SECTOR
UPDATE

2025. 11. 17

Tech팀

이종욱 팀장
jwstar.lee@samsung.com

김경빈 Research Associate
kyoungbeen.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Tech (OVERWEIGHT)

불안한 것은 업황이 아닌 투자자의 마음

- 메모리 섹터 주가 급등 이후 키옥시아의 이익 하회로 주가 조정이 나타남
- 업황은 여전히 타이트하며 주가 조정은 일시적으로 판단함

WHAT'S THE STORY?

키옥시아가 던진 돌멩이: 키옥시아가 11월 13일 분기 실적 발표 이후 주가가 23.2% 하락했다. FY2Q26 영업이익과 FY3Q26 영업이익 가이던스가 각각 시장 컨센서스를 9.4%, 11.9% 하회하며 크게 상승한 시장 기대를 맞추는데 실패했기 때문이다. 샌디스크(-14.2%), 웨스턴디지털(-5.6%), 삼성전자(-5.1%)와 SK하이닉스(-6.7%) 등 지금까지 주식 시장을 주도했던 AI-메모리 기업들의 주가에 부정적 영향을 미쳤다. 같은 시기에 엔비디아 등 AI 반도체 주식의 주가 조정도 함께 나타났다.

메모리 업황은 변한 것이 없다: 키옥시아는 실적 발표 전반에 걸쳐 업황 반등과 이익 성장을 언급했다. 26년의 높은 데이터센터향 수요와 공급 부족, 계약 기간 연장과 가격 상승 가속화 등 낸드를 둘러싼 투자 아이디어는 변한 것이 없다. 그리고 디램 산업에서도 유사한 현상이 목격된다. 당사는 일반디램의 4Q ASP상승률을 18% q-q에서 24% q-q로, 26년 ASP 상승률을 47%에서 62%로 상향한다. 디램은 클린룸 공간의 부족 속에서 HBM과 일반 디램이 서로간의 공급 부족을 가속화시키고 있으며 고객들이 가격에 둔감하다는 점에서 낸드보다 심한 병목이 예상된다.

불안한 것은 업황이 아닌 투자자의 마음: 급하게 상향된 이익 추정, 그리고 그보다 더욱 과격하게 상승한 주가로 밸류에이션 부담 속에 투자자들은 불안하다. 그러나 당사는 업황 체크를 통해 주가 조정이 일시적이라 생각한다. 밸류에이션 부담은 디램 가격 상승의 지속성과 27년 데이터센터 수요 공감대를 통해 장기 성장을 반영하며 해소될 것이다. 오히려 사이클 주식 투자에서 경계해야 할 것은 주가 조정이 필요한 이벤트에서 주가 조정이 나타나지 않는 것, 즉 불안이 아니라 맹신이다.

(다음 페이지에 계속)

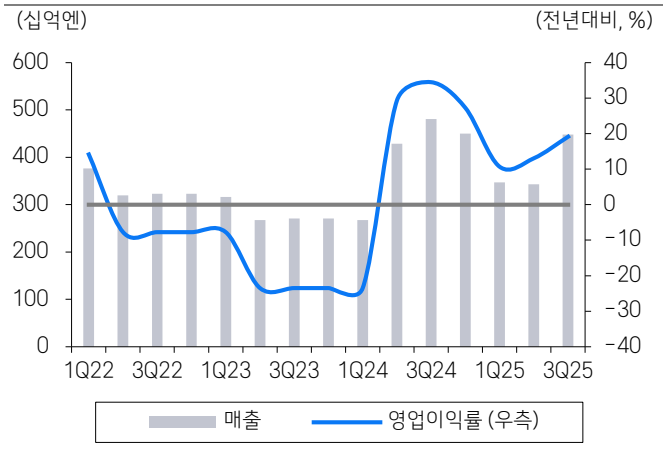
키옥시아가 던진 돌멩이

일본 낸드 기업 키옥시아가 지난 11월 13일, 매출액 4,484억엔(+30% q-q), 영업이익 872억엔(+93% q-q)의 FY2Q26 실적을 발표했고, 주가는 23.2% 하락했다. 동사가 발표한 3개월 전 영업이익 가이던스를 상회한 호실적이었음에도 불구하고, 매출과 영업이익 모두 시장 컨센서스를 각각 2.7%, 9.4% 하회하며 그 동안 큰 폭으로 상승한 시장 기대를 맞추는데 실패했다. FY3Q26 가이던스 역시 중간값 기준으로 시장 컨센서스를 하회하였다.

키옥시아는 AI-메모리의 상징과 같은 주식이었다. 낸드 공급 부족의 확인과 장기화 가능성을 반영하며 동사의 주가는 전고점(11월 12일) 기준 7월 이후 426.1% 상승했다. 실적과 가이던스의 기대 하회와 주가 하락은 곧 샌디스크(-14.2%), 웨스턴디지털(-5.6%), 삼성전자(-5.1%)와 SK하이닉스(-6.7%) 등 지금까지 주식 시장을 주도했던 AI-메모리 기업들의 주가에 부정적 영향을 미쳤다. 투자자들은 그 동안 주가 랠리에 심취에 미뤄 두고 있었던 우려들 (금리 인하 가능성 약화, 높은 AI 투자 비용과 인프라 과투자 가능성, 높은 밸류에이션과 주식 쏠림 현상)을 다시 떠올렸고, 엔비디아를 비롯한 AI 반도체 주식의 주가 조정도 동시에 일어났다.

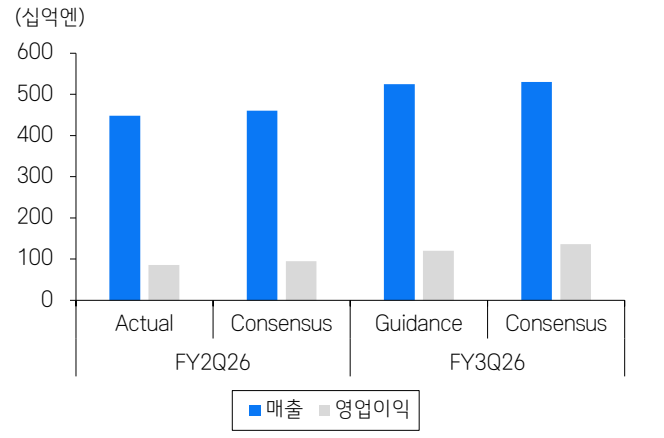
우리는 이 시점에서, 지난 2주에 걸쳐 고점대비 각각 -16.0%, -1.0% 하락한 삼성전자와 SK하이닉스를 둘러싼 메모리 산업의 업황이 변한 것인지 재확인할 필요가 있다.

키옥시아: 분기별 매출과 영업이익률 추이



참고: CY기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

키옥시아: 2Q와 3Q 실적/가이던스와 컨센서스 비교



자료: Bloomberg, 삼성증권

타이트한 메모리 업황은 변한 것이 없다

디램과 낸드 산업에서는 제품 가격들이 얼마나 빠른 속도로 상승하느냐에 대한 예측들이 달라질 뿐 26년 간 타이트한 수급 해결이 어렵다는 컨센서스는 변한 것이 없다. 이 말은 주식 시장에서 가격 상승의 속도를 주가에 과도하게 반영한다고 해도 이는 일시적인 조정일 가능성이 높다는 것을 의미한다.

키옥시아는 실적 발표 전반에 걸쳐 일관적으로 낸드 업황의 반등과 향후 이익 성장을 언급하고 있었다. 26년의 높은 데이터센터향 수요와 공급 부족, 가격 상승 속도의 증가 등 낸드를 둘러싼 투자 아이디어는 변한 것이 없다. 동사의 주가에 영향을 주었던 ASP 하락 역시 업황이 아닌 믹스 변화에 의한 것이다.

- FY3Q26 가이던스는 창사 최대 매출과 영업이익을 예고
- 26년 전체 판매를 넘어 일부 고객과는 27년 협상 진행 중
- AI RAG 추론을 위한 고속 SSD 수요 증가
- FY2Q26(25년 9월분기) ASP 하락은 모바일 비중의 계절적 증가 때문으로, FY4Q26(26년 3월분기)부터 데이터센터 중심의 믹스 변화를 예상

디램에서도 낸드와 비슷한 상황이 목격된다. 이미 공급자와 구매자간 균형은 무너졌다. 4Q의 ASP 전망은 빠르게 상향 조정되고 있으며, 당사는 4Q 일반디램 ASP 가정을 18%에서 24%로 한번 더 상향한다. 그 결과 일반 디램의 연간 ASP 상승률 역시 25년 15%에서 26년 62%로 상승 속도가 가팔라질 것이다.

- 4Q25 가격 인상 속도는 3Q를 상회하며 상향 중
- 26년 전체 판매를 넘어 일부 고객과는 27년 협상 진행 중
- Agent AI 추론을 위한 일반 디램(GDDR, LPDDR 등)의 수요 증가
- 27년까지 SK하이닉스와 마이크론의 클린룸 공간 부족
- HBM 믹스는 1Q26부터 개선되기 시작하며 ASP 상승에 기여

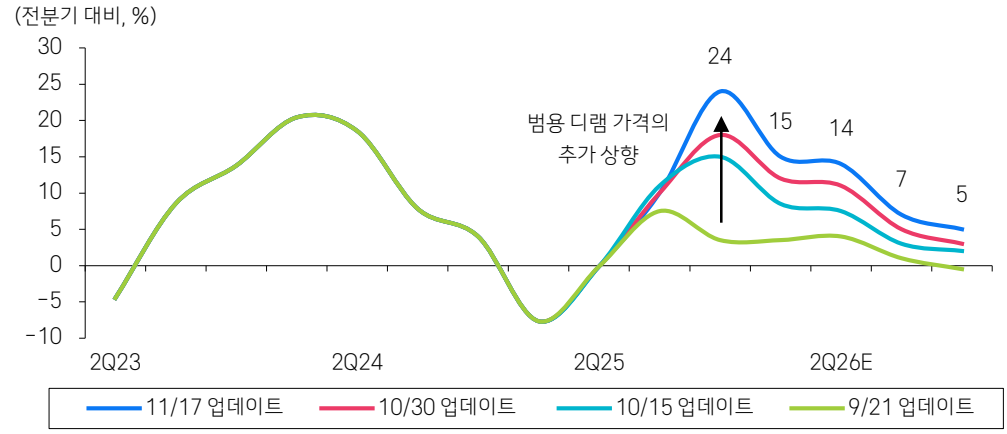
디램은 세 가지 측면에서 낸드보다 더 큰 병목이 나타날 수 있다.

첫째, HBM과 일반 디램이 서로 간의 공급 부족을 가속화시키기고 있다. 낸드 공급 기업들은 수요 대응을 위해 공통적으로 데이터센터향 SSD 라인업 확충을 위해 노력하고 있지만, 디램 공급 기업들은 일반 디램의 공급 부족에도 불구하고 HBM 위주의 증설 전략을 고수하고 있다.

둘째, 디램은 공급 기업들이 클린룸 공간 부족을 겪고 있다. SK하이닉스와 마이크론의 새로운 디램 fab이 완성되는 27년 하반기 이전까지 공격적인 증설은 어렵다.

셋째, 낸드보다 디램 수요가 가격에 더 비탄력적이다. 디램 가격이 높다는 이유로 프로세서와 디램 간의 컨텐츠 비율을 조정하지는 않기 때문이다.

분기별 디램 ASP 상승률 추정치 변화



자료: 삼성증권 추정

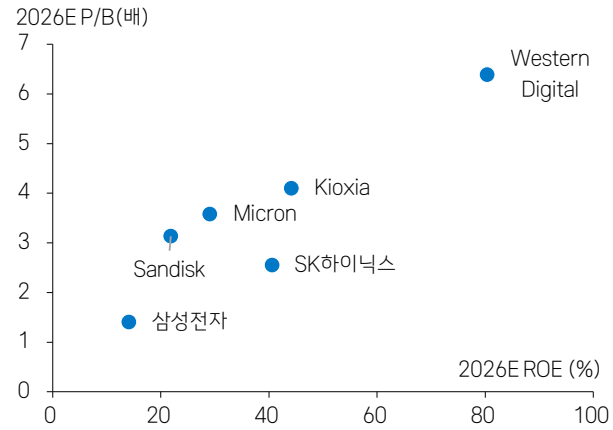
불안한 것은 업황이 아닌 투자자의 마음

단기간의 주가 급등과 높은 이익 변동성은 투자자들의 불안을 일으킨다. 실적에 비해 과도한 키옥시아의 주가 하락폭, 키옥시아 이익 하회와 무관한 샌디스크의 주가 하락, 항상 반복적으로 제기되는 높은 AI 투자 비용과 인프라 과투자 의견의 등장은 업황 변동보다는 투자자 불안의 증거이다. 특히 과거에 비해 높은 밸류에이션은 투자자들에게 부담으로 작용하고 있다.

사실 주식 시장의 버블은 업황에 대한 맹신에서 비롯된다. 맹신의 관점에서 본다면 우리가 사이클 산업의 주식을 투자하면서 진정으로 걱정해야 할 때는 급등 뒤에 주가 조정이 나타날 때가 아니라 주가 조정이 나와야 할 것 같은 이벤트에도 조정이 없을 때이다. 그러나 현재 키옥시아 실적을 바라보는 투자자들의 경계심에서 맹신이 느껴지지는 않는다. 따라서 당사는 주가의 조정이 일시적일 가능성을 엿보고 있다. 이 주가 조정은 1Q26 이후의 디램과 낸드 가격, 27년까지 데이터센터 수요가 연장될 수 있다는 투자자들의 공감대, 이익 추정치 상향과 장기 성장성의 반영을 통한 밸류에이션 부담 해소를 통해 해결될 것으로 전망한다.

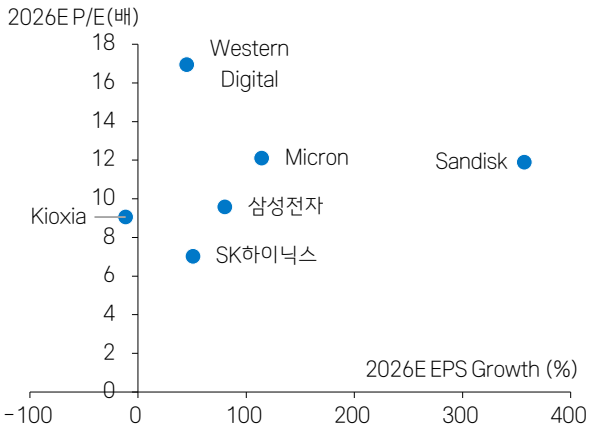
삼성전자와 SK하이닉스는 다른 AI 주식들이나 메모리 주식들에 비해 상대적으로 이익추정치 상향은 더 크고, 주가 상승률은 더 낮다. 향후 메모리가 데이터센터 인프라의 중요한 병목임이 확인되면서 메모리 확보 전쟁이 더욱 광범위하고, 장기적으로 발생될 가능성이 높다. 그리고 병목 해결의 핵심은 삼성전자와 SK하이닉스의 공급 능력에 있다. 수요 증가의 확신이 커지고 있지만 공급 능력 확대가 나타나지 않는 현재 시점이 주가에서 리스크-리턴이 가장 좋은 구간이라는 생각에 변함은 없다.

주요 메모리 기업들의 P/B-ROE 비교



자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 메모리 기업들의 P/E-EPS growth 비교

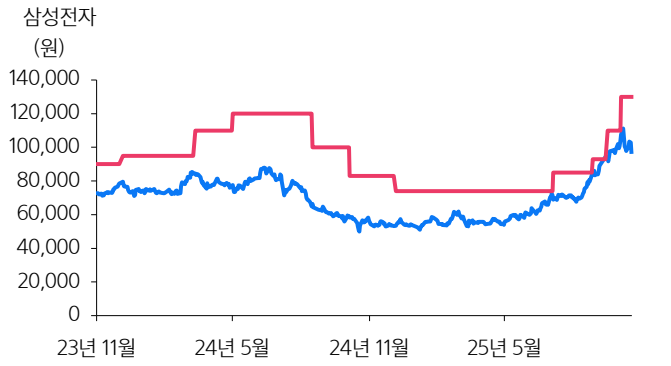


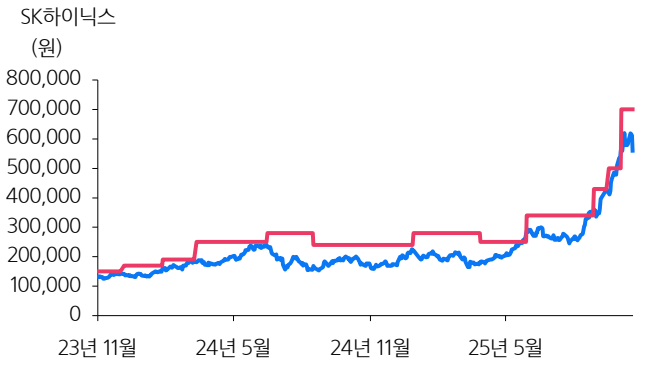
자료: Bloomberg, 삼성증권

Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 14일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이





최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

삼성전자												
일 자	2023/7/27	2024/1/2	4/8	5/28	9/12	11/1	2025/1/2	8/1	9/23	10/13	10/31	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
TP (원)	90000	95000	110000	120000	100000	83000	74000	85000	93000	110000	130000	
괴리율 (평균)	-22.05	-20.74	-28.36	-34.45	-39.49	-33.92	-21.93	-15.05	-6.95	-10.64		
괴리율 (최대or최소)	-12.78	-10.21	-23.55	-26.83	-35.30	-29.28	-1.89	-1.76	1.51	-5.36		
SK하이닉스												
일 자	2023/6/19	2024/1/2	2/23	4/8	7/12	9/12	2025/1/24	4/24	6/25	9/23	10/13	10/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	150000	170000	190000	250000	280000	240000	280000	250000	340000	430000	500000	700000
괴리율 (평균)	-18.20	-17.87	-10.86	-18.91	-34.15	-23.78	-30.26	-14.53	-17.52	-14.81	-3.33	
괴리율 (최대or최소)	-5.67	-7.94	-1.05	-3.60	-16.79	-6.04	-21.96	11.40	3.82	-0.47	11.60	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

*2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준

HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외

SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상

NEUTRAL(중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상

UNDERWEIGHT(비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2025.09.30 기준

매수(83.5%)·중립(16.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI cc 소비자중심 Best Korea Brands 2024 1

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA