SECTOR
UPDATE

2025. 12. 31

Tech팀

이종욱 팀장
jwstar.lee@samsung.com

김경빈 Research Associate
kyoungbeen.kim@samsung.com

▶ 종목 정보

삼성전자 (005930 KS, 119,900)		
목표주가	140,000원	16.8%
BUY		
SK하이닉스 (000660 KS, 651,000)		
목표주가	750,000원	15.2%
BUY		

리서치센터 리포트
바로가기

Tech (OVERWEIGHT)

'26년 메모리, 걱정을 미뤄 두세요

- AI 응용처 확장과 함께 컴퓨팅 수요 증가 속도 가속화
- AI 거품 리스크는 시기가 중요, '27년까지 리스크가 부각될 가능성은 낮은 편
- '26년 시장점유율 변화가 주식 투자 포인트, 삼성전자 선호

WHAT'S THE STORY?

AI 거품 리스크, if보다 when이 중요: AI의 꿈을 이루려면 엄청난 규모의 인프라 자본이 필요하다는 것도 클라우드 기업의 투자와 AI 리더들의 주장을 통해 인지하고 있다. 그러나 결국 AI 인프라의 ROI는 반드시 증명되어야 하며, ROI를 맞추지 못해 무너지는 인프라 기업들이 생길 수 있다고 인정한다. 그러나 그 방향성(if)이 중요한 것이 아니라 시기(when)가 중요하다고 생각한다. 당사는 ROI가 중요해지는 시기를 몇가지의 시나리오로 예측해본다.

- 첫째, OpenAI의 상장 전에는 규모의 확대가, 상장 후에는 ROI가 중요할 것이다.
- 둘째, AI 데이터센터 펀드에서 서버를 본격적으로 구축하는 3년 뒤에는 ROI가 드러나나 그 전에는 ROI가 좋은지 파악하기 힘들다.
- 셋째, 반도체 부족을 해결하지 못하는 '27년까지는 선점 효과가, 그 이후에는 합리적 가격대 수급이 중요하다.
- 넷째, 금리 인하기에는 규모가, 금리 인상기에는 ROI가 중요하다.

따라서 지금 가진 AI 인프라의 수익성 리스크는 만약 있다고 해도 '26년에 수면 위로 드러날 가능성이 작다.

삼성전자 – 캐파 가치의 재평가 기대: 지금까지는 HBM의 기술 차이가 이익의 격차를 만들었고, 캐파가 있어도 기술이 없어서 성장하지 못하는 시기를 거쳤다. 그러나 HBM의 기술은 상향 평준화되고 있고 LPDDR과 GDDR과 같은 일반 디램도 AI 계산에 사용되기 시작하면서 기술의 차별화 요인이 감소하고 있다. 앞으로는 기술이 있어도 캐파가 없어서 성장하지 못하는 시기가 도래할 수 있다.

당사는 기술의 가치를 경시하는 것이 아니다. 다만, 메모리는 기술 경쟁력과 자본(캐파) 경쟁력이 동시에 필요하다. 유수의 일본과 대만 메모리 기업이 무너진 이유는 기술 때문이 아니다. 중국 CXMT의 성장이 위협적인 이유도 기술 때문이 아니다.

삼성전자는 HBM에서 시장 점유율을 회복하고, 일반 디램에서 캐파 증설의 수혜를 전망한다. 파운드리에서도 점유율 회복의 원년이 될 수 있을 것이라 생각한다. 장치산업인 반도체에서 물량 증가는 영업 레버리지의 원천이 된다. 당사가 '26년 삼성전자를 선호하는 이유다.

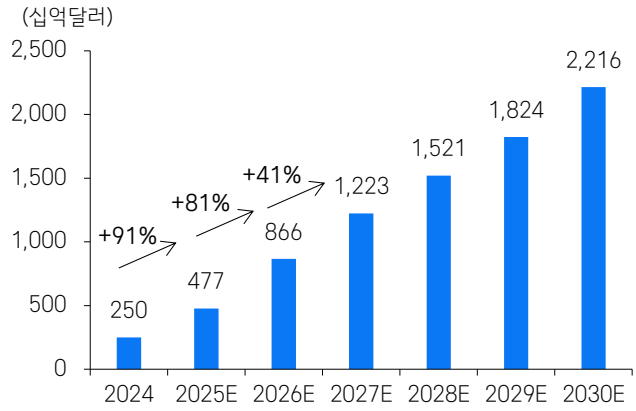
(다음 페이지에 계속)

AI 수요 증가 속도의 가속화는 필연적: '23년에 촉발된 LLM과 AI 수요가 여전히 식지 않고 있다. 구글이 업데이트해주는 토큰 수요는 오히려 시간이 갈 수록 수요 증가에 가속도가 붙고 있음을 보여준다. 핵심은 응용처의 확장 때문이다. 영상이 필요한 연산량은 텍스트 대비 50배 이상이 필요하다. Agent AI 구조에서 단일 프롬프트는 5~20배의 LLM 호출로 분해된다. Reasoning model에서는 일반적으로 2~10배의 컴퓨팅 사용 시간과 연산량(FLOPS)을 요구한다. Physical AI는 센서와 실시간 제어를 위해 기존 LLM 대비 10배 이상의 컴퓨팅 파워가 필요하다. 특히 '26년에는 Agent AI가 기업에 성공적으로 녹아들기 시작하는지, Physical AI가 진성 수요로 개화하는지, LLM이 그림과 동영상으로 확장되는지를 확인해야 한다.

클라우드와 반도체 업의 본질: 당사는 지난 사이클에서 클라우드 기업(CSP)과 메모리 기업들의 Capex/OCF ratio트렌드를 통해 두 가지를 주장한다. 첫째, 두 산업의 업의 본질이 다르다. CSP는 새로운 수요가 보이면 선투자를 통해 이익 성장을 추구한다. 시간이 지날수록 투자의 증분은 감소하나 이익의 증분은 증가하는 구조이다. 메모리 기업들은 이제 더이상 선제적 투자를 하지 않는다. 메모리 가격 상승을 통해 충분한 ROI가 확보되면 뒤늦게 투자가 시작된다. 시간이 지날수록 이익 증분은 줄지만 투자의 증분은 상승하게 된다. 둘째, CSP는 이익의 증분이 투자 증분을 넘어서면 사이클의 후반전, 메모리 기업들은 투자의 증분이 이익의 증분을 넘어서면 사이클의 후반전으로 봐도 무방하다. 그리고 그 시기는 아직 오지 않았다.

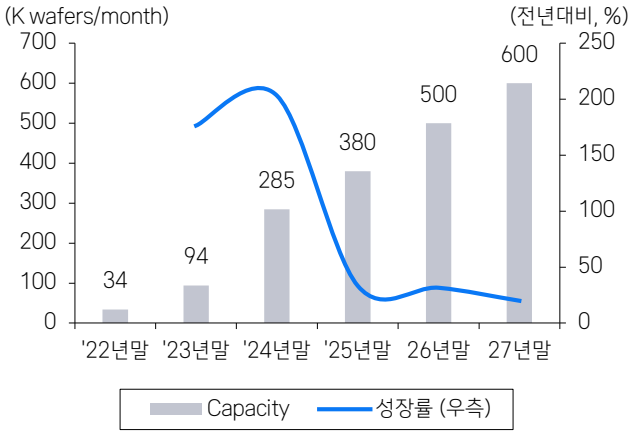
'26년 걱정할 것과 걱정되지 않는 것: 당사는 '26년 메모리 산업 리스크로 Physical AI와 AI Agent의 성장 정체, AI 데이터센터와 AI 스타트업의 조달 금리 변화를 꼽는다. 이는 메모리의 수요를 하향 조정할 원인이 된다. 한편, 2Q26에는 '27년 이익을 반영하기에 이르고 메모리 가격 상승 속도가 둔화되기 때문에 주가 조정 국면 가능성이 있다. 그러나 메모리 가격 상승 속도의 둔화는 사이클의 peakout을 의미하지는 않는다고 생각한다. 이익이 급격한 변동성의 시대에서 안정화 국면으로 돌입하는 시기이며 '26년 이후에는 캐파 증가 속도가 이익 성장의 원동력이 될 것이다.

AI 데이터센터 CapEx 전망: '25~'30년 CAGR +36%



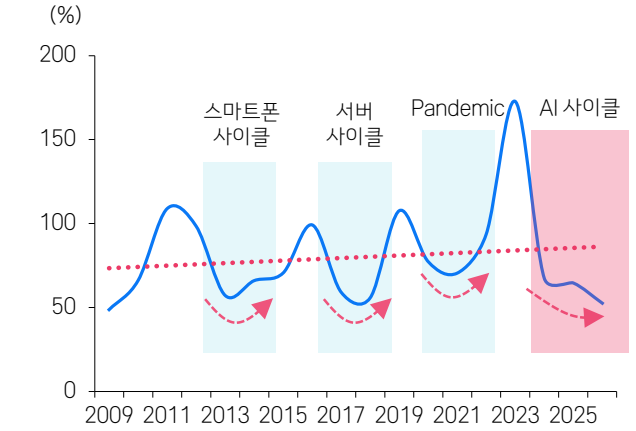
참고: 빅테크4사, 네오클라우드, 스타게이트, 오픈AI 자체 데이터센터 프로젝트 합산
자료: 삼성증권 추정

HBM Capa 추이: 둔화되는 성장률



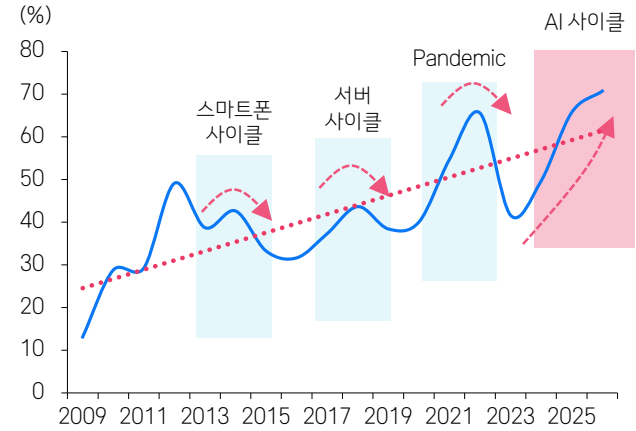
자료: 삼성증권 추정

반도체 기업: Capex/OCF 추이



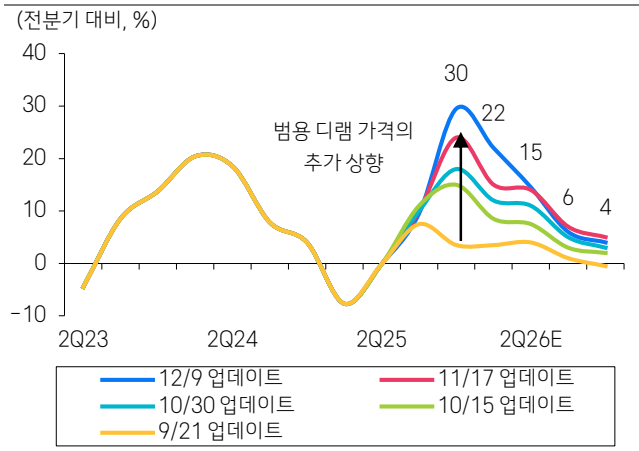
참고: 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론, TSMC
자료: Bloomberg, 삼성증권

하이퍼스케일러: Capex/OCF 추이



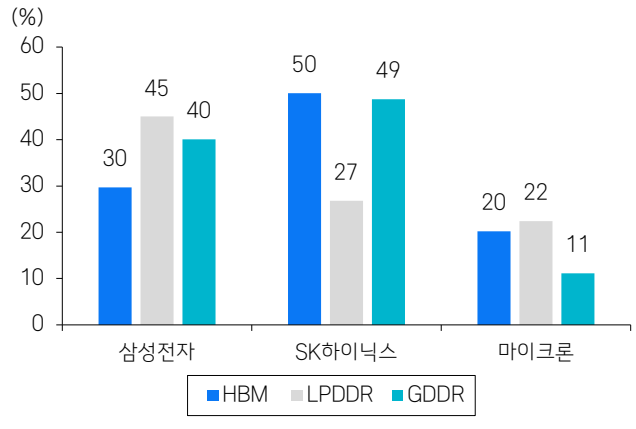
참고: 아마존, 마이크로소프트, 구글, 메타
자료: Bloomberg, 삼성증권

분기별 디램 가격 변화율 가정



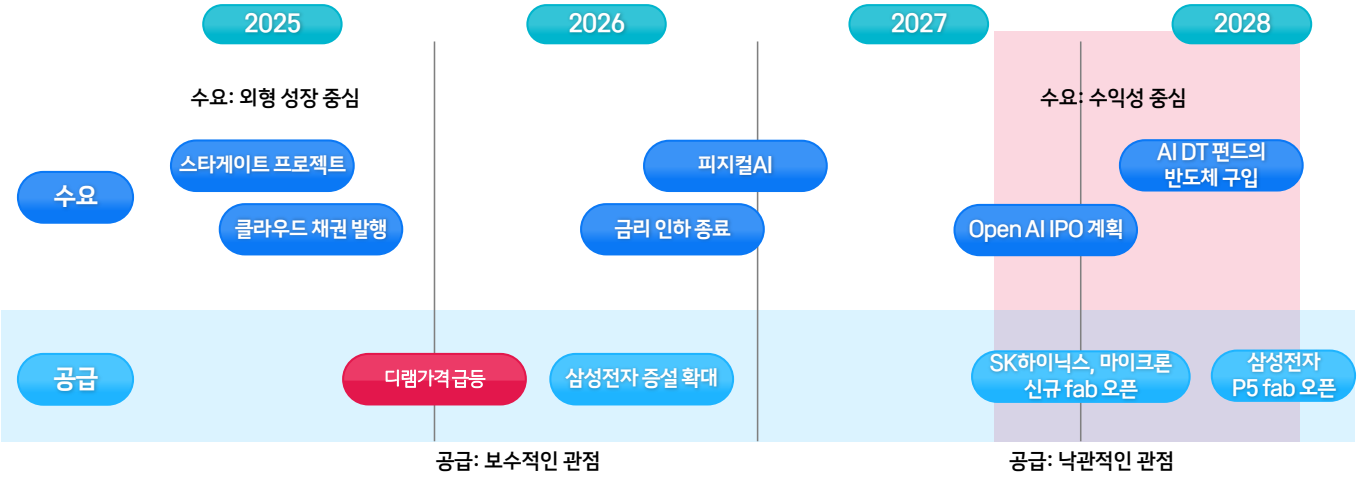
자료: 삼성증권 추정

HBM/LPDDR/GDDR 시장 점유율



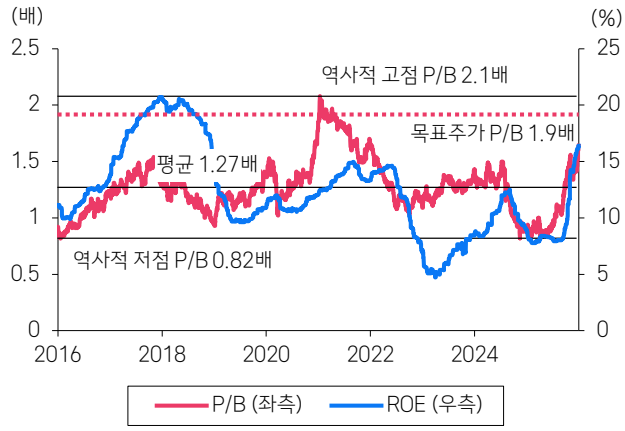
자료: 삼성증권 추정

'28년으로 미뤄둔 리스크: '26년 수요는 인프라 확보, 공급은 진성수요 검증의 시간



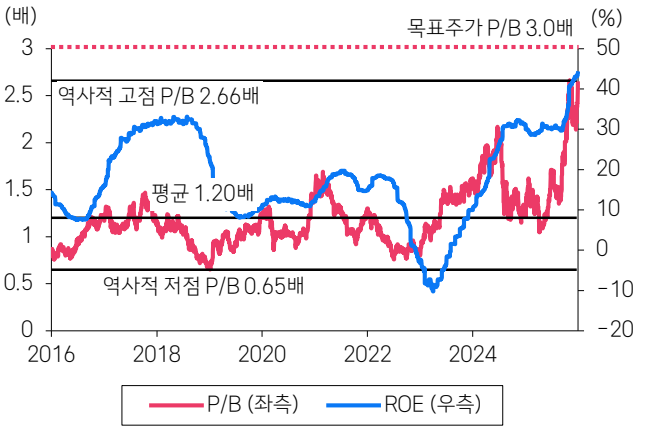
자료: 삼성증권 정리

삼성전자: P/B vs ROE



자료: Quantiwise, 삼성증권

SK하이닉스: P/B vs ROE



자료: Quantiwise, 삼성증권

삼성전자: 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Sales	79,048	74,598	86,829	87,569	99,043	102,550	107,955	109,358	300,866	328,044	418,906
YoY (%)	*9.9*	*0.7*	*9.8*	*15.5*	*25.3*	*37.5*	*24.3*	*24.9*	*12.4*	*13.4*	*14.4*
반도체	25,125	27,888	32,590	40,394	46,146	52,484	56,846	59,289	111,591	126,273	215,115
DRAM	13,168	14,215	18,081	24,699	28,990	33,844	36,909	38,925	54,227	70,164	138,667
NAND	5,936	6,990	8,161	9,029	10,412	11,531	12,969	12,382	30,958	30,116	47,294
Foundry&LSI	6,021	6,682	6,348	6,666	6,744	7,110	6,968	7,982	26,510	25,718	28,804
Display	5,900	6,400	8,100	10,125	6,815	7,392	8,505	9,340	29,133	30,525	32,051
Telecom&Handset	36,938	29,228	34,107	24,508	33,435	30,390	30,068	27,503	117,233	124,781	121,397
CE and Hardman	17,923	17,882	18,031	18,542	18,648	18,284	18,536	19,226	70,678	72,378	74,694
Operating profit	6,685	4,726	11,840	16,866	19,654	22,609	25,161	26,135	32,726	40,117	93,558
반도체	1,122	411	6,696	12,414	15,533	19,184	21,424	21,137	15,117	20,643	77,278
DRAM	3,675	3,242	6,984	12,274	14,934	18,194	19,844	20,413	16,720	26,175	73,385
NAND	-265	-249	163	813	1,145	1,672	2,075	1,610	3,837	462	6,502
Foundry&LSI	-2,288	-2,582	-451	-673	-546	-683	-495	-886	-5,440	-5,994	-2,610
Display	483	506	1,231	2,025	806	658	1,123	1,728	3,761	4,244	4,314
Telecom&Handset	4,324	3,106	3,598	2,055	2,645	2,050	2,297	2,819	10,695	13,083	9,810
CE and Hardman	671	703	315	372	671	717	317	451	3,058	2,062	2,156
OPM (%)	8.5	6.3	13.6	19.3	19.8	22.0	23.3	23.9	10.9	12.2	22.3
반도체	4.5	1.5	20.5	30.7	33.7	36.6	37.7	35.7	13.5	16.3	35.9
DRAM	27.9	22.8	38.6	49.7	51.5	53.8	53.8	52.4	30.8	37.3	52.9
NAND	-4.9	-3.9	0.0	0.6	4.0	7.0	5.0	-4.4	12.3	1.5	13.7
Foundry&LSI	-38.0	-38.6	-7.1	-10.1	-8.1	-9.6	-7.1	-11.1	-20.5	-23.3	-9.1
Display	8.2	7.9	15.2	20.0	11.8	8.9	13.2	18.5	12.9	13.9	13.5
Telecom&Handset	11.7	10.6	10.5	8.4	7.9	6.7	7.6	10.2	9.1	10.5	8.1
CE and Hardman	3.7	3.9	1.7	2.0	3.6	3.9	1.7	2.3	4.3	2.8	2.9
DRAM bit growth	1.5	11.5	13.1	3.6	-2.5	6.6	3.8	0.9	12.8	8.1	16.7
DRAM ASP change	-19.5	1.9	11.9	31.6	19.3	12.2	5.8	6.1	65.3	16.9	73.5
NAND bit growth	-12.4	27.7	10.1	-8.0	2.0	7.0	10.0	2.0	15.1	0.4	17.9
NAND ASP change	-13.7	-2.5	1.5	4.0	2.0	1.0	-1.0	-10.0	43.6	-5.6	37.2

자료: 삼성전자, 삼성증권 추정

SK하이닉스: 실적 추이 및 전망

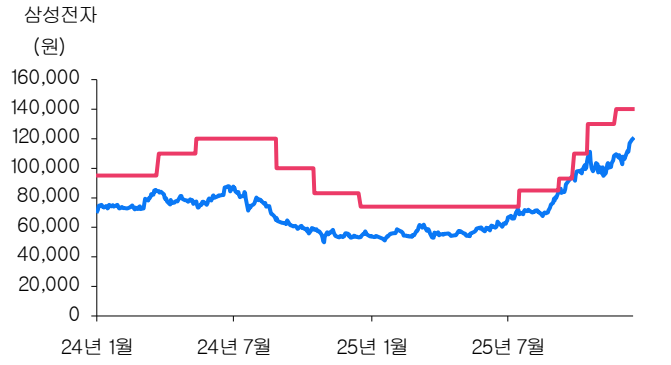
(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	29,819	33,851	38,145	42,161	42,926	66,193	94,139	157,083
YoY (%)	*42*	*35*	*39*	*51*	*92*	*72*	*72*	*44*	*102*	*42*	*67*
DRAM	13,980	16,903	19,389	23,294	26,814	30,466	33,616	34,756	44,641	73,566	125,652
NAND 및 기타	3,659	5,329	5,060	6,526	7,037	7,679	8,545	8,170	21,552	20,574	31,432
영업이익	7,441	9,213	11,243	14,794	17,718	20,570	22,944	22,815	23,467	42,691	84,048
DRAM	7,412	9,212	11,466	13,961	16,424	18,913	21,133	21,641	20,856	42,051	78,111
NAND 및 기타	29	1	-223	834	1,294	1,657	1,811	1,174	2,612	640	5,937
OPM (%)	42.2	41.4	46.0	49.6	52.3	53.9	54.4	53.1	35.5	45.3	53.5
DRAM	53.0	54.5	59.1	59.9	61.3	62.1	62.9	62.3	46.7	57.2	62.2
NAND 및 기타	0.8	0.0	-4.4	12.8	18.4	21.6	21.2	14.4	12.1	3.1	18.9
DRAM bit growth	-7.5	26.0	8.3	0.6	-2.2	5.2	4.3	1.0	16.9	24.8	14.5
DRAM ASP change	0.5	1.0	5.3	19.1	16.6	9.8	7.3	3.9	-54.9	29.5	52.5
NAND bit growth	-19.0	70.0	-6.0	2.0	-2.0	5.0	10.0	2.0	-1.5	4.7	18.1
NAND ASP change	-22.0	-9.0	11.0	20.0	12.0	6.0	3.0	-5.0	89.9	-13.9	37.5

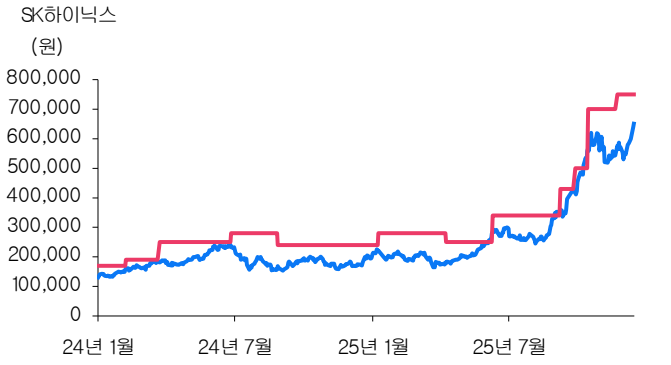
자료: SK하이닉스, 삼성증권 추정

Compliance notice

- 당사는 2025년 12월 30일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2025년 12월 30일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2025년 12월 30일 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	12/8
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	90000	95000	110000	120000	100000	83000	74000	85000	93000	110000	130000	140000
괴리율 (평균)	-22.05	-20.74	-28.36	-34.45	-39.49	-33.92	-21.93	-15.05	-6.95	-10.64	-21.96	
괴리율 (최대or최소)	-12.78	-10.21	-23.55	-26.83	-35.30	-29.28	-1.89	-1.76	1.51	-5.36	-14.54	

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	-19.05
괴리율 (최대or최소)	-5.67	-7.94	-1.05	-3.60	-16.79	-6.04	-21.96	11.40	3.82	-0.47	11.60	-11.43

일 자	12/8
투자의견	BUY
TP (원)	750000
괴리율 (평균)	
괴리율 (최대or최소)	

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 소비자중심 Best Korea Brands 2024
Member of Dow Jones Sustainability Indices Powered by the S&P Global CSA