Industry Report

반도체업

다음 정거장은 3,000조원

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com
RA서지원 jiwon0.seo@daishin.com

투자의견

Overweight

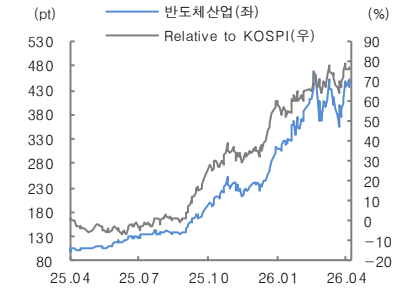
비중확대, 유지

- Super Cycle, 그 이상의 성장을 전망.
- 단기 이익 성장의 기울기는 시장 예상치를 상회할 것. 지속력도 강화.
- 삼성전자와 SK하이닉스 목표주가 상향. 적극적 매수 접근 유효.

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	330,000원
SK하이닉스	Buy	1,700,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.9	45.4	136.8	329.7
상대수익률	5.7	15.1	41.3	76.8



다음 정거장은 3,000조원입니다

삼성전자와 SK하이닉스의 합산 시가총액 (삼성전자 우선주 제외)이 2,000조원에 도달. 예상 대비 높을 단기 이익 성장의 기울기, 장기 계약으로의 구조 전환 속 장기화될 사이클의 가치 등이 주가의 재평가를 이끌 것으로 전망.

삼성전자와 SK하이닉스의 목표주가를 각각 330,000원, 1,700,000원으로 상향 (기존 목표주가: 삼성전자 270,000원, SK하이닉스 1,450,000원).

Super Cycle, 그 이상의 성장

2026년과 2027년 글로벌 메모리반도체 시장규모 전망치를 7,974억 달러 (y-y +264%), 1조 321억 달러 (y-y +29%)로 상향. 수요의 비선행적 팽창과 구조적 공급 병목 속, Super Cycle 그 이상의 성장을 기대 가능한 환경.

전 제품군에서 나타나는 호황 속, 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 영업이익은 2025년 90.8조원에서 2026년 605조원, 2027년 742조원으로 상승할 것.

1. 범용 DRAM: 예약금은 환불해드리지 않습니다

당사는 지난 2월 보고서 (2월 25일 반도체: Breaking the rules)에서 장기 계약으로의 판매 구조 전환과 주주환원의 강화가 산업의 구조적 혁신을 이끌 것으로 전망. 변화는 현실화되고 있고, 장기 계약은 지속 확대될 것.

- 범용 DRAM 매출액 내 장기 계약의 비중은 2Q26 10% 중반 이상으로 확대될 것. 북미 CSP 4사향 계약 구조는 장기 계약 중심으로 변화할 것으로 전망. 하반기 비중의 추가 상승 가능성 역시 열려 있다는 판단.
- 2027년 말까지의 DRAM Capa는 사실상 정해져 있다는 판단. 고객들의 땅 따먹기는 시작되었고, 줄어드는 Capa에 계약 미체결 고객들의 공급망 우려는 극대화될 것. 이에, 후속 계약에선 공급자의 협상력이 강화될 것으로 전망.

2. HBM: 강화되는 수익성 제고 노력

범용 DRAM과 HBM의 수익성 역전 현상 심화. 1Q26 기준 범용 DRAM과 HBM의 수익성은 15%pt 이상 확대. 2025년 보수적 가격 협상의 결과물.

2027년에는 "제 값 받기" 노력이 강화될 것. 전 제품군에 걸친 ASP 정상화 노력과 제품 믹스 변화 효과 (2026년 HBM3e/HBM4 중심, 2027년 HBM4/HBM4e 중심) 속, 2027년 HBM ASP는 전년대비 42% 상승할 것.

3. NAND: 제품 다각화와 최소 투자

AI 추론 확장에 따른 메모리 계층화 속, NAND에서도 제품 다각화가 시작 (TLC, QLC, KV Cache, Storage Next, HBF 등). 강력한 서버 수요 성장 기회에도, 공급업계의 최소 투자 기조는 유지. 가격의 Surprise을 유발할 변화. 한국 반도체의 경우, KV Cache용 SSD에서 추가 기회 창출 가능할 것.

Contents

I.	Super Cycle, 그 이상의 성장	4
II.	Steeper than expected	7
III.	DRAM, 다년 장기 계약이 이끌어낼 혁신	10
IV.	NAND, 업황과 전략의 조화	23
V.	대형주 투자전략	29

I. Super Cycle, 그 이상의 성장

무섭게 올라갑니다

2026년과 2027년 메모리반도체 시장규모 전망치를 각각 7,974억 달러 (y-y +264%), 1조 321억 달러 (y-y +29%)로 상향한다. Super Cycle, 그 이상의 성장을 전망한다.

우리는 그간 3번의 Super Cycle (1991-1995년 PC, 1999-2000년 인터넷, 2017-2018년 빅데이터)을 경험했다. 공통점이 있다면, 수요 단의 혁신 (신규 응용처의 등장)과 공급 병목이 중첩되었다는 점이다. 차이점이 있다면, 성장의 강도이다.

1. 수요의 비선형적 팽창 (Exponential Growth)

반도체 수요의 비선형적 팽창을 전망한다. 먼저, 수요의 성격이 변화했다. 과거에는 인구와 인구당 디바이스 사용 대수에 의해 반도체 수요가 결정되었다. 이제는 Token 수가 반도체 수요를 결정한다. 지금 이 시간에도, 수많은 사람들이 AI 모델을 활용하고 있고, 이는 Token 수의 비선형적 팽창을 유발하고 있다.

수요의 또다른 차별화 포인트는 파생성이다. 신규 응용처의 등장 (언어모델과 공장 자동화를 통한 생산성 혁신, 자율주행, 로봇 등) 뿐 아니라, 기존 응용처 (일반서버, 모바일, PC 등)의 수요 성장이 동시에 가속화된다는 점이 현 AI 사이클의 특징이다. 더 광범위하고, 가속적인 수요의 확산이 전개될 것으로 전망한다.

(1) 서버: AI 추론의 확산 속, Computing 수요는 현실 세계와 디지털 세계 모두에서 폭증하고 있다. 빅데이터 사이클 (2017-2018년) 때와 비교하기 어려운 기울기로 데이터가 늘어나고 있고, 이에 데이터센터 투자의 Paradigm이 변화하고 있다.

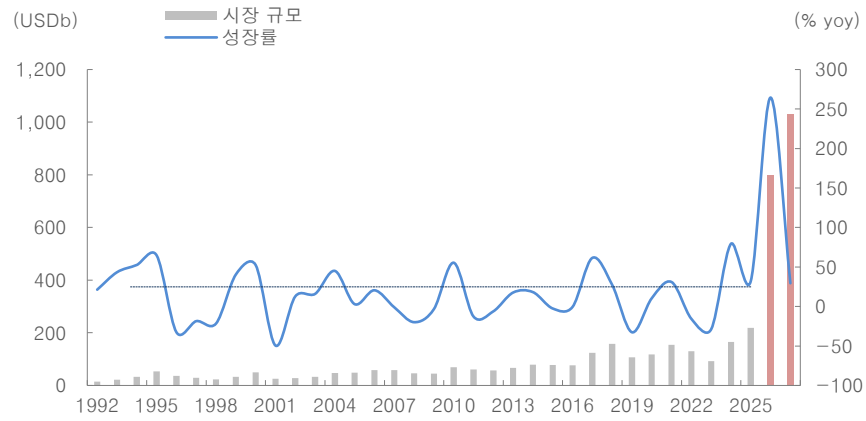
(2) 세트 (모바일, PC): 보급률이 포화 국면에 접어들며, 시장 성장이 정체되었다. 이에, 모든 기업들이 생존의 수단으로 AI 기능을 강조하고 있다. Computing 구조 상, 메모리 반도체 탑재량 증가를 재차 유발할 수 있는 변화이다.

2. 풀리지 않는 공급 병목

지난 다운사이클 (2022년)에서 경험했던 대규모 적자 사태로 공급업계는 지난 2년간 보수적 설비투자 기조를 유지해왔다. 수요에 대한 막연한 믿음보다는 발생 가능한 Risk에 보다 기민하게 반응해왔고, 이에 신규 Fab에 대한 준비는 지속 지연되어왔다.

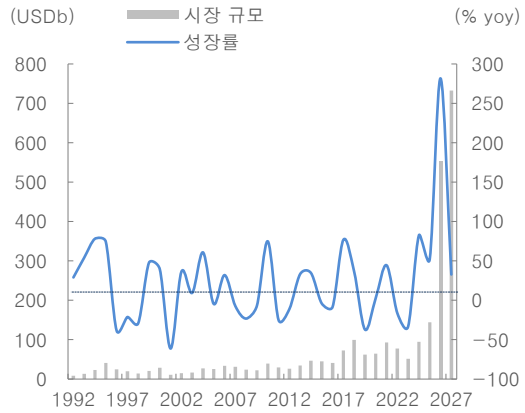
제품의 특성도 변했다. 범용 DRAM 대비 웨이퍼 소모량이 많은 HBM의 등장으로 DRAM 선단공정 Capa가 구조적으로 잠식되고 있고, 쉽사리 풀리지 않는 공급 병목이 고객들의 구매 경쟁 심화와 연속적인 메모리반도체 가격 폭증을 유발하고 있다.

그림 1. 글로벌 메모리반도체 시장규모 추이 및 전망



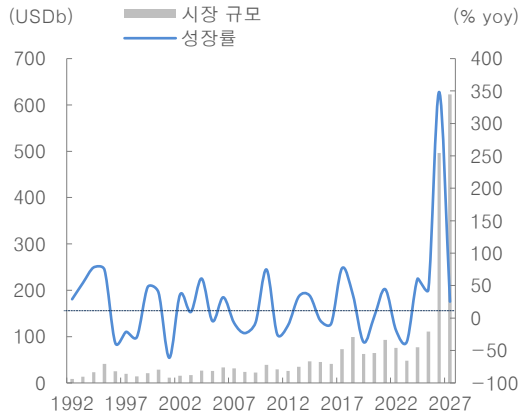
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. DRAM 시장규모 추이 및 전망



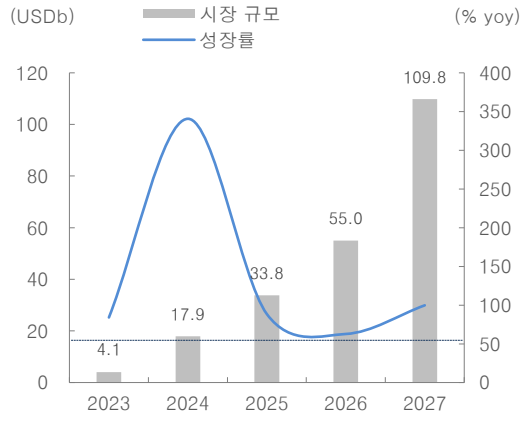
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 범용 DRAM 시장규모 추이 및 전망



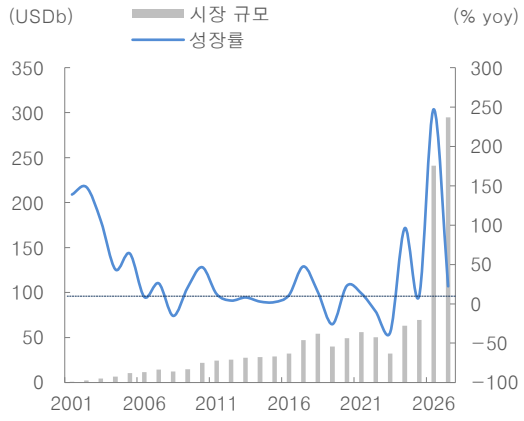
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. HBM 시장규모 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 5. NAND 시장규모 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

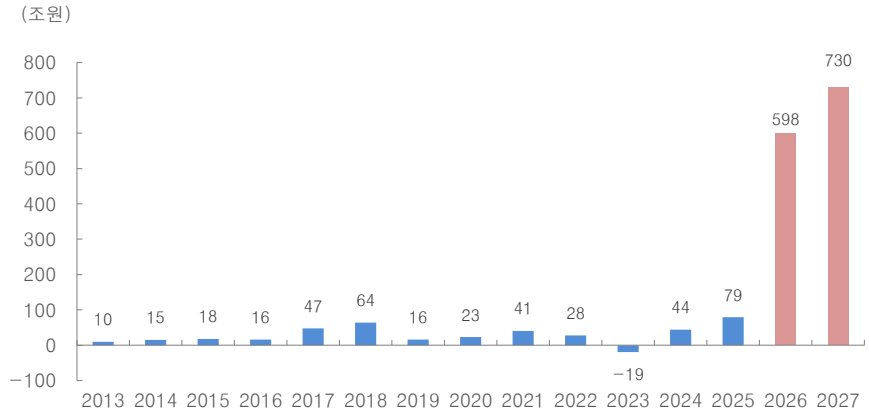
Memory Centric, 변화하는 힘의 질서

AI 추론의 확산과 제한적 공급 증가가 유발한 극단적 수급 불균형이 메모리반도체 가격의 폭증을 이끌고 있다. 1Q26 ASP의 경우, DRAM은 전분기 대비 77% 상승 (범용 DRAM: q-q +100%), NAND는 전분기 대비 80% 상승했을 것으로 전망한다.

연속되는 가격의 폭증 속, 시장은 글로벌 제조업 역사상 유례를 찾기 어려운 수익성을 맞이할 것이라 생각한다. 범용 DRAM의 경우, 영업이익률이 이론적 상단인 90%까지 상승할 것으로 예상되며, NAND 또한 기존의 고점 (영업이익률 기준 50% 중반)을 크게 상회하는 60% 중후반까지 상승할 것으로 전망한다. 이를 반영하여, 한국 메모리반도체의 합산 영업이익 전망치를 2026년 598조원, 2027년 730조원으로 상향한다.

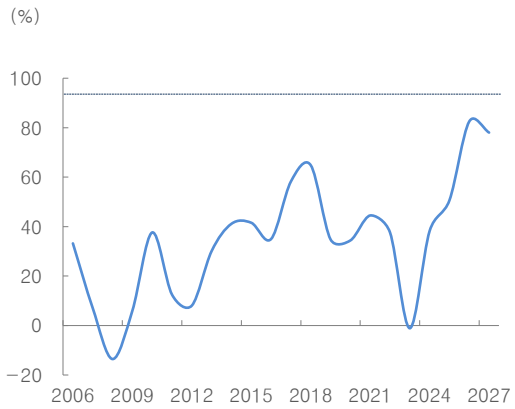
시장의 고민이 있다면, 모두가 초호황을 인지하고 있다는 점일 것이다. 이익 전망 상향에 대한 민감도는 연초 대비 하락하고 있고, 단기 이익 상승의 기울기와 사이클의 지속력이 주가 판단의 새로운 기준점이 될 것이라 생각한다. 이에 대한 진단이 필요한 시점이다.

그림 6. 한국 메모리반도체*: 합산 영업이익 추이 및 전망



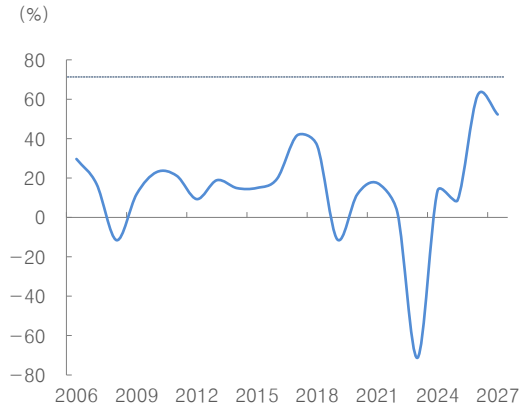
참고: * 삼성전자 메모리반도체와 SK하이닉스의 합계
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 한국 DRAM*: 영업이익률 추이 및 전망



참고: * 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 한국 NAND*: 영업이익률 추이 및 전망



참고: * 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

II. Steeper than expected

Executive Summary

시장은 높아진 기저 부담 속 단기 이익 성장의 기울기가 둔화될 수 있음을 우려하고 있을 것이라 생각한다. Cyclical 주식에 있어 단기 이익 성장의 기울기가 둔화되면 주식으로의 매력이 떨어질 수 있다는 것이 일부 투자자들의 판단이다.

당사는 단기 이익 성장의 기울기가 시장 예상 대비 가파를 것으로 전망한다. 삼성전자와 SK하이닉스의 2Q26 영업이익은 컨센서스 (Bloomberg 기준: 삼성전자 67.5조원, SK하이닉스 46.5조원)를 상회하는 85.5조원, 62.5조원에 이를 것이며, 이는 한국 반도체 업계에서 부는 성과급 재원 상승 (재원 상승에 따른 성과급 충당금 설정) 영향을 반영한 결과이다. 예상 대비 가파를 성장의 기울기가 주식에 대한 우려를 줄여줄 것으로 전망한다.

(1) 서버용 메모리반도체의 경우, 시장 전망대로 견고한 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 2Q26 서버향 범용 DRAM ASP는 전분기 대비 30-40% 상승할 것이라는 판단이다.

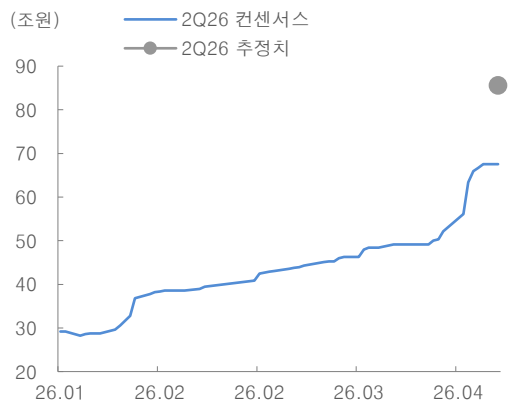
(2) 모바일에서 Surprise가 발생할 것이라는 기존의 입장을 유지한다. 1Q26 서버에서 경험했던 연쇄적 가격 상승이 2Q26 모바일에서 재현될 것이라는 판단이다.

표 1. 글로벌 메모리반도체 ASP 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
DRAM ASP/Gb (USD)	0.39	0.40	0.44	0.57	1.01	1.44	1.54	1.59
성장률 (q-q, %)	-9	4	9	29	77	43	7	4
성장률 (y-y, %)	30	19	13	34	160	259	249	180
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.31	0.32	0.36	0.49	0.98	1.45	1.53	1.57
성장률 (q-q, %)	-5	3	12	38	100	48	5	3
성장률 (y-y, %)	12	4	8	51	218	357	329	220
HBM ASP/Gb (USD)	1.61	1.66	1.55	1.52	1.26	1.30	1.62	1.74
성장률 (q-q, %)	7	3	-7	-2	-17	3	24	7
성장률 (y-y, %)	24	22	6	1	-21	-21	4	14
NAND ASP/GB (USD)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.14	0.20	0.21	0.21
성장률 (q-q, %)	-16	-7	8	25	80	40	5	3
성장률 (y-y, %)	5	-18	-20	5	126	240	231	173

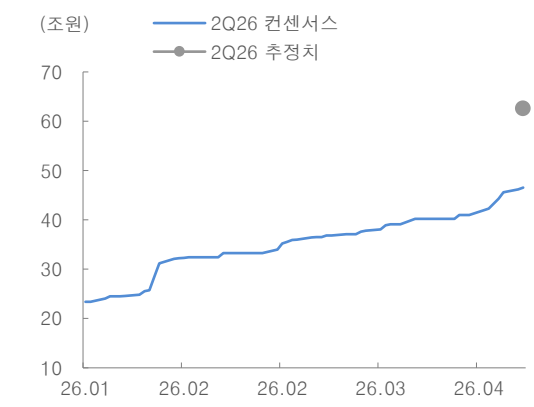
자료: 대신증권 리서치센터

그림 9. 삼성전자 영업이익 전망: 컨센서스와의 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. SK 하이닉스 영업이익 전망: 컨센서스와의 비교



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

무엇이 Surprise를 이끌까?

당사는 지난 3월 보고서 (3월 10일 반도체: 비정상의 정상화를 기대)를 통해 대형 모바일 고객 (북미 고객사)의 구매 정책 변화를 전망했고, 변화는 현실화되고 있다.

2Q26 모바일에서 Surprise가 발생할 것이라는 기존의 입장을 강조한다. 1Q26의 ASP 급증이 서버 고객들의 연쇄적 가격 인상 수용에서 발생했다면, 2Q26에는 모바일이 서버의 바톤을 이어받을 것이라는 판단이다. 서버에서의 견고한 가격 상승에 모바일용 메모리반도체 가격의 Surprise가 중첩되며, 단기 성장의 기울기가 가파라질 것으로 전망한다.

1. 북미 고객사, 위기를 기회로 삼는 지혜

세트 업체들은 그간 부품 가격의 효율화를 통해 수익성을 유지해왔다. 하지만, 지금은 과거와 같은 대응 공식이 통하지 않는 상황이다. 유례없는 메모리반도체 품귀 현상 속, 메모리반도체를 적기 구매하지 못해서 세트 출하량 목표치를 하향하는 사례가 속출하고 있고, 메모리반도체 가격의 폭증이 직접적으로 세트의 수익성을 악화시키고 있다.

시장을 주도하고 있는 북미 고객사는 이러한 위기를 생태계 개편의 기회로 삼는 모습이다. 경쟁사의 부진을 틈타, 공격적인 출하 정책으로 IOS 생태계를 확장하고, 이를 기반으로 세트 시장 내 영향력을 드높일 계획인 것으로 추정된다.

1) 메모리반도체 품귀 현상의 최대 피해자는 중국 모바일

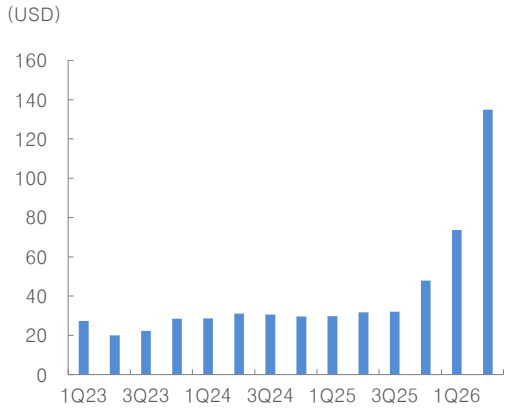
- 극단적 메모리반도체 공급 부족 사태의 최대 피해자는 중국 모바일인 것으로 추정된다. Xiaomi, Honor, Transsion 등이 가장 큰 피해를 입고 있으며, Oppo와 Vivo의 상황 또한 크게 다르지 않다. 중고 스마트폰에서 메모리반도체를 탈착하여 재활용하는 사태까지 벌어지고 있는 것으로 추정된다.
- 중국 반도체의 대체 활용을 통해 자급자족하는 방안을 생각해볼 수 있으나, 현실과 이상에는 괴리가 존재한다. DDR 계열 제품 경쟁력 (DDR4, DDR5)은 상당 수준 올라온 것으로 추정되나, LPDDR 계열 제품 경쟁력 (LPDDR4/4x, LPDDR5/5x)은 물량과 품질 모두에서 개선이 필요한 것으로 추정된다. 최근 YMTC가 LPDDR5 제품 양산을 발표했으나, 고객사 제품 인증에 난항을 겪고 있고, CXMT만으로는 모든 수요에 대응하기 어려운 상황인 것으로 판단된다.
- 지금과 같은 중국 모바일의 침체를 북미 고객사는 새로운 생태계 개편의 기회로 삼는 모습이다. 주력 시장인 북미 시장에서의 점유율이 사실상 과반에 도달한 만큼, 글로벌 점유율 확대를 위해선 중국 시장에서의 점유율 상승이 필요하다.
- 중화권 경쟁사들의 위기를 틈다, 공격적으로 IOS 생태계를 확산시키려고 하고 있으며, 이에 파괴적 부품 가격 인상을 선제적으로 용인하고, 세트 출하 목표를 상향할 것으로 전망한다 (2026년 아이폰 목표 출하량: 2.4억 대 내외로 추정).

2) 연쇄적 가격 상승, 높아지는 기울기

북미 고객사의 전략적 정책 변화가 연쇄적 가격 인상 수용이라는 큰 파도를 이끌 것으로 전망한다. IOS의 강한 고객 구속력과 Device 간의 연결성을 중시하는 현 소비 성향 (세트의 출하량 성장이 동일 브랜드의 Wearable 구매 확대를 유발)을 감안 시, 북미 고객사의 공격적인 행보에 비 IOS 진영의 두려움은 가중될 것이며, 이는 연쇄적 가격 인상 수용이라는 결과물로 이어질 것이라는 판단이다.

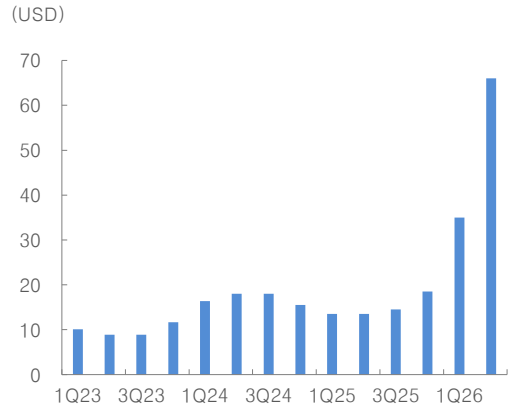
- 실제로, 구매력이 북미 고객사 대비 열위인 비 IOS 진영에서 극적인 가격 인상 수용이 나타나고 있는 것으로 추정된다. 일부 고객사의 경우, 1Q26에 이어, 2Q26에도 전분기 대비 90-100% 상승 (범용 DRAM 기준)의 가격 인상안을 수용한 것으로 판단된다.
- 1Q26 서버에서 발생했던 연쇄적 가격 상승이 2Q26 모바일에서 재현되고 있다. 이에, 2Q26 모바일용 메모리반도체 가격은 전분기 대비 80% 이상 상승할 것으로 전망한다.
- 상반기에 극적인 가격 인상을 수용했다면, 하반기에는 높아진 기저 부담을 근거로 가격을 깎으려는 노력이 강화되기 마련이다. 이번에 다른 점이 있다면, 고객들이 선제적으로 연간 가격 고정을 요청하고 있다는 점이다. 당사 Channel Check에 따르면, 일부 모바일 고객들의 경우, 연간 가격 고정 (2Q26 가격 수준에서 연간 가격을 고정) 및 하반기 구매 물량 확대를 추진하고 있는 것으로 추정된다.

그림 11. LPDDR5x (12GB): 분기별 가격 추이 및 전망



자료: Counterpoint Research, 대신증권 Research Center

그림 12. 256GB UFS: 분기별 가격 추이 및 전망



자료: Counterpoint Research, 대신증권 Research Center

III. DRAM, 다년 장기 계약이 이끌어낼 혁신

Executive Summary

당사는 지난 2월 보고서 (2월 25일 반도체: Breaking the rules)를 통해 장기 계약으로의 판매 구조 전환과 주주환원의 강화가 산업의 구조적 혁신을 이끌 것으로 전망했다.

당사가 예견한 변화 (장기 계약으로의 전환)는 현재 범용 DRAM을 중심으로 현실화되기 시작했고, 시장은 장기 계약의 확산이 유발할 변화에 주목하고 있다.

투자자들의 우려는 3가지이다. 장기 계약의 체결이 가격의 추가 상승을 제한할 수 있다는 점 (원가는 설비투자 상승 영향으로 상승하기에 수익성이 오히려 하락할 수 있다는 우려), 계약의 실효성에 대한 의문, 장기 계약 비중의 제한적 상승 등이 그 대상이다.

이에 대한 당사의 입장은 다음과 같다. 장기 계약으로의 판매 구조 전환이 메모리반도체 주가의 상승 탄력성을 드높일 것이라는 기존의 입장을 재강조한다.

1. 후속 계약은 공급업계에 보다 유리하게 체결될 것이다

후속 계약이 체결될 때마다, 가격의 상한선과 하한선은 기체결 계약 대비 높아질 것으로 전망한다. 핵심 배경이 있다면, Capa이다. 2027년 말까지 DRAM 3사의 Capa는 사실상 정해져 있으며, 제한된 Capa 내 고객들의 "땅 따먹기"가 시작되었다.

장기 계약이 체결될 때마다, 가용 Capa가 줄어드는 것을 시장은 체감할 것이라 생각한다. 장기 계약을 아직 체결하지 않은 고객들의 공급망 우려는 갈수록 심화될 것이고, 이는 공급업계에 보다 유리한 계약 체결로 이어질 것으로 전망한다.

장기 계약이 체결될 때마다, 변화하는 산업 구조에 대한 재평가가 지속 나타날 것이라 생각한다. 메모리반도체 주가의 탄력적 상승이 나타날 것이라는 판단이다.

2. 과거의 교훈: 계약서는 모든 것을 보장하지 않는다

과거에 경험했던 장기 계약과는 Detail에 있어 차이가 있다고 생각한다. 과거의 계약들이 다양한 이유 (계약서 혹은 구두 계약으로 실효성이 부재, Upcycle에서의 장기 계약 체결로 공급업계가 자발적으로 계약을 취소한 사례 등)로 인해 실효성을 떨어졌다면, 지금은 Prepayment 기반 계약이기에 계약의 실효성이 과거 대비 높아졌다고 볼 수 있다. 이는 그간 해외 투자자들이 문제 삼았던 "구조적 변동성 Risk"를 줄일 수 있는 변화이다.

3. 모든 일은 처음이 어렵다. 장기 계약의 확산이 시작될 것이다.

1년 이상의 계약을 장기 계약이라 하면, HBM은 이미 장기 계약 제품이다. 3년 이상의 다년 계약은 HBM에서 나타나기 어렵다. 매년 신제품이 출시되고 있고, 고객과의 기술 협업을 통해 제품 인증이 이뤄지는 만큼, 제품 인증을 매번 확단하기 어렵기 때문이다.

이에, 3년 이상의 다년 계약은 현재 범용 DRAM 중심으로 나타나고 있다. NAND로도 확산되는 분위기이다. 범용 DRAM의 경우, 전체 매출액 내 장기 계약의 비중은 대형 거래선 1곳과의 계약이 체결될 때마다 MS-HS%(한자릿수 중후반%)씩 상승할 것이며, 당사의 경우, 범용 DRAM 매출액 내 장기 계약의 비중이 2Q26 10% 중반 이상으로 확대될 것으로 전망한다. 하반기로 갈수록, 그 비중은 추가 상승할 것이라는 판단이다.

후속 계약은 공급업계에 보다 유리하게 체결될 것

1. 장기 계약으로의 구조 전환, 우리의 현 위치는?

Micron Technology의 5년 SCA (Strategic Customer Agreement) 체결 이후, 업계 전반에서 장기 계약 체결 논의가 활성화되고 있다. 중장기 수급난을 우려한 고객들의 움직임은 빨라지고 있고, 공급업계의 최우선 협상자는 매출 비중이 높은 북미 CSP 4사인 것으로 추정된다. 중화권 CSP와 세트 업체의 경우, 상대적으로 후순위에 있다는 판단이다.

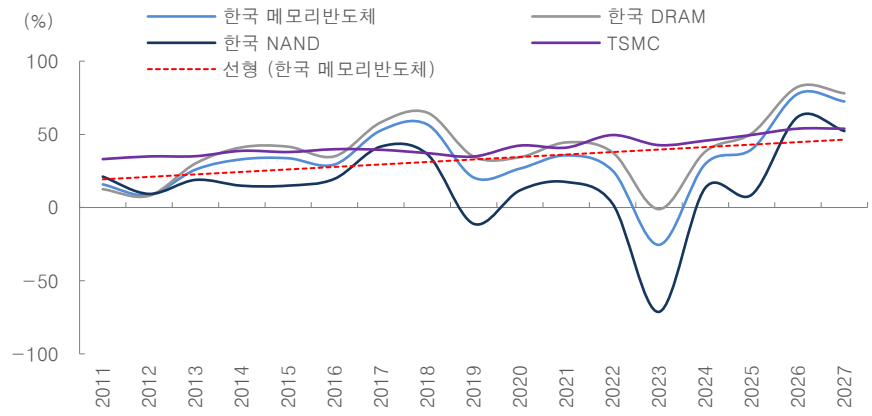
(1) 서버: 북미 CSP의 경우, 현재 3-5년의 장기 계약 체결을 요구하고 있는 것으로 추정된다. 범용 DRAM을 중심으로 장기 계약 체결 논의가 활성화되고 있으며, 중화권 CSP는 북미 CSP 대비 계약의 후순위에 위치해있는 것으로 판단된다.

(2) 세트 (모바일, PC): 짧게는 연간, 길게는 다년 계약을 요구하고 있다. 중장기 공급 부족에 대비한 선제적 대응으로 계약 구조의 변화를 이야기하고 있는 것으로 추정된다.

(3) 계약의 기본 구조: 파운드리 모델로의 전환 시도

- 현재까지 체결된 혹은 논의되고 있는 장기 계약의 기본 전제는 Prepayment인 것으로 추정된다. 중요한 점은 전체 계약 내 Prepayment의 비중이 매우 유의미한 수준이라는 점이다. 전체 계약 기간 동안 발생 가능한 사이클 단의 Risk를 최소화할 수 있는 수준이며, 산업의 숙명이었던 높은 변동성을 줄일 수 있는 변화가 될 것이라는 판단이다.
- 물량 Guarantee를 조건으로 다년 계약을 체결 중인 것으로 추정된다. 가격의 경우, 상한선과 하한선이 존재하는 Band 형태인 것으로 판단된다.

그림 13. 장기 계약으로의 구조 전환이 가져올 변화



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2. 보다 유리해질 계약 조건

후속 계약의 경우, 공급업계에 보다 유리한 조건으로 체결될 것으로 전망한다. 2027년 말까지의 DRAM Capa는 사실상 정해져있고, 제한된 Capa 속, "땅 따먹기"가 시작되었다. 계약을 아직 체결하지 않은 고객들의 공급망에 대한 우려는 가용 Capa의 축소가 확인될 때마다 늘어날 것이고, 이는 공급업계의 협상력 강화로 귀결될 것이라는 판단이다.

- 반도체 생산은 Fab과 Wafer당 생산성, 가동률의 함수이다. 이중, 가동률은 이미 최대치이다. 공급업계의 재고가 정상 수준 이하로 하락한 상황에서 수요-공급 괴리율이 극단적으로 벌어져 있는 만큼, 고객 수요에 최대하기 위해선 가동률의 극대화가 필요하다.

- 주목할 점이 있다면, Fab의 제약이다. 전세계 각지에서 DRAM 신공장이 준공되고 있으나, 현재 준공하고 있는 신공장의 생산 기여는 2028년부터 본격화된다. 그렇다면, 2027년 말까지 가용 가능한 Capa는 사실상 정해져있다고 볼 수 있다.

그렇다면, 후속 계약에선 기체결 계약 대비 더 높은 가격의 Band (상한선과 하한선)를 기대해볼 수 있을 것이라 생각한다. Best Case가 있다면, 가격의 상한선은 열리고, 하한선은 닫히는 구조로 전환하는 것일 것이다. 해당 가능성도 열려있다는 판단이다.

표 2. DRAM 3사*: Capa 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
전체 Capa	**1,469**	**1,491**	**1,525**	**1,555**	**1,575**	**1,630**	**1,685**	**1,730**	**1,757**	**1,810**	**1,845**	**1,881**
범용 DRAM	1,144	1,136	1,155	1,170	1,175	1,190	1,205	1,195	1,202	1,180	1,195	1,221
HBM	325	355	370	385	400	440	480	535	555	630	650	660
Capa 비중 (%)												
범용 DRAM	78	76	76	75	75	73	72	69	68	65	65	65
Capa	22	24	24	25	25	27	28	31	32	35	35	35

참고: *삼성전자, SK 하이닉스, Micron Technology 의 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

표 3. DRAM: 신공장 스케줄

구분	내용
삼성전자	1) P4L (평택 4공장): 공격적인 Capa Build up을 전개 중이나, Full Capa가 되는 시점은 2027년 상반기 말일 것으로 전망. Phase 별 인프라 스케줄을 감안할 필요. 2) P5L (평택 5공장): 공장 디자인 변경 및 건설 투자 극대화 등을 통해 준공 시점을 최대한 앞당기려고 노력 중. 현실적인 여건을 감안 시, 공장 완공 시점은 4Q27 (2027년 10월)일 것으로 예상. 가동 준비 및 생산의 리드타임을 감안 시, 2027년에는 완제품 생산이 나오기 어려운 환경 (Wafer Output은 2Q28부터 시작될 것으로 전망).
SK 하이닉스	1) M15x: 공격적인 Capa Build up을 전개 (DRAM 1b). 2027년 DRAM 1c 전환을 통해 생산 효율화에 나설 것. 2) 용인 1기: 2027년 2월로 공장 완공 시점을 앞당길 예정. Phase 1/2 동시 투자를 통해 Capa 확대에 나설 것으로 예상. 스케줄 상, 2027년 구간에 생산 기여 가능한 Capa는 월 20K 이하 (Wafer Output 기준)로 제한될 것.
Micron Technology	1) PSMC P5: 공장 리모델링을 가속화하여 4Q26-1Q27에 Wafer 투입을 시작할 것으로 전망. 총 가용 Capa는 월 45K 수준이나, 2027년 구간에 기여 가능한 Capa는 월 25K 내외로 제한적일 것. 2) Idaho 1공장: 2Q27 Wafer Input, 3Q27-4Q27 Wafer Output 예상 3) 히로시마 2공장: 2027년 구간에 완공되지 않을 것. 2027년 이후의 생산에 기여할 것으로 전망.

자료: 대신증권 Research Center

1) 삼성전자, P5L (평택 5공장)의 생산 기여는 2028년부터

삼성전자의 DRAM 생산량 증가율은 2026년 23% 성장, 2027년 21% 성장 수준일 것으로 전망한다. Fab과 Tech node별 Operation의 관점에서 살펴볼 필요가 있다.

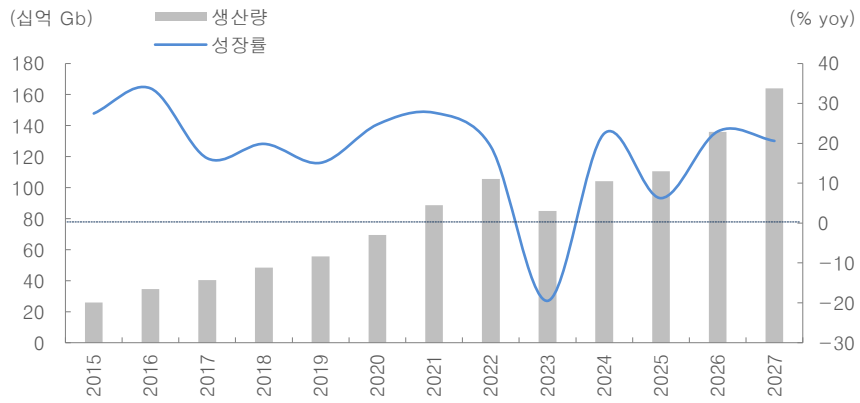
- *Fab:* 2027년 말까지 완제품 생산에 기여할 수 있는 신공장은 P4L (평택 4공장) 뿐일 것으로 전망한다. P5L의 경우, 공장 디자인 변경을 통해 준공 완료 시점을 최대한 앞당기고 있으나, 2027년 10월 경에나 준공이 완료될 것이라는 판단이다. 신공장 가동에 소요되는 절대 시간과 웨이퍼 리드타임 (범용 DRAM: 4-5개월, HBM: 5-6개월) 등을 감안 시, 완제품 생산 기여는 2Q28부터 시작될 것으로 전망한다.
- *Tech node별 생산 제품:* 경쟁사와 달리, DRAM 1c 공정으로 HBM4 Core Die를 양산하고 있다. 일부 거래선 한정으로 범용 DRAM 수요 대응에 DRAM 1c 공정을 투입할 수 있겠지만, Capa 구조 상, 경쟁사와 같은 전략 (DRAM 1c를 통한 범용 DRAM 생산 극대화)을 펼치긴 어려울 것이라는 판단이다.

표 4. 삼성전자: DRAM Capa 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Fab 별 Capa												
전체 Capa	**645**	**645**	**655**	**670**	**665**	**685**	**705**	**730**	**755**	**795**	**800**	**801**
성장률 (q-q, %)	-4	0	2	2	-1	3	3	4	3	5	1	0
성장률 (y-y, %)	21	8	1	0	3	6	8	9	14	16	13	10
Line 15	175	175	170	175	170	175	180	185	185	185	185	185
Line 17	140	130	120	100	100	100	100	100	100	100	105	140
P1L	110	110	120	120	120	120	120	120	115	115	110	110
P2L	110	120	130	145	145	145	145	145	145	145	145	110
P3L	110	110	110	110	100	100	100	100	100	105	110	110
P4L	0	0	5	20	30	45	60	80	110	145	145	0
P5L	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
제품군별 Capa												
범용 DRAM Capa	**500**	**495**	**505**	**520**	**510**	**520**	**535**	**535**	**550**	**565**	**560**	**561**
성장률 (q-q, %)	-7	-1	2	3	-2	2	3	0	3	3	-1	0
성장률 (y-y, %)	2	-7	-6	-4	2	5	6	3	8	9	5	5
HBM Capa	**145**	**150**	**150**	**150**	**155**	**165**	**170**	**195**	**205**	**230**	**240**	**240**
성장률 (q-q, %)	12	3	0	0	3	6	3	15	5	12	4	0
성장률 (y-y, %)	230	114	30	15	7	10	13	30	32	39	41	23

자료: 대신증권 Research Center

그림 14. 삼성전자: 연간 DRAM 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

2) SK하이닉스, 2027년 말 용인 1기의 Wafer Output은 월 20K 이하일 것

SK하이닉스의 DRAM 생산 증가율은 2026년 21% 성장, 2027년 18% 성장 수준일 것으로 전망한다. Fab의 관점에서 Detail을 살펴볼 필요가 있다.

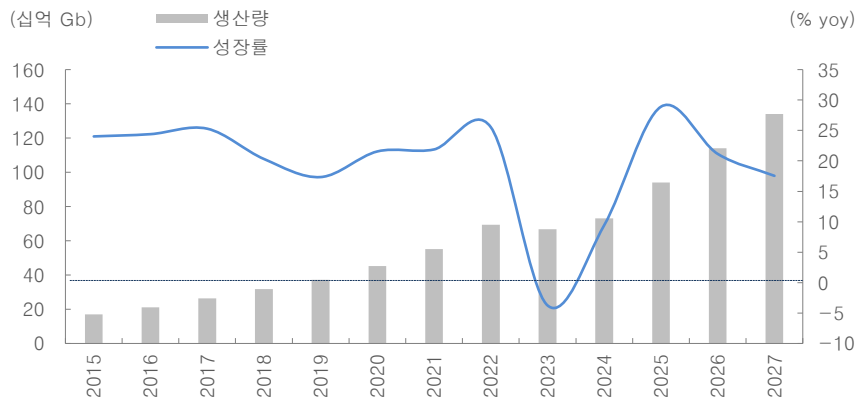
- *M15x:* 2026년의 경우, DRAM 1b 공정 중심으로 설비투자가 집행될 것으로 전망한다. 2027년에는 HBM 신제품 (HBM4e) 생산 준비 및 생산 효율화 목적으로 DRAM 1c 공정으로의 전환투자가 다량 집행될 것이라는 판단이다. DRAM 1b와 DRAM 1c 공정 간의 유사성이 높은 만큼, 전환투자 비용 부담은 제한적일 것이라 생각한다.
- *용인 1기:* 준공 완료 시점을 2027년 5월에서 2027년 2월로 앞당긴 상태이다. Phase 1과 Phase 2 동시 투자를 통해 Wuxi 공장의 가용성 축소 영향을 최소화할 계획이다. 다만, 신규 사이트인 만큼 가동 준비까지는 시간이 필요하다. 2027년 구간에 유의미한 생산 기여를 하긴 어려울 것이라는 판단이다 (연말 Wafer Out: 월 20K 이하 전망).

표 5. SK 하이닉스: DRAM Capa 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Fab 별 Capa												
전체 Capa	**504**	**516**	**530**	**545**	**560**	**585**	**615**	**630**	**631**	**630**	**640**	**655**
성장률 (q-q, %)	4	2	3	3	3	4	5	2	0	-0	2	2
성장률 (y-y, %)	37	36	22	13	11	13	16	16	13	8	4	4
M14	168	183	170	170	170	170	170	170	170	170	170	170
M16	142	145	172	185	195	200	200	200	200	200	200	200
Wuxi	194	188	188	190	190	190	190	190	190	190	190	190
M15x	0	0	0	0	5	25	55	70	70	65	65	65
Y1 (용인 1기)	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	15	30
제품군별 Capa												
범용 DRAM Capa	**369**	**376**	**385**	**390**	**405**	**425**	**435**	**430**	**426**	**400**	**410**	**425**
성장률 (q-q, %)	5	2	2	1	4	5	2	-1	-1	-6	2	4
성장률 (y-y, %)	20	27	22	10	10	13	13	10	5	-6	-6	-1
HBM Capa	**135**	**140**	**145**	**155**	**155**	**160**	**180**	**200**	**205**	**230**	**230**	**230**
성장률 (q-q, %)	4	4	4	7	0	3	13	11	2	12	0	0
성장률 (y-y, %)	125	65	21	19	15	14	24	29	32	44	28	15

자료: 대신증권 Research Center

그림 15. SK 하이닉스: 연간 DRAM 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

3) Micron Technology, 기존 공장은 사실상 가득 찼다

Micron Technology의 DRAM 생산 증가율은 2026년 20% 후반 성장, 2027년 10% 초중반 성장 수준일 것으로 전망한다. 증가율 관점에서 보면, 생산이 많이 나오는 것처럼 보일 수 있으나, 기저 부담이 경쟁사 대비 낮다는 점을 감안할 필요가 있다.

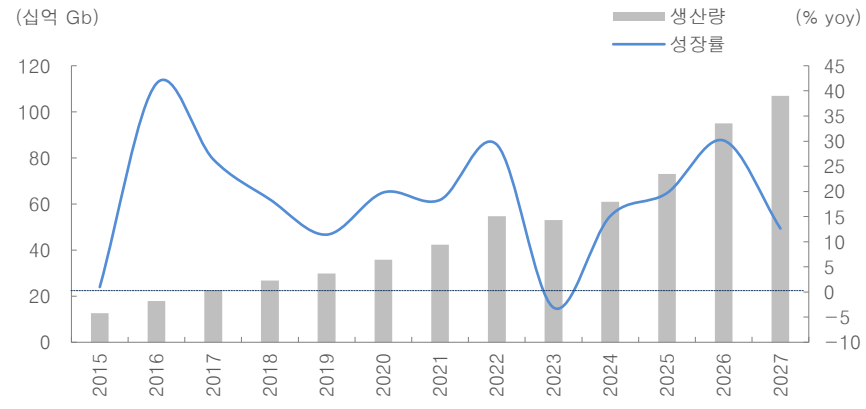
- *PSMC P5:* 월 45K 수준까지 Capa 투자가 가능한 구조이다. Fab이 갖춰진 상태에서 공정 전환만 하면 되기에 절대 시간이 다른 공장만큼 오래 걸리진 않을 것으로 예상되나, 2027년 구간에 투자되는 규모는 월 20-25K 수준에 머무를 것으로 전망한다.
- *Idaho 1공장:* 2027년 4월 완공, 3Q27-4Q27 Wafer Out 시작 스케줄로 가동이 이뤄질 것으로 전망한다. DRAM 1c 기준 월 60-70K의 웨이퍼 투입이 가능한 클린룸 면적을 갖추고 있으나, Phase별 투자 소요 시간을 감안 시, 2027년 말 Capa는 Wafer Input 기준 월 15K 수준으로 제한될 것이라는 판단이다.

표 6. Micron Technology: DRAM Capa 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
Fab 별 Capa												
전체 Capa	**320**	**330**	**340**	**340**	**350**	**360**	**365**	**370**	**371**	**385**	**405**	**425**
성장률 (q-q, %)	2	3	3	0	3	3	1	1	0	4	5	5
성장률 (y-y, %)	0	6	10	8	9	9	7	9	6	7	11	15
Dominion Fab 2	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Fab 15 (히로시마 1기)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
기존 대만 공장	200	210	220	220	230	240	245	250	250	250	250	245
PSMC Fab 5	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	15	25
싱가포르 Fab 7	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	10	20
Idaho Fab 1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	10	15
Idaho Fab 2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
히로시마 2기	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
뉴욕 1기	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
제품군별 Capa												
범용 DRAM Capa	**285**	**280**	**285**	**285**	**285**	**280**	**275**	**280**	**276**	**270**	**285**	**305**
성장률 (q-q, %)	-2	-2	2	0	0	-2	-2	2	-1	-2	6	7
성장률 (y-y, %)	-10	-5	-2	-2	0	0	-4	-2	-3	-4	4	9
HBM Capa	**35**	**50**	**55**	**55**	**65**	**80**	**90**	**90**	**95**	**115**	**120**	**120**
성장률 (q-q, %)	40	43	10	0	18	23	13	0	6	21	4	0
성장률 (y-y, %)	600	233	175	120	86	60	64	64	46	44	33	33

자료: 대신증권 Research Center

그림 16. Micron Technology: 연간 DRAM 생산량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

4) HBM의 선단공정 Capa 잠식 효과는 추가 확대된다

Fab의 제약 속, HBM의 선단공정 Capa 잠식 효과는 추가 확대될 것으로 전망한다. 시장이 간과하고 있는 점이 있다면, 범용 DRAM과 HBM의 Trade Ratio (교환비율)이다. HBM4까지 Trade Ratio가 3:1 (HBM 1개를 포기하면 범용 DRAM 3개를 생산 가능) 수준이었다면, HBM4e부터는 Trade Ratio가 4:1-5:1로 확대될 것이라는 판단이다.

- HBM4의 경우, TSV 공정 스텝 증가 효과를 제외 시, Core Die 공정과 범용 DRAM 공정 간의 격차가 크지 않았던 것으로 추정된다.
- HBM4e는 다르다. I/O Speed가 15-16Gbps (HBM4의 I/O Speed: 최대 11.7Gbps)까지 상승할 것으로 예상되고, 속도를 추가 상향하기 위해선 마스크 레이어 수가 늘어나야 한다. 이에 TAT (생산 리드타임)는 기존 (5-6개월) 대비 늘어날 것으로 예상된다.
- 마스크 레이어 수 확대에 기반한 TAT의 증가 영향까지 감안 시, HBM4e의 Trade Ratio는 기존 대비 높은 4:1-5:1 수준으로 보는 것이 합리적이라는 판단이다.
- 2H26부터 HBM4e Sample이 고객사향으로 본격 인도될 것으로 전망한다. 2026년 주력 제품이 HBM3e와 HBM4라면, 2027년에는 제품 믹스가 Capa 잠식 효과가 더 큰 HBM4와 HBM4e 중심으로 바뀌는 것이고, 이러한 제품 믹스의 변화가 선단공정 Capa 잠식 효과를 추가 확대할 것이라는 판단이다.

표 7. HBM: 세대별 공정 기술의 변화

	HBM3	HBM3e	HBM4 12단	HBM4 16단	HBM4e 12단	HBM4e 16단	HBM4e 20단	HBM5 16단	HBM5 20단
삼성전자									
전공정 (Base Die)	DRAM1z	DRAM 1a	SF4 (4nm)	SF4 (4nm)	SF4 (4nm)	SF4 (4nm)	SF4 (4nm)	SF2P (2nm)	SF2P (2nm)
전공정 (Core Die)	DRAM1z	DRAM 1a	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c/1d	DRAM 1c/1d
후공정	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF or HCB	TC-NCF or HCB	TC-NCF	HCB	HCB
SK 하이닉스									
전공정 (Base Die)	DRAM1z	DRAM 1b	TSMC 12nm	TSMC 12nm	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*	TSMC 3nm	TSMC 3nm
전공정 (Core Die)	DRAM1z	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1d	DRAM 1d
후공정	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	MR-MUF	HCB
마이크론									
전공정 (Base Die)	-	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*	TSMC 3/12nm*	TSMC 3nm	TSMC 3nm
전공정 (Core Die)	-	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1b	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1c	DRAM 1d	DRAM 1d
후공정	-	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF	TC-NCF or HCB

참고: * Custom HBM (High Speed)의 경우, 3nm로 Base Die를 양산할 것으로 추정. Standard HBM의 경우, 12nm 활용할 것으로 예상.
자료: 대신증권 Research Center

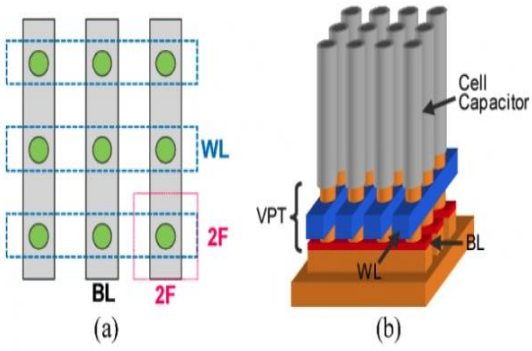
5) 길어지는 Cadence (공정 기술 개발 주기)

중장기적으로는 Cadence (공정 기술 개발 주기)의 장기화에 주목할 필요가 있다. 2D 구조의 미세화는 이제 한계에 봉착하고 있고, 공급업계는 4F Square와 3D DRAM을 차세대 DRAM Architecture로 개발하고 있다.

문제는 기술 개발의 난이도이다. 새로운 Tech가 시작될 때마다, 모두가 기술 개발의 어려움을 토로해왔으나, 이번에는 체감되는 난이도가 다르다. 공정 마진은 기존 전자현미경으로 관측이 어려운 수준까지 미세화되고 있고, 4F Square의 경우, 공정 상에서는 Etching이 Bottleneck으로, 원가 단에서는 원가 증가 제어가 쉽지 않은 상황인 것으로 추정된다. 이에, Cadence (공정 기술 개발 주기)는 과거 1.5년 주기에서 2년 혹은 그 이상으로 길어질 가능성이 높다는 판단이다. 이는 Tech Migration을 통한 생산 증가 효과가 과거 대비 제한될 수 있음을 의미한다

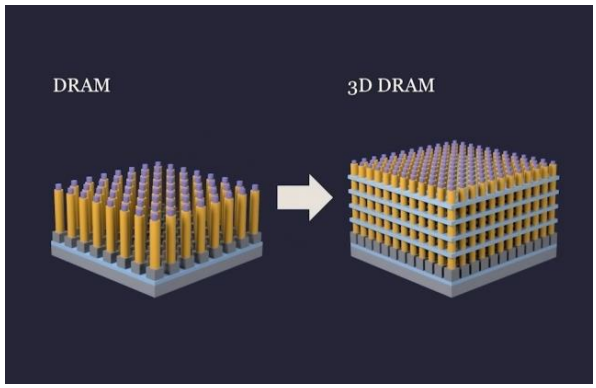
- ***삼성전자:*** DRAM 1d까지 6F Square를 적용하고, DRAM 0a로 넘어갈 것으로 전망한다. DRAM 0a부터 4F Square를 적용할 계획인 것으로 추정되며, 차선책으로 기존 6F Square 구조의 DRAM 0a 개발 또한 병행할 것이라는 판단이다.
- ***SK하이닉스:*** DRAM 0a까지는 기존 6F Square를 유지할 것으로 전망한다. DRAM 0b부터 4F Square를 적용할 것이라는 판단이다.
- ***Micron Technology:*** 경쟁사들과 달리, DRAM 0b까지 6F Square를 적용할 것으로 전망한다. 4F Square를 Skip하고, 3D DRAM으로 직행할 계획인 것으로 추정된다.
- ***신규 Architecture의 등장 시점:*** 4F Square는 2028-2029년 구간에, 3D DRAM은 2034-2035년 구간에 모습을 드러낼 것으로 전망한다.

그림 17. **4F Square**



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

그림 18. **3D DRAM**



자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

표 8. DRAM 공급업계: Tech Roadmap

	2014				2015				2016			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
삼성전자	25nm	20nm								1x		
SK 하이닉스	25nm						21nm					
Micron Technology	25nm						20nm					
CXMT												
	2017				2018				2019			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
삼성전자						1y					1z	
SK 하이닉스			1x							1y		
Micron Technology			1x					1y				1z
CXMT									19nm			
	2020				2021				2022			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
삼성전자							1a					
SK 하이닉스			1z				1a					
Micron Technology				1a								1b
CXMT											19nm	
	2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
삼성전자		1b							1b prime	1c		
SK 하이닉스	1b							1c				
Micron Technology									1c			
CXMT								16nm			16nm*	
	2026				2027				2028			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
삼성전자			1d*								0a*	
SK 하이닉스			1d*								0a*	
Micron Technology			1d*								0a*	
CXMT												

참고: * PRA 기준

자료: 각 사, 대신증권 Research Center

This time would be different

1. 계약의 실효성

장기 계약으로의 판매 구조 전환 시도는 과거 메모리반도체 주가의 고점 신호 중 하나로 작용해왔다. 2017-2018년 슈퍼사이클이 대표적인 사례라 볼 수 있다. 조심스럽지만, 이번에 다를 수 있는 이유가 있다면, 계약의 Detail이다.

(1) 2017-2018년의 사례: 현 수급 환경과 유사한 부분이 많았던 시기이다. 클린룸이 절대적으로 부족했고, 빅데이터 시대에 대비하여 다수의 하이퍼스케일에서 Multi-year LTA (다년 계약) 혹은 전용 Fab 확보 등의 옵션을 제시했다. 하지만, 그 당시, 해당 계약들은 현실화되지 않았다. 구두 계약 수준이었고, 공급업계의 급격한 Capex 상향과 신공장 가동 시작 등으로 공급 병목의 축소를 확인한 고객들은 빠르게 입장을 선회했다. 그 결과, 메모리반도체 산업은 머지않아 다운사이클을 맞이하게 되었다.

(2) 2020-2021년의 사례: 중화권 모바일 업계 중심으로 LTA 요청이 다량 접수되었다. 미중 갈등에 대비한 선제적 대응이었던 것으로 추정된다. 다만, 계약의 실효성은 제한적이었다. Upcycle의 한 가운데에서 LTA가 체결되었던 만큼, 가격의 추가 인상 기회를 LTA로 인해 놓칠 수 있다는 내부 비판론이 존재했고, 결과적으로, 큰 실익은 없었다.

(3) 이번에 다를 수 있는 이유: 현 시점에서 체결된 혹은 논의되고 있는 계약은 모두 일정 수준의 계약금을 사전 지불하는 Prepayment 구조이다. 전체 계약 내 비중 또한 매우 유의미한 수준이며, Computing 구조가 메모리반도체 수요에 긍정적으로 변한 만큼, 수요의 가시성 또한 과거 대비 높아졌다고 볼 수 있다. 그간 해외 투자자들이 문제 삼았던 "구조적 변동성 Risk"를 줄일 수 있는 변화가 될 것이라는 판단이다.

2. 장기 계약의 확산 전망

1년 이상의 계약을 장기 계약이라 한다면, HBM은 이미 장기 계약 제품이다. 매년 신제품이 출시되고 있는 만큼, 범용 DRAM과 NAND에서 논의되고 있는 3년 이상의 다년 계약이 체결되기는 어렵지만, 전년도에 차년도 물량의 80% 이상이 체결된다는 성격을 감안 시, 장기 계약 대상 제품으로 보는 것이 합리적이라는 판단이다.

범용 DRAM의 경우, 전체 매출액 내 장기 계약의 비중은 대형 거래선 1곳과의 계약 체결이 이뤄질 때마다 MS-HS% (한자릿수 중후반%)씩 상승할 것으로 전망한다. 당사의 경우, 범용 DRAM 매출액 내 장기 계약의 비중이 2Q26 10% 중반 이상으로 확대될 것으로 전망하고 있으며, 하반기로 갈수록, 해당 비중의 추가 상승을 예상한다.

HBM, 강화되는 수익성 제고 노력

2026년 HBM 시장규모 전망치를 기존 588억 달러 (y-y +74%)에서 550억 달러 (y-y +63%)로 하향한다. Rubin의 연간 출하량 하향조정 영향을 일부 반영한 결과이다.

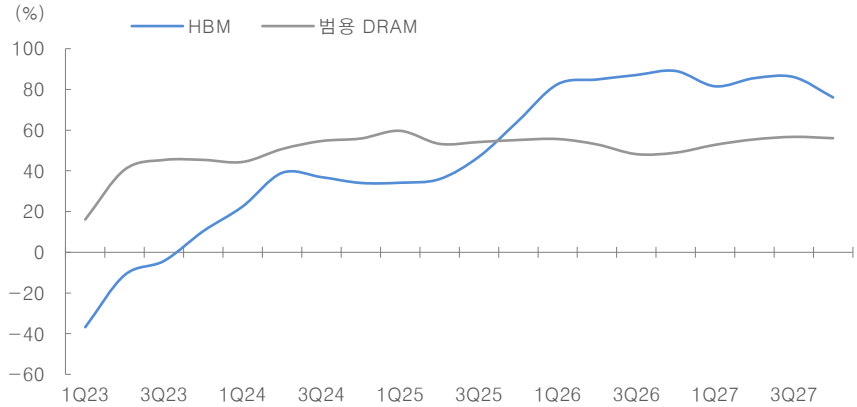
하지만, 향후 2년의 기울기는 보다 가파라질 것으로 전망한다. 2027년 시장규모 전망치를 기존 921억 달러 (y-y +57%)에서 1,098억 달러 (y-y +100%)로, 2028년 전망치를 기존 1,095억 달러 (y-y +19%)에서 1,208억 달러 (y-y +10%)로 상향한다.

(1) 출하량: HBM 출하량은 2025년 214억 Gb (y-y +73%)에서 2026년 362억 Gb (y-y +69%), 2027년 510억 Gb (y-y +41%)로 성장할 것으로 전망한다. AI 가속기의 공급 병목을 해결하기 위한 Supply Chain 전반의 투자 확대 속, 2027년 2.5D Packaging Capa의 상향 시그널이 구체화되고 있다. 최상위 GPU/ASIC 중심의 제품 믹스 개선 효과 속, HBM에서는 HBM4와 HBM4e 중심의 물량 성장 효과가 기대된다.

(2) ASP: HBM ASP는 2025년 1.58달러 (y-y +9%)에서 2026년 1.52달러 (y-y -4%), 2027년 2.15달러 (y-y +42%)로 변화할 것으로 전망한다.

- 범용 DRAM과 HBM의 수익성 역전 현상이 심화되고 있다. 1Q26 기준 수익성의 격차는 최소 15%pt 이상으로 벌어진 것으로 추정된다. 이에, HBM 수익성 제고를 위한 제 값 받기 노력이 강화될 것으로 전망한다.
- 과거와 다른 점이 있다면, HBM 뿐 아니라 범용 DRAM도 극심한 공급 부족 국면에 들어섰다는 점이다. DRAM Capa가 전체적으로 부족한 상황인 만큼, 공급업계의 "제 값 받기" 노력의 결실이 맺어질 수 있는 환경이 조성되었다는 판단이다.
- 제품 믹스 개선 효과에도 주목할 필요가 있다. 2026년이 HBM3e와 HBM4 중심이었다면, 2027년에는 HBM4와 HBM4e로 주력 제품이 변화할 예정이다.
- HBM4e의 Gb당 ASP가 HBM4 대비 30% 프리미엄을 받을 수 있는 환경임을 감안 시, 제품 믹스 변화 효과만으로도 상당 수준의 Blended ASP 상승 효과를 얻을 수 있을 것이라는 판단이다.

그림 19. 한국 반도체*: 범용 DRAM 과 HBM 의 수익성 역전 현상 심화

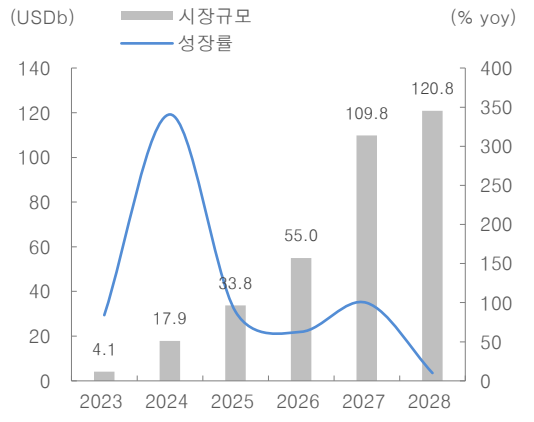


참고: * 삼성전자 메모리반도체와 SK하이닉스의 합산 기준으로 작성
자료: 대신증권 Research Center

(3) 제품 믹스의 변화: 2027년, HBM4e가 모습을 드러낼 예정이다. 다소 보수적으로 계약이 체결되었던 HBM4 대비 30% 이상의 가격 프리미엄이 예상되는 만큼, 전체적인 볼륨 성장에 긍정적 변화이고, 신제품이 유발할 선단공정 Capa 잠식 확대 효과로 수급 환경은 보다 Tight해질 것으로 전망한다.

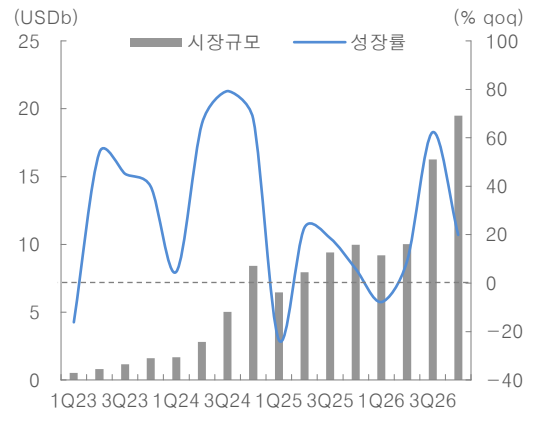
- HBM4e의 경우, 당초 16단과 20단으로 제품이 출시될 것으로 예상되었으나, DRAM Capa 부족 문제로 12단과 16단으로 제품 구성이 변화할 것으로 전망한다.
- 높게 쌓으면, 그만큼 수율 Loss가 커지기에 생산 Bit가 부족한 현 시점에서 공급난을 최소화하기 위한 선택인 것으로 추정된다.
- HBM4e의 I/O Speed는 15-16Gbps (HBM4: 최대 11.7Gbps)까지 상승할 것으로 예상된다. 그렇다면, 속도 향상을 위해 마스크 레이어가 추가되어야 할 것이고, 이는 TAT (생산 리드타임)의 장기화로 이어질 것이라 생각한다. 길어진 TAT (생산 리드타임) 속, 적정 수율 확보의 난이도는 높아질 것이고, 이는 범용 DRAM과 HBM의 Trade Ratio 상승으로 이어질 것이라는 판단이다 (기존 3:1에서 4:1-5:1로 확대). 2H26에 Sample이 본격 출하될 것이고, 1H27 제품 인증 및 초도 물량 공급이 이뤄질 것으로 전망한다.
- 2028년에는 HBM5가 출시될 것으로 전망한다. 16단과 20단으로 제품 출시가 이뤄질 것으로 예상되며, I/O Speed의 경우, 20Gbps 초반까지 상승할 것이라는 판단이다. 이에, Core Die 양산에는 DRAM 1d 공정이 활용될 것으로 전망한다.
- 시장의 관심사가 있다면, Hybrid Bonding의 도입이다. HBM4e에 Hybrid Bonding의 침투가 조기에 나타날 가능성이 존재하나, 당사의 경우, 삼성전자와 SK하이닉스 모두 HBM5부터 HCB를 적용할 것으로 전망한다 (HBM4e까지는 기존 공법 유지).

그림 20. HBM: 연간 시장규모 추이 및 전망



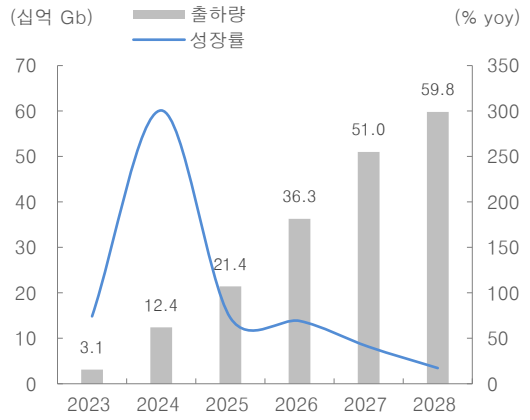
자료: 대신증권 Research Center

그림 21. HBM: 분기별 시장규모 추이 및 전망



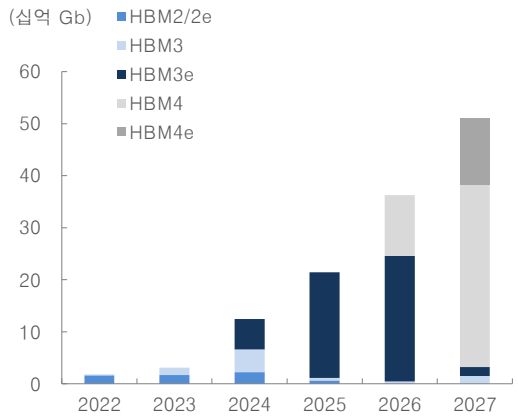
자료: 대신증권 Research Center

그림 22. HBM: 연간 출하량 추이 및 전망



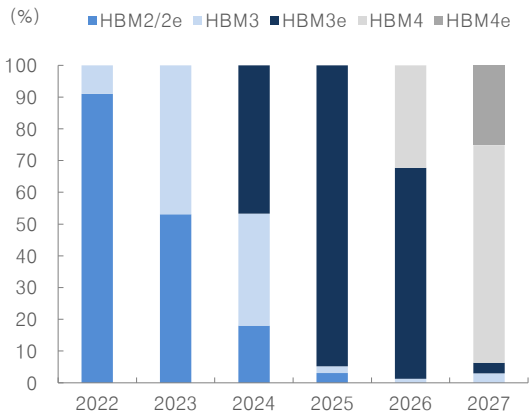
자료: 대신증권 Research Center

그림 23. HBM: 제품군별 출하량 추이 및 전망



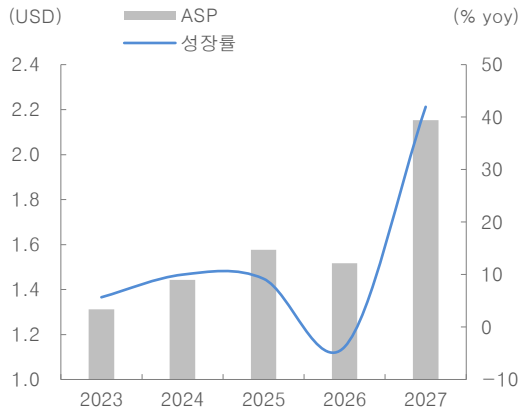
자료: 대신증권 Research Center

그림 24. HBM: 제품군별 출하 비중 추이 및 전망



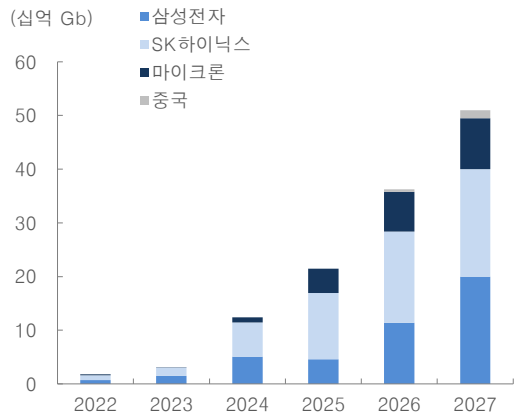
자료: 대신증권 Research Center

그림 25. HBM: 연간 ASP 추이 및 전망



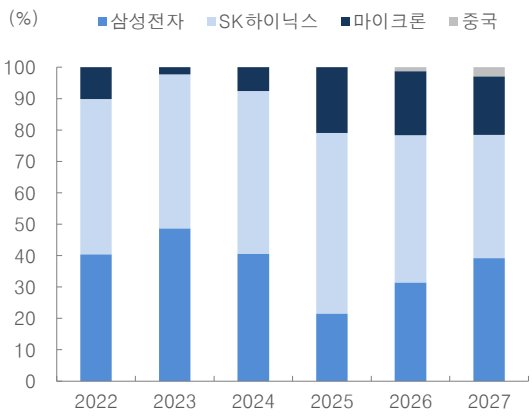
자료: 대신증권 Research Center

그림 26.HBM: 공급업체별 출하량 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 27. HBM: 공급업체별 점유율* 추이 및 전망



참고: * 출하량 기준으로 산출
자료: 대신증권 Research Center

IV. NAND, 업황과 전략의 조화

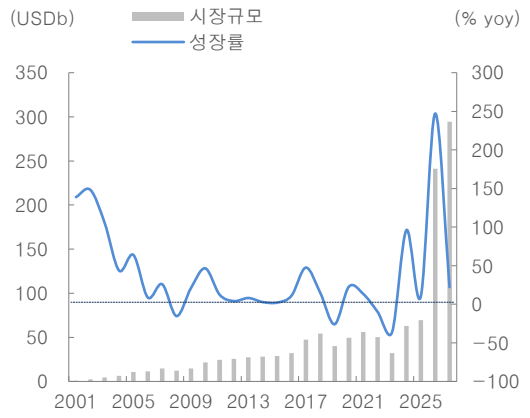
Executive Summary

2026년과 2027년 NAND 시장규모 전망치를 각각 2,410억 달러 (y-y +247%), 2,946억 달러 (y-y +22%)로 상향한다. 서버용 Storage 수요의 고성장과 절제된 증산이라는 전략적 선택이 NAND Upcycle의 강도를 드높이고 있다.

특이점이 있다면, 제품 다각화이다. AI 추론의 확산이 유발한 데이터의 계층화 속, 서버용 NAND 제품은 TLC, QLC, KV Cache (Key Value Cache), Storage Next (SLC 기반), HBF (High Bandwidth Flash) 등으로 다각화되고 있다.

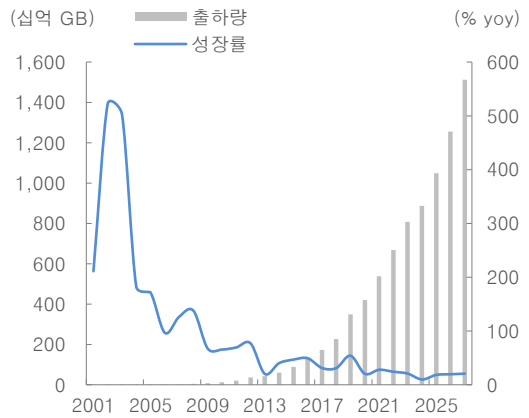
DRAM에서 경험했던 제품의 다각화가 NAND에서도 펼쳐지는 것이며, 한국 반도체의 Positioning이 우수한 만큼 NAND 시장에서의 약진을 전망한다.

그림 28. NAND 시장규모 추이 및 전망



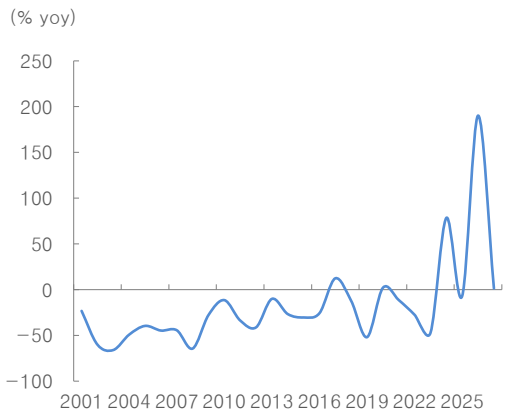
자료: 대신증권 Research Center

그림 29. NAND 출하량 추이 및 전망



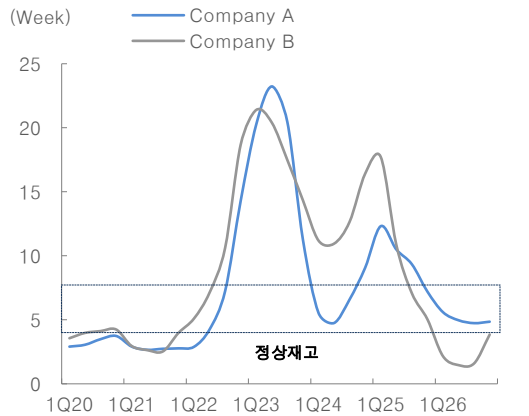
자료: 대신증권 Research Center

그림 30. NAND ASP 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 31. NAND: 공급업계의 재고주수 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

AI 추론의 확산, 다각화되는 제품

AI 추론이 유발한 데이터의 계층화 (사용 빈도에 따라, Hot Data, Warm Data, Cold Data 등으로 구분) 속, NAND 제품이 다각화될 조짐을 보이고 있다.

기존 TLC와 QLC 기반 eSSD를 넘어, KV Cache (Key Value Cache)용 SSD, Storage Next (SLC 기반), HBF 등으로 시장이 세분화될 것이라는 판단이다.

1. KV (Key Value) Cache용 SSD

Nvidia는 지난 1월 ICMS (Inference Context Memory Storage)를 발표했다. 쉽게 보면, "비싼 HBM은 연산에 활용하고, 방대한 기억 데이터는 저렴한 NAND에 맡기는" 방식으로 추론을 효율화 (연산 효율 강화, 비용 절감)하는 솔루션에 해당한다.

- DRAM과 고부가 NAND를 결합하여 당장의 Computing에 필요한 데이터는 DRAM에, 방대한 문맥 (Context) 데이터는 전용 저장소 (Storage)에 계층화하여 관리하는 솔루션에 해당한다. 추론 속도 및 처리량을 극대화하기 위한 목적이다.

  이에, KV Cache용 SSD가 모습을 드러내고 있다. ICMS와 같은 NAND Offloading 기술의 상용화를 위해선 Random Read/Write 효율 개선을 통한 속도 향상이 필요하며, 이에 KV Cache용 SSD에선 16 Plane 구조를 적용한 것으로 추정된다.

- 16 Plane의 경우, Plane을 기존 대비 많은 16개로 늘려 데이터를 병렬로 처리하는 구조이다. 데이터를 처리하는 통로를 확대하여 데이터 전송 속도를 급격히 끌어올릴 수 있었던 것으로 추정된다.

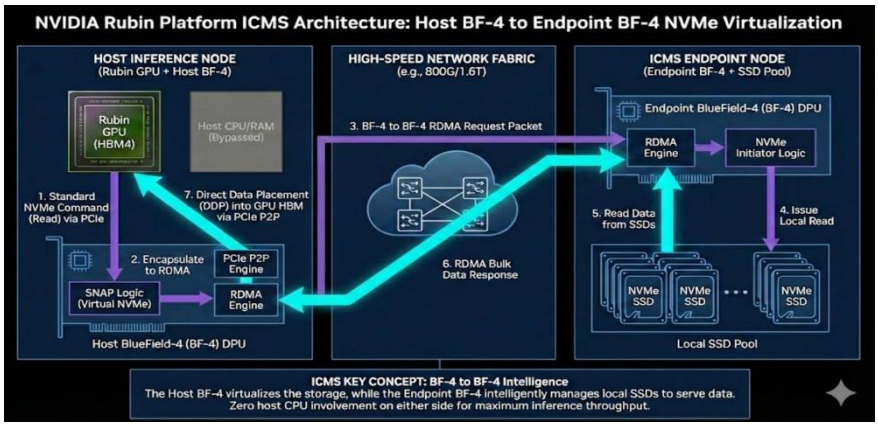
  해당 시장의 경우, 한국 반도체가 Outperform 할 수 있는 시장이 될 것으로 전망한다. DRAM 3사의 경우, SSD 내 탑재되는 구형 DRAM (DDR4)을 자체수급할 수 있다.

- Kioxia와 SanDisk의 경우, 현재 구형 DRAM 수급난을 경험하고 있으며, Nanya에 지분투자까지 하기로 결정한 상황이다.

- 일부 NAND 업체의 경우, NAND Controller 수주를 조건으로 구형 DRAM 물량 확보에 나서고 있는 것으로 추정된다.

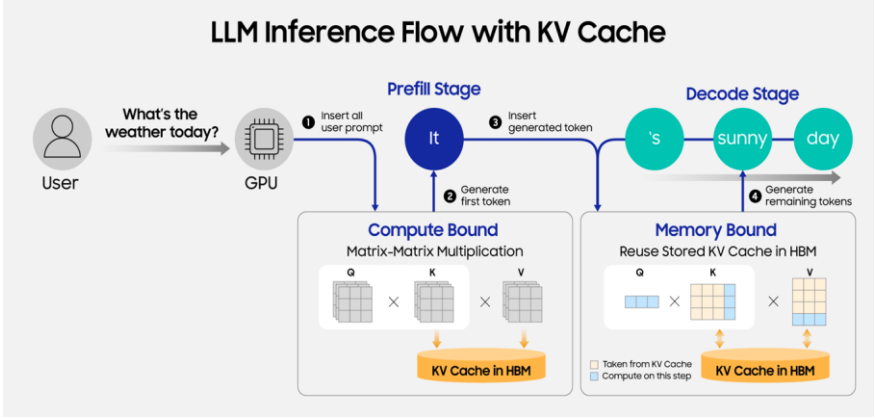
  공급망의 우위 속, Kioxia, SanDisk와 같은 순수 NAND 업체 대비 해당 시장에서 강점을 가져갈 수 있을 것이라는 판단이다.

그림 32. Nvidia: ICMS (Inference Context Memory Storage)



자료: Nvidia, 대신증권 Research Center

그림 33. KV Cache: LLM 추론에서의 발생 과정



자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 9. Nvidia: ICMS (Inference Context Memory Storage)

구분	내용
개요	– AI 추론 과정에서 발생하는 Key–Value Cache 를 효율적으로 관리하기 위한 차세대 메모리 솔루션. – DRAM 과 고부가 NAND 제품을 결합하여 당장의 Computing 에 필요한 데이터는 DRAM 에, 방대한 문맥 데이터는 전용 저장소 (Storage)에 계층화하여 관리하는 기술에 해당.
성능 향상	1. 추론 속도 및 처리량 극대화: 데이터가 몰릴 때 발생하는 병목 현상을 제거. Read/Write 대역폭을 최적화하여 Token 생성 속도 향상에 기여 가능. 2. 비용 효율성 강화 및 전력 소모 감소: 서버 구축 비용 (TCO) 절감에 기여 가능.

자료: 대신증권 Research Center

2. 차세대 제품은 무엇일까? (Feat. Storage Next, HBF)

차세대 NAND 제품에 대한 개발 또한 전개되고 있다. SLC (Cell당 1 Bit 저장, 속도에 있어 강점을 보유) 기반 Storage Next, HBF (High Bandwidth Flash)가 그 대상이다. 고객의 선택에 따라, 상용화 제품이 달라질 가능성이 있는 만큼, 모든 NAND 업계가 Dual로 제품 개발에 나서고 있는 것으로 추정된다.

1) Storage Next

Kioxia는 지난 3월 GTC 2026에서 Super High IOPS SSD를 발표했다. 현 주류 제품인 TLC와 QLC 기반이 아닌 자사의 XL-Flash를 기반으로 한 제품으로 16-Plane Architecture를 통해 기존 제품 대비 낮은 지연 (Low Latency)와 높은 Read/Write 성능을 확보했다는 것이 특징이다. NAND 제품이 그간 용량 확대에 초점을 두었던 것과 달리, 속도와 저지연에 초점을 둔 기술로 Cell당 1 Bit를 저장하는 SLC 기반 기술인 것으로 추정된다 (기존 NAND 대비 속도가 10배 빠르다는 강점, Boosting 회로를 탑재).

현재 10세대 공정 (V10)으로 제품 개발이 진행되고 있으며, 삼성전자, Kioxia, Micron Technology에서 가장 적극적으로 해당 기술의 상용화를 추진하고 있는 것으로 판단된다. HBF 대비 제조원가가 낮다는 점과 기존 Interface의 적용을 통해 Eco System 형성에 유리하는 강점을 보유하고 있는 것으로 추정된다.

2) HBF (High Bandwidth Flash)

Storage Next와 다르게, HBM과 같은 적층 기술을 통해 기술적 한계를 돌파하려는 시도도 병행되고 있다. HBF로 불리는 해당 제품의 경우, SK하이닉스와 SanDisk가 가장 적극적으로 개발을 하고 있는 것으로 추정된다.

1) 장점: TSV 공정을 통해 Bandwidth를 확대하여 빠른 속도를 구현할 수 있다.

2) 단점: TSV를 활용하는 만큼 제조원가가 높다는 단점이 있다. 원가 부담으로 DRAM과 가격이 유사해질 경우, HBF가 가지는 강점이 일부 퇴색될 수 있다는 판단이다. Eco System 형성도 관건이다. 공급사 주도로 개발이 이뤄지고 있는 만큼 고객의 수용 의지가 향후 중요해질 수 있다. CSP 중심으로 제품 도입 논의가 활발한 것으로 추정된다.

그림 34. NAND ASP 추이 및 전망

자료: Kioxia, 대신증권 Research Center

그림 35. HBF (High Bandwidth Flash)

자료: 언론보도, 대신증권 Research Center

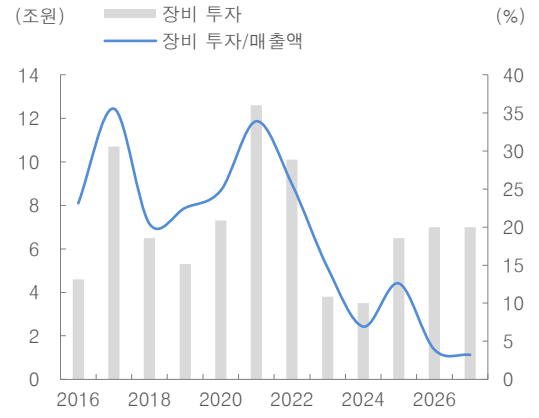
전략의 변화, 절제의 미덕

서버에서의 강한 수요 성장 기회가 NAND의 Upcycle을 주도하고 있다. Upcycle의 강도가 높아지고 있는 또다른 배경이 있다면, 공급업계의 달라진 대응 방식이다.

- 수급 괴리율이 확대된 만큼, 공급업계의 Capex도 상향되고 있다. 대표적으로, Kioxia의 경우, 기존 대비 Capex를 40% 상향할 방침인 것으로 추정된다.
- 다만, 기저가 매우 낮다는 점에 주목할 필요가 있다. 신규 투자는 지양하고, 기존 가용 Capa의 활용력을 극대화 (가동률 상향, 선단공정 전환투자를 통한 Wafer당 생산성 향상, 서버 중심으로 제품 믹스를 변경 등)하는 것이 공급업계의 달라진 대응 방식이다.
- YMTC의 공격적 증산에 따른 중장기 중국 시장 점유율 축소 Risk, DRAM 대비 제한적인 생산 제약 환경 등이 절제된 증산을 선택한 배경인 것으로 추정된다.

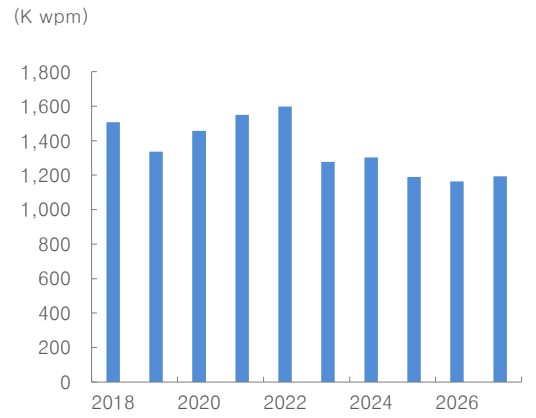
우호적 업황과 공급업계의 현명한 대응이 Upcycle의 강도를 드높이고 있다. 서버 중심의 제품 믹스 변화 속, 서버 외 응용처에서의 공급 부족이 현실화되기 시작했고, 모바일향으로는 전분기 대비 100% 가격 인상을 수용하는 고객들이 생겨나기 시작했다. 전략적 Big Deal에 대한 기대감도 높아지고 있는 상황이다. Upcycle의 강도가 빠르게 높아지고 있는 만큼, 그 가치가 주가에 추가 반영될 필요가 있다는 판단이다.

그림 36. 한국 반도체*: NAND 장비투자/매출액 전망



참고: * 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 37. 글로벌 NAND Capa* 추이 및 전망



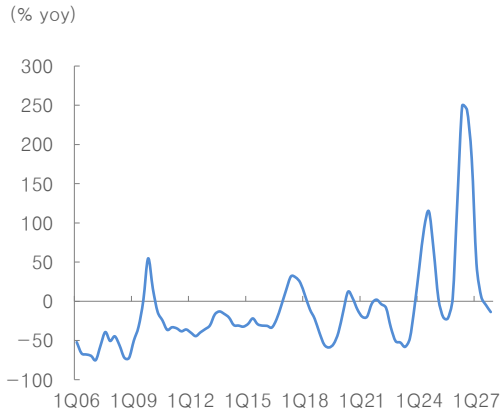
참고: * YMTC 제외
자료: 대신증권 Research Center

표 10. 글로벌 NAND Capa 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
글로벌 NAND Capa	1,222	1,387	1,534	1,570	1,363	1,321	1,317	1,343	1,328	1,333	1,361	1,352
성장률 (q-q, %)	6	14	11	2	-13	-3	-0	2	-1	0	2	-1
성장률 (y-y, %)	-25	-9	21	36	12	-5	-14	-14	-3	1	3	1
삼성전자	360	440	530	560	450	410	401	390	375	365	355	330
성장률 (q-q, %)	9	22	20	6	-20	-9	-2	-3	-4	-3	-3	-7
성장률 (y-y, %)	-45	-21	28	70	25	-7	-24	-30	-17	-11	-11	-15
Kioxia/SanDisk	390	460	460	460	400	400	400	400	401	406	420	425
성장률 (q-q, %)	11	18	0	0	-13	0	0	0	0	1	3	1
성장률 (y-y, %)	-10	6	28	31	3	-13	-13	-13	0	1	5	6
SK하이닉스	135	140	150	150	130	128	121	133	130	130	130	130
성장률 (q-q, %)	0	4	7	0	-13	-2	-5	10	-2	0	0	0
성장률 (y-y, %)	-21	-18	7	11	-4	-9	-19	-11	0	2	7	-2
Solidigm	60	60	80	85	85	85	85	95	95	95	95	95
성장률 (q-q, %)	-8	0	33	6	0	0	0	12	0	0	0	0
성장률 (y-y, %)	-35	-35	14	31	42	42	6	12	12	12	12	0
Micron Technology	130	130	155	155	130	130	130	130	130	130	130	130
성장률 (q-q, %)	0	0	19	0	-16	0	0	0	0	0	0	0
성장률 (y-y, %)	-4	-4	15	19	0	0	-16	-16	0	0	0	0
YMTC	120	125	125	130	140	140	150	160	160	170	190	201
성장률 (q-q, %)	0	4	0	4	8	0	7	7	0	6	12	6
성장률 (y-y, %)	0	4	4	8	17	12	20	23	14	21	27	26

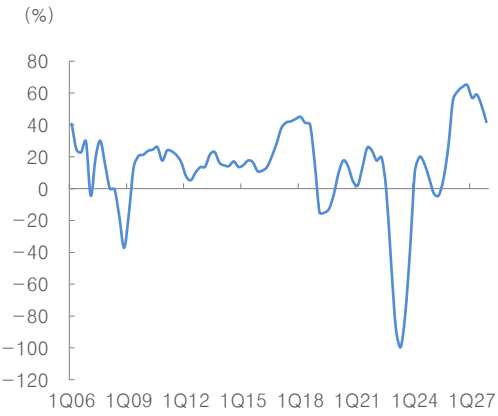
자료: 대신증권 Research Center

그림 38. 한국 반도체*: NAND ASP 추이 및 전망



참고: * 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

그림 39. 한국 반도체*: 분기별 NAND 영업이익률



참고: * 삼성전자와 SK하이닉스 합산 기준
자료: 대신증권 Research Center

V. 대형주 투자전략

삼성전자와 SK 하이닉스 목표주가 상향

이익 전망 상향 분을 반영하여 삼성전자의 목표주가를 기존 270,000원에서 330,000원으로, SK하이닉스의 목표주가를 기존 1,450,000원에서 1,700,000원으로 상향한다.

1) 이익 전망 상향

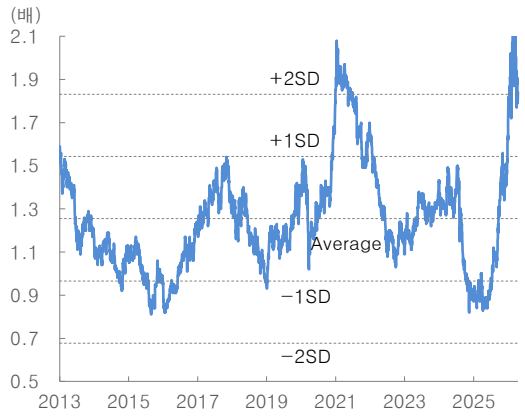
- 삼성전자: 2026년과 2027년 영업이익 전망을 각각 307조원에서 342조원, 335조원에서 410조원으로 상향한다.
- SK하이닉스: 2026년과 2027년 영업이익 전망을 각각 232조원에서 263조원, 260조원에서 332조원으로 상향한다.

2) 여전히 저렴한 Valuation

당사 이익 전망 기준 삼성전자와 SK하이닉스의 P/E는 2026년 기준 4.8배와 3.9배, 2027년 기준 4.0배와 3.1배에 불과하다. 예상 대비 가파른 단기 이익 성장의 기울기, 다년 장기 계약의 확산으로 안정화될 사이클의 변동성, 2027년 본격화될 HBM 수익성 제고 노력 등을 감안 시, Valuation Re-Rating의 여지는 충분하며, 줄어드는 사이클의 변동성과 이에 기반한 주주환원의 강화, 재투자 여력의 확대는 외국인 투자자들이 지난 수십년간 기대해온 메모리반도체의 이상적 변화 방향이다. 해당 가치에 주목한다.

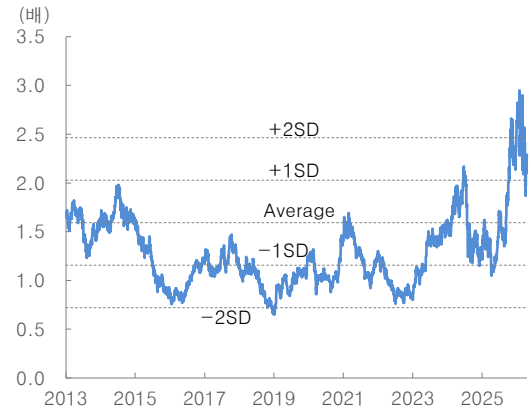
- 삼성전자: 메모리반도체 초호황 속, FCF의 급증이 예상된다. 늘어나는 재원은 M&A를 통한 세트 성장 동력 확보, 비메모리반도체 경쟁력 강화를 위한 투자 확대, 자사주 매입/소각과 특별배당의 확대 등에 활용될 것이고, 이는 주가에 긍정적 변화이다.
- SK하이닉스: ADR 발행과 전통적 주주환원의 강화에 많은 재원이 활용될 것으로 전망한다. ADR의 경우, 기존 주주가치를 희석시키는 변화가 되지 않을 것이라 생각한다. 자사주 매입/소각 옵션으로 주주가치를 유지할 가능성이 높다는 판단이다. 잔여 재원의 경우, 전통적 주주환원 정책 (배당 정책) 강화의 수단으로 활용될 것이라 생각한다.

그림 40. 삼성전자: 12m Fwd P/B 추이



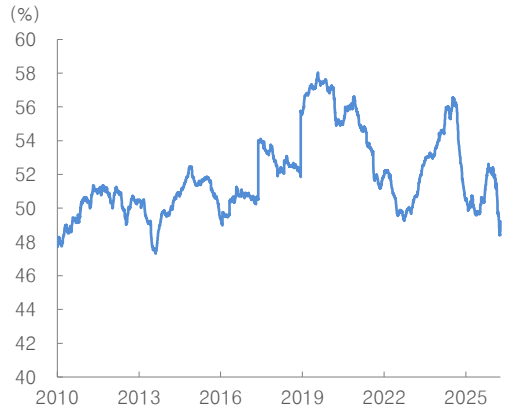
참고: 평균과 표준편차는 2023-2026년 일별 데이터를 기준으로 산출
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 41. SK 하이닉스: 12m Fwd P/B 추이



참고: 평균과 표준편차는 2023-2026년 일별 데이터를 기준으로 산출
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 42. 삼성전자: 외국인 지분율 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 43. SK 하이닉스: 외국인 지분율 추이

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 11. 삼성전자: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,451	1,465	1,470	1,450	1,400	1,423	1,446	1,400
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.5	27.3	31.1	31.9	32.0	32.8	35.8	37.1	114.8	137.7	165.3
QoQ	0	11	14	3	0	3	9	4			
YoY	-7	-1	12	31	31	20	15	16	8	20	20
DRAM ASP/Gb (USD)	0.37	0.38	0.43	0.60	1.16	1.73	1.81	1.86	0.45	1.65	1.84
QoQ	-20	2	14	40	92	50	5	2			
YoY	22	4	12	30	211	359	321	209	20	265	12
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	25.7	26.7	26.4	22.1	23.9	26.5	29.6	30.3	100.9	110.2	126.3
QoQ	-17	4	-1	-17	8	11	12	2			
YoY	43	28	16	-28	-7	-1	12	37	9	9	15
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.28	0.34	0.34	0.36	0.34	0.35	0.39	0.57	0.33	0.42	1.66
QoQ	21	19	1	6	-4	1	14	44			
YoY	32	68	65	53	21	3	16	59	52	28	296
NAND 출하량 (십억 GB)	55.6	71.1	78.1	69.7	76.1	76.1	76.9	75.7	274.5	304.8	362.6
QoQ	-11	28	10	-11	9	0	1	-2			
YoY	-24	3	21	12	37	7	-2	9	2	11	19
NAND ASP/GB (USD)	0.076	0.073	0.077	0.095	0.177	0.248	0.263	0.271	0.080	0.240	0.250
QoQ	-16	-5	6	23	87	40	6	3			
YoY	2	-19	-20	4	133	242	243	186	-8	200	4
스마트폰 출하량 (백만 대)	61	58	62	60	59	58	63	60	240	240	232
QoQ	17	-4	6	-2	-2	-2	9	-5			
YoY	1	8	7	16	-3	0	2	0	8	0	-3
스마트폰 ASP (USD)	326	271	305	244	339	279	314	244	287	294	304
QoQ	25	-17	12	-20	39	-18	12	-22			
YoY	-3	-3	3	-6	4	3	3	0	-3	3	3

자료: 대신증권 리서치센터

표 12. **삼성전자: 실적 추이 및 전망** (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**79,141**	**74,566**	**86,062**	**93,837**	**133,000**	**170,585**	**190,908**	**186,119**	**333,606**	**680,612**	**813,481**
DS 사업부문	**25,131**	**27,875**	**33,117**	**44,005**	**82,826**	**120,457**	**132,980**	**134,591**	**130,128**	**470,854**	**596,402**
메모리반도체	19,069	21,178	26,690	37,143	73,991	111,325	123,517	125,363	104,081	434,195	553,561
DRAM	13,018	14,110	18,436	27,642	54,211	83,542	94,177	96,622	73,205	328,553	426,825
NAND	6,051	7,069	8,255	9,502	19,780	27,783	29,340	28,740	30,876	105,643	126,736
비메모리반도체	6,062	6,697	6,426	6,862	8,835	9,132	9,463	9,228	26,047	36,659	42,841
DX 사업부문	**51,717**	**43,570**	**48,375**	**44,305**	**52,492**	**46,140**	**51,720**	**43,927**	**187,967**	**194,279**	**193,420**
MX/Network	37,000	29,200	34,100	29,300	37,675	31,164	37,204	28,741	129,600	134,785	132,725
CE/VD	14,500	14,100	13,900	14,800	14,592	14,707	14,177	14,925	57,300	58,402	59,570
삼성디스플레이	**5,867**	**6,380**	**8,102**	**9,493**	**6,102**	**6,827**	**8,750**	**9,968**	**29,842**	**31,646**	**33,926**
Harman	**3,419**	**3,830**	**3,954**	**4,580**	**3,636**	**4,161**	**4,459**	**4,633**	**15,783**	**16,888**	**17,733**
영업이익	**6,685**	**4,676**	**12,166**	**20,074**	**57,200**	**85,526**	**97,845**	**101,355**	**43,601**	**341,926**	**410,054**
DS 사업부문	**1,106**	**350**	**6,991**	**16,411**	**52,994**	**84,355**	**95,445**	**99,005**	**24,858**	**331,800**	**397,762**
메모리반도체	3,400	2,950	7,700	17,800	54,500	85,363	95,922	99,101	31,850	334,887	396,827
DRAM	3,700	3,250	6,800	15,700	42,900	68,139	77,146	80,421	29,450	268,606	330,664
NAND	-300	-300	900	2,100	11,600	17,224	18,776	18,680	2,400	66,281	66,162
비메모리반도체	-2,294	-2,600	-709	-1,389	-1,506	-1,008	-477	-96	-6,992	-3,087	936
DX 사업부문	**4,722**	**3,326**	**3,469**	**1,336**	**3,553**	**298**	**441**	**17**	**12,853**	**4,309**	**6,193**
MX/Network	4,300	3,100	3,600	1,900	3,414	148	365	170	12,900	4,098	5,448
CE/VD	300	200	-100	-600	139	150	76	-154	-200	211	745
삼성디스플레이	**462**	**473**	**1,225**	**1,956**	**365**	**479**	**1,489**	**1,894**	**4,116**	**4,227**	**4,369**
Harman	**307**	**484**	**421**	**320**	**326**	**393**	**470**	**438**	**1,531**	**1,628**	**1,729**
영업이익률	**8**	**6**	**14**	**21**	**43**	**50**	**51**	**54**	**13**	**50**	**50**
DS 사업부문	**4**	**1**	**21**	**37**	**64**	**70**	**72**	**74**	**19**	**70**	**67**
메모리반도체	18	14	29	48	74	77	78	79	31	77	72
DRAM	28	23	37	57	79	82	82	83	40	82	77
NAND	-5	-4	11	22	59	62	64	65	8	63	52
비메모리반도체	-38	-39	-11	-20	-17	-11	-5	-1	-27	-8	2
DX 사업부문	**9**	**8**	**7**	**3**	**7**	**1**	**1**	**0**	**7**	**2**	**3**
MX/Network	12	11	11	6	9	0	1	1	10	3	4
CE/VD	2	1	-1	-4	1	1	1	-1	-0	0	1
삼성디스플레이	**8**	**7**	**15**	**21**	**6**	**7**	**17**	**19**	**14**	**13**	**13**
Harman	**9**	**13**	**11**	**7**	**9**	**9**	**11**	**9**	**10**	**10**	**10**

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 13. SK 하이닉스: 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
환율 (KRW/USD)	1,453	1,404	1,385	1,451	1,465	1,470	1,450	1,400	1,423	1,446	1,400
DRAM 출하량 (십억 Gb)	18.7	23.4	25.3	25.5	24.9	27.1	30.4	32.9	92.9	115.2	142.8
QoQ	-7	25	8	1	-2	9	12	8			
YoY	16	19	32	26	33	16	20	29	24	24	24
DRAM ASP/Gb (USD)	0.51	0.52	0.54	0.67	1.12	1.55	1.73	1.80	0.57	1.58	1.81
QoQ	0	1	5	24	66	39	11	4			
YoY	51	29	16	31	117	200	219	169	30	179	15
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	16.0	20.4	22.1	22.1	20.7	22.8	26.2	28.5	80.6	98.2	122.8
QoQ	-8	27	8	0	-6	10	15	9			
YoY	4	10	28	27	29	12	19	29	17	22	25
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	0.33	0.34	0.37	0.53	1.09	1.61	1.74	1.81	0.40	1.59	1.75
QoQ	-7	4	10	41	106	48	8	4			
YoY	9	0	4	51	234	374	363	243	18	300	10
NAND 출하량 (십억 GB)	33.7	58.9	55.2	60.6	58.2	60.6	64.4	66.8	208.4	250.0	299.9
QoQ	-19	75	-6	10	-4	4	6	4			
YoY	-36	14	26	45	73	3	17	10	10	20	20
NAND ASP/GB (USD)	0.064	0.058	0.064	0.084	0.147	0.208	0.226	0.233	0.068	0.205	0.216
QoQ	-20	-9	11	31	75	41	9	3			
YoY	3	-20	-24	5	130	258	252	177	-8	201	5

자료: 대신증권 Research Center

표 14. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	17,639	22,232	24,449	32,827	53,706	80,849	97,649	105,206	97,147	337,410	454,935
DRAM	14,037	17,124	19,084	24,659	40,732	61,876	76,079	82,945	74,904	261,632	362,668
NAND	3,229	4,728	4,989	7,744	12,563	18,549	21,129	21,809	20,690	74,050	90,545
기타	373	380	376	423	411	423	441	452	1,552	1,728	1,723
영업이익	7,441	9,213	11,383	19,170	38,912	62,551	77,019	84,810	47,206	263,292	332,597
DRAM	7,500	9,500	11,500	17,000	32,563	51,485	63,608	70,703	45,500	218,359	285,371
NAND	15	-202	-86	2,371	6,410	11,129	13,478	14,175	2,099	45,193	47,398
기타	-75	-85	-31	-202	-62	-63	-66	-68	-393	-259	-172
세전이익	9,299	8,723	14,790	17,653	39,868	64,019	79,028	87,187	50,466	270,103	342,952
순이익	8,108	6,996	12,598	15,246	29,901	48,014	59,271	65,390	42,948	202,577	250,355
이익률 (%)											
영업이익	42	41	47	58	72	77	79	81	49	78	73
DRAM	53	55	60	69	80	83	84	85	61	83	79
NAND	0	-4	-2	31	51	60	64	65	10	61	52
기타	-20	-22	-8	-48	-15	-15	-15	-15	-25	-15	-10
세전이익	53	39	60	54	74	79	81	83	52	80	75
순이익	46	31	52	46	56	59	61	62	44	60	55

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:류형근)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견

Overweight(비중확대):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

Neutral(중립):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

Underweight(비중축소):
:향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

Buy(매수):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

Marketperform(시장수익률):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

Underperform(시장수익률 하회):
:향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

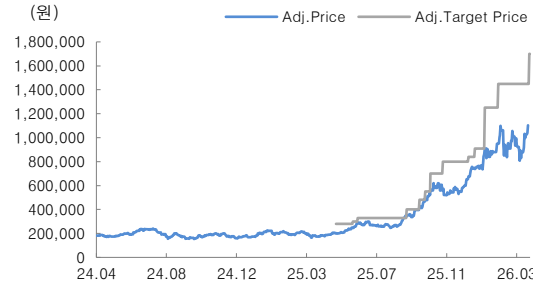
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.5%	9.5%	0.0%

(기준일자: 20260412)

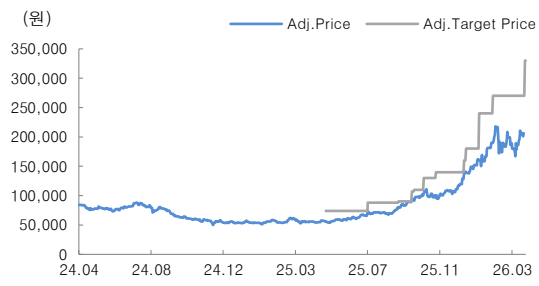
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.16	26.02.22	26.01.30	26.01.13	26.01.02	25.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,700,000	1,450,000	1,250,000	910,000	840,000	800,000
괴리율(평균,%)		(34.05)	(29.65)	(14.09)	(12.40)	(29.39)
괴리율(최대/최소,%)		(23.93)	(24.08)	(0.11)	(10.00)	(15.38)
제시일자	25.10.29	25.10.20	25.10.10	25.09.18	25.06.26	25.06.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	700,000	550,000	480,000	400,000	330,000	300,000
괴리율(평균,%)	(15.84)	(7.45)	(9.71)	(10.81)	(16.21)	(11.53)
괴리율(최대/최소,%)	(11.43)	1.45	(3.02)	(1.13)	5.45	(4.67)
제시일자	25.05.20					
투자의견	Buy					
목표주가	280,000					
괴리율(평균,%)	(21.74)					
괴리율(최대/최소,%)	(11.07)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.04.16	26.02.22	26.01.30	26.01.08	26.01.05	25.11.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	330,000	270,000	240,000	180,000	160,000	140,000
괴리율(평균,%)		(28.68)	(29.00)	(16.94)	(12.77)	(22.67)
괴리율(최대/최소,%)		(19.26)	(20.79)	(9.78)	(11.88)	(1.36)
제시일자	25.10.30	25.10.14	25.10.10	25.09.18	25.07.29	25.05.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	130,000	110,000	107,000	90,000	88,000	74,000
괴리율(평균,%)	(21.80)	(10.14)	(12.80)	(6.02)	(18.94)	(18.10)
괴리율(최대/최소,%)	(14.54)	(5.36)	(12.80)	(1.11)	(9.77)	(4.86)
제시일자	25.05.22	25.05.20				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	74,000	74,000				
괴리율(평균,%)	(24.59)	(24.73)				
괴리율(최대/최소,%)	(24.46)	(24.73)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						