SECTOR UPDATE

2025. 11. 28

Tech팀

이종욱 팀장
jwstar.lee@samsung.com

김경빈 Research Associate
kyoungbeen.kim@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Tech (OVERWEIGHT)

익숙해진 메모리 내러티브

- 디램 가격 상승폭은 지속 확대중. 반면 투자자들은 디램 쇼티지 내러티브에 익숙해지고 있으며 일부는 급등에 우려.
- 주가의 밴드 플레이는 단기적이라 판단. 타이트한 공급이 계속되며 높은 이익 수준이 오랫동안 지속될 것.

WHAT'S THE STORY?

익숙해진 메모리 내러티브: 디램 가격의 인상 강도는 더욱 강해지고 있다. 최근 계약일수록 더욱 상승폭이 커지고 있다. CSP들의 자본 조달과 메모리 기업들의 클린룸 부족 현상으로 인해 '27년까지도 메모리 쇼티지 가능성이 높아지고 있다. 그러나 문제는 투자자들이 메모리 가격 상승 내러티브에 익숙해지고 있다는 점이다. 투자자 일부는 디램 가격의 급한 상승을 오히려 부담으로 느끼기 시작했다. 당사는 4Q25와 1Q26의 디램 업황이 구체화되면서 주가 상승의 속도는 둔화될 것으로 예상했고, 이제 그 시점에 도달했다고 생각한다.

27년 이익도 메모리 주가에 반영될 수 있을까: 통상적으로 반도체 주가에 2년뒤의 이익을 반영하지는 않는다. 가시성이 떨어지기 때문이다. 특히 이익 상승의 원동력이 커머디티 가격 상승 때문이라면 '26년의 이익 상향은 '27년 peak-out 우려와 함께 오기 마련이다. 그러나 당사는 데이터센터 투자의 중장기 성장 가시성은 충분히 높다고 생각된다. 주가의 밴드 플레이는 단기적이며, '27년 이익 성장 가시성이 높아지면 주가는 다시 상승 랠리에 돌입할 것이다.

구글 TPU v7의 호평은 AI 수요의 지속성과 가장 큰 연관: TPU의 가장 큰 강점은 AI 추론 비용을 GPU 대비 1/4로 줄일 수 있다는 점이다. 높은 추론 비용 부담이 해소된다면 AI의 침투가 가속화될 것이다. 공격적인 데이터센터 투자에 정당성을 부여하는 이벤트이다. 모든 AI 반도체의 쇼티지가 발생한 현 시점에서 구글과 엔비디아는 경쟁이라기보다는 동반 성장에 가깝다. AI반도체의 병목은 CoWoS와 HBM 캐파에 있으며 구글 TPU의 성장은 HBM 수요 강도와 관련이 있다.

(다음 페이지에 계속)

익숙해진 메모리 내러티브

디램 가격의 가격 인상의 강도는 더욱 커지고 있다. 당사는 4Q 디램 ASP를 24% q-q로 가정하는데, 최근 계약일수록 상승폭이 크다. 4Q의 낮은 수요 충족률(70%)을 고려할 때 1H26까지 서버디램 가격의 상승 모멘텀이 지속될 가능성이 높다. 클라우드 고객사들은 채권까지 발행하면서 투자 강도를 높이고 있다. 현재 디램 가격 상승의 본질은 물량 선점인데 금융권 자본을 조달하면 Duration이 중요해지기 때문에 반도체 선점 트렌드는 강화될 것이다. 반면, 메모리 기업들의 공급 증가는 물리적 시간이 필요하다. 특히 SK하이닉스와 마이크론은 클린룸 부족 문제가 심각하여, 신규 fab이 준비되는 3Q27 이전에 의미 있는 생산 bit 증가는 어려워 보인다. 수급의 균형은 무너졌으며 '27년 이전까지 결정적인 수급 해결 시나리오가 보이지 않는다.

메모리 투자 내러티브는 건재하지만, 주가 상승률은 둔화되고 있다. 주식 시장은 메모리 쇼티지의 강도에 적응해 가고 있다. 70조원이 넘는 '26년 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익 추정치는 처음에 투자자를 흥분시켰을지 몰라도, 이제는 더 높은 추정치도 그다지 자극이 되지 않는 것처럼 보인다. 오히려 4Q25 60% 이상의 가격 인상 계약 소식에는 일부 투자자들이 우려의 피드백을 보내고 있다. 이 걱정은 영업이익 추정치가 과하거나 달성되기 힘들 것이다라는 우려라기 보다는, 너무 급하게 상향조정된 영업이익과 70% 가까이의 영업이익률이 지속 가능할지에 대한 의심에 가깝다.

27년 이익의 주가 반영이 트리거

전력기기 섹터에서 형성된 높은 밸류에이션은 '29년 이후까지의 장기 성장 전망을 반영하고 있다. 장기 성장의 원동력은 데이터센터의 투자 로드맵이다. 그러나 반도체를 바라보는 시선은 다르다. 데이터센터 투자의 절반 이상이 반도체 구매에 사용됨에도 불구하고 AI반도체와 메모리의 밸류에이션에는 '29년까지의 성장이 반영되어 있다고 보기 어렵다. 특히 이익 상승의 원동력이 커머디티 가격 상승 때문이기 때문에 '26년의 이익이 커질수록 '27년 peak-out의 가능성을 배제하긴 힘들 것이다.

당사는 4Q25와 1Q26의 디램 업황이 구체화되면서 주가 상승의 속도는 둔화될 것으로 예상했고, 이제 그 시점에 도달했다고 생각한다. 하지만 상승률의 둔화와 밴드 플레이는 단기적일 것으로 전망한다. 주가가 다시 상승 랠리로 돌입하는 트리거는 '27년 이익 성장의 확신이다. 클린룸 확보의 지연, HBM 비중 증가, 금리의 방향성을 고려할 때 '27년까지 이익이 상승할 가능성이 높다고 생각한다.

구글 TPU의 성공은 AI 성장 속도를 촉진

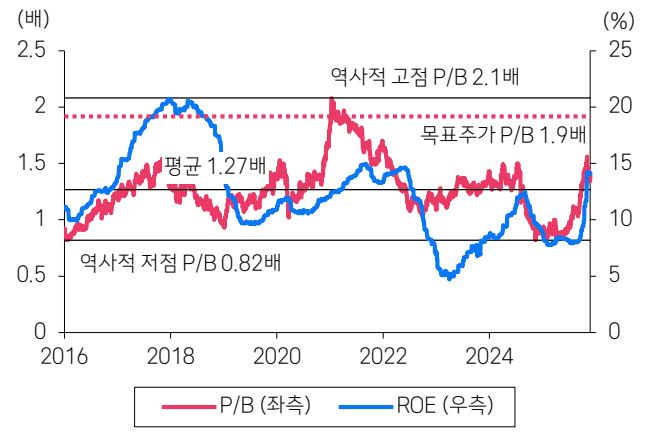
최근 제미나이 3.0 성능에 대한 긍정적인 피드백과 구글 TPU의 메타 계약 가능성 보도 등으로 TPU의 경쟁력이 재평가되고 있다. 구글 TPU가 주는 가장 큰 의미는 AI 서비스의 원가 절감이라고 생각한다. Open AI는 '24년 매출 37억 달러를 달성하면서 추론 비용으로 23억 달러를 썼다고 알려져 있다. 높은 추론 비용은 AI 서비스 확산의 큰 장애요소이다. 그러나 TPU v6e를 이용하면 엔비디아 H100 대비 추론 비용을 1/4로 아낄 수 있다. TPU의 성공 사례는 비용이 높아 도입하기 힘들었던 곳에서도 AI를 쓸수 있게 하면서 침투 속도를 가속화시키는 계기가 될 수 있다. 공격적인 데이터센터 투자의 정당성을 부여하는 이벤트라고 생각한다.

반면 구글 TPU의 호평을 엔비디아 GPU의 쇠퇴로 보는 것은 과도한 해석이라고 생각한다. 엔비디아를 둘러싼 우려는 해소될 것이며 오히려 투자 기회가 될 수 있다.

- ASIC 시장은 한계가 있다. ASIC으로 이동 비용을 감안할 때 대규모 추론 비용을 소모하는 대형 AI 서비스 위주로 도입될 것이다. 빠르게 변화하는 최신 AI 모델을 지원하거나 소규모의 다양한 AI 모델을 사용할 때, 그리고 대규모 학습에는 범용성을 갖춘 엔비디아가 유리하다.
- 모든 AI 반도체의 쇼티지가 발생한 현 시점에서 구글과 엔비디아는 경쟁이라기보다는 동반 성장에 가깝다. AI반도체의 병목은 CoWoS와 HBM 캐파에 있다. 엔비디아의 GPU도 충분히 공급되지 않고 있으며, 제한적으로 공급되는 블랙웰 판매가 ASIC으로 인해 부진할 가능성은 낮다. 오히려 공급망의 병목 현상은 1등 기업에게 유리한 환경을 제공하기 마련이다. 엔비디아는 해당 병목에서 60% 이상을 점유하며 높은 바게닝 파워를 유지하고 있다. 브로드컴은 '26년 CoWoS와 HBM에서 각각 약 17%의 점유율을 기록할 것으로 예상한다.
- HBM 공급 기업 입장에서는 단기적으로 중립적, 장기적으로 긍정적이다. 어차피 성장률을 제한했던 것은 HBM의 공급이지 수요 부족이 아니었다. 그러나 과도한 데이터센터 투자와 디램 이익률 지속 여부가 우려스러운 투자자들에게 ASIC 수요를 확인했다는 것은 분명 긍정적이다.

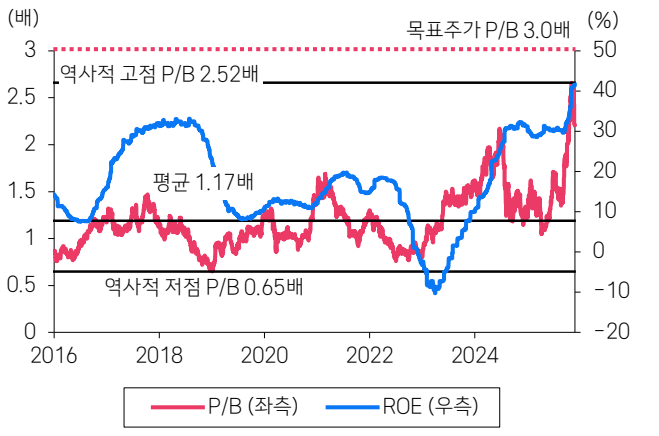
모든 AI 반도체의 쇼티지가 발생한 현 시점에서 구글과 엔비디아는 경쟁이라기보다는 동반 성장에 가깝다. AI반도체의 병목은 CoWoS와 HBM 캐파에 있으며 구글 TPU의 성장은 HBM 수요 강도와 관련이 있다.

삼성전자: P/B와 ROE 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

SK하이닉스: P/B와 ROE 추이

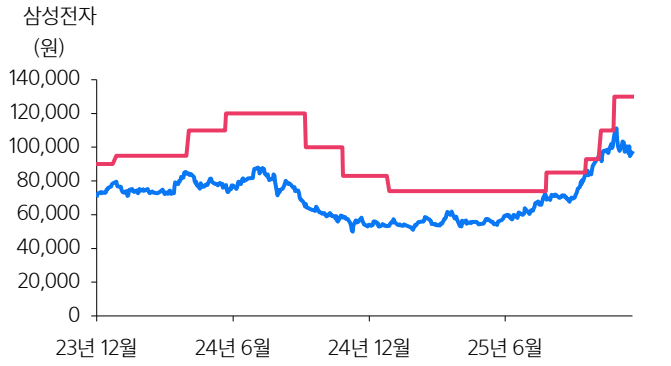


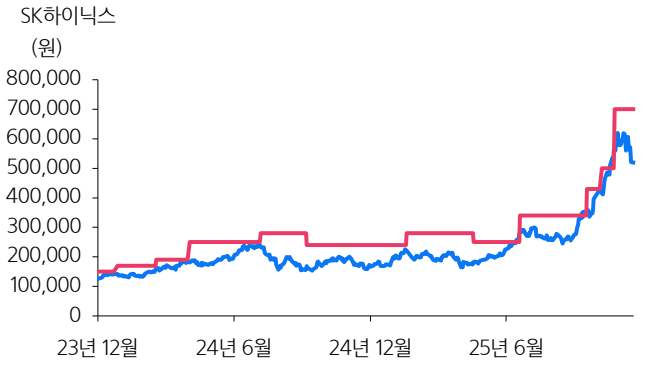
자료: Quantiwise, 삼성증권

Compliance notice

- 당사는 2025년 11월 27일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 11월 27일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 11월 27일 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