 모듈이 8개 장착되므로 총 1.5TB
- VR200 칩 생산량에 칩당 SOCAMM 탑재량을 곱하면 총 1,145M GB의 수요량이 2H26에 출시될 예정인 VR200 용으로 필요함. 이는 CY26 전체 DRAM 수요량의 2.9%에 해당
- 당초 예상보다 Rubin 생산량이 축소될 전망이므로 SOCAMM 수요 역시 다소 부정적인 영향을 받을 것으로 판단되나, 2H26에는 CY27 수요에 대비한 출하가 개시될 것이므로 CY26 실제 공급량은 1,145M GB를 크게 상회할 전망이다

<그림11> CY26 SOCAMM 수요 추정



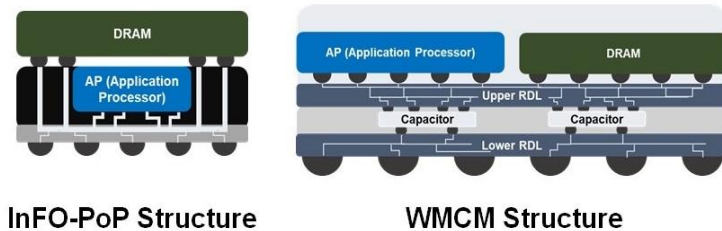
CY26 Rubin GPU 생산량 (K)	3,726	
Rubin 생산량 중 VR200에 사용되는 양 (K)	1,490	60% Rubin이 HGX 시스템에 단품으로 채택
Vera-Rubin 200 통합칩 생산량 (K)	745	VR200에 Rubin GPU 2개 장착
VR200에 들어가는 SOCAMM 용량 (GB)	1,536	LPDDR5X 24Gb 칩으로 구성된 192GB 모듈 8개 탑재
CY26 VR200 SOCAMM 총 수요량 (M GB)	1,145	VR200 2H26 출시 예정
CY26 전체 DRAM 수요에서 차지하는 비중	2.9%	AI PC에 SOCAMM 탑재 시 상회 가능

자료 : 서울신문, iM증권 리서치본부

Apple WMCM: Mobile DRAM 수요 증가를 이끌기 어려워진 듯

- Apple은 올해까지 AP와 CPU에 InFO-PoP (Integrated Fan-Out Package-on-Package)를 사용하나 CY26에는 2나노를 사용하는 일부 최신 AP 및 맥북용 CPU에 WMCM (Wafer-Level Multi-Chip Module)을 채택할 예정이었음
- 수직 적층으로 발열 문제가 있고 DRAM 탑재량에 제한이 있던 InFO-PoP와는 달리 WMCM은 수평 구조로 더 나은 방열 성능과 DRAM 용량 증가가 가능하다는 장점이 있음
- 단 당초 온디바이스 AI 강화를 위해 CY26 아이폰 전모델에 12 ~ 16GB DRAM 탑재가 유력했으나, 현재는 Memory BOM Cost 부담에 따라 기본 모델 8GB 유지, 프로 모델에만 12GB를 적용하는 보수적인 전망이 나오고 있음. WMCM은 아이폰 18 시리즈 중 최상위 모델에만 테스트 베드 성격으로 도입될 가능성이 높음
- WMCM을 통한 Mobile DRAM 탑재량 대폭 증가는 현재의 Memory 가격 급등이 끝날 때까지 현실화되기 어려워진 듯

<그림12> Apple의 AP, CPU Package 변화



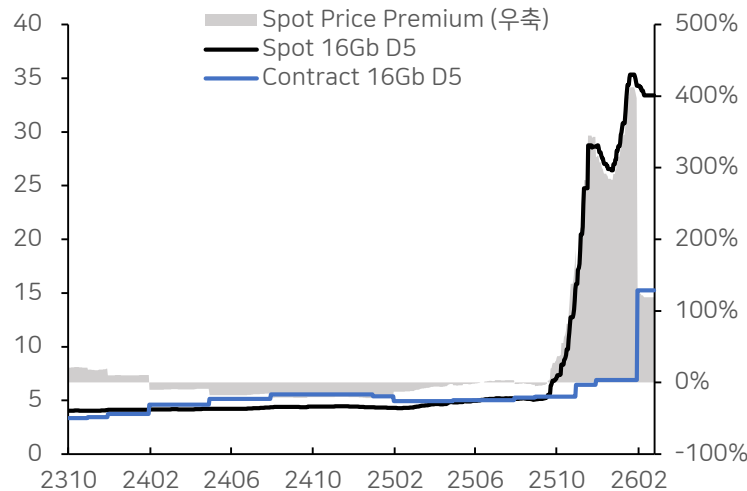
특징	InFO-PoP	WMCM
칩 배치 방식	수직 적층 (AP 위에 DRAM 패키지 적층)	수평 배치 (로직 칩과 DRAM을 나란히 배치)
구조적 이점	얇은 프로파일 구현, 기판 및 C4 범프 제거	더 나은 방열 성능과 전력 효율 제공
유연성	상대적으로 고정된 3D 패키징 구조	여러 칩 (CPU, GPU, DRAM 등) 통합 및 다양한 레이아웃 구성에 유연함
적용 제품	애플 A시리즈 칩 등 기존 모바일 AP	애플 A20, M6 등 차세대 2nm 공정 칩셋

자료 : Google

현물 가격 전망: 완만한 상승 또는 보합세가 이어질 가능성이 높은 듯

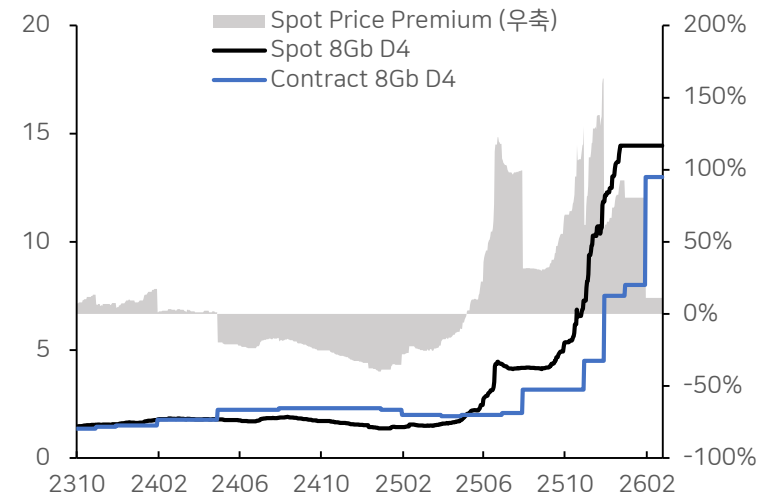
- Adata에 따르면 상당한 공급 부족에도 불구하고 동사는 DRAM 재고를 3Q25말 8주에서 현재 12주 이상으로 증가시켰으며, NAND 재고는 여전히 5 ~ 6개월로 높은 수준을 유지 중. Adata, Kingston 등 일부 Top Tier 모듈 업체들의 경우에는 재고를 소폭 늘리고 있는 상황으로 판단됨
- 반면 여타 중소형 모듈 업체들과 유통 업체들은 재고가 감소하고 있어 전체적인 유통 채널 내 재고에는 큰 변화가 없는 것으로 보임
- 연초부터 일부 중국 고객들의 현물시장 내 DRAM 구매가 재개되며 완만한 가격 상승이 나타났다가 최근에는 춘절 연휴 전 재고 확보가 종료되며 현물가격 상승세가 단기적으로 주춤한 상황
- 향후 현물가격의 추가 급등은 어려우나 고객, 모듈 업체, 유통 업체들의 재고 확보가 지속될 전망이므로 완만한 상승 또는 보합세가 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됨. 만약 향후 현물가격이 하루에 큰 폭으로 하락하고 이러한 추세가 지속된다면 이는 Memory BOM Cost 부담이 업황 전반에 본격적으로 악영향을 미치기 시작했다는 의미로 해석될 수 있음

<그림13> 16Gb D5 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄



자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

<그림14> 8Gb D4 현물가격, 고정거래가격 및 현물가격 프리미엄

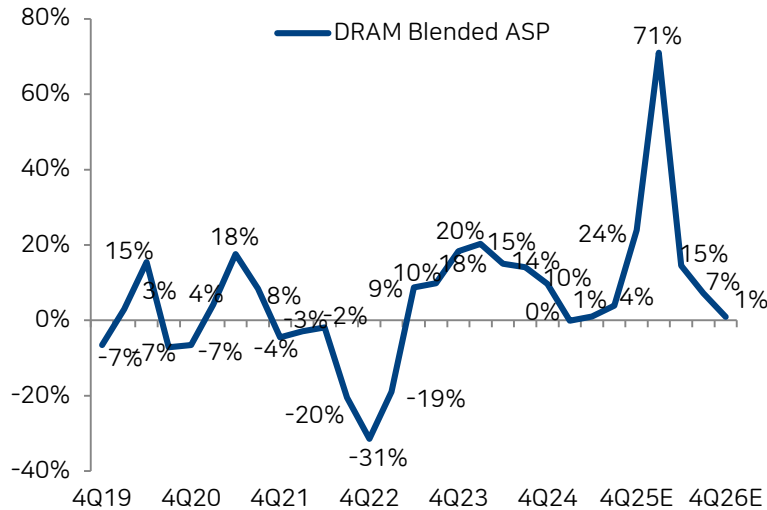


자료 : Inspectrum, iM증권 리서치본부

역사적으로 본 적 없는 분기 ASP 상승 예상

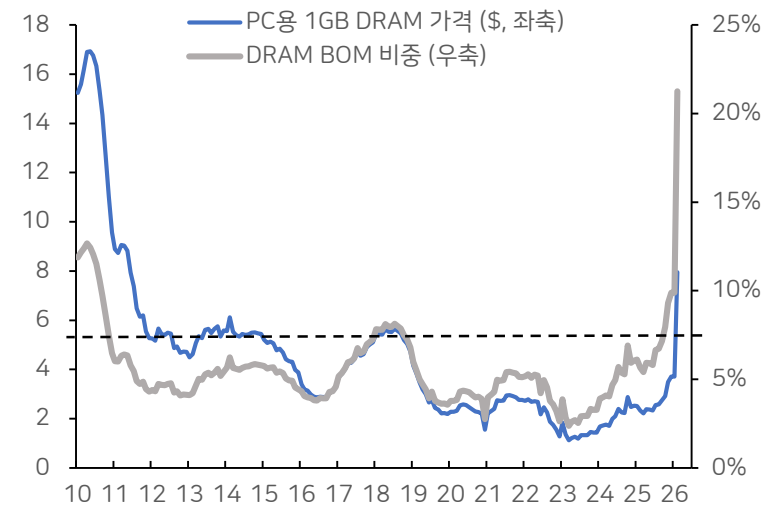
- 2월초부터 재개된 1Q26 협상에서 Legacy DRAM 고정거래가격의 상승률은 기존 예상보다 훨씬 높은 90% 이상을 기록할 듯. 일부 Memory 반도체 업체들이 100% 수준의 가격 인상을 제안해도 이를 받아들이는 고객들이 존재하는 것으로 보임. NAND 고정거래가격 역시 80% 수준의 상승률을 기록할 듯. Memory 반도체 업체들은 가격 인상에 동의하는 고객들 위주로 판매를 집중할 전망이다
- DRAM의 경우 PC, 스마트폰 생산 비용 중 DRAM 구매 비중 (BOM Cost)이 CY25 12월 고정거래가격 기준 10%에 달해 역사적 평균인 5.4%를 크게 상회. 1Q26 고정거래가격이 95% 상승하면 1Q26말 기준 동 비중은 19.5%에 달해 역사적 최고점인 12.7%를 대폭 상회
- 만약 1Q26에 Legacy DRAM 고정거래가격이 95% 상승하고 2Q26와 3Q26에 추가적으로 15%, 5% 상승 시, 1Gb 기준 Legacy DRAM 가격이 역사적 최상단이었던 \$1를 상회. 당사는 이러한 가격 가정을 실적 전망에 반영
- 최근 일부 고객들은 최대 3년까지의 장기 계약을 DRAM 업체들에게 요청 중이며 이 중에는 최저 물량과 최저 구매액의 제한 조건이 걸려있는 계약도 있는 것으로 판단됨. 물론 향후 시장 가격의 급격한 변동 시 이러한 제한 조건이 사문화되는 경우가 발생할 수 있고 단기 실적에도 부정적이므로, DRAM 업체들은 시장 가격을 기준으로 가격 협상을 진행할 전망이다

<그림15> SK하이닉스 DRAM Blended ASP QoQ 증감률 추정



자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림16> CY26 2월 기준 DRAM BOM Cost 비중 및 DRAM 가격

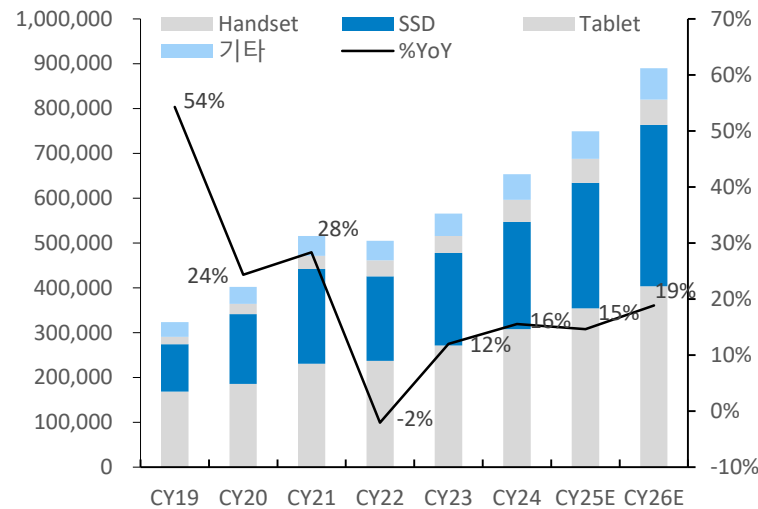


자료 : WSTS, Inspectrum, iM증권 리서치본부

NAND: CY26 호황 지속 예상

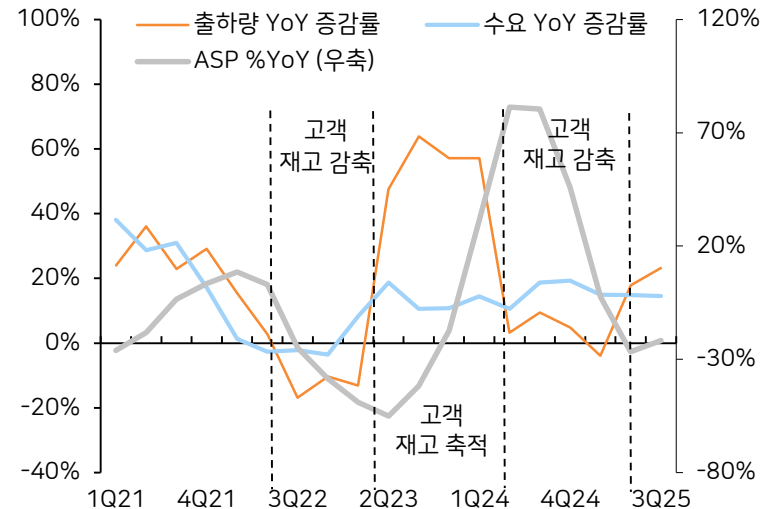
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY25 NAND 수요 증감률은 +15.7%로 예상되며 업계 생산 증가율은 감산에 따라 +5.8%에 불과
- 2Q24부터 재고를 줄여온 고객들이 2Q25 이후 재고를 재축적하기 시작한 것으로 추정됨. NAND 업체들의 감산과 고용량 HDD 공급 부족에 따른 서버에서의 eSSD 수요 증가가 최근 NAND 업황 회복의 원인으로 판단됨
- CY26 수요 증가율은 ICMS 포함 18.7%로 예상되며 업계 생산 증가율 목표치는 19.2% (삼성전자 20%, SK하이닉스 20%, Kioxia 23%, Micron 13%, YMTC 19%)로 수요 증가율을 소폭 상회할 전망이다. 단 일부 업체들의 생산 차질 가능성을 감안 시 CY26 업황은 양호할 것으로 예상됨
- Kioxia는 Kitakami 신규 라인 증설과 Yokkaichi 라인 전환에 따라 높은 생산 증가율이 예상되며, YMTC는 신규 라인의 50%를 DRAM, HBM 생산으로 전환할 가능성이 있어 향후 예상보다 낮은 생산 증가율이 발생할 전망이다
- DRAM과 달리 NAND 가격은 그간 하락세가 지속되어 왔으므로 향후 NAND 가격의 상승세가 DRAM보다 장기화될 수 있음. 반면 Set 성능과 좀더 밀접한 DRAM의 탑재량 증가를 위해 NAND 탑재량이 희생될 수 있다는 관측도 존재

<그림17> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림18> 분기별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY26 Memory Capex 21% 증가 예상

- FY25 Memory Capex는 당초 업체들의 가이드선스 대비 7% 증가한 760.1억 달러로 YoY 31% 증가한 것으로 추정됨. FY26 Memory Capex는 919.1억 달러 (YoY +21%)를 기록할 전망이다. FY26 DRAM, NAND 업계 Capex는 각각 22%, 19% 증가 예상
- FY26 삼성전자의 DRAM Capa는 60~80K 증가 예상. 동사 1B (Legacy DRAM), 1C (HBM4) 나노 전환 투자는 대폭 확대될 듯. SK하이닉스는 M15X 라인 (최종 Capa. 80K)의 투자를 앞당겨 CY26에 40K를 증설할 전망
- 삼성전자의 FY26 Memory Capex는 CY25 대비 20% 가량 증가하는 40조원, DRAM Capex는 25% 가량 증가할 것으로 추정됨. SK하이닉스의 FY26 Capex는 FY25의 20조원대 중후반에서 30조원대 중반으로 20% 증가 예상. Micron의 F26 Capex는 200억 달러로 YoY 45% 증가 전망

<표5> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

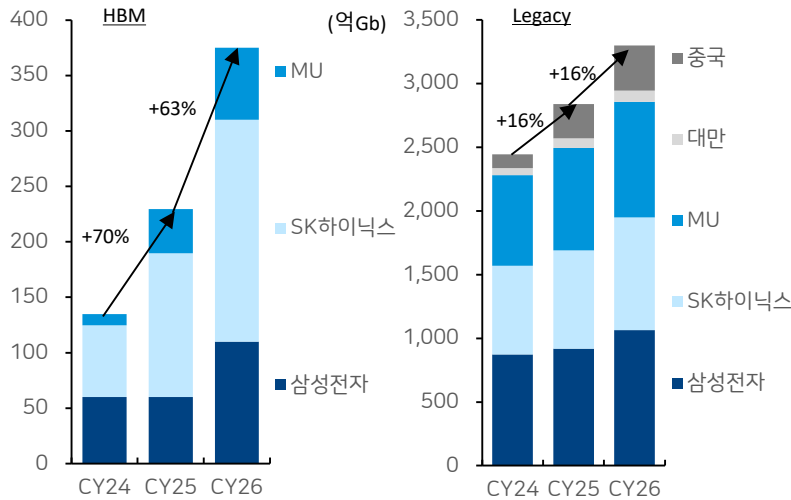
DRAM (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
삼성전자	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	18,116	22,645
Micron	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,000	16,000
SK하이닉스	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	17,812	21,375
Elpida	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	1,160	930
Nanya	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	501	432	1,613
UMC+Fujian	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	2,650	3,000	4,000	5,788	3,700
YMTC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	900	1,500
Huawei	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000	3,000
Total	5,418	6,766	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,096	25,358	40,992	58,208	70,762
% YoY	-26%	25%	76%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	28%	-28%	62%	42%	22%
NAND (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
삼성전자	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407	5,704	5,700
Micron	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250	2,800	4,000
SK하이닉스	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	2,500	2,750
Kioxia + WD	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	3,191	3,200	4,700
Intel	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,600	4,000
Total	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,856	17,804	21,150
% YoY	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-14%	6%	19%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
WW Memory CAPEX (\$mn)	14,115	15,852	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,351	45,008	57,848	76,012	91,912
% YoY	-19%	12%	35%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	18%	-29%	29%	31%	21%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

향후 업황은 강세 지속 가능성 높은 듯

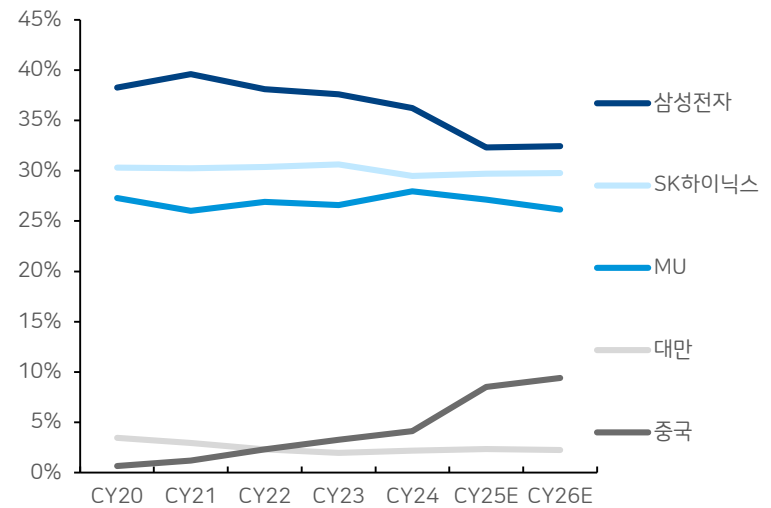
- 당사의 현재 CY25 업계 Legacy DRAM 및 HBM 생산 증가율 추정치는 16%와 70%로 연초 전망치 12%와 126%에서 수정되었으며 Blended 기준 DRAM 생산 증가율은 수요 증가율 20.0%를 하회하는 18.1%
- CY26에도 서버 출하 증가율이 10%를 기록할 경우 수요 증가율 (20.1%)이 생산 증가율 (19.7%)을 상회할 전망이므로 향후 DRAM 업황은 강세를 지속할 가능성이 높음
- 삼성전자는 CY26 HBM 생산 증가율 83%, Legacy DRAM 생산 증가율 16%를 기록할 전망이다. SK하이닉스의 CY26 생산량 증가율은 HBM 54%, Legacy DRAM 15%로 예상됨. Micron의 CY26 HBM, Legacy DRAM 생산량 증가율은 각각 63%, 13%로 추정됨
- 생산량 기준 CY26 DRAM 시장 점유율은 삼성전자 32%, SK하이닉스 30%, Micron 26%, 중국 9%로 전망됨

<그림19> HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림20> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

중국 DRAM 생산 급증은 CY27 중순부터 재개될 듯

- CXMT는 상해에 신규 라인 2기를 건설 중이며 Phase1 (100K)은 CY28, Phase2 (100K)는 CY29에 양산을 개시할 계획이었으나 이를 1년 씩 앞당길 계획인 것으로 판단됨
- YMTC가 우한시 소재 신규 라인 (Fab3)의 50%를 DRAM 또는 HBM 생산으로 전환할 전망이다
- Huawei는 Swaysure 포함 100K 규모의 DRAM 라인을 CY24말부터 특수 용도 DRAM 생산을 위해 운용 중. 동 라인이 향후 CXMT 또는 YMTC에 양도되어 Huawei의 Ascend 시리즈 용 Memory 생산으로 전용될 전망이다
- 향후 중국에서 DRAM 생산이 지속적으로 증가할 가능성이 있는 것으로 판단됨. YMTC의 DRAM 생산 개시와 IPO (6.1조원 규모)를 앞두고 있는 CXMT의 DRAM 생산 증가는 CY27 중순에 본격화될 전망이므로 2H27 이후 DRAM 업황에 부담 요인일 될 수 있음
- 단 지난 수년간 축적해 놓은 장비들이 거의 소진되는 단계에 진입했으므로, 향후 중국 업체들은 자국산 장비를 주로 사용해 1A 나노 이하 공정 DRAM을 생산해야 할 상황임. 따라서 설비 증설에도 불구하고 DRAM 생산 증가율이 그리 높지않을 가능성이 있는 것으로 판단됨

<표6> 중국 Memory 반도체 업체 현황

회사	주요 제품	라인 소재	공정	Capa / M
CXMT	DRAM (DDR4/5, LPDDR4/5, 향후 HBM)	안후이성 허페이시	~18.5nm급 DUV DRAM	현재 250K에서 상해에 200K 추가 전망
YMTC	3D NAND (232단, 294단 TLC 등), 향후 DRAM, HBM 생산 계획	후베이성 우한시	3D NAND Xtacking	현재 150K/M (Designed Capa 300K)
Huawei (Memory)	특수 용도 DDR4	푸젠성 진장시	성숙 공정 위주	현재 100K/M

자료 : iM증권 리서치본부

OpenAI의 위기: Funding에도 불구하고 여전히 IPO 성공 필요

- 향후 10년 간 1.4조 달러를 지출할 것으로 언급한 OpenAI는 최근 1,100억 달러 규모의 Funding 성공. 단 당초 목표치였던 8,400억 달러보다는 낮은 7,300억 달러의 기업 가치를 인정 받았고, 이번 Funding에서 Nvidia의 투자 규모 축소와 Amazon의 단계별 지급 조건 등 다소 순탄치 못한 모습을 보였음
- 이번 Funding에서 OpenAI가 향후 2년 내에 완전히 영리 법인으로 전환하지 못할 경우, 투자사들은 투자금 회수를 요구할 수 있는 권리를 가짐. 또한 Amazon은 자사 클라우드 사용량을 대폭 늘리는 조건을, Nvidia는 자사 칩 우선 구매 및 기술 협력을 조건으로 걸어 순환 투자의 성격이 짙음
- 이번 Funding 성공에도 불구하고 OpenAI는 1.4조 달러의 투자 약속을 지키기 위해, 당초 계획한 바와 같이 CY26 내 1조 달러 규모의 IPO 성공이 필수적임
- 동사 IPO 성공에 대한 우려 요인은 1) 막대한 적자 규모, 2) AI 버블 논란, 3) 창업자 중 한 명인 일론 머스크가 제기한 손해 배상 소송, 4) IPO로 인해 지배권이 희석될 원치 않는 Microsoft의 반대 등임
- 동사의 IPO 성공 여부는 장기적인 관점에서 AI 투자 강도와 AI 주식에 대한 투자 심리에 큰 영향을 줄 대형 이벤트가 될 전망이며, 최근 동사 IPO 성공 여부와 관련해 일론 머스크와의 소송 Risk가 강하게 부각 중

<표7> 오픈AI의 최근 Funding에서 투자자별 투자 금액 및 세부 조건

투자자	투자액	세부 조건
Amazon	\$500억	- 최대 투자자이나, 이 중 \$150억만 즉시 지급. 나머지 \$350억은 OpenAI가 AGI (범용 인공지능)를 달성하거나 IPO를 발표할 때 지급되는 조건부 계약 - OpenAI가 AWS의 Cloud 사용량을 대폭 늘리는 조건 포함
Nvidia	\$300억	- 당초 젠슨 황 CEO는 \$1,000억 투자를 시사했으나, 오픈AI의 방만한 경영과 경쟁사 (구글, 앤스로픽)의 추격을 우려해 실제 투자액을 1/3 수준으로 대폭 축소 - OpenAI가 Nvidia의 GPU를 우선 구매하고 양사 간 기술 협력을 실시하는 조건
SoftBank	\$300억	- 전액 현금 투자이나 리스크 분산을 위해 CY26 4월, 7월, 10월에 걸쳐 3회 분할 집행
Total	\$1,100억	- OpenAI가 향후 2년 내 완전 영리 법인으로 전환에 실패할 경우 투자금 회수 가능

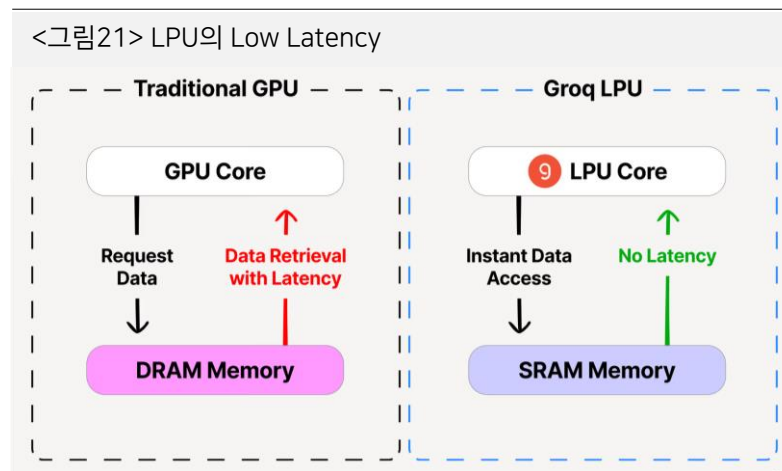
자료 : iM증권 리서치본부

OpenAI의 위기: 일론 머스크와의 소송 Risk 심화

- OpenAI의 적자가 심화되면 Nvidia의 투자금 회수가 어려워지고, 보유 지분 가치가 하락해 재무 안정성에 타격을 입을 수 있음. OpenAI의 재정난이 심화되면 GPU 구매량을 줄일 가능성이 높고, 이는 Nvidia의 매출 감소와 실적 악화로 이어질 수 있음. 또한 AMD, Broadcom과의 AI 반도체 구매 계약이 현실화되지 못할 수 있음
- Oracle은 OpenAI와 3,000억 달러 규모의 초대형 클라우드 컴퓨팅 계약을 체결했으며 동사의 향후 성장은 OpenAI와의 대규모 계약에 크게 의존. OpenAI가 재정적으로 어려움을 겪으면 이 계약을 이행하지 못할 가능성이 커짐. 현재 Oracle의 차입금 규모는 1,300억 달러, 부채 비율은 400%에 달하는 것으로 보임. OpenAI가 재정 위기에 빠지면 CoreWeave의 핵심 매출원이 사라질 수 있음. 동사의 현재 기준 차입금 비율은 381%이며 현재 총 차입금 규모가 250억 달러 수준
- 투자자들에게 OpenAI의 적자가 빠르게 축소되는 모습을 보여야 추가 대규모 투자 및 IPO가 성공할 수 있을 전망이다. 특히 일론 머스크와의 소송이 OpenAI에게 치명적인 Risk로 작용할 가능성이 존재함. 일론 머스크와의 소송에서 패소할 경우 OpenAI는 존립이 어려워지고 올해 예상되는 IPO에 실패할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 일론 머스크는 OpenAI의 설립 초기에 560억원 (설립 당시 지분의 60%) 규모의 지분 투자를 원했으나 OpenAI는 비영리 연구소라는 이유로 동 금액을 기부금으로 받았음. 그러나 OpenAI는 일론 머스크의 이사회 퇴임 후 3개월만에 영리 법인으로 전환했으며, 최근 창업자 중 한명인 그레그 브록먼이 기부금을 받기 이전에 이미 영리법인으로의 전환을 샘알트먼과 논의했고, 일론 머스크를 이사회에 퇴출시킬 계획이 있었음이 적혀 있는 일기가 증거로 제출되었음. 이에 따라 미국 연방법원은 OpenAI와 MS가 요청한 머스크의 소송에 대한 기각 신청을 거부하고 CY26 4월 27일부터 배심원 재판으로 1심 진행 예정
- 머스크는 최대 200조원의 손해 배상을 청구한 상황이며 OpenAI는 패소 시 이를 감당할 현금이 없는 상황이므로 머스크는 OpenAI의 지적재산권에 대한 강제 압류를 신청할 전망. 또한 1심에서 어떤 결과가 나오든 패소한 쪽은 항소할 가능성이 높으며, 회사의 존립에 영향을 줄 막대한 규모의 소송이 진행 중인 상황에서 SEC는 OpenAI의 IPO를 승인하지 않을 가능성이 높은 것으로 판단됨. 상장 이후 OpenAI의 패소 시 주주의 돈이 머스크에게 배상금으로 지불될 수 있기 때문

Nvidia의 대응: Groq 인수와 SRAM 활용

- 추론 시대를 맞이하여 AMD, Google 등의 도전에 대한 Nvidia의 대응은 지난 12월 24일에 있었던 200억 달러 규모의 Groq 인수에서 잘 나타남
- Nvidia가 Groq를 인수한 이유는, 1. LPU 기술 확보: Groq의 LPU (언어 처리 장치)는 기존 GPU보다 압도적으로 빠른 초저지연 (Low-latency) 추론 성능 보유. 2. 미래 경쟁자 제거: Groq은 구글 TPU를 만든 핵심 인재들이 설립한 회사로, 엔비디아 GPU의 비싼 가격과 전력 소모 문제를 해결할 가장 강력한 대항마로 꼽혀 왔음. 이번 딜로 잠재적 라이벌을 우군으로 흡수. 3. 추론 시장 주도권: Nvidia는 Groq의 기술을 통해 저비용, 고효율 추론 솔루션을 강화함으로써 빅테크들의 탈 Nvidia 움직임을 차단
- LPU의 차별점은 1. HBM 병목 현상 제거: GPU는 HBM에서 데이터를 읽어오는 과정에서 지연 시간 발생. 반면 LPU는 데이터 이동 없이 칩 안에서 즉각 연산이 가능한 On-Chip-SRAM 구조를 사용하여 초저지연 실현. 2. 결정론적 스케줄링: 데이터 처리의 흐름을 미리 예측 가능하게 설계하여, 여러 칩을 연결해도 효율 저하 없이 하나의 거대한 코어처럼 작동. 3. 실시간 처리 능력: 기존 GPU 대비 약 10배 이상 빠른 응답 속도와 90% 이상 높은 에너지 효율을 제공하여, 실시간 대화형 AI나 자율주행 등 즉각적인 반응이 필요한 서비스에 최적화
- Nvidia는 고사양 모델 학습에는 기존의 GPU를 사용하고, 실시간 추론 단계에는 LPU의 저지연 설계를 도입하는 하이브리드 솔루션을 제공할 계획. CY26 출시될 Rubin 및 그 후속 모델에 LPU 설계 아이디어를 통합하여, Nvidia 생태계 내에서 최고의 추론 성능을 낼 수 있도록 할 예정. AI 에이전트와 로보틱스 시장에서 요구하는 즉각적인 의사결정 인프라를 선점하기 위해 LPU 기술을 핵심 엔진으로 활용할 계획
- Google이나 AMD로 눈을 돌리려던 고객들에게 Nvidia가 학습뿐 아니라 추론에서도 가장 빠르고 저렴하다는 인식을 각인시켜 이탈을 방지



자료 : eesel AI

Nvidia의 대응: Groq 인수와 SRAM 활용

- LPU의 핵심은 Ultra Low Latency임. 기존 GPU는 연산 장치와 HBM이 분리되어 있음. GPU가 계산을 하려면 외부 HBM에서 데이터를 가져와야 하는데, 이 이동 속도가 계산 속도를 따라가지 못하므로 이 과정에서 지연 시간 (Latency) 발생
- 반면 Groq의 LPU는 모든 모델 데이터를 LPU 내부의 초고속 메모리인 SRAM에 직접 올림. 데이터 이동 없이 LPU 내에서 바로 연산이 이루어지므로 초 저지연이 가능. 또한 데이터를 먼 거리 (HBM)까지 이동시킬 필요가 없어 전력 소모가 대폭 감소. Nvidia는 이 기술을 확보함으로써 고용량 데이터는 HBM이 담당하고 실시간 고속 연산은 SRAM 기반의 LPU 기술이 담당하는 하이브리드 메모리 아키텍처 구축 가능
- SRAM은 기존 GPU들에 이미 탑재되어 있었음. H100, B200의 내부에는 L1/L2 캐시라고 불리는 SRAM이 이미 존재. 다만, 그 용량이 80 ~ 144MB 수준으로 매우 작아 모델 전체를 담지 못하고 데이터가 잠시 거쳐 가는 용도. Rubin 설계 단계에서도 이미 SRAM의 용량을 기존보다 대폭 키우고, 연산 유닛과의 대역폭을 극대화하는 설계를 반영. 이는 HBM의 속도 한계를 극복하려는 반도체 업계의 공통된 흐름임
- 기존의 Nvidia는 SRAM을 보조적인 Cache Memory로 썼으며 데이터가 SRAM에 있는지 없는지 체크하는 과정에서 시간 필요. 반면 LPU는 SRAM을 Main Memory처럼 사용하므로 체크 과정 없이 데이터의 위치를 미리 알고 연산. Nvidia는 Rubin 설계 당시에 이미 SRAM 비중을 높여 놨는데, 이 SRAM을 가장 잘 다루는 소프트웨어 알고리즘이 Groq에 있었던 것
- 2H26 출시 예정인 Rubin의 하드웨어 구조는 이미 정해져 있으나, Groq의 핵심 인재들이 Rubin의 소프트웨어를 최적화하여, Rubin 내부에 이미 커진 SRAM을 LPU처럼 효율적으로 제어하도록 만드는 작업을 수행할 전망. Groq의 SRAM 내 데이터 흐름을 완벽히 제어하는 하드웨어 설계 IP가 직접적으로 칩 설계 도면에 적용되는 시점은 Rubin Ultra가 될 듯
- Rubin에서 SRAM 용량이 600MB 이상으로 대폭 증가하더라도, SRAM은 모델 전체를 담는 용도가 아니라 HBM에서 가져온 데이터를 한 번에 더 많이 펼쳐 놓고 작업하는 넓은 책상의 역할임. SRAM이 커질수록 HBM에서 데이터를 다시 불러오는 횟수가 줄어들어 추론 속도는 빠르게 상승하지만, 모델 전체를 저장해야 하는 HBM의 절대 용량은 모델의 크기가 커짐에 따라 여전히 완만하게 증가할 전망이다
- 가속기 반도체에 사용되는 SRAM은 Memory 반도체 업체가 만드는 단품 칩이 아니라, GPU 연산부 내부에 함께 설계되어 찍혀 나오는 Embedded Memory로 TSMC가 SRAM 생산의 주체임. 공정이 미세화 될수록 연산 코어는 작아지나, SRAM은 크기가 거의 줄어들지 않음에 따라 TSMC는 3D 패키징 기술을 사용하여 GPU 다이 위에 SRAM 전용 다이를 수직으로 쌓아 올리는 방식으로 제조

Nvidia의 대응: NAND / HBM / SRAM을 모두 활용한 AI Memory 전략

- Nvidia는 Rubin 플랫폼에 BlueField-4 DPU를 활용한 새로운 스토리지 레이어인 ICMS (Inference Context Memory Storage)를 도입할 것으로 CES에서 발표. ICMS는 LLM이 추론 과정에서 생성하는 방대한 KV Cache 데이터를 저장하기 위한 공간. 기존에는 이 데이터를 비싼 HBM에 두었으나, 모델의 문맥 (Context)이 길어지면서 HBM 용량만으로는 한계에 부딪혔고, 이를 보완하기 위해 대용량 NAND 플래시 기반의 eSSD를 활용
- Rubin GPU 1개당 약 16TB의 NAND가 할당되는 구조. CY26 전 세계 NAND 수요의 2.7%를 차지할 듯
- Rubin 아키텍처 이후로 Nvidia는 SRAM, HBM, NAND 세 가지를 하나로 묶는 계층형 AI Memory 전략을 완성하고자 하는 듯. SRAM은 책상, HBM은 책꽂이, NAND는 대형 창고의 역할을 수행
- SRAM: 연산에 즉각 필요한 현재의 단어 (토큰)를 처리. CY25 말 Groq 인수를 통해 확보한 기술을 바탕으로, On-Chip-SRAM의 활용 효율을 극대화해 칩 내부 SRAM에서 즉시 처리 함으로써, LLM이 답변을 시작하는 속도를 단축
- HBM: AI 모델의 매개변수와 현재 진행 중인 대화의 핵심 데이터를 보관. SRAM에 담기엔 크고 NAND에 두기엔 빠른 처리가 필요한 데이터들이 머무는 중간 정류장
- NAND: 방대한 KV Cache (과거 대화 내역 전체)를 저장. 사용자가 며칠 전 대화했던 내용이나 수만 페이지 분량의 PDF 문서를 AI가 읽어야 할 때, 이 방대한 데이터를 저렴하고 용량이 큰 NAND에 보관. 필요할 때 BlueField-4 DPU가 NAND에서 필요한 문맥만 선별해 HBM/SRAM으로 이동
- 만약 AI에게 "지난달에 분석했던 보고서 내용이랑 오늘 뉴스를 비교해줘"라고 시킨다면, NAND는 보관 중이던 수천 페이지의 지난달 보고서 데이터를 꺼내고, HBM은 오늘 뉴스의 내용과 모델의 지식을 로딩하며, SRAM은 GPU가 두 데이터를 빠르게 비교 연산하도록 돕는 구조
- 이러한 방향으로 진행될 경우 Rubin Ultra 이후 AI GPU의 HBM (기존에 KV Cache를 저장했던) 탑재량은 기존에 알려졌던 것 대비 축소되고, 반대로 NAND의 수요량이 증가할 것으로 판단됨. 또한 Rubin 아키텍처가 지향하는 SRAM-HBM-NAND 중심의 계층 구조는 기존 AI 서버에서 범용 DDR5 DRAM이 수행하던 역할을 상당 부분 대체하거나 축소시키는 방향으로 작용할 가능성이 큰 듯
- 과거에는 GPU의 HBM 용량이 부족해 남은 데이터를 CPU와 연결된 DDR5로 보내 저장. 그러나 Rubin은 이 역할을 NAND (ICMS)가 직접 가져가도록 설계. 이 과정에서 DDR5를 거쳐야 했던 경로가 생략되면서, AI 연산만을 위한 DDR5의 중요도와 수요는 상대적으로 낮아질 듯
- Nvidia가 Groq의 기술을 흡수하고 NAND를 GPU 근처에 붙이는 행보는, 결국 느린 CPU-DDR5 경로를 거치지 않고 직접 모든 것을 처리하겠다는 의도인 듯. 이는 Memory 반도체 업체들에게 DDR5보다는 HBM, CXL (공유 Memory), eSSD에 더 집중해야 한다는 의미로 판단됨

*** 참고: HBF 관련주**

<표8> HBF 관련주 정리		
분류	주요 종목	핵심 수혜 요인 및 역할
메모리 제조 (IDM)	삼성전자	낸드 시장 점유율 1위로 HBF 상용화 주도 및 몰리브덴 공정 선제 도입
	SK하이닉스	HBM 노하우를 HBF에 이식, 하이패스 기술 기반 고층 적층 리더십
차세대 배선 소재	디엔에프	몰리브덴 (Mo) 전구체 국산화 및 삼성전자 공급 가시성
	솔브레인	고층 적층 필수 소재인 고선택비 식각액 (HSN) 및 세정액 공급
	솔브레인홀딩스	지주사로서 디엔에프·솔브레인을 통한 소재 수직계열화 수혜
적층 및 패키징 장비	한미반도체	TSV 공정용 TC 본더 등 HBM/HBF 수직 적층 핵심 장비
	유진테크	몰리브덴 배선 증착에 필수적인 차세대 ALD (원자층 증착) 장비
	원익IPS	고단 낸드용 CVD/ALD 증착 장비 및 몰리브덴 공정 장비 개발
검사 및 부품	티에프이	고층 적층 낸드의 수율 검증을 위한 고성능 테스트 소켓
	티씨케이	고단 식각 공정용 소모성 부품인 SiC 링 수요 확대
	이오테크닉스	적층 전 웨이퍼 두께를 조절하거나 커팅하는 레이저 장비

자료 : iM증권 리서치본부

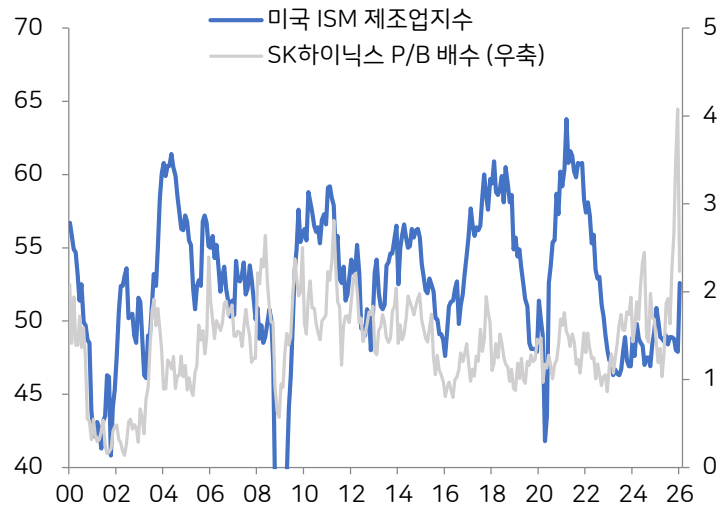
미국의 이란 공습이 한국 반도체에 미칠 영향

- 미국의 이란 공습에도 불구하고 시장은 현재 패닉 상황보다는 관망세에 가까운 모습을 보이고 있음
- 원-달러 환율은 현재 1,300원대 중반에서 박스권 움직임을 보이고 있으며 국제 유가도 공습 직후 일시적으로 5 ~ 7% 급등했으나, 곧바로 상승 폭을 반납하며 \$70~80대 초반을 유지 중. 나스닥 선물 역시 -1% 내외의 조정을 받는 수준이며, 금 가격도 급등 후 소폭 횡보 중
- 이번 사태가 국지적 충격에 그치고 호르무즈 해협 봉쇄가 조기에 해제될 경우,
 1. Memory 반도체 주가가 단기 하락할 수는 있으나 펀더멘탈의 손상이 없으므로 빠른 주가 회복이 나타날 것임
 2. 이란의 석유 생산 및 수출 경로에 대한 미국의 영향력이 커지면서, 공급 불확실성이 제거되어 장기적으로 유가가 오히려 하향 안정화될 수 있음
 3. 현물시장 등에서 공급망 불안을 우려해 선제적 재고 축적에 나서면서 단기적으로 DRAM 및 NAND 가격의 상승이 발생할 수 있음
- 단 이란의 강력한 보복과 중동 전역으로의 전쟁 확산, 호르무즈 해협의 장기 봉쇄 상황이 발생할 경우,
 1. 유가 급등과 물류비 상승은 반도체 생산 비용을 직접적으로 높여 수익성을 악화시킬 수 있음
 2. 글로벌 스태그플레이션 우려로 이미 Memory 가격 부담으로 둔화되고 있는 스마트폰, PC 등 전방 산업의 소비가 더욱 위축되어 Memory 반도체 수요가 크게 둔화될 수 있음
 3. 고유가가 유지되면 인플레이션 발생으로 고금리에 따른 유동성 축소가 나타날 수 있음. 또한 달러 강세로 인한 원화 가치 하락은 수입 원자재 가격을 높이고 외인 투자자의 이탈을 가속화하여 한국 반도체 주가에 하락 압력을 가할 수 있음

미국 ISM 제조업지수: 반도체 주가에 대한 영향력 대폭 약화

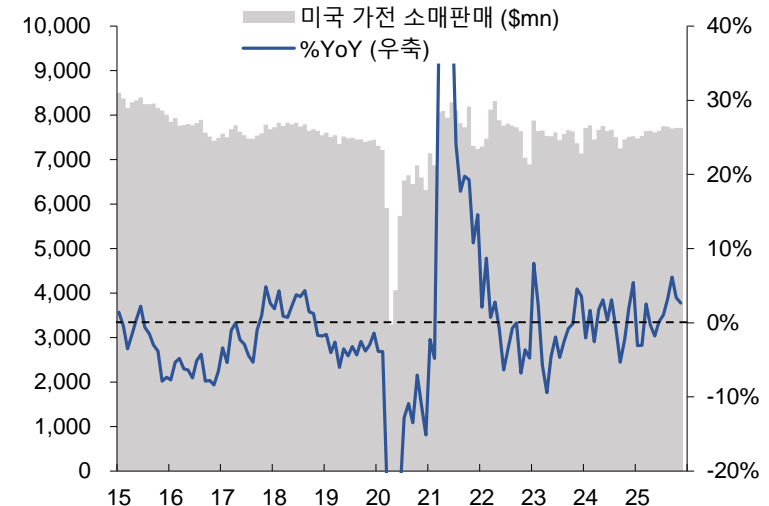
- 미국 ISM 제조업지수는 CY25 1월에 52.6을 기록해 전월의 47.9에서 대폭 반등
- 1월 지수의 세부 지표를 보면 생산 (50.7 -> 55.9), 신규 주문 (47.4 -> 57.1), 고용 (44.8 -> 48.1), 재고 (45.7 -> 47.6), 가격 (58.5 -> 59.0) 등 모든 부문에서 상승한 것으로 나타났음
- 관세 부과의 미국 ISM 제조업 지수에 대한 영향은 이제 거의 사라진 것으로 보임. 향후 미국 ISM 제조업 지수는 상승과 하락이 반복되는 모습이 예상됨
- 역사적으로 미국 ISM 제조업 지수와 동행해온 반도체 주식의 P/B 배수는 최근 미국 ISM 제조업 지수를 크게 아웃퍼폼하는 모습. 이는 과거와 달리 AI 투자 강도 등 산업적 요소와 업체 경쟁력 요인 등이 매크로 경기 요인보다 반도체 주가에 더 큰 영향을 주고 있음을 의미

<그림23> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림24> 미국 가전 소매판매 및 YoY 증감률



자료 : Datastream

Global 유동성 증감률: 1H26에 하락이 예상되나...

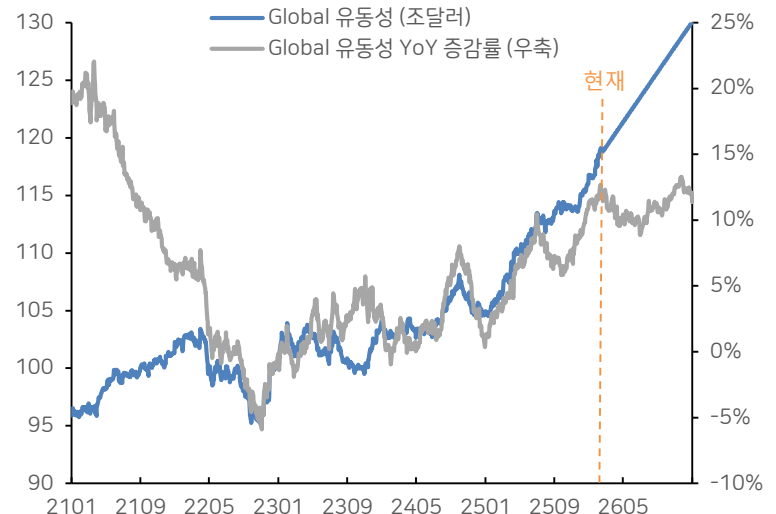
- 최근에는 주가가 Global 유동성 YoY 증감률을 약간 선행 중이나 현재까지도 유동성 YoY 증감률과 반도체 주가 간에는 중장기 추세 상 유사한 흐름이 이어지고 있음
- CY25 7월 초부터 달러가 강세로 전환되며 Global 유동성이 소폭 감소하고 Global 유동성 YoY 증감률이 하락했음. 반도체 주가 역시 7월 초 이후 단기 조정 국면에 진입. 9월부터는 미국의 정책 금리 인하가 확실시되며 Global 유동성이 다시 증가하고 유동성 YoY 증감률의 상승이 재개됨에 따라 반도체 주가가 다시 강세를 보이고 있음
- 향후 Global 유동성이 지속 증가할 것으로 가정하는 경우에도, YoY 증감률은 1H26에 하락할 것으로 예상됨. 단 최근 반도체 주가에는 Macro 요인보다 경기와 상관없는 강력한 AI 투자에 따른 업황 강세 및 기업 자체 경쟁력 요인이 훨씬 더 큰 영향을 미치고 있음
- 따라서 Global 유동성 YoY 증감률이 1Q26 중순 이후 하락하더라도 AI 투자가 강력하게 유지되고 현물가격 상승세가 지속된다면, 반도체 주가는 3Q25의 경우처럼 소폭의 단기 조정 이후 상승세를 지속할 가능성이 높음

<그림25> Global 유동성 YoY 증감률과 삼성전자 주가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림26> Global 유동성 YoY 증감률 시뮬레이션

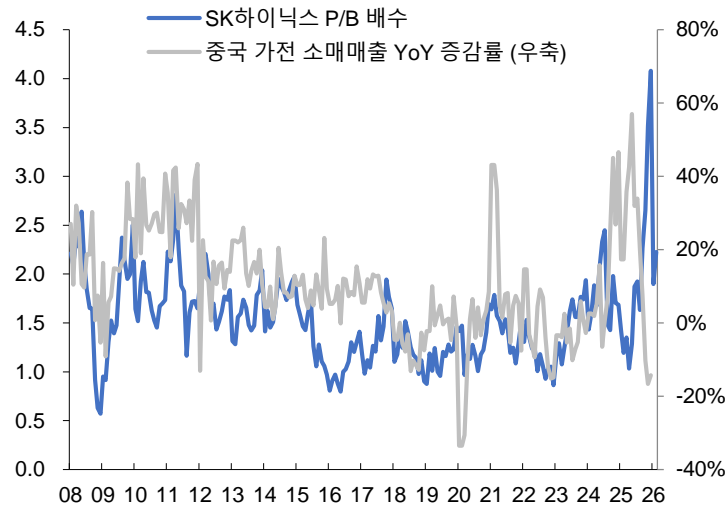


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 둔화 가능성

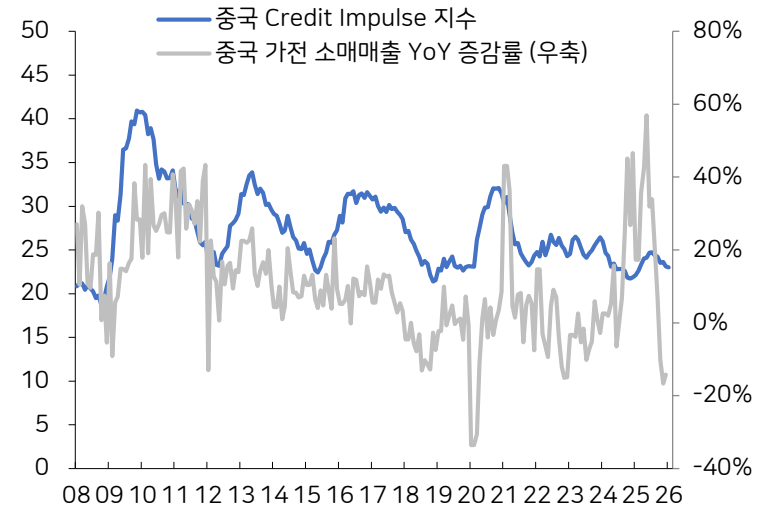
- CY24 12월부터 6월까지 반등한 중국 Credit Impulse 지수는 CY25 7월 이후 CY26 1월까지 전반적으로 하락세
- 최근 중국 가전 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름을 보이며 상승하다 6월 이후 급락세

<그림27> 중국 가전 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림28> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 가전 수요 YoY 증감률

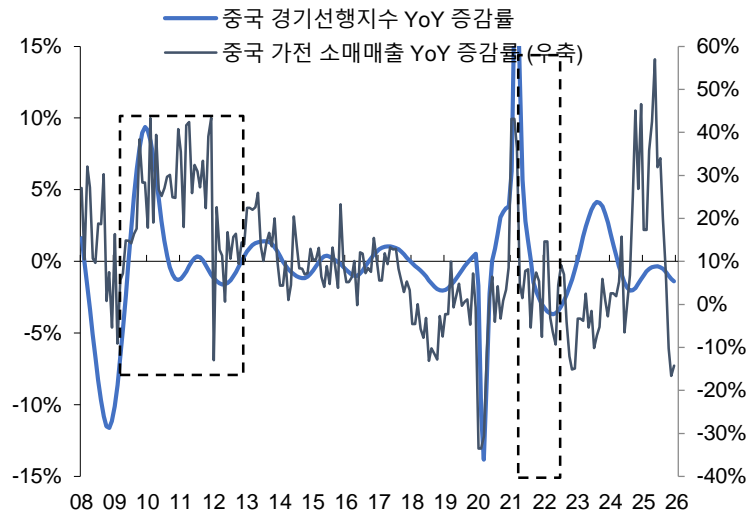


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기 및 소비자용 IT 수요 둔화 가능성

- 중국 M2 YoY 증감률은 CY25 9월 이후 하락하다 12월과 1월에 반등하는 모습. 반면 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 7월 이후 1월까지 지속 하락세. 만약 중국 경기 선행 지표들의 하락이 추세화되면 1Q26 이후 중국 경기 및 IT 수요가 둔화될 가능성이 있음
- 중국 정부의 보조금 지급에 따라 4Q24 이후 급격히 상승했던 중국 스마트폰 및 가전 판매 YoY 증감률도 최근 부진한 모습
- 중국 정부의 IT Set에 대한 보조금 지급이 장기화되며 그 영향이 둔화되거나, 중국 경기가 부진해질 경우 중국의 PC, 스마트폰용 반도체 수요가 악화 되고 이는 CY26 반도체 업황에 리스크 요인이 될 수 있음
- 반면 중국 정부의 강력한 AI 투자 의지를 감안 시 CY26에도 중국 빅테크 업체들의 서버 생산은 대폭 증가하고 중국 서버용 Memory 반도체 출하는 강세를 유지할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 또한 최근 미국 대법원의 상호 관세 관련 판결에 따라 중국에 대한 관세율이 대폭 하락하게 되면, 이는 중국의 대미 수출, 제조업 경기의 회복을 불러 오고 Memory 반도체에 대한 수요를 증가시킬 가능성이 있음

<그림29> 중국 경기 선행 지수와 가전 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림30> 중국 M2 YoY 증감률 추이

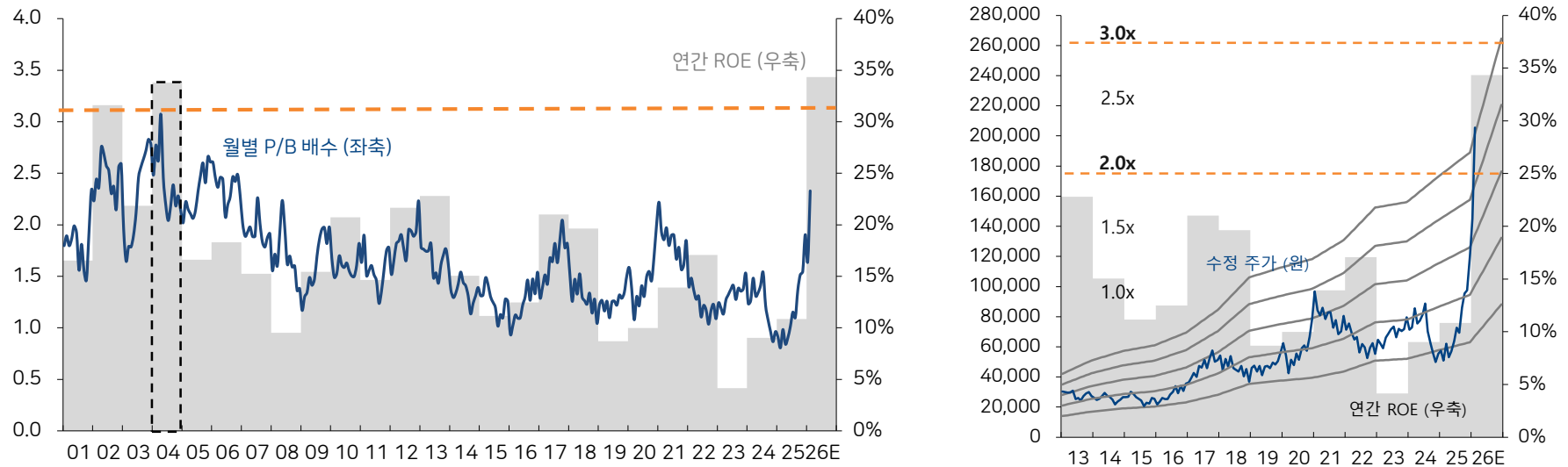


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: ROE 감안 시 P/B 3.0배 적용 필요

- 삼성전자의 FY26 영업이익은 229조원으로 YoY 424% 증가할 전망이며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 88,210원
- FY26 예상 BPS에 동사 최근 중간 P/B 배수 1.2배를 적용할 경우 11만원의 주가가 도출되며 현주가는 이를 이미 대폭 상회
- HBM에서의 부진에 따라 동사 P/B 밴드가 하향 조정된 바 있으나 HBM 경쟁력 회복에 따라 동사 P/B 밴드가 상향 회복되었음
- 동사 FY26 예상 ROE가 34%로 지난 25년간 최고점이었던 FY04와 동일한 수준이므로, 목표주가 산정을 위해 당시 동사 고점 P/B 배수 3.0 배를 적용할 필요가 있음. 이를 감안해 P/B 3.0배를 FY26 BPS에 적용 시 26.5만원의 목표주가 도출
- CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 26.5만원 이상에서 추가 상승할 수 있을지가 결정될 듯

<그림31> 삼성전자 ROE와 P/B Valuation을 이용한 목표주가 산출



자료 : 삼성전자, Bloomberg, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: P/B 3.5배 가능

- SK하이닉스의 FY26 영업이익은 214조원으로 YoY 354% 증가할 전망이며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 403,250원
- FY26 예상 BPS에 동사 최근 P/B 밴드의 중간 값인 2.0배를 적용하면 81만원의 주가 도출. 동사 주가는 81만원을 이미 크게 상회 중이고 이는 CY26 반도체 업황이 호황이므로 동사 목표 주가에 중간 이상의 P/B 배수가 적용되어야 하기 때문
- CY26 중에 동사 ADR이 상장될 경우 FY25 동사 고점 P/B 배수가 이미 4.0배까지 상승한 바 있으므로 동사 목표 주가 산정을 위해 충분히 3.5배 (MU P/B 배수)를 적용할 수 있음. P/B 3.5배를 FY26 예상 BPS에 적용 시 목표주가는 141만원
- CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 141만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯

<그림32> 미국 ISM 제조업지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

Upside Potential이 더 큰 구간

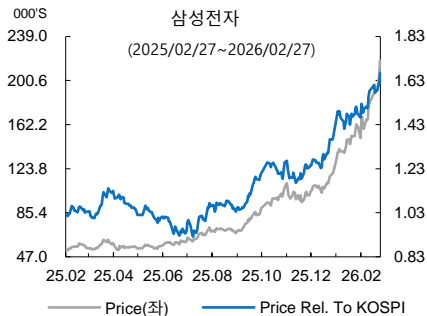
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	265,000원(상향)
증가(2026.02.27)	216,500원
상승여력	22.4 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	673,561만주
시가총액	1,398,939십억원
외국인지분율	50.0%
52주 주가	53,000~218,000원
60일평균거래량	26,544,842주
60일평균거래대금	3,932.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.3	107.2	210.2	297.2
상대수익률	11.2	52.5	114.1	150.7



[투자포인트]

- 동사에 대해 매수 투자 의견을 유지하며 목표주가를 265,000원으로 상향. 아직은 Downside Risk보다 Upside Potential이 더 큰 상황으로 판단됨. 글로벌 유동성 YoY 증감률의 하락 및 미국의 이란 폭격 등 경기 측면에서 우려 요인들이 있으나, 현물가격의 상승세와 강력한 AI 투자가 이어지고 이란 문제가 단기 내 해결된다면 동사 주가의 상승세가 지속될 가능성이 높은 것으로 보임
- 동사의 FY26 영업이익은 229조원으로 추정되며 이에 기반한 FY26 예상 BPS는 88,210원. 동사 FY26 예상 ROE가 34%로 지난 25년간 최고점이었던 FY04와 동일한 수준이므로, 목표주가 산정을 위해 당시 동사 고점 P/B 배수 3.0배를 적용할 필요가 있음. 이를 감안해 P/B 3.0배를 FY26 BPS에 적용 시 26.5만원의 목표주가 도출. CY27의 업황 호조 지속 여부에 따라 동사 주가가 26.5만원 이상으로 상승할 수 있을지가 결정될 듯
- 동사 1Q26 영업이익은 45.1조원으로 전분기 대비 125% 증가할 전망이다. DRAM (HBM 포함), NAND Blended ASP가 각각 66%, 88% 상승하고 Legacy DRAM의 경우 90% 이상의 상승률을 보일 것으로 추정됨. 단 4Q25의 기고 효과에 따라 경쟁사에 비해서는 DRAM ASP의 상승률이 다소 낮을 전망이다
- 동사 Memory 반도체 부문의 1Q26 영업이익은 44.1조원에 달해 QoQ 147% 증가할 것으로 추정됨. 단 계절적 요인과 Memory BOM Cost 부담에 따라 SDC, IM 부문의 영업이익은 감소할 전망이다

FY	2024	2025	2026E	2027E
매출액(십억원)	300,871	333,606	543,871	489,484
영업이익(십억원)	32,726	43,601	228,628	174,546
순이익(십억원)	33,621	44,261	174,808	139,370
EPS(원)	4,950	6,564	25,953	20,692
BPS(원)	57,663	62,995	88,210	108,162
PER(배)	10.7	33.0	8.3	10.5
PBR(배)	0.9	3.4	2.5	2.0
ROE(%)	9.0	10.8	34.3	21.1
배당수익률(%)	2.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	3.5	14.3	4.3	4.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표9> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY24	FY25	FY26E
전사	매출	79,141	74,566	86,062	93,837	123,393	132,949	148,737	138,793	300,871	333,606	543,871
	매출총이익	28,131	25,497	33,500	44,306	68,828	79,148	88,442	86,290	114,309	131,434	322,708
	매출총이익률	35.5%	34.2%	38.9%	47.2%	55.8%	59.5%	59.5%	62.2%	38.0%	39.4%	59.3%
	영업이익	6,685	4,676	12,166	20,074	45,103	56,242	65,465	61,818	32,726	43,601	228,628
	영업이익률	8.4%	6.3%	14.1%	21.4%	36.6%	42.3%	44.0%	44.5%	10.9%	13.1%	42.0%
DS	매출	25,073	27,883	33,119	44,005	70,537	84,658	94,829	91,198	111,069	130,081	341,222
	매출총이익	5,507	5,166	11,678	21,399	47,909	60,112	68,732	65,674	32,807	43,751	242,426
	매출총이익률	22.0%	18.5%	35.3%	48.6%	67.9%	71.0%	72.5%	72.0%	29.5%	33.6%	71.0%
	영업이익	1,123	393	6,964	16,417	42,812	54,667	62,955	59,691	15,156	24,896	220,124
	영업이익률	4.5%	1.4%	21.0%	37.3%	60.7%	64.6%	66.4%	65.5%	13.6%	19.1%	64.5%
SDC	매출	5,910	6,400	8,092	9,503	6,265	6,937	7,937	7,984	29,140	29,904	29,123
	매출총이익	5,365	5,444	6,221	7,259	5,623	5,513	6,213	6,565	23,218	24,288	23,914
	매출총이익률	90.8%	85.1%	76.9%	76.4%	89.7%	79.5%	78.3%	82.2%	79.7%	81.2%	82.1%
	영업이익	500	501	1,199	2,003	601	413	1,035	1,151	3,760	4,203	3,201
	영업이익률	8.5%	7.8%	14.8%	21.1%	9.6%	6.0%	13.0%	14.4%	12.9%	14.1%	11.0%
MX/네트워크	매출	37,006	29,207	34,106	29,297	35,529	30,125	35,294	29,725	117,229	129,616	130,672
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	10,980	8,887	9,638	8,209	39,831	44,325	37,715
	매출총이익률	33.6%	34.0%	34.5%	34.8%	30.9%	29.5%	27.3%	27.6%	34.0%	34.2%	28.9%
	영업이익	4,300	3,100	3,602	1,908	1,410	828	1,030	717	10,661	12,910	3,986
	영업이익률	11.6%	10.6%	10.6%	6.5%	4.0%	2.7%	2.9%	2.4%	9.1%	10.0%	3.1%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,900	17,915	17,894	19,413	17,810	18,068	17,827	18,266	70,695	73,122	71,971
	매출총이익	12,438	9,922	11,776	10,190	10,980	8,887	9,638	8,209	39,831	44,325	37,715
	매출총이익률	69.5%	55.4%	65.8%	52.5%	61.7%	49.2%	54.1%	44.9%	56.3%	60.6%	52.4%
	영업이익	600	704	295	-288	117	357	339	224	3,071	1,311	1,036
	영업이익률	3.4%	3.9%	1.7%	-1.5%	0.7%	2.0%	1.9%	1.2%	4.3%	1.8%	1.4%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표10> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25	FY26E	
원/달러 환율 (원)	1,331	1,370	1,357	1,400	1,454	1,401	1,388	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394	1,305	1,367	1,426	1,415	
DRAM	16Gb 기준 출하량 (백만개)	23,065	24,299	24,235	21,829	21,650	23,960	27,835	28,417	28,691	30,380	32,413	30,737	81,698	93,428	101,862	122,221
	%QoQ / %YoY	-15%	5%	0%	-10%	-1%	11%	16%	2%	1%	6%	7%	11%	14%	8%	20%	
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.6	1.0	1.1	1.2	1.2	0.2	0.3	0.4	1.1	
	%QoQ / %YoY	19%	19%	8%	18%	-14%	1%	15%	41%	66%	14%	7%	-44%	62%	27%	156%	
	매출 (백만불)	6,336	7,943	8,590	9,104	7,721	8,620	11,537	16,554	27,825	33,526	38,103	36,805	17,279	31,974	44,432	136,259
	%QoQ / %YoY	1%	25%	8%	6%	-15%	12%	34%	43%	68%	20%	14%	-3%	85%	39%	207%	
	매출 (십억원)	8,435	10,882	11,660	12,746	11,225	12,076	16,009	24,070	40,040	47,741	53,688	51,306	22,541	43,723	63,380	192,775
	%QoQ / %YoY	2%	29%	7%	9%	-12%	8%	33%	50%	66%	19%	12%	-4%	94%	45%	204%	
	영업이익 (십억원)	1,643	3,696	3,355	4,078	3,528	3,061	6,907	13,916	29,584	36,768	42,232	40,204	-985	12,773	27,411	148,788
	영업이익률	19%	34%	29%	32%	31%	25%	43%	58%	74%	77%	79%	78%	-4%	29%	43%	77%
NAND	16Gb 기준 출하량 (백만개)	48,494	46,182	42,423	41,891	37,543	47,879	52,810	48,675	51,207	55,477	59,941	57,695	158,613	178,991	186,907	224,320
	%QoQ / %YoY	-2%	-5%	-8%	-1%	-10%	28%	10%	-8%	5%	8%	8%	-4%	14%	13%	4%	20%
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.1	0.2	0.1	0.4
	%QoQ / %YoY	31%	21%	9%	-6%	-16%	-4%	6%	26%	80%	15%	5%	0%	-47%	63%	-6%	148%
	매출 (백만불)	6,501	7,491	7,466	6,930	5,217	6,367	7,465	8,670	16,417	20,454	23,205	22,336	15,410	28,387	27,719	82,412
	%QoQ / %YoY	29%	15%	0%	-7%	-25%	22%	17%	16%	89%	25%	13%	-4%	-39%	84%	-2%	197%
	매출 (십억원)	8,654	10,262	10,134	9,702	7,585	8,919	10,359	12,606	23,625	29,127	32,696	31,136	20,073	38,752	39,469	116,583
	%QoQ / %YoY	29%	19%	-1%	-4%	-22%	18%	16%	22%	87%	23%	12%	-5%	-38%	93%	2%	195%
	영업이익 (십억원)	1,111	2,949	2,076	1,071	-151	-270	803	3,885	14,429	19,177	21,961	20,651	-11,296	7,208	4,267	76,218
	영업이익률	13%	29%	20%	11%	-2%	-3%	8%	31%	61%	66%	67%	66%	-56%	19%	11%	65%
System LSI	매출 (십억원)	5,650	6,820	7,000	7,119	5,951	6,649	6,438	6,914	6,501	7,459	8,119	8,434	22,460	26,590	25,952	30,512
	%QoQ / %YoY	-6%	21%	3%	2%	-16%	12%	-3%	7%	-6%	15%	9%	4%	-25%	18%	-2%	18%
	영업이익 (십억원)	-890	-391	-1,740	-2,401	-2,351	-2,468	-818	-1,460	-1,319	-1,381	-1,314	-1,217	-2,571	-5,422	-7,097	-5,232
	영업이익률	-16%	-6%	-25%	-34%	-40%	-37%	-13%	-21%	-20%	-19%	-16%	-14%	-11%	-20%	-27%	-17%
디스플레이	출하량 (백만개)	143.6	195.9	202.5	205.0	139.6	157.5	196.9	215.3	150.9	170.2	204.2	214.4	716.0	747.0	709.3	739.7
	%QoQ / %YoY	-35%	36%	3%	1%	-32%	13%	25%	9%	-30%	13%	20%	5%	-15%	4%	-5%	4%
	ASP (\$)	28	29	29	28	29	29	30	30	29	29	28	27	33	29	30	28
	%QoQ / %YoY	-15%	1%	2%	-3%	3%	0%	2%	2%	-5%	-1%	-4%	-3%	5%	-14%	4%	-6%
	매출 (백만불)	4,049	5,584	5,894	5,786	4,065	4,568	5,832	6,536	4,354	4,871	5,633	5,728	23,766	21,312	21,000	20,586
	%QoQ / %YoY	-45%	38%	6%	-2%	-30%	12%	28%	12%	-33%	12%	16%	2%	-11%	-10%	-1%	-2%
	매출 (십억원)	5,390	7,650	8,000	8,100	5,910	6,400	8,092	9,503	6,265	6,937	7,937	7,984	30,969	29,140	29,904	29,123
	%QoQ / %YoY	-44%	42%	5%	1%	-27%	8%	26%	17%	-34%	11%	14%	1%	-10%	-6%	3%	-3%
	중대형 영업이익 (십억원)	-11	-73	-75	-56	-40	-45	-47	-50	-61	-58	-60	-60	-116	-215	-176	-230
	영업이익률	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-12%	-15%	-8%	-8%	-34%	-15%	-7%	-8%
	소형 영업이익 (십억원)	351	1,084	1,585	956	540	546	1,244	2,049	652	475	1,093	1,212	5,686	3,975	4,379	3,431
	영업이익률	7%	15%	21%	13%	14%	10%	9%	17%	23%	16%	12%	8%	19%	14%	16%	12%
	전체 영업이익 (십억원)	340	1,010	1,510	900	500	501	1,199	2,003	601	413	1,035	1,151	5,569	3,760	4,203	3,201
	영업이익률	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	21%	10%	6%	13%	14%	18%	13%	14%	11%
휴대폰 / Tablet	출하량 (백만개)	69.1	63.0	67.2	61.0	69.6	66.5	69.7	67.6	67.3	63.2	67.8	63.3	260.9	260.3	273.4	261.6
	%QoQ / %YoY	11%	-9%	7%	-9%	14%	-4%	5%	-3%	0%	-6%	7%	-7%	-13%	0%	5%	-4%
	ASP (\$)	353	305	325	289	355	303	343	285	356	324	359	325	310	319	322	341
	%QoQ / %YoY	24%	-14%	7%	-11%	23%	-15%	13%	-17%	25%	-9%	11%	-10%	8%	3%	1%	6%
	매출 (백만불)	24,388	19,221	21,841	17,613	24,698	20,148	23,927	19,281	23,947	20,460	24,328	20,531	80,891	83,063	88,054	89,267
	%QoQ / %YoY	38%	-21%	14%	-19%	40%	-18%	19%	-19%	24%	-15%	19%	-16%	-6%	3%	6%	1%
	매출 (십억원)	32,466	26,332	29,648	24,659	35,910	28,225	33,202	28,034	34,460	29,135	34,279	28,620	105,126	113,105	125,371	126,494
	%QoQ / %YoY	39%	-19%	13%	-17%	46%	-21%	18%	-16%	23%	-15%	18%	-17%	-5%	8%	11%	1%
	영업이익 (십억원)	3,505	2,225	2,815	1,973	4,163	2,977	3,585	1,755	1,268	694	949	628	12,899	10,518	12,480	3,540
	영업이익률	10.8%	8.5%	9.5%	8.0%	11.6%	10.5%	10.8%	6.3%	3.7%	2.4%	2.8%	2.2%	12.3%	9.3%	10.0%	2.8%
TV	출하량 (백만개)	8.6	8.7	9.7	10.6	8.7	8.4	9.6	10.7	9.1	8.8	9.7	10.7	36.7	37.6	37.4	38.3
	%QoQ / %YoY	-15%	1%	11%	10%	-19%	-3%	13%	12%	-16%	-3%	10%	10%	-6%	3%	-1%	2%
	ASP (\$)	558	564	519	524	529	535	492	514	519	525	483	483	563	540	517	501
	%QoQ / %YoY	0%	1%	-8%	1%	1%	-8%	4%	1%	1%	-8%	0%	-5%	-4%	-4%	-3%	
	매출 (백만불)	4,811	4,911	5,015	5,572	4,586	4,518	4,709	5,522	4,707	4,638	4,694	5,163	20,632	20,308	19,335	19,202
	%QoQ / %YoY	-15%	2%	2%	11%	-18%	-1%	4%	17%	-1%	-1%	1%	10%	-10%	-2%	-5%	-1%
	매출 (십억원)	6,405	6,728	6,807	7,800	6,668	6,329	6,534	8,029	6,774	6,605	6,614	7,198	26,842	27,740	27,560	27,190
	%QoQ / %YoY	-14%	5%	1%	15%	-15%	-5%	3%	23%	-16%	-2%	0%	9%	-10%	3%	-1%	-1%
	영업이익 (십억원)	388	298	383	361	376	126	6	-113	-28	43	43	47	1,895	1,431	395	106
	영업이익률	6%	4%	6%	5%	6%	2%	0%	-1%	0%	1%	1%	1%	7%	5%	1%	0%
기타	매출 (십억원)	4,916	5,394	5,848	5,663	5,891	5,969	5,428	4,682	5,728	5,946	5,405	4,115	30,922	21,821	21,970	21,195
	영업이익 (십억원)	508	656	783	510	620	749	485	88	567	528	559	354	1,056	2,457	1,942	2,008
Total	매출 (십억원)	71,916	74,068	79,099	75,788	79,141	74,566	86,062	93,837	123,393	132,949	148,737	138,793	258,935	300,871	333,606	543,871
	%QoQ / %YoY	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	9%	31%	8%	12%	-7%	-14%	16%	13%	63%
	영업이익 (십억원)	6,606	10,444	9,183	6,493	6,685	4,676	12,166	20,074	45,103	56,242	65,465	61,818	6,567	32,726	43,601	228,628
	영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	21%	37%	42%	44%	45%	3%	11%	13%	42%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
유동자산		227,062	247,685	429,072	571,953
현금 및 현금성자산		53,706	57,856	157,365	309,042
단기금융자산		58,946	67,991	78,423	86,265
매출채권		53,246	58,609	95,549	85,994
재고자산		51,755	52,637	85,813	77,232
비유동자산		287,470	319,257	326,293	326,094
유형자산		205,945	215,305	225,021	226,766
무형자산		23,739	29,481	25,798	22,853
자산총계		514,532	566,942	755,364	898,047
유동부채		93,326	106,411	121,266	126,576
매입채무		12,370	13,039	21,258	19,132
단기차입금		13,173	17,575	17,575	17,575
유동성장기부채		2,207	1,178	1,178	1,178
비유동부채		19,014	24,210	24,210	24,210
사채		15	7	7	7
장기차입금		3,936	6,480	6,480	6,480
부채총계		112,340	130,622	145,476	150,786
지배주주지분		391,688	424,313	594,145	728,539
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		370,513	402,136	565,884	694,194
기타자본항목		15,873	16,876	22,960	29,044
비지배주주지분		10,504	12,007	15,743	18,721
자본총계		402,192	436,320	609,888	747,261

현금흐름표	(십억원)	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		72,983	85,315	172,365	216,944
당기순이익		34,451	45,207	178,544	142,349
유형자산감가상각비		39,650	43,606	45,284	48,255
무형자산상각비		2,981	3,321	3,683	2,945
지분법관련손실(이익)		751	683	683	683
투자활동 현금흐름		-85,382	-68,512	-66,913	-59,323
유형자산의 처분(취득)		-51,250	-47,372	-55,000	-50,000
무형자산의 처분(취득)		-2,319	-4,617	-	-
금융상품의 증감		-35,620	-9,045	-10,432	-7,842
재무활동 현금흐름		-7,797	-13,478	-11,109	-11,061
단기금융부채의증감		5,871	4,655	-	-
장기금융부채의증감		-960	-46	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-10,889	-9,897	-11,108	-11,060
현금및현금성자산의증감		-15,375	4,151	99,508	151,677
기초현금및현금성자산		69,081	53,706	57,856	157,365
기말현금및현금성자산		53,706	57,856	157,365	309,042

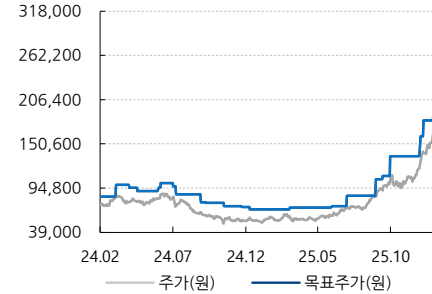
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025	2026E	2027E
매출액		300,871	333,606	543,871	489,484
증가율(%)		16.2	10.9	63.0	-10.0
매출원가		186,562	202,236	221,163	230,058
매출총이익		114,309	131,370	322,708	259,427
판매비와관리비		81,583	87,769	94,080	84,881
연구개발비		34,998	37,740	39,703	35,732
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		32,726	43,601	228,628	174,546
증가율(%)		398.3	33.2	424.4	-23.7
영업이익률(%)		10.9	13.1	42.0	35.7
이자수익		16,703	16,240	20,253	26,075
이자비용		12,986	11,734	12,138	12,138
지분법이익(손실)		751	683	683	683
기타영업외손익		335	691	633	633
세전계속사업이익		37,530	49,481	238,058	189,798
법인세비용		3,078	4,275	59,515	47,450
세전계속이익률(%)		12.5	14.8	43.8	38.8
당기순이익		34,451	45,207	178,544	142,349
순이익률(%)		11.5	13.6	32.8	29.1
지배주주귀속 순이익		33,621	44,261	174,808	139,370
기타포괄이익		16,845	6,084	6,084	6,084
총포괄이익		51,296	51,291	184,628	148,433
지배주주귀속총포괄이익		50,061	50,217	180,765	145,327

주요투자지표		2024	2025	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		4,950	6,564	25,953	20,692
BPS		57,663	62,995	88,210	108,162
CFPS		11,226	13,522	33,223	28,293
DPS		1,446	1,668	1,668	1,668
Valuation(배)					
PER		10.7	33.0	8.3	10.5
PBR		0.9	3.4	2.5	2.0
PCR		4.7	16.0	6.5	7.7
EV/EBITDA		3.5	14.3	4.3	4.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.0	10.8	34.3	21.1
EBITDA이익률		25.0	27.1	51.0	46.1
부채비율		27.9	29.9	23.9	20.2
순부채비율		-23.2	-23.1	-34.5	-49.5
매출채권회전율(x)		6.2	6.0	7.1	5.4
재고자산회전율(x)		5.8	6.4	7.9	6.0

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000	-23.6%	-21.3%
2025-01-08	Buy	68,000	-17.8%	-9.1%
2025-04-02	Buy	70,000	-19.1%	-12.4%
2025-06-30	Buy	72,000	-10.0%	0.8%
2025-07-31	Buy	85,000	-13.3%	1.3%
2025-09-30	Buy	106,000	-14.5%	-10.9%
2025-10-14	Buy	110,000	-10.6%	-7.3%
2025-10-30	Buy	135,000	-22.3%	-11.2%
2026-01-02	Buy	160,000	-12.9%	-11.9%
2026-01-08	Buy	180,000	-17.8%	-9.8%
2026-01-29	Buy	200,000	-11.2%	9%
2026-02-27	Buy	265,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-

SK하이닉스(000660)

P/B 3.5배 적용 가능

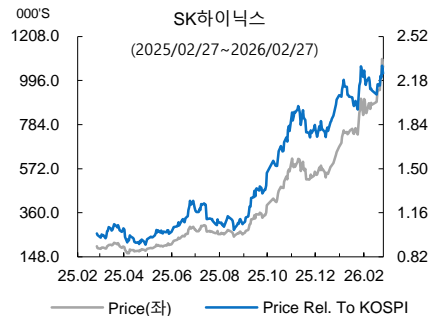
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	1,410,000원(상향)
증가(2026.02.27)	1,061,000원
상승여력	32.9 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	71,270만주
시가총액	756,177십억원
외국인지분율	54.4%
52주 주가	164,800~1,099,000원
60일평균거래량	4,047,540주
60일평균거래대금	3,075.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	27.8	90.1	307.3	457.8
상대수익률	1.7	33.8	210.5	311.3



[투자포인트]

- 동사에 대해 매수 투자 의견을 유지하고 목표주가를 141만원으로 상향함. 글로벌 유동성 YoY 증감률의 하락 및 미국의 이란 폭격 등 경기 측면에서 우려 요인들이 있으나, 현물가격의 상승세와 강력한 AI 투자가 이어지고 이란 문제가 단기 내 해결된다면 동사 주가의 상승세가 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 동사의 FY26 영업이익은 전년 대비 354% 증가하는 214조원으로 추정되며 이에 기반한 예상 FY26 BPS는 403,250원. CY26 중에 ADR이 상장될 경우 동사 고점 P/B 배수가 3.5배 (MU 배수) 이상으로 상향될 수 있음. 동사 P/B 배수는 CY25에 이미 4.0배에 도달한 바 있음. 동사 FY26 BPS에 P/B 3.5배를 적용하면 목표주가는 141만원으로 도출되며, 그 이상의 주가 상승은 CY27 반도체 호황 지속 여부에 달려 있는 듯
- 동사 1Q26 영업이익은 42.0조원으로 QoQ 119% 증가할 전망이다. 동사 1Q26 DRAM, NAND Blended ASP는 71%, 80% 상승하고 Legacy DRAM ASP는 95% 이상 상승할 것으로 추정됨. 4Q25 동사 DRAM ASP 상승률이 경쟁사 대비 상대적으로 낮았던 것은 HBM 판매량 증가율, 중국 고객향 고가 판매 비중이 낮았기 때문이나, 기저 효과에 따라 1Q26 상승률은 동사가 좀더 높을 것으로 판단됨
- 동사 HBM4의 최대 고객사 인증 결과에 대해 우려하는 시각이 아직 있는 상황임. 단 이미 Revision된 샘플이 제출되었고 설사 입출력 속도가 다소 고객사 기준에 미치지 못하더라도 압도적으로 높은 고객사 내 동사의 점유율을 감안 시 동사 HBM4가 고객사에 판매되지 못하는 상황이 나타날 가능성은 극히 낮은 것으로 판단됨

FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	66,193	97,147	274,106	252,178
영업이익(십억원)	23,467	47,206	214,434	167,260
순이익(십억원)	19,789	42,930	172,279	137,107
EPS(원)	27,182	58,970	241,727	192,376
BPS(원)	101,515	159,359	403,250	594,476
PER(배)	6.4	18.0	4.4	5.5
PBR(배)	1.7	6.7	2.6	1.8
ROE(%)	31.1	45.2	85.4	38.6
배당수익률(%)	1.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	3.8	12.2	2.7	2.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표11> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	FY23	FY24	FY25	FY26E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	18,896	23,513	25,577	25,770	25,802	28,056	29,819	28,805	66,563	75,982	93,756	112,483
% QoQ / YoY	-7.9%	24.4%	8.8%	0.8%	0.1%	8.7%	6.3%	-3.4%	13.1%	14.1%	23.4%	20.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.50	0.51	0.53	0.65	1.12	1.28	1.37	1.39	0.25	0.43	0.55	1.30
% QoQ / YoY	-0.1%	1.0%	3.9%	24.0%	71.4%	14.5%	7.2%	1.0%	-36.8%	75.5%	27.6%	135.1%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	9,480	11,913	13,467	16,820	28,874	35,960	40,969	39,955	16,390	32,828	51,681	145,758
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,430	40,379	38,350	42,047	41,322	43,497	45,672	43,497	131,867	130,645	144,206	173,987
% QoQ / YoY	-18.4%	72.3%	-5.0%	9.6%	-1.7%	5.3%	5.0%	-4.8%	23.6%	-0.9%	10.4%	20.7%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.09	0.10	0.13	0.24	0.27	0.29	0.29	0.06	0.12	0.11	0.27
% QoQ / YoY	-19.5%	-9.0%	11.0%	31.0%	80.0%	15.0%	5.0%	0.0%	-43.3%	90.8%	-7.5%	154.2%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	2,336	3,663	3,862	5,547	9,812	11,878	13,096	12,472	7,982	15,093	15,408	47,258
기타 매출 (백만달러)	316	294	291	209	199	198	188	159	563	492	1,110	744
연결기준 매출 (백만달러)	12,132	15,870	17,619	22,577	38,885	48,036	54,252	52,587	24,935	48,414	68,198	193,760
원/달러 환율 (원)	1,454	1,401	1,388	1,454	1,439	1,424	1,409	1,394	1,314	1,366	1,424	1,415
연결기준 매출 (십억원)	17,639	22,232	24,449	32,827	55,955	68,403	76,442	73,306	32,766	66,123	97,147	274,106
매출원가 (십억원)	7,537	10,249	10,420	10,250	10,311	10,930	11,377	10,917	33,299	34,364	38,456	43,535
매출총이익 (십억원)	10,102	11,983	14,029	22,576	45,644	57,474	65,064	62,389	-533	31,759	58,690	230,571
판매비 (십억원)	2,661	2,770	2,646	3,407	3,620	3,781	3,940	4,796	7,197	8,361	11,484	16,138
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	7,440	9,213	11,383	19,170	42,024	53,693	61,124	57,593	-7,730	23,398	47,206	214,434
영업이익률	42.2%	41.4%	46.6%	58.4%	75.1%	78.5%	80.0%	78.6%	-23.6%	35.4%	48.6%	78.2%
DRAM 영업이익 (십억원)	7,399	9,383	10,972	15,761	32,612	41,713	47,835	45,520	1,021	21,070	43,515	167,680
%/Sales	53.7%	56.2%	58.7%	64.4%	78.5%	81.5%	82.9%	81.7%	4.7%	46.9%	59.1%	81.3%
NAND 영업이익 (십억원)	24	-186	396	3,396	9,401	11,969	13,279	12,064	-8,763	2,345	3,630	46,712
%/Sales	0.7%	-3.6%	7.4%	42.1%	66.6%	70.8%	72.0%	69.4%	-83.6%	11.4%	16.5%	69.9%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산		42,279	71,973	231,333	358,524
현금 및 현금성자산		11,205	34,453	153,260	284,391
단기금융자산		3,010	6,320	6,636	6,968
매출채권		13,299	14,572	27,411	25,218
재고자산		13,314	14,572	41,116	37,827
비유동자산		77,576	91,076	109,258	117,657
유형자산		60,157	75,049	93,515	102,115
무형자산		4,019	3,395	2,894	2,492
자산총계		119,855	163,048	340,592	476,181
유동부채		24,965	26,030	32,119	31,364
매입채무		2,277	3,342	9,431	8,676
단기차입금		1,283	1,283	1,283	1,283
유동성장기부채		3,969	3,969	3,969	3,969
비유동부채		20,974	20,974	20,974	20,974
사채		12,409	12,409	12,409	12,409
장기차입금		7,208	7,208	7,208	7,208
부채총계		45,940	47,004	53,093	52,338
지배주주지분		73,903	116,014	287,397	423,684
자본금		3,658	3,658	3,581	3,581
자본잉여금		4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금		65,418	106,281	276,493	411,533
기타자본항목		341	1,588	2,836	4,083
비지배주주지분		12	30	102	159
자본총계		73,916	116,044	287,499	423,843

현금흐름표	(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름		29,796	51,956	153,628	160,875
당기순이익		19,797	42,948	172,351	137,164
유형자산감가상각비		11,985	12,609	16,533	21,400
무형자산상각비		596	624	501	402
지분법관련손실(이익)		-38	-38	-38	-38
투자활동 현금흐름		-18,005	-29,894	-34,400	-29,416
유형자산의 처분(취득)		-15,898	-27,500	-35,000	-30,000
무형자산의 처분(취득)		-697	-	-	-
금융상품의 증감		-1,577	-3,310	-316	-332
재무활동 현금흐름		-8,704	-2,116	-2,739	-2,663
단기금융부채의증감		-	-	-	-
장기금융부채의증감		-7,376	-	-	-
자본의증감		-	-	-77	-
배당금지급		-826	-1,520	-2,067	-2,067
현금및현금성자산의증감		3,618	23,248	118,807	131,131
기초현금및현금성자산		7,587	11,205	34,453	153,260
기말현금및현금성자산		11,205	34,453	153,260	284,391

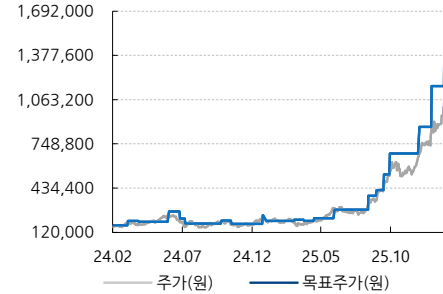
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
매출액		66,193	97,147	274,106	252,178
증가율(%)		102.0	46.8	182.2	-8.0
매출원가		34,365	38,456	43,535	69,939
매출총이익		31,828	58,690	230,571	182,238
판매비와관리비		8,361	11,484	16,138	14,978
연구개발비		4,436	5,440	6,853	6,304
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		23,467	47,206	214,434	167,260
증가율(%)		흑전	101.2	354.2	-22.0
영업이익률(%)		35.5	48.6	78.2	66.3
이자수익		4,855	5,422	5,811	9,000
이자비용		5,708	5,179	4,768	4,768
지분법이익(손실)		-38	-38	-38	-38
기타영업외손익		1,309	3,054	-	-
세전계속사업이익		23,885	50,466	215,439	171,454
법인세비용		4,088	7,518	43,088	34,291
세전계속이익률(%)		36.1	51.9	78.6	68.0
당기순이익		19,797	42,948	172,351	137,164
순이익률(%)		29.9	44.2	62.9	54.4
지배주주귀속 순이익		19,789	42,930	172,279	137,107
기타포괄이익		1,248	1,248	1,248	1,248
총포괄이익		21,044	44,195	173,598	138,411
지배주주귀속총포괄이익		21,036	44,177	173,526	138,354

주요투자지표		2024	2025E	2026E	2027E
주당지표(원)					
EPS		27,182	58,970	241,727	192,376
BPS		101,515	159,359	403,250	594,476
CFPS		44,464	77,146	265,628	222,967
DPS		2,204	3,000	3,000	3,000
Valuation(배)					
PER		6.4	18.0	4.4	5.5
PBR		1.7	6.7	2.6	1.8
PCR		3.9	13.8	4.0	4.8
EV/EBITDA		3.8	12.2	2.7	2.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		31.1	45.2	85.4	38.6
EBITDA이익률		54.5	62.2	84.4	75.0
부채비율		62.2	40.5	18.5	12.3
순부채비율		14.4	-13.7	-47.0	-62.9
매출채권회전율(x)		6.5	7.0	13.1	9.6
재고자산회전율(x)		4.9	7.0	9.8	6.4

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000	0.8%	25.3%
2025-01-23	Hold	240,000	-7.9%	-7.9%
2025-01-31	Hold	200,000	0.9%	9.3%
2025-04-02	Hold	210,000	-15.7%	-7.3%
2025-04-24	Hold	200,000	-4.9%	3.0%
2025-05-16	Hold	220,000	5.5%	33.2%
2025-06-30	Hold	280,000	-3.0%	9.6%
2025-09-12	Buy	380,000	-8.4%	-5.0%
2025-09-30	Buy	420,000	-3.5%	1.9%
2025-10-16	Buy	530,000	-6.7%	0.9%
2025-10-29	Buy	680,000	-16.1%	-4.3%
2026-01-02	Buy	870,000	-13.5%	-3.3%
2026-01-29	Buy	1,160,000	-21.2%	-5.3%
2026-02-27	Buy	1,410,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비용등급공시 2025-12-31 기준]

매수
90.6%

중립(보유)
9.4%

매도
-