반도체

Sector Issue Brief 2026. 4. 7

메모리 호실적에도 퍼즐은 남아있다

Check Point

- 메모리 호실적의 모멘텀 여부 분석
- 100 조원 FCF 와 Target PBR
- 서버 매입 예산을 넘어선 매출 추정치

| Analyst **정우성** | wsjung@ls-sec.co.kr

금월 발표될 메모리 벤더 1Q26 영업이익에 대한 전망의 상하단 격차가 10조원 이상으로 벌어졌다. 현재 시장 일부에서는 영업이익의 고저를 막론하고 그 중요성과 이익의 질에 대한 고민이 발생하고 있는데, 이는 다양한 정황 증거(수요 충족률, 언론 기사, 메모리 가격 등)가 메모리 업사이클임을 이미 입증한 국면에서 호실적의 의미를 찾고자 하는 것이다. 이에 대해 당사는 현금 보유액에 대한 Target PBR 적용의 적정성과 1Q26 호실적이 향후 이익 전망치 상향의 수반 여부에 대해 고민하였다.

결론적으로는 **① 현재 시점은 추가적인 주가 상승을 위해서 확보한 현금을 활용한 납득가능한 재투자가 필요한 시점이며, ② 메모리 가격 변동은 속도 조절의 문제이지, 당장의 가격 변동이 글로벌 하이퍼스케일러의 예산을 확장시키는 흐름의 강화를 의미하지는 않는 것**으로 판단된다.

이익의 질 관점: 100조원 FCF와 Target PBR

PBR 밸류에이션은 기업의 순자산 장부가치에 대해 해당 자산이 창출할 수 있는 시장가치를 반영한 멀티플을 부여하는 방식이다. 메모리 산업에서는 설비 등 자산이 결국 메모리 가격을 통해 수익으로 전환된다는 점에서, 업황에 따라 PBR이 유의미하게 변동해왔다. 다만 현재 국면은 CAPEX 집행을 통한 추가 성장 경로가 제한적인 구간이라는 점에서 과거와는 해석이 달라질 필요가 있다.

특히 **보유 현금 및 향후 창출될 현금은 그 자체로는 높은 수익률을 발생시키지 않기 때문에, 이에 대해 2배 이상의 PBR을 적용하는 것은 정당화되기 어렵다.** 시장은 단순한 현금 축적이 아니라, 해당 자본이 얼마나 높은 수익률로 재투자될 수 있는지를 기준으로 멀티플을 부여한다. 결국 현재와 같은 환경에서는 이익 증가가 곧 밸류에이션 확대로 이어지지 않을 가능성이 존재한다.

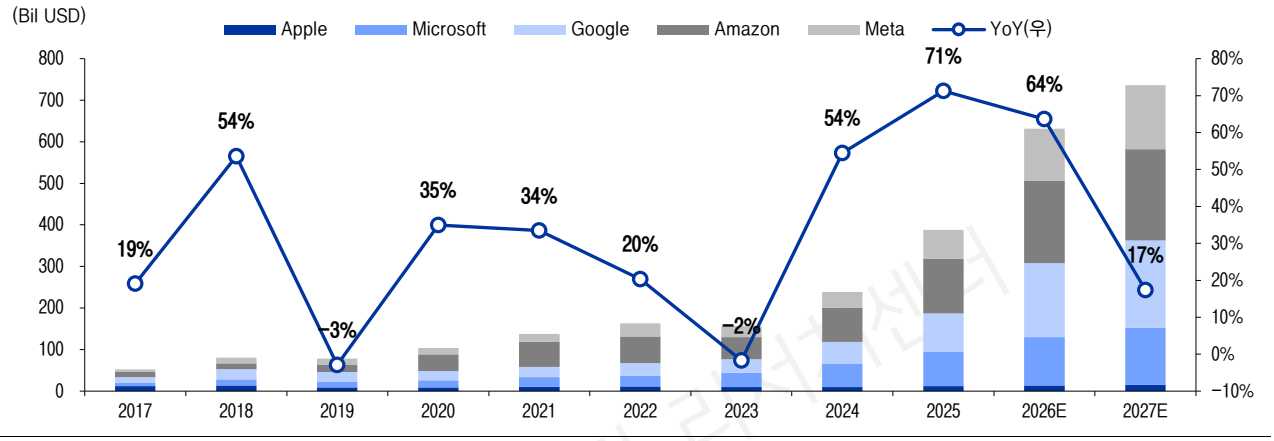
이에 따라 현 시점은 단순한 실적 성장 국면이 아니라, 확보한 현금을 활용한 납득 가능한 재투자 전략이 요구되는 구간으로 판단된다. 추가적인 **주가 상승을 위해서는 자본 효율성을 높일 수 있는 투자 방향(신기술 관련 설비, 자사주 매입소각 등)과 그에 따른 수익성에 대한 가시성이 함께 제시될 필요**가 있다.

이미 서버 매입 예산(in CAPEX)을 넘어선 매출 추정치

당사가 시장 자료를 토대로 추정한 서버 관련 시장 규모 및 서버 매입 예산액을 비교하면, 하이퍼스케일러의 2026년까지의 CAPEX는 주요 서버 장비(GPU + 서버용 DRAM + eSSD)를 매입하기에 적절한 수준으로 조정되었다. 한편 **2027F CAPEX 합산액에 대한 컨센서스는 이미 서버를 매입하기에 부족한 수준이다.** 메모리 기업 영업이익 300조원을 달성하기 위한 DRAM/NAND 시장 성장률 +30% yoy가 Bit Growth (최소) +25%, 메모리 가격 +5%로 분해되는 점을 고려하면, 향후 **추가적인 메모리 가격 상승을 위해서는 CAPEX 확대 가능성(금리 안정화, AI 수익성 개선 등)에 대한 명확한 사업 환경 변화가 필요**하다.

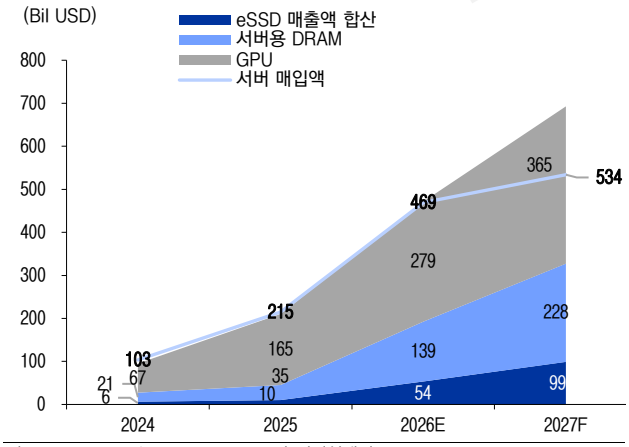
즉, 이러한 변화 없이는 1Q26의 메모리 호실적 및 메모리 계약가격 조기 상승은 곧 남은 분기 동안 메모리 가격 상승폭의 둔화를 암시하는 것일 개연성이 높다. 따라서 당장의 실적 서프라이즈가 메모리 기업 전망에서 중요해지고 있는 2027년 매출액 실현 가능성에 대해 알려주는 것이 거의 없는 것으로 보인다.

그림1 글로벌 하이퍼스케일러 CAPEX 합산액 추이



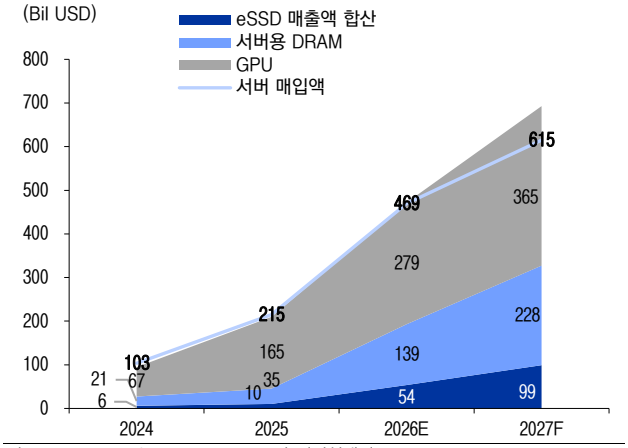
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림2 서버 관련 시장 규모 vs 하이퍼스케일러 서버 매입 예산



자료: Trendforce/Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 2027F CAPEX +30% yoy 가정



자료: Trendforce/Bloomberg, LS증권 리서치센터

표1 서버 관련 시장 규모와 하이퍼스케일러 서버 매입 예산 비교 Table

구분	항목 (단위: Mil USD)	2024	2025	2026E	2027F	비고
GPU	엔비디아 미국 매출액	61,257	149,617	253,662	332,232	Bloomberg 컨센서스
	미국 GPU 시장 규모 추정치	67,383	164,579	279,028	365,455	엔비디아 미국 매출액 * 110%
서버용 DRAM	DRAM 시장 규모	95,864	153,623	501,747	652,272	Trendforce, 2027F 는 영업이익 300 조원을 위한 +30% yoy 성장 가정/ 이외 비중 임의 가정
	서버 비중(%)	36.8	38.0	42.7	50.0	
	미국 비중(%)	60.0	60.0	65.0	70.0	
	미국 서버용 DRAM 시장 규모 추정치	21,141	35,069	139,181	228,295	
eSSD	NAND 시장 규모	65,636	71,085	217,776	283,109	Trendforce, 2027F 는 영업이익 300 조원을 위한 +30% yoy 성장 가정/ 이외 비중 임의 가정
	eSSD 비중(%)	23.9	29.5	40.9	50.0	
	미국 비중(%)	40.0	50.0	60.0	70.0	
	미국 eSSD 시장 규모 추정치	6,280	10,471	53,501	99,088	
서버 예산	글로벌 하이퍼스케일러 CAPEX 합산액	258,734	477,075	782,492	889,974	Bloomberg 컨센서스
	서버 비중(%)	40.0	45.0	60.0	60.0	시장 조사 데이터 참고
	서버 예산 추정치	103,493	214,684	469,495	533,984	
매출/예산	비중(%)	91.6	97.9	100.5	129.7	

자료: Trendforce/Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정우성).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15%~ +15% 기대 -15% 이하 기대	89.3% 10.7%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2025. 4. 1 ~ 2026. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)