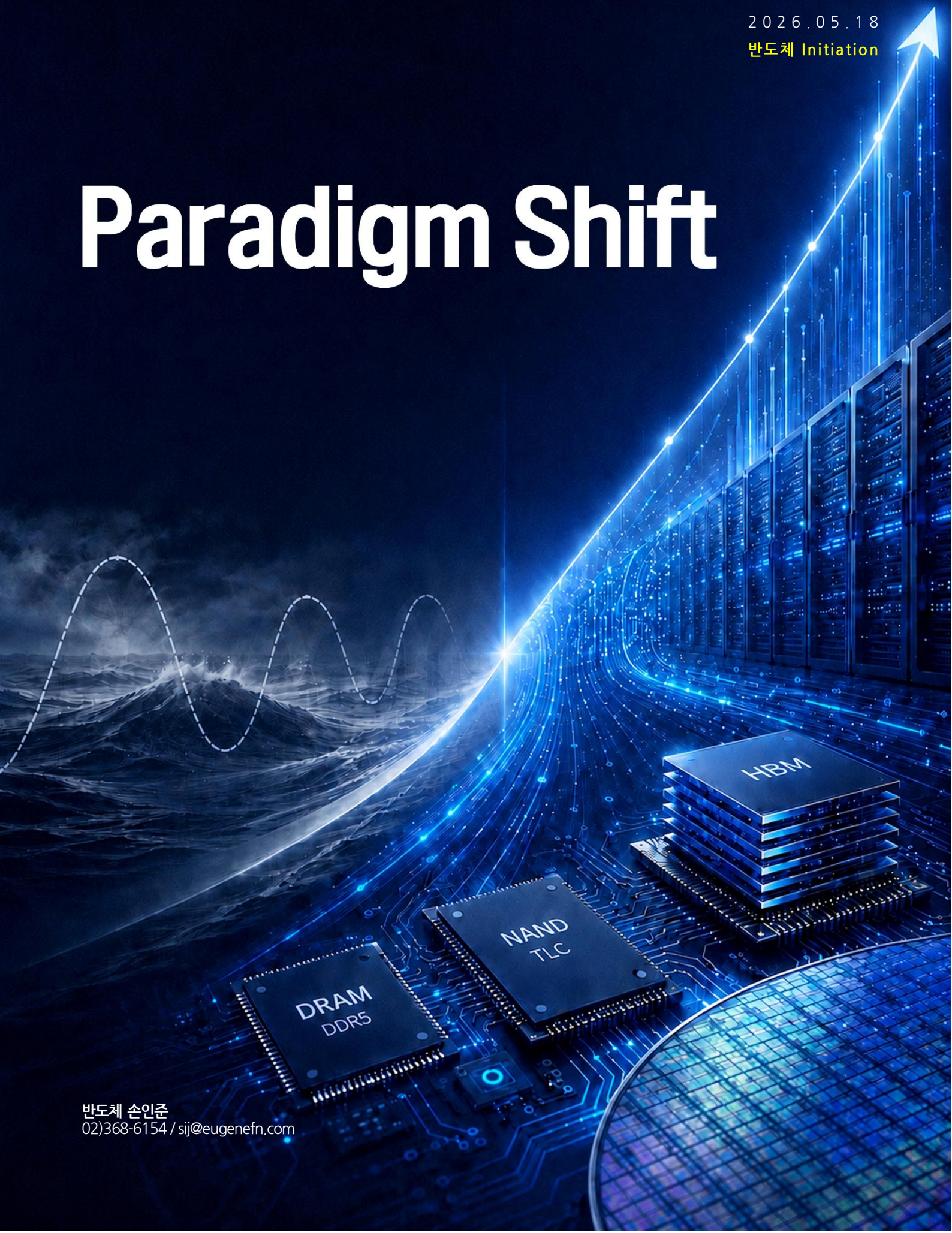
유진투자증권

2026.05.18

반도체 Initiation

Paradigm Shift



반도체 손인준
02)368-6154 / sij@eugenefn.com

Contents

I. 시선의 변화 4

현물가와 주가의 디커플링: 시장 시선의 구조적 변화 4

구조적 변화의 본질: 사이클 자산에서 전략 자산으로 5

소부장 체급을 바꿀 WFE 메모리의 비중 확대 7

II. 전방위적 메모리 가격 상승 지속 10

Agentic AI와 메모리 수요의 비선형적 급증 10

메모리 요구량 증가를 이끄는 AI 로드맵 12

AI 투자 – FCF/OCF 100%를 향해 13

메모리 가격 추가 상승의 근거: 원가 흡수 여력과 대역폭 가치 16

III. 메모리 수급 전망: 2027 년 쇼티지 극대화 20

DRAM 수요: 서버 DRAM 2 년 연속 +40%YoY 증가 전망 20

DRAM 공급: 2027 년까지 글로벌 증설 효과는 미미 25

NAND 수요: 2027 년 eSSD 수요 비중 50% 돌파 29

NAND 공급: 클린룸 제약과 YMTC DRAM 진출이라는 호재 32

2027 년 쇼티지 심화와 메모리 업종 리레이팅의 시작 34

기업분석 35

삼성전자

SK 하이닉스

브이엠

테스

Summary

Pardigm Shift

- 메모리 업종은 현물가와 주가가 동행하던 전통적 사이클 프레임에서 벗어나, LTA 확대와 AI 인프라 수요의 장기 가시성에 기반한 구조적 리레이팅 국면에 진입하고 있다. 이는 시장의 관심이 단기 가격보다 이익의 지속성과 구조적 안정성으로 이동했기 때문으로 판단한다. 특히 주요 고객과의 3~5 년 단위, 최소 가격 메커니즘 및 선지급금 구조에 기반한 LTA 계약 확대는 급격한 다운사이클 리스크를 완화할 전망이다. 이익 가시성 확보, CapEx Intensity 안정화, 주주환원 확대 등으로 벨류에이션 눈높이 변화의 초입에 들어섰다고 판단한다.

- 글로벌 WFE 시장은 2025 년 $111B → 2027 년 $180B 로 확대될 전망이다. 특히 DRAM 3 사의 CapEx 증가율은 2026 년 +56.0%, 2027 년 +22.4%로 주요 파운드리 업체를 상회할 것으로 예상된다. HBM 의 웨이퍼당 생산 bit 감소에 따른 DRAM 공급 부족 지속과 고성능 TLC eSSD 수요 급증에 따른 NAND 전환 투자 가속화를 감안하면, 메모리 CapEx 확대로 인해 국내 소부장, 특히 장비 업체들의 실적 성장과 밸류에이션 확장이 지속될 것으로 전망한다.

- Agentic AI 확산은 메모리 수요를 비선형적으로 증가시키고 있다. 하이퍼스케일러의 AI 인프라 투자 강도 역시 메모리 수요 확대를 뒷받침한다. 5 대 하이퍼스케일러의 CapEx/OCF 는 2023 년 40%에서 2026~2027 년 93%까지 상승할 것으로 예상되며, 이는 AI 인프라 확보가 현금흐름의 최우선 배분처로 자리 잡고 있음을 보여준다. 채용량 증가 추세 속 AI 서버 BOM 흡수 여력과 HBM 대역폭 가치는 모두 ASP 의 추가 상방을 지지하며, DRAM·NAND 공급 부족 장기화 속에서 범용 DRAM, HBM, NAND 모두 궁극적으로 OPM 80% 수준에 수렴할 가능성이 높다고 판단한다.

- DRAM 과 NAND 모두 2027 년으로 갈수록 공급 부족이 심화될 전망이다. 서버 DRAM 이 2026~2027 년 2 년 연속 +40% YoY 성장하고, Server DRAM+HBM 비중이 2025 년 45%에서 2027 년 62%까지 확대되며 DRAM 의 수요 성장을 견인할 것으로 보인다. NAND 역시 eSSD 수요가 2026 년 +84%, 2027 년 +56% 증가하며 '27 년 기준 비중이 53%로 상승할 전망이다. 반면 DRAM 은 인프라 제약과 HBM Capa 잠식, NAND 는 DRAM 우선 투자와 YMTC 의 DRAM 진출 영향으로 공급 확대가 제한적이다. 결국 2027 년은 DRAM 과 NAND 모두 쇼티지가 극대화되는 구간이 될 전망이다.

- 삼성전자와 SK 하이닉스에 대해 Strong Buy 의견을 유지한다. 서버향 매출 비중은 이미 50%를 넘어섰으며, 동시에 CapEx Intensity 는 10% 초반 수준까지 낮아졌다. BTO(Build-To-Order) 정책을 도입 이후 12MF PER 25 배 이상으로 리레이팅된 HDD 업종은, LTA 확산을 통해 구조적 변화의 초입에 진입한 메모리 업종의 벨류에이션 재평가 가능성을 가늠할 수 있는 좋은 참고 사례로 판단한다.

- 소부장 Top Pick 은 브이엠으로 제시한다. DRAM 공급 부족으로 인한 메모리 투자 사이클 가속화의 최대 수혜를 입고 있으며, 신규 장비 출시와 고객사 확대로 2027 년과 그 이후 차별적인 성장세가 이어질 것으로 보인다.

I. 시선의 변화

현물가와 주가의 디커플링: 시장 시선의 구조적 변화

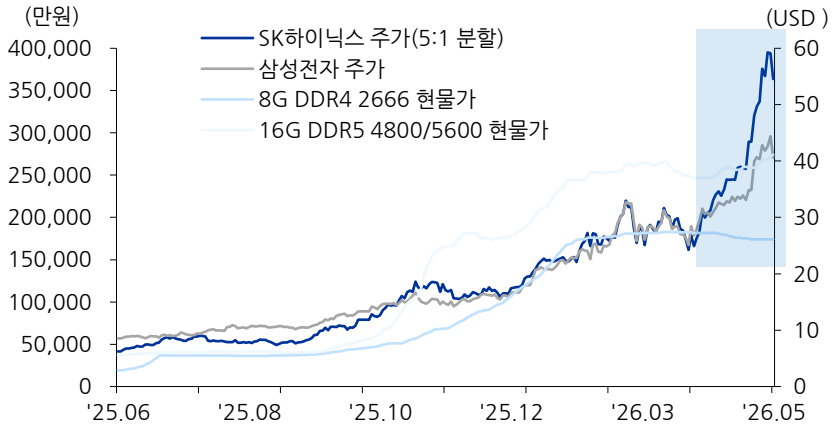
그 동안 메모리 업종의 주가는 현물가와 동행하는 모습을 보였다. 현물가의 방향성이 곧 실적의 방향성으로 인식되었고, 나아가 주가의 방향성으로 직결되었다. 시장이 여전히 메모리를 사이클 산업으로 평가하고 있었다는 점을 시사한다.

이번 AI 발 슈퍼사이클 진입 이후 4Q25~1Q26 가격 급등 국면에서도 이 관계는 유지되었다. DRAM·NAND 현물가가 가파르게 상승하는 동안 삼성전자와 SK 하이닉스의 주가 역시 함께 상승했으며, 3 월까지의 주가 궤적은 현물가 지표로 대부분 설명이 가능했다. 즉 3 월까지의 주가 강세는 가격과 주가가 동행하는 전통적 사이클 논리의 연장선이었다고 볼 수 있다.

그러나 3 월 이후 주가 양상은 명확히 달라졌다. 현물가가 횡보 내지 완만한 흐름을 보이는 구간에서도 메모리 업체의 주가는 가파른 상승세를 보였고, 현물가 대비 주가의 아웃퍼폼 폭이 빠르게 확대되었다.

시장이 주목하기 시작한 것은 현재의 가격이 아니라, 이익의 구조와 지속성이라고 판단한다. 하이퍼스케일러와의 3~5 년 단위 LTA 체결이 확대되며 메모리 업체의 이익 가시성이 급격히 향상되었고, 계약 조건 또한 최소 가격 메커니즘 및 선지급금에 기반하여 강한 구속력을 갖추었으며, 급격한 다운 사이클 진입이라는 메모리 산업 고유의 리스크가 구조적으로 완화되었기 때문이다.

메모리 현물가 vs. 삼성전자, SK 하이닉스 주가 추이



자료: 유진투자증권

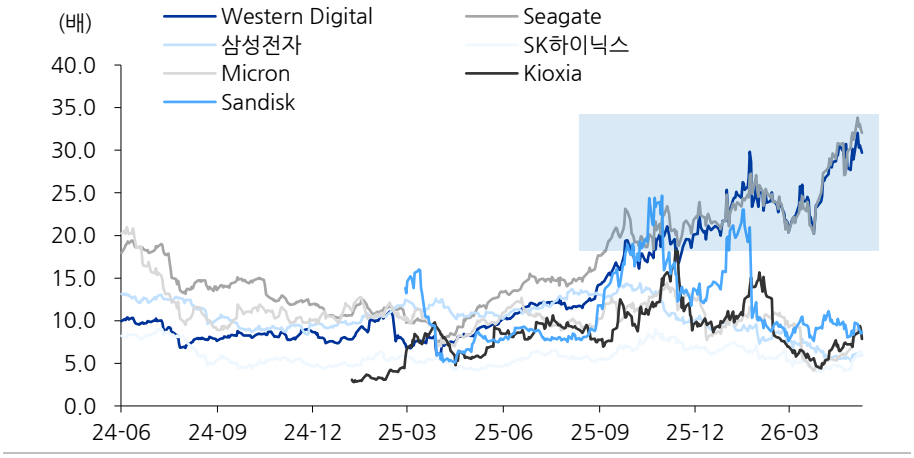
구조적 변화의 본질: 사이클 자산에서 전략 자산으로

이 디커플링을 메모리 업종에 대한 시장 평가 프레임의 구조적 전환으로 해석한다. 과거 메모리는 '경기 사이클의 진폭에 취약한 자산'으로 평가받았으나, LTA 확대와 AI 인프라 수요의 장기 가시성 확보, 그 과정에서 나타난 고객 간 메모리 확보 경쟁 등을 통해 '이익의 지속성이 담보된 전략 자산'으로 재인식되고 있다.

HDD 업체들의 Build-To-Order(BTO) 전략과 이에 기반한 벨류에이션 재평가는 메모리 업종에도 참고할 만한 사례이다. HDD 업체인 Seagate 와 Western Digital 은 2023~2024 년 다운턴을 거치며 증설을 억제하고 고객 주문에 기반한 생산 전략을 도입했고, 그 결과 현재 HDD 의 리드타임은 1 년 이상으로 장기화되었다. 하이퍼스케일러와의 계약을 통해 최근엔 2027 년까지 Nearline 부문의 생산 가능 Capa 가 모두 배정되어 있다고 밝힌 바 있다. 이러한 사업 안정성 강화는 벨류에이션 확장으로 이어졌다. 두 업체의 12MF PER 은 현재 25 배 이상으로 확장된 상황으로, EPS 성장과 함께 꾸준한 주가 강세가 이어지고 있다.

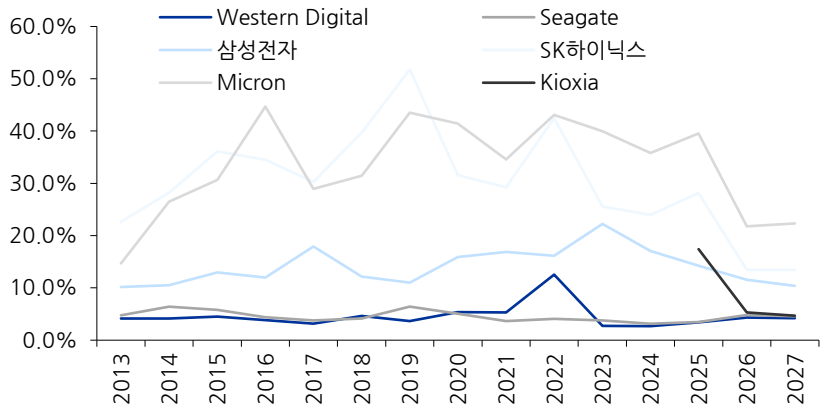
메모리 역시 변화의 초입에 들어섰다고 판단한다. '27 년부터 서버 DRAM 과 eSSD 의 bit 기준 수요 비중은 50% 수준을 기록할 것이며, 이는 곧 LTA 체결 영역의 규모가 전체 매출의 절반 이상을 차지할 수 있다는 점을 의미한다. 올해 bit 비중 10%를 넘기기 시작할 HBM 은 이미 연간 단위 계약 체결이 표준화되었고, 서버 DRAM 과 eSSD 는 하이퍼스케일러와 3~5 년 단위 LTA 협상이 활발히 진행중이다. 대형 모바일·PC 고객사 또한 LTA 체결을 원하는 상황이므로 이 규모는 더 커질 수 있다. LTA 비중에 대한 결정과 세부 조건에 대한 협의는 여전히 상당수 진행 중이나, 메모리 업종의 벨류에이션 눈높이 변화는 이미 시작되었다.

HDD, Memory 업체 12MF PER 추이



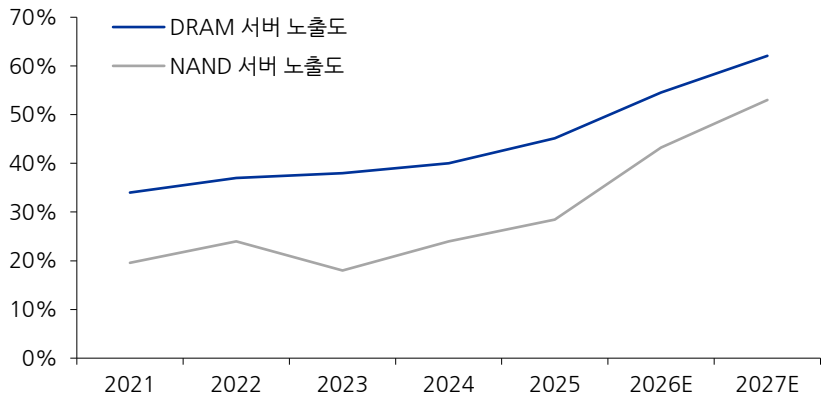
자료: Bloomberg, 유진투자증권

HDD, Memory 업체 Capex Intensity: 메모리 업종 하향 안정화



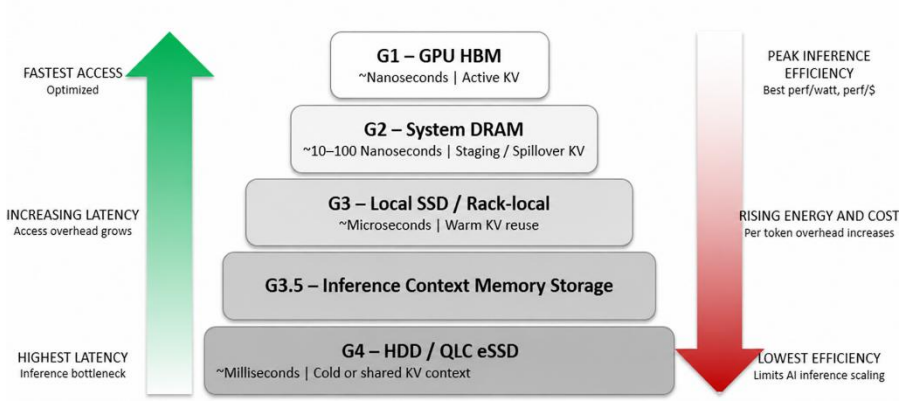
자료: Bloomberg, 유진투자증권

DRAM·NAND 의 bit 기준 서버 노출도



자료: 유진투자증권

메모리 계층



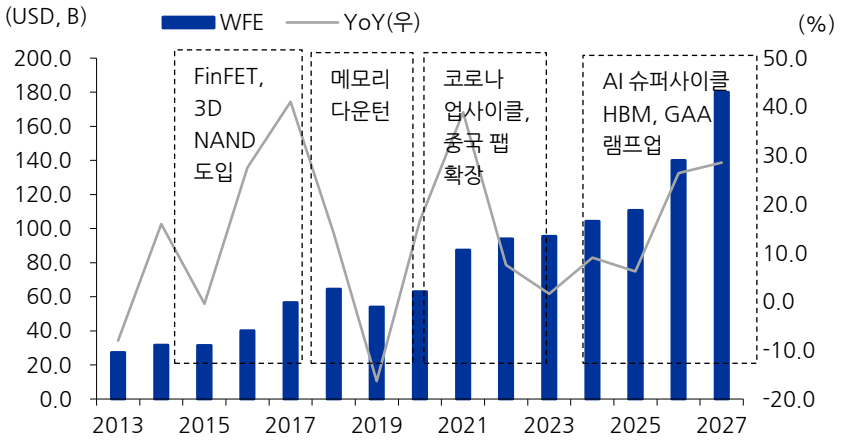
자료: NVIDIA, 유진투자증권

소부장 체급을 바꿀 WFE 메모리의 비중 확대

글로벌 WFE(Wafer Fab Equipment) 시장 규모는 2025 년 $111B(+6%YoY), 2026 년 $140B(+26%YoY), 2027 년 $180B(+29%YoY)으로 전망된다. AI 인프라 확장 과정에서 메모리와 파운드리 모두 쇼티지가 심화되고 있으며, 이는 장기 수요 가시성의 확보를 통한 공격적 증설 스케줄 수립으로 이어지고 있다. 팹 인프라 시설의 부족 때문에 장비 구매액이 지연되고 있음을 감안하면 WFE 시장 성장률은 내년 가속화될 전망이다.

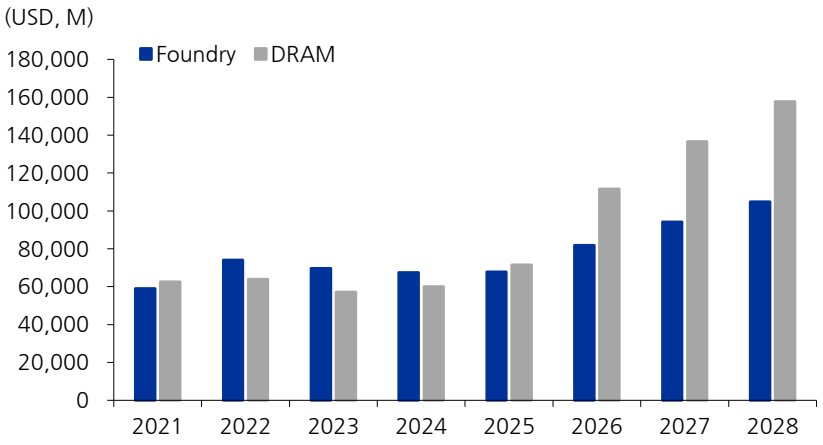
주목할 만한 점은 메모리 업체들의 CapEx 증가율이 파운드리 업체들의 CapEx 증가율을 유의미하게 앞지를 것으로 보인다는 점이다. Bloomberg Consensus 기준, 주요 파운드리 업체의 합산 CapEx 증가율은 2026 년과 2027 년 20.5%, 15.1%가 예상되는 가운데, DRAM 3 사의 합산 CapEx 증가율은 56.0%, 22.4%로 전망된다.

WFE 시장 규모 추이 및 전망



자료: 업계, Counterpoint, 유진투자증권

DRAM 3 사 vs. 파운드리 CapEx 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권 / 주: 파운드리는 TSMC, Intel, SMIC, UMC, GlobalFoundries CapEx 합산

DRAM WFE 는 본 사이클 메모리 장비 수요의 핵심 동력이다. HBM 의 Trade Ratio 확대로 HBM 용 웨이퍼 투입량이 빠르게 증가하는 반면, 범용 DRAM 용 웨이퍼 투입은 제약적일 수밖에 없는 구조다. 증설 없이는 범용 DRAM Capa 가 오히려 잠식되기 때문에, 삼성전자와 SK 하이닉스 모두 신규 라인 증설 속도를 가속화 할 수 밖에 없다.

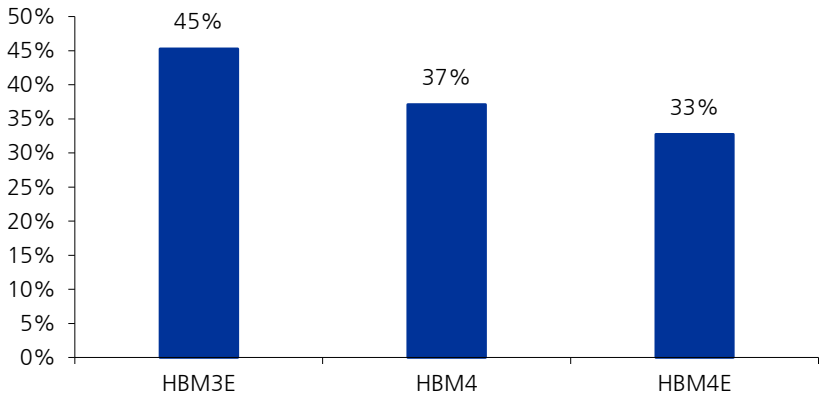
HBM 은 I/O 단자 수 증가에 따른 Die 면적 증가, 또 이로 인한 구조적 수율 손실(Particle 불량 등)로 인해 웨이퍼당 생산 bit 규모가 크게 줄어들 수 밖에 없다. 후공정에서의 TAT 증가 및 수요 손실을 감안하지 않더라도, 동일 노드 기준 HBM 의 범용 DRAM 대비 웨이퍼당 생산 가능 bit 규모는 HBM3E 의 경우 45%. HBM4 는 37%. HBM4E 는 33%에 불과한 것으로 추정한다. 전공정 수율의 성숙도에 따라 이러한 bit 손실 규모는 더 커질 수 있다. HBM 의 전체 DRAM 수요 비중은 bit 기준, 2025 년 7% → 2026 년 10% → 2027 년 13%로 점진적인 증가세를 보일 것으로 예상되기 때문에 이러한 Capa 잠식 효과는 더욱 커질 것으로 보인다.

이로 인해 삼성전자와 SK 하이닉스 모두 DRAM 증설 스케쥴을 가속화하고 있다. 삼성전자는 P4 투자를 2027 년까지 마무리한 뒤 P5 준공 시점을 2028 년에서 2027 년 하반기로 앞당길 것으로 보인다. 하이닉스는 M15X 투자를 앞당겨 올해까지 80K/월 수준의 인프라를 확보할 것으로 보이며, Y1 의 준공 시점을 2027 년 5 월에서 2 월로 앞당긴 바 있다. 1dnm 의 경우 양사 모두 올해 하반기 개발 완료를 타겟하고 있으나, 개발 난이도의 급격한 상승으로 인해 유의미한 램프업은 1cnm 개발 당시와 대비해 지연될 것으로 보인다. 한 세대가 지날 때마다 웨이퍼당 생산 bit 수가 30% 가량 늘어나는 것을 감안하면, 출하량 증가를 위해선 증설에 대한 의존도가 더욱 높아질 것으로 보인다.

NAND 또한 공급 부족이 심화되며 전환 투자가 가속화될 것으로 보인다. 삼성전자와 SK 하이닉스 모두 V9 전환을 가속화하는 가운데, 삼성전자의 경우 올해 하반기, SK 하이닉스의 경우 내년 초 v10 양산 이관을 시작할 것으로 예상된다. 클린룸 부족으로 2027 년까지 증설은 어려울 것이나, 삼성전자 P5 에서 일부 Phase 에 낸드가 할당되어 2028 년부터 증설이 시작될 것으로 보이며, SK 하이닉스는 청주 M17 건설을 통해 2029 년부터 증설이 가능할 것으로 예상된다.

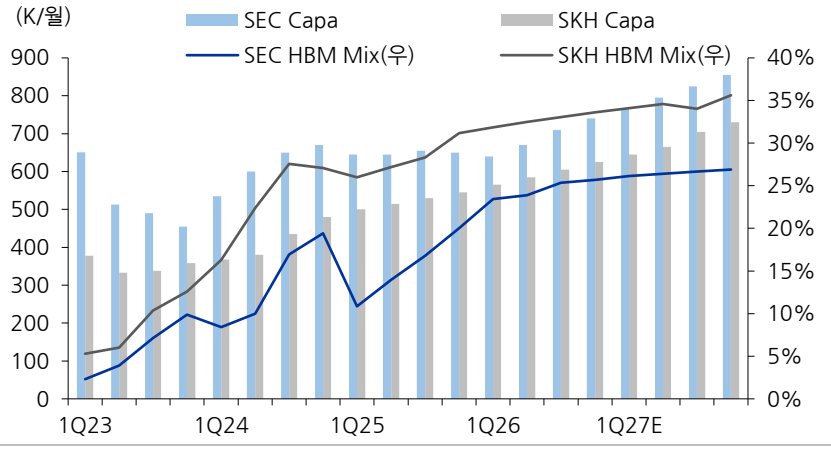
메모리 업종의 CapEx 증가율이 업계 전체의 CapEx 증가율을 아웃퍼폼하는 흐름은, 특히 장비 업체들의 차별적 실적 성장세를 이끌 것으로 예상되어 벨류에이션 확장이 지속될 것으로 보인다.

동일 노드 기준, HBM 의 범용 DRAM 대비 웨이퍼당 생산 가능 bit 규모



자료: 유진투자증권

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM Capa 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

장비사 벨류에이션 테이블

	시총	P/E		P/B		매출액		영업이익		매출액 성장률	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
글로벌 장비사 (USD, B, %)											
ASML	615.0	43.2	33.0	21.9	16.2	45.9	55.5	16.6	21.8	40.4	20.9
Applied Materials	349.6	36.9	29.7	13.7	11.5	33.2	39.2	10.6	13.2	21.8	20.9
Lam Research	374.1	43.6	34.3	25.2	17.7	26.9	32.7	9.8	12.5	30.8	21.6
Tokyo Electron	151.4	32.3	29.2	10.2	8.7	19.1	20.7	5.3	5.9	26.3	8.4
KLA	247.3	43.5	33.9	43.5	33.9	15.2	18.5	6.7	8.5	19.3	21.7
국내 장비사 (십억원, %)											
원익 IPS	5,630	32.3	22.3	4.9	4.1	1,309	1,621	192	297	43.8	23.9
주성엔지니어링	6,517	100.8	48.5	9.8	8.1	351	597	68	154	12.9	70.3
유진테크	2,690	27.7	22.6	4.8	4.0	517	626	108	137	47.6	21.0
테스*	2,286	26.2	16.9	4.9	3.9	446	568	100	149	27.1	27.2
피에스케이	2,937	26.2	206	4.6	3.8	585	715	132	169	28.0	22.1
브이엠*	1,343	12.8	10.0	3.4	3.0	331	444	103	143	129.1	34.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권 / 주: 브이엠과 테스는 당사 추정치

Ⅱ. 전방위적 메모리 가격 상승 지속

Agentic AI 와 메모리 수요의 비선형적 급증

AI 는 Perception AI(2010 년 대) → Generative AI(2022~2025 년) → Agentic AI(2025 년~)으로 진화해왔다. 각 패러다임 전환마다 단일 추론에 동원되는 파라미터 수와 컨텍스트 길이가 급증했으며, 이로 인해 데이터센터가 요구하는 메모리 용량과 대역폭 역시 급증해왔다. Agentic AI 는 다중 추론, 장기 기억, 다중 에이전트 협업 등을 전제로 하며, 메모리 수요 급증의 추세는 가속화될 전망이다.

Phase 1: Perception AI, HBM 채용량 16~32GB, 서버 DRAM 비중 30% 초반

1 세대 AI 라 할 수 있는 Perception AI 의 Parameter 수는 Resnet-50 기준 2,500 만 개, BERT-Large 기준 약 3 억 4,000 만 개에 그쳤으며 학습은 일회성이며 추론은 단일 토큰·이미지·단위로 종결되는 형태였다. 인프라는 학습에 집중되었고 추론에서의 요구량은 크지 않았다. 이 시기 주요 AI GPU 의 메모리 채용량은 16~32GB 에 불과했다. (NVIDIA Tesla V100 HBM2 16/32 GB 탑재). 2022 년 이전, 서버 DRAM 의 전체 DRAM 내 bit 비중은 대략 30%로 모바일에 이은 비중 2 위 어플리케이션이었다.

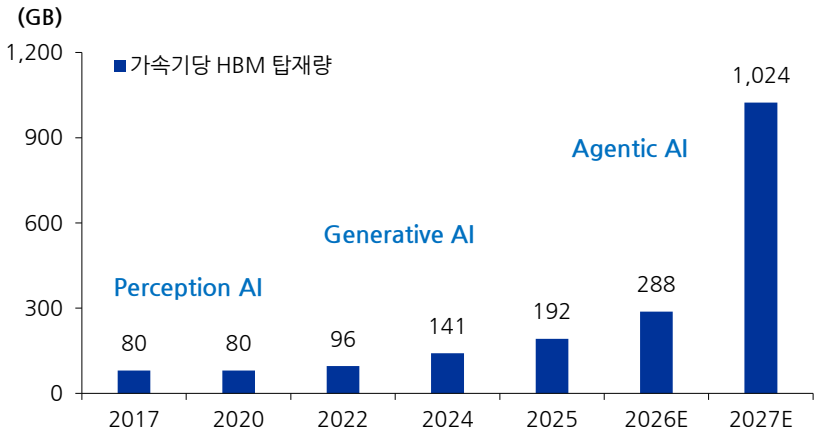
Phase 2: Generative AI, HBM 채용량 80~141GB, 서버 DRAM 비중 30% 후반

2022 년 11 월, ChatGPT 공개를 기점으로 LLM 사용이 대중적으로 확산되며 AI 워크로드의 성격이 변모하기 시작했다. Transformer 아키텍처의 KV Cache 처리 구조 특성상 컨텍스트 길이 증가에 따라 기하급수적으로 메모리 소비량이 늘어나며, 모델 파라미터 또한 1,750 억 개~1 조 개 이상으로 급증했다(GPT-3 1,750 억개, GPT-4 1.8 조 개). Generative AI 확산에 따라 추론용 컴퓨팅 수요가 학습용을 추월하기 시작했으며 단일 모델이 수억 명에게 서비스됨에 따라 인프라 수요가 구조적으로 증가했다. 이 시기 주요 AI GPU 의 메모리 채용량은 80~141GB 였으며(NVIDIA A100 HBM2E 80GB, H200 HBM3E 141GB 탑재), 2025 년 서버 DRAM 의 전체 DRAM 내 bit 비중은 대략 40% 수준까지 올라와 모바일을 제치고 비중 1 위 어플리케이션이 되었다.

Phase 3: Agentic AI, GPU HBM 채용량 288~1,024GB, 서버 DRAM 비중 50%

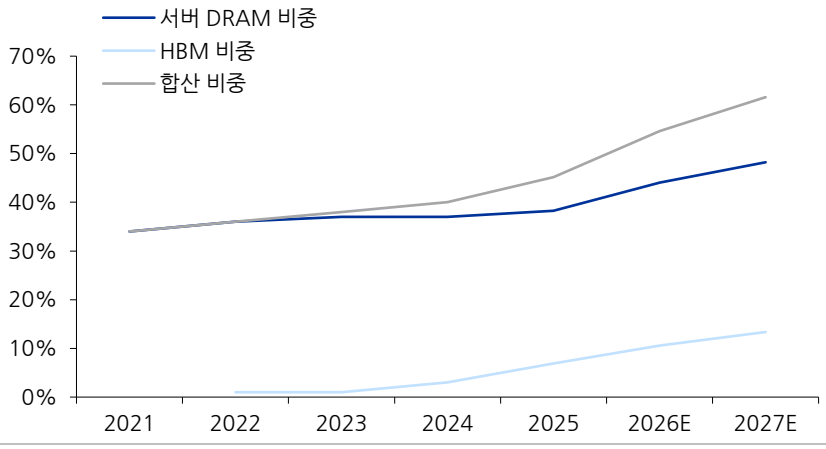
2025 년 이후 본격화된 Agentic AI 는 단일 쿼리에 단일 추론으로 응답하던 Generative AI 와 다르게, 1) 다단계 추론, 2) 도구 사용, 3) 장기 기억, 4) 다중 에이전트 간 협업을 통해 동작한다. 사용자의 단일 요청이 내부적으로 수십~수백 번의 추론 호출로 분기되며, 각 호출마다 누적된 컨텍스트가 컴퓨팅과 메모리 수요를 급증시킨다. 모델 파라미터는 약 5 조 개 이상으로 증가한 것으로 추산되며 (Claude Opus 4.6 기준), 이 시기 HBM 용량은 288~1,024GB 까지 확장될 예정이다(NVIDIA B300 HBM3E 288GB, R200 HBM4 288GB, R200 HBM4E 1TB 탑재). 2026 년과 2027 년 서버 DRAM 수요 비중은 각각 44%, 48%를 기록할 것으로 보이며 2028 년엔 50%를 초과할 것으로 전망한다.

AI 패러다임별 GPU 당 HBM 탑재량



자료: 유진투자증권

서버 DRAM, HBM 수요 비중 추이: 2026 년 합산 비중 50% 초과 (bit 기준)



자료: 유진투자증권

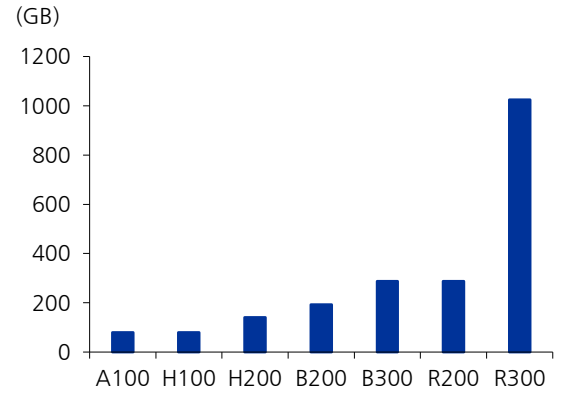
메모리 요구량 증가를 이끄는 AI 로드맵

Agentic AI 패러다임이 강제하는 메모리 요구량 증가는 AI GPU·가속기·CPU 단의 채용량 확대로 반영된다. NVIDIA 와 AMD 의 GPU, 빅테크의 ASIC 모두 점진적인 HBM 탑재량 증가세를 보이고 있으며, 2027 년엔 더욱 큰 증가 폭을 보이게 될 것이다. 가속기 헤드 노드에 해당하는 CPU 에 할당되는 일반 DRAM 탑재량도 큰 폭의 증가세를 보이고 있으며, NVIDIA CMX, TPU Direct 와 같은 신규 스토리지 플랫폼은 eSSD 요구량을 급증시키고 있다. 이는 데이터센터에서 구조적인 메모리 수요 증가를 이끌게 된다.

올해 출시되는 R200까지 Nvidia 가속기의 HBM 채용량은 세대당 평균 30% 이상 증가해왔다. 생성형 AI 개화 이후 A100(80GB) → H100(80GB, flat) → H200(141GB, +76%) → B200(192GB, +36%) → B300(288GB, +50%) → R200(288GB, flat)으로 이어져 왔던 로드맵은 공격적인 HBM 탑재량 증가가 나타날 R300(768GB 또는 1TB, 최대 +256%)의 출시로 2027 년에 더욱 급격한 채용량 확대가 나타날 예정이다. AMD MI 시리즈 역시 MI250(128GB) → MI300(128GB, flat) → MI300X(192, +50%) → MI325(288GB, +50%) → MI400(432, +50%) → MI500(1TB 추정, +137%)으로 로드맵이 진행됨에 따라 HBM 탑재량이 급증할 것으로 보인다. ASIC 진영인 Google TPU 와 AWS 또한 점진적인 HBM 탑재량 증가 흐름을 보이고 있다.

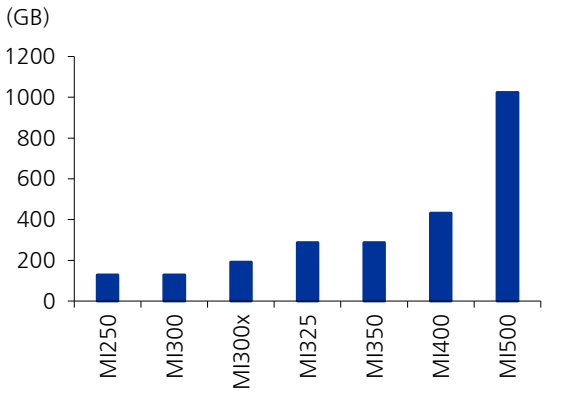
이러한 움직임은 단순한 사양 경쟁이 아닌 Agentic AI 의 워크로드를 수용하기 위한 최소 하드웨어 조건의 변화로 해석해야 한다

NVIDIA AI 가속기 세대별 HBM 탑재량



자료: 유진투자증권

AMD AI 가속기 세대별 HBM 탑재량



자료: 유진투자증권

AI 투자 – FCF/OCF 100%를 향해

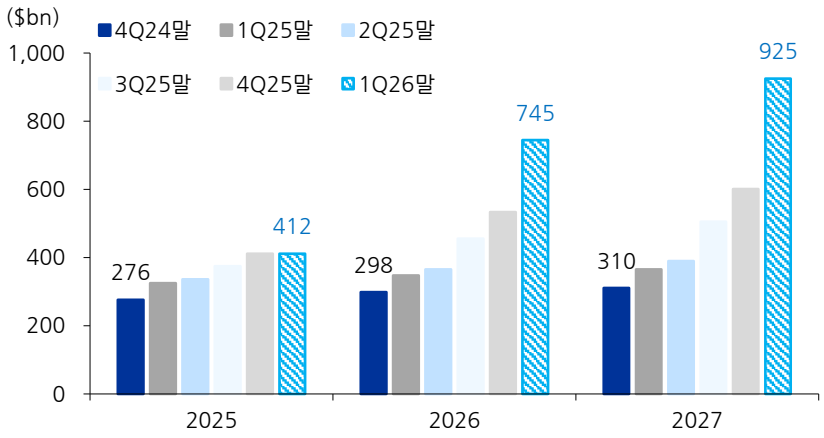
북미 하이퍼스케일러의 2026~2027 년 CapEx 눈높이가 급격히 상향되고 있다. Bloomberg Consensus 기준, 5 대 하이퍼스케일러(Microsoft, Amazon, Google, Meta, Oracle)의 2026 년, 2027 년 합산 CapEx 컨센서스는 1 년 전 대비 각각 +115%, +153% 상향되었다. 1 년 전 시점에서 +7%, +5%YoY 수준에 머물 것으로 예상되었던 성장률 전망치 또한 현재 +81%, +24%YoY 까지 상향된 상황이다.

OpenAI, Anthropic, Google 등 프론티어 모델의 성능 향상과 함께 Agentic AI 추론 서비스가 광범위하게 배포됨에 따라 토큰 사용량이 급증하고 있으며, 이는 클라우드 사용량 증가 및 AI 데이터센터 투자 확대로 이어지고 있다. 또한 Microsoft–OpenAI, AWS–Anthropic 의 파트너십 구도가 OpenAI–Amazon, Microsoft-Anthropic 등으로 확산되며 컴퓨팅 확보 경쟁이 가속화되고 있다. 이러한 모델 성능 향상 및 사용자 확보 경쟁이 학습·추론 양 측면에서의 컴퓨팅 부족을 심화시키고 있다. CapEx 의 절반 이상이 GPU, CPU, 메모리 등 서버용 반도체 투자로 배분되며, AI 서버 신규 도입 및 일반 서버 교체 수요가 동반 가속화되고 있다.

특히 Oracle 의 CapEx 컨센서스 증가율(2026 년 +194%YoY, 2027 년 +239%YoY)가 눈에 띄는데, 전통 하이퍼스케일러를 넘어 네오클라우드 업체들이 AI 인프라 CapEx 의 주요 플레이어로 거듭나고 있음을 알 수 있다.

Google 의 경우 2027 년 CapEx 가 $248.8B(+33%YoY)을 기록할 것으로 보이며, 이 경우 처음으로 빅테크 업체 중 최대 CapEx 를 집행하게 된다. Cloud 매출액이 CY1Q26 +63%YoY 성장하며 압도적 성장세를 보이고 있으며(AWS +28%, Azure +40%YoY), 자체 칩인 TPU 를 통한 공격적인 인프라 확보 움직임이 반영된 것으로 보인다.

5 대 하이퍼스케일러 합산 CapEx 추정치 변화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Bloomberg Consensus에 따르면 5대 하이퍼스케일러 업체들의 2026년 CapEx는 $745B(+81%YoY)을 기록할 것으로 전망되고 있으며, CapEx/OCF 는 93%까지 늘어날 것으로 보인다. 2027 년에도 CapEx/OCF 가 93%로 예상되며 CapEx 는 $925B(+24%YoY)까지 늘어날 전망이다.

2023 년 40%에 불과했던 CapEx/OCF 가 100%에 가깝게 확장되고 있으며, 이는 하이퍼스케일러들이 AI 인프라 확보를 최우선 순위로 삼고 가용 자원을 집중하고 있음을 시사한다. 업체별로 보면 Amazon, Google, Meta 는 90% 이상의 OCF/CapEx 수치를 보일 것으로 예상되며, Oracle은 이미 2025년부터 잉여현금흐름이 적자인 상태를 유지하고 있다. 반면 Microsoft 는 상대적으로 보수적인 투자 성향을 보이고 있으며 올해와 내년 OCF/CapEx 가 75%, 79%를 보일 것으로 예상되고 있다.

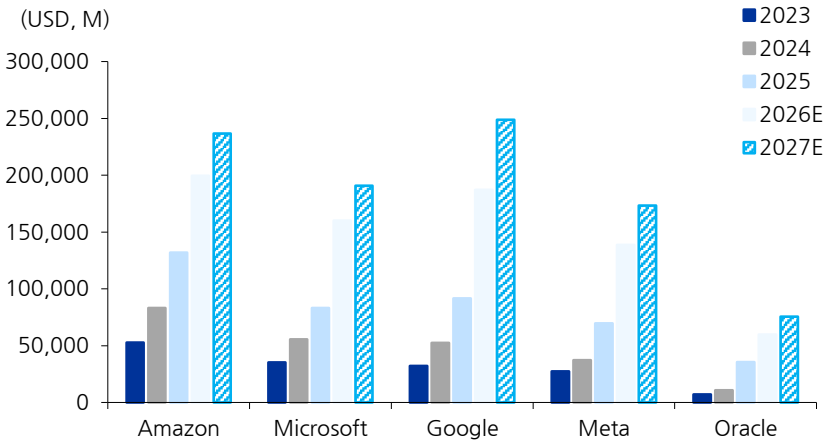
현재 추세를 감안하면 OCF/FCF는 100%를 향해 수렴해 갈 가능성이 높아 보인다. 인프라 확보가 곧 AI 모델 리더십의 확보 및 추론 서비스 확대를 통한 매출 성장으로 이어지고 있어 2027년 CapEx는 $990B(+33%YoY) 이상으로 확대될 가능성이 존재하며, 클라우드 시장 성장이 기대치를 상회할 시 OCF 와 CapEx 규모 모두 이 이상 성장할 것으로 보인다.

하이퍼스케일러 CapEx, OCF 추이 및 전망

(USD, M)	2023	2024	2025	2026E	2027E
CapEx	154,383	239,087	411,528	745,079	924,845
YoY	-2%	55%	72%	81%	24%
Amazon	52,729	82,999	131,819	199,518	236,635
Microsoft	35,202	55,552	83,094	160,045	190,665
Google	32,251	52,535	91,447	187,171	248,841
Meta	27,266	37,256	69,691	138,572	173,195
Oracle	6,935	10,745	35,477	59,774	75,509
OCF	386,646	634,584	673,754	800,535	990,172
YoY	67%	64%	6%	19%	24%
Amazon	94,101	272,087	201,910	207,112	263,999
Microsoft	102,647	125,583	169,035	214,803	242,110
Google	101,746	125,299	164,713	206,058	262,017
Meta	71,113	91,328	115,800	141,500	174,739
Oracle	17,039	20,287	22,296	31,060	47,308
CapEx/OCF	40%	38%	61%	93%	93%
Amazon	56%	31%	65%	96%	90%
Microsoft	34%	44%	49%	75%	79%
Google	32%	42%	56%	91%	95%
Meta	38%	41%	60%	98%	99%
Oracle	41%	53%	159%	192%	160%

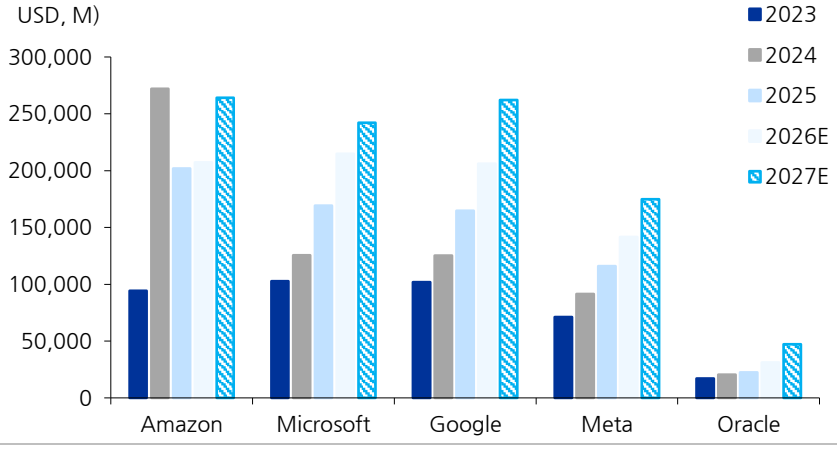
자료: Bloomberg, 유진투자증권

하이퍼스케일러 CapEx 추이 및 전망



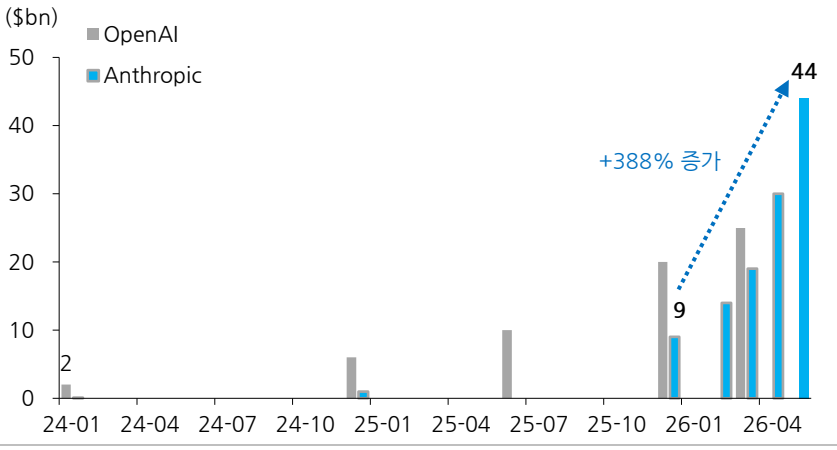
자료: Bloomberg, 유진투자증권

하이퍼스케일러 OCF 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Open AI, Anthropic ARR 급증



자료: Bloomberg, 유진투자증권

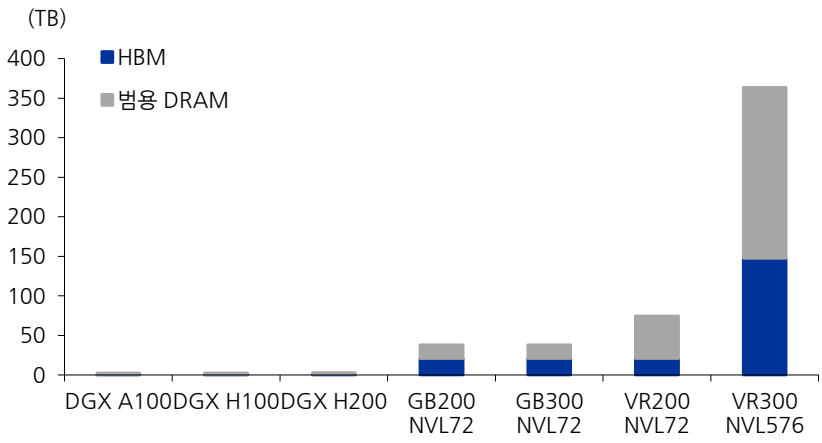
메모리 가격 추가 상승의 근거: 원가 흡수 여력과 대역폭 가치

AI 서버의 원가 구조는 로직 칩인 가속기 중심에서 벗어나, 메모리가 두 번째 축으로 자리잡는 방향으로 빠르게 재편되고 있다. NVIDIA 가 GPm 75%를 유지한다는 가정 하에, NVIDIA GB200 NVL72 를 기준으로 시스템 1 대(CPU 36 개, GPU 72 개)의 매출 원가 내 메모리의 비중을 추정하면, HBM 이 45%, 일반 DRAM(SOCAMM)이 10%를 차지한 것으로 추정한다. HBM 과 일반 DRAM 의 합산 비중은 GB300 에서도 60% 수준을 기록할 것을 보이며, 향후 이러한 추세가 유지될 것으로 보인다.

주목할 점은 메모리 비중이 가속기 세대 교체와 함께 추세적으로 확대되고 있다는 것이다. Hopper 세대(H100, HBM3 80GB)에서는 가속기당 HBM 탑재량이 80GB 에 그쳤으나, Blackwell 세대(B200·B300)에서 192~288GB 로, Rubin 세대(R200)에서 288GB 로 증가했고, 2027 년 R300 에서는 1TB 까지 확대될 예정이다

여기에 HBM 외 범용 DRAM 의 탑재량 증가가 메모리 BOM 비중 확대를 가속하고 있다. VR200 NVL72 의 경우 Vera CPU 가 SOCAMM2 기반 LPDDR5 1.5TB 를 탑재하며, 시스템 전체 LPDDR5 탑재량은 GB200 NVL72 의 17TB 에서 54TB 로 3 배 이상 증가한다. HBM 탑재량이 시스템당 21TB 로 유지되는 가운데 LPDDR5 가 급증함에 따라, 전체 메모리 탑재량은 38TB 에서 75TB 로 늘어난다. VR300 NVL576(CPU 72 개, GPU 144 개)의 경우 HBM 탑재량은 147TB, LPDDR5 탑재량은 216TB 를 기록할 것으로 추정한다.

NVIDIA AI 가속기 시스템별 메모리 탑재량



자료: Bloomberg, 유진투자증권

이러한 탑재량 증가에도 불구하고, NVIDIA AI 가속기의 세대별 성능 향상과 이에 따른 가격 인상 가능성을 감안하면 HBM 의 가격 상승 여력이 충분하다고 판단된다. R200 과 R300 은 이전 세대 대비 GPU 당 FLOPS 성능이 각각 3 배, 2 배 가량 상승할 것으로 추정된다.

NVIDIA 는 경쟁사 대비 압도적인 공급망 컨트롤 능력을 바탕으로 부품 가격 상승에 따른 원가 부담을 시장 점유율 손실 없이 고객사에게 전가 가능할 것으로 판단한다. 이러한 추정에 따르면, NVIDIA 의 가속기 세대별 GPm 이 75%로 유지되고 매출원가 50~60%를 HBM 과 일반 DRAM 이 차지한다는 가정 하에, VR300 용 HBM4E 의 가격은 $3.0 까지 상승 가능할 것으로 판단한다. 실제로 최근 2027 년 HBM 공급에 대한 협상이 시작되었으며 가격 범위를 $2.8~3.0 으로 논의 중인 것으로 파악된다.

이로 인해 2027 년엔 HBM 역시 영업이익률 80%로 수렴할 것으로 예상한다. 업체마다 수익성 차이가 있지만, DRAM 3 사 모두 1Q26 부터 HBM 이 범용 DRAM, NAND 보다 낮은 영업이익률을 기록하고 있을 것으로 추정한다. 구조적으로 낮은 수율과 범용 DRAM, NAND 와 달리 2H25 에 진행된 협상을 바탕으로 맺어져 인상이 불가한 연간 계약가가 HBM 수익성 부진의 원인이다. AI 가속기 생산 확대를 위해선 수요 측에서 HBM Capa 확대를 위한 인센티브를 제공해줘야 하며, 이로 인해 2027 년엔 가격이 대폭 인상될 가능성이 높다고 판단된다.

AI 가속기 매출원가 내 메모리 비중 분석

Platform	DGX A100	DGX H100	DGX H200	GB200 NVL72	GB300 NVL72	VR200 NVL72	VR300 NVL576
출시 시기	~2022	1Q23~4Q23	1Q24~4Q24	1Q25~4Q25	3Q25~4Q26	3Q26~2Q27	3Q27~2Q28
GPU ASP ($, K)	15	30	40	50	60	150	300
GPU TFLOPS (FP8)	624	1,979	1,979	5,000	5,000	17,500	35,000
System ASP ($, K)	200	300	450	2,600	3,000	9,000	40,000
NVIDIA GPm	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
Total COGS ($, K)	**50**	**75**	**113**	**650**	**750**	**2,250**	**10,000**
HBM Cost ($, K)	7.1	7.1	15.8	290.3	290.3	340.1	2,595.2
HBM ASP ($, Gb)	**1.4**	**1.4**	**1.8**	**1.8**	**1.8**	**2.1**	**3.0**
HBM per System (TB)	0.6	0.6	1.1	20.7	20.7	20.7	147.5
% of COGS	*14.1%*	*9.4%*	*14.0%*	*44.7%*	*38.7%*	*15.1%*	*26.0%*
DRAM Cost ($, K)	4.0	5.6	5.6	62.2	207.4	777.6	3,456.0
DRAM ASP ($, Gb)	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.5**	**1.5**	**1.8**	**2.0**
DRAM per System (TB)	2.0	2.0	2.0	17.3	17.3	54.0	216.0
% of COGS	*8.0%*	*7.5%*	*5.0%*	*9.6%*	*27.6%*	*34.6%*	*34.6%*
Total Memory Cost ($, K)	**11.1**	**12.7**	**21.4**	**352.5**	**497.7**	**1,117.7**	**6,051.2**
% of COGS	**22.1%**	**16.9%**	**19.0%**	**54.2%**	**66.4%**	**49.7%**	**60.5%**

자료: 유진투자증권

HBM 의 가격은 통상 Gb 당 단가로 논의되어 왔다. 그러나 HBM 이 AI 가속기에 채택되는 본질적 이유가 '용량'이 아닌 '대역폭'에 있다는 점을 감안하면, 가격 평가의 기준 역시 GB 당 단가에서 대역폭(Gbps)당 단가로 고려해볼 수 있다. AI 가속기의 연산 성능이 메모리 대역폭에 의해 제약되는 Memory Wall 구조가 심화될수록, HBM 의 경제적 가치는 제공하는 대역폭에 의해 결정될 것이다.

가속기 세대별 HBM 대역폭을 보면 그 상승 속도가 가파르다. HBM2E 는 460GB/s, HBM3 는 819GB/s, HBM3E 는 1.0B/s, HBM4 는 2.7~3.0TB/s 수준이며, 2027 년 양산을 시작하는 HBM4E 는 4.1TB/s 에 달할 전망이다. 세대당 평균 80% 가량 대역폭이 증가했음을 알 수 있다.

대역폭당 가격($/GBps)으로 비교하면 현재 $2.1/Gb 에 형성되어 있는 HBM4 의 가격은 $19.4/GBps 로 환산할 수 있으며, 이는 HBM3E 의 가격($42.2GBps)의 절반 이하에 불과한 수치다. HBM4E 의 경우엔 $3.0/Gb 으로 가격이 형성되어도 대역폭당 가격은 $26.7/GBps 에 불과하다.

대역폭을 기준으로 HBM 가격을 재추정하면, HBM 의 ASP 는 외형적 GB 당 단가가 시사하는 것보다 낮게 평가되어 있을 가능성이 높다. HBM 이 제공하는 핵심 가치가 대역폭이라는 점을 고려하면, HBM4 의 현재 가격 협상 수준은 그 사용 가치 대비 보수적으로 책정되어 있다고 볼 수 있으며, 이는 향후 가격 협상에서 공급 업체에 유리한 상방 여력으로 작용할 수 있다.

HBM 세대별 Spec., 가격

Generation	HBM2E	HBM3	HBM3E		HBM4	HBM4E
Stack	4h	8h	8h	12h	12h	16h
Density per Die (Gb)	16	16	24	24	24	32
Density per Stack (GB)	8	16	24	36	36	64
I/O Speed per Pin (Gbps)	3.6	6.4	8	8	9.2~11.7	13.0~16.0
I/O per Die	1,024	1,024	1,024	1,024	2,048	2048
Bandwidth per Stack (GBps)	461	819	1,024	1,024	2,355~2,995	3,328~4,096
HBM ASP ($/Gb)	**1.3**	**1.4**	**1.7**	**1.8**	**2.1**	**3.0**
ASP per Bandwidth ($/GBps)	**45.1**	**27.0**	**40.8**	**42.2**	**19.4**	**26.7**
Core Die Node						
Samsung	1y	1z	1a	1a	1c	1c
SK Hynix	1y	1z	1b	1b	1b	1c
Micron	1z	skip	1b	1b	1b	1c
Base Die Node						
Samsung	1y	1z	1a	1a	SF4(4nm)	SF2(4nm)
SK Hynix	1y	1z	1b	1b	TSMC 12nm	TSMC N4
Micron	1z	skip	1b	1b	1b	TSMC N3

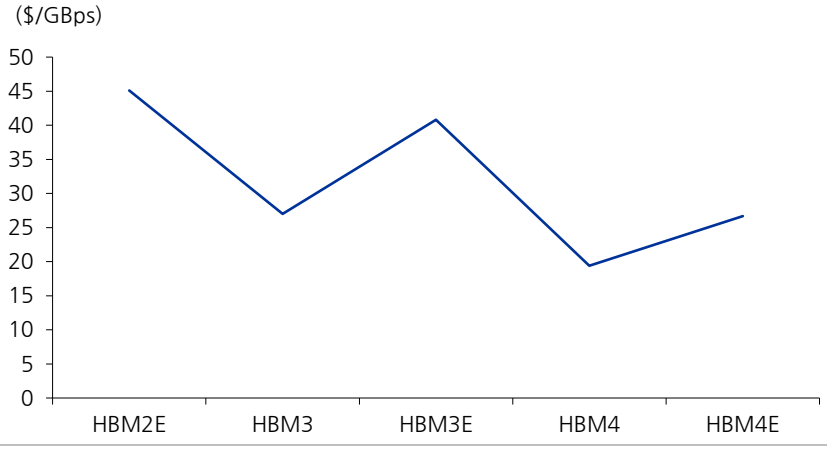
자료: 유진투자증권

주: ASP 는 양산 시작 연도의 가격

AI 가속기 원가 관점과 HBM 대역폭 관점은 동일한 결론으로 수렴한다. 첫째, 메모리는 이미 AI 가속기 시스템 원가의 절반 이상을 차지하는 항목으로, 부품 가격이 빠르게 상승하는 가운데서도 AI 서버 투자가 지속되고 있다는 사실은 메모리 가격 상승분을 최종 수요가 흡수할 여력이 충분함을 보여준다. 둘째, HBM 의 본질적 가치를 대역폭으로 환산하면 HBM 의 대역폭당 단가는 오히려 하락세에 있다. 이는 HBM 가격이 사용 가치 대비 가격이 보수적으로 책정되어 있음을 시사한다. HBM 을 포함한 AI 서버용 메모리의 ASP 는 현재 시장이 반영하고 있는 수준을 추가로 상회할 가능성이 높다고 판단한다.

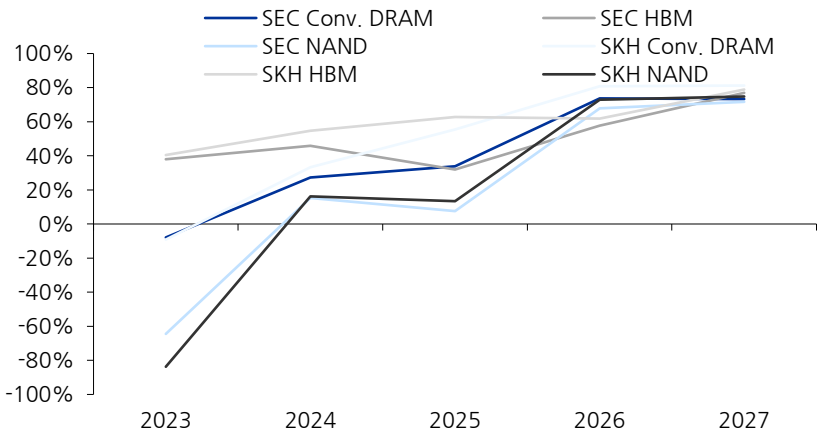
2026~2027 년 DRAM 과 NAND 의 구조적 공급 부족이 장기화되는 가운데, 메모리 가격은 수요처의 BOM 흡수 여력과 KV Cache 저장 용량, 대역폭이라는 사용 가치에 의해 뒷받침되는 상방 경로를 형성할 전망이다. 범용 DRAM, HBM, NAND 는 각각의 이익률을 극대화하는 과정에 있으며, 동시에 서로의 가격 상승을 정당화하는 근거로 작용할 가능성이 높다. 이에 따라 세 가지 메모리 어플리케이션 모두 궁극적으로 범용 DRAM 이 이미 기록 중인 OPM 80% 수준에 수렴할 것으로 예상한다.

HBM 대역폭당 가격 추이



자료: 유진투자증권/주: ASP 는 양산 시작 연도의 가격

메모리 업체 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

Ⅲ. 메모리 수급 전망: 2027 년 쇼티지 극대화

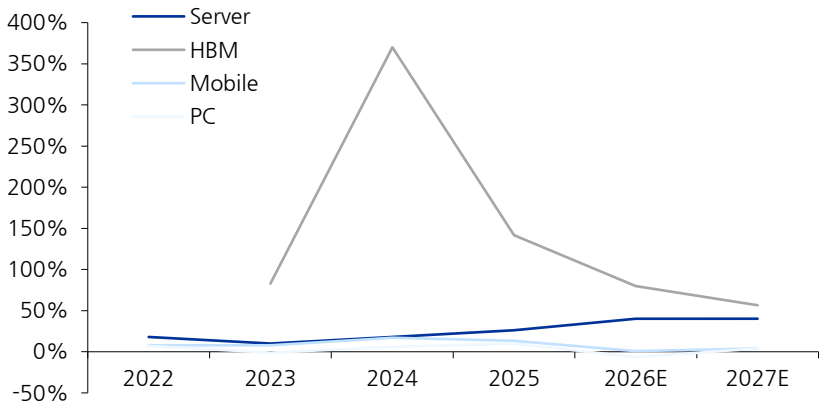
DRAM 수요: 서버 DRAM 2 년 연속 +40%YoY 증가 전망

DRAM 전체 수요는 2025 년 +21%YoY → 2026 년 +21%YoY → 2027 년 +26%YoY 로 가속화될 전망이다. 이는 Agentic AI 확산에 따른 메모리 수요의 비선형적 확장에 따른 구조적 변화로 판단한다.

특히 서버 DRAM 수요가 2026 년과 2027 년 연속으로 +40%YoY 증가할 것으로 보인다. 서버 DRAM 수요는 하이퍼스케일러의 CapEx 가 견인하고 있으며, 최근에도 수요의 눈높이가 실시간으로 높아지고 있다. 2026 년의 경우 서버 출하량이 +13%YoY 로 예상되는 데, 실제 수요는 +20%YoY 수준에 가까우나 부품 병목으로 인해 상당량의 수요가 내년으로 이연될 것으로 보인다.

이에 2027 년에도 서버 출하량이 +12%YoY 수준 증가할 것으로 보이며, 메모리 채용량 증가 추세와 함께 서버 DRAM 수요가 +40%YoY 수준을 기록할 것으로 보인다. 최근 주요 하이퍼스케일러의 2027 년 DRAM 수요가 +60~100%YoY 수준으로 논의되고 있는 점을 감안하면, 2027 년의 수요 부족분 역시 2028 년으로 이연될 것으로 보인다. 물리적 병목으로 AI 인프라 투자 속도가 지연되고, 이로 인해 LTA 계약 체결이 확산되며, 장기 수요 가시성이 확보되는 그림이 이어지고 있다.

DRAM 응용처별 수요 bit growth



자료: 유진투자증권

DRAM 응용처별 수요 전망

	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total (Gb, M)	**194,130**	**209,527**	**247,250**	**299,411**	**362,113**	**455,031**
YoY	12%	8%	18%	21%	21%	26%
Conv. DRAM (exd.HBM)	**193,146**	**207,727**	**238,786**	**278,970**	**325,346**	**397,487**
YoY	12%	8%	15%	17%	17%	22%
% of Total DRAM	99%	99%	97%	93%	90%	87%
Server+HBM	**70,785**	**78,732**	**99,342**	**135,116**	**197,449**	**282,499**
YoY	20%	11%	26%	36%	46%	43%
% of Total DRAM	36%	38%	40%	45%	55%	62%
Server (Gb, M)	**69,801**	**76,932**	**90,878**	**114,675**	**160,682**	**224,955**
YoY	18%	10%	18%	26%	40%	40%
% of Total DRAM	36%	37%	37%	38%	44%	49%
Unit(Unit, K)	14,241	13,380	13,663	14,619	16,520	18,502
YoY	5%	-6%	2%	7%	13%	12%
Contents(Gb)	4,901	5,750	6,651	7,844	9,727	12,158
YoY	13%	17%	16%	18%	24%	25%
HBM (Gb, M)	**984**	**1,800**	**8,464**	**20,441**	**36,767**	**57,544**
YoY		83%	370%	142%	80%	57%
% of Total DRAM	1%	1%	3%	7%	10%	13%
Mobile (Gb, M)	**73,014**	**78,945**	**92,669**	**104,966**	**105,806**	**110,070**
YoY	8%	8%	17%	13%	1%	4%
% of Total DRAM	38%	38%	37%	35%	29%	24%
Unit(Unit, K)	1,218,170	1,151,090	1,191,040	1,227,030	1,104,327	1,115,370
YoY	-12%	-6%	3%	3%	-10%	1%
Contents(Gb)	60	69	78	86	96	99
YoY	23%	14%	16%	10%	12%	3%
PC (Gb, M)	**24,850**	**24,570**	**26,092**	**29,762**	**27,813**	**28,934**
YoY	7%	-1%	6%	10%	-7%	4%
% of Total DRAM	13%	12%	11%	10%	8%	6%
Unit(Unit, K)	252,277	228,911	234,213	252,950	225,126	227,377
YoY	-23%	-9%	2%	8%	-11%	1%
Contents(Gb)	99	107	111	118	124	127
YoY	39%	9%	4%	6%	5%	3%
Others (Gb, M)	25,481	27,280	29,148	29,567	31,045	33,529
YoY	6%	7%	7%	1%	5%	8%

자료: 유진투자증권

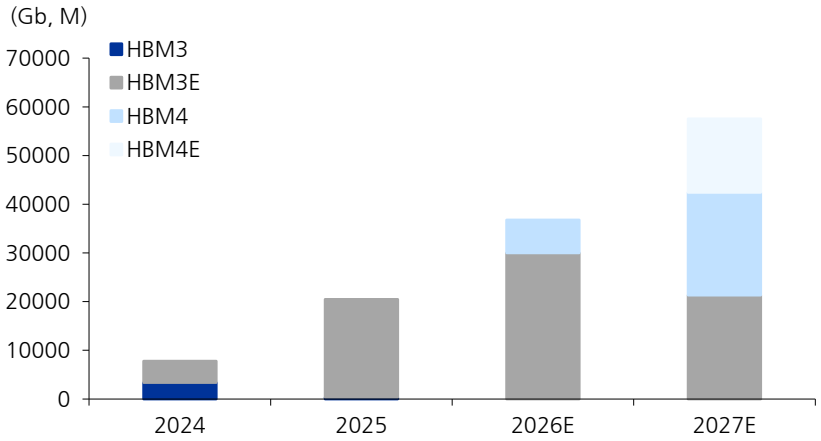
HBM bit 수요는 2025 년 +142%YoY → 2026 년 +80%YoY → 2027 년 +57%YoY 증가할 것으로 전망한다. 이에 HBM 수요 비중은 2025 년 7% → 2026 년 10% → 2027 년 13%로 증가할 것으로 보이며, Server DRAM 과 HBM 을 합산한 DRAM 의 서버 노출도는 2025 년 45% → 2026 년 55% → 2027 년 +62%로 기록할 것으로 전망한다.

HBM4 의 인증 지연으로 인해 Rubin 생산량은 올해 150 만개로 축소될 것으로 보인다. 이에 올해 HBM4 수요는 68 억 Gb 에 불과할 것으로 보인다. 이는 연간 HBM ASP 의 감소 요인으로 작용하겠으나, 하반기에 DRAM 3 사 모두 HBM 인증을 완료함에 따라 2027 년 HBM4 수요는 211 억 Gb 을 기록할 것으로 예상한다.

Rubin Ultra 의 경우 HBN4E 16 단을 채택해 가속기당 탑재량이 1TB 로 급증하게 되며, 이로 인해 2027 년 HBM4E 가 전체 수요의 26%를 차지할 것으로 보인다. NVIDIA 는 최근 메모리 가격 급등으로 인해 적용 스펙을 12 단으로 하향 조정하는 것도 고려 중인 것으로 파악되나, 가속기의 가격 인상을 통해 기존 스펙을 유지할 가능성도 높을 것으로 보인다.

2027 년 ASIC HBM 수요의 경우, 대략 Broadcom+Google 이 60%, AWS 가 30%를 차지할 것으로 보인다. Google TPU v8 에 HBM3E 가 적용됨에 따라 2027 년에도 상당 수준의 HBM3E 수요가 유지될 것으로 보인다. AWS Trainium4 가 2H27 램프업되어야 ASIC 에서 유의미한 HBM 세대 이동이 나타날 것으로 보인다. 2027 년 HBM3E 의 수요 비중은 37%로 예상한다.

HBM 세대별 수요 전망



자료: 유진투자증권

CoWoS Capacity 및 HBM 수요 추정

	2024	2025	2026E	2027E
Total(Wafer, K)	**350**	**680**	**1300**	**2150**
NVIDIA	**195**	**425**	**620**	**900**
Hopper	95%	10%	3%	
Blackwell	5%	90%	67%	5%
Rubin			30%	60%
Rubin Ultra				35%
AMD	**40**	**60**	**120**	**320**
MI300/325	100%	55%		
MI350		45%	20%	
MI400			80%	40%
MI500				60%
ASIC/Others	**115**	**195**	**560**	**930**
가속기 수(K)	**9,454**	**12,940**	**19,948**	**25,088**
NVIDIA	**5,519**	**6,970**	**7,428**	**6,300**
Hopper	5,372	1,233	539	
B lackwell	146	5,738	5,400	540
Rubin			1,488	4,320
Rubin Ultra				1,440
AMD	**600**	**900**	**1,320**	**2,048**
MI300/325	600	495		
MI350		405	360	
MI400			960	1,280
MI500				768
ASIC/Others	**3,335**	**5,070**	**11,200**	**16,740**
HBM 수요(Gb, M)	**9,742**	**20,441**	**36,767**	**57,544**
YoY		110%	80%	57%
HBM3	**3,410**	**380**		
비중	35%	2%		
HBM3E	**4,394**	**20,061**	**30,021**	**21,332**
비중	45%	98%	82%	37%
HBM4			**6,746**	**21,073**
비중			18%	37%
HBM4E				**15,139**
비중				26%

자료: 유진투자증권

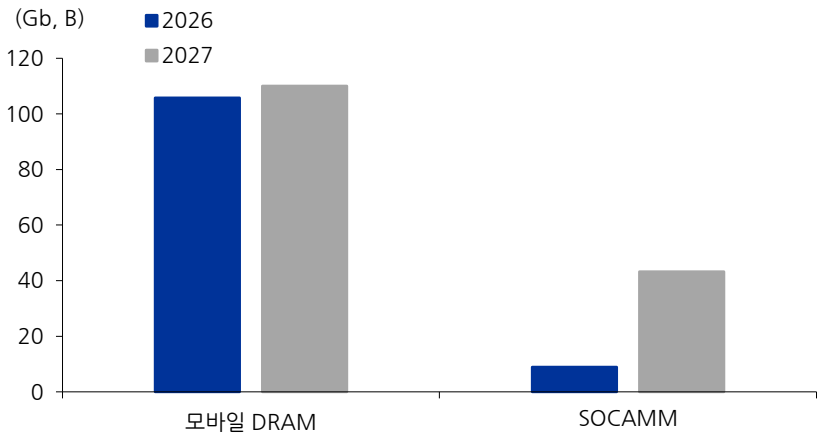
모바일 디램의 bit 수요는 2025 년 +13%YoY → 2026 년 +1%YoY → 2027 년 +4%YoY 를 기록할 것으로 전망한다. 모바일 DRAM 은 2024 년부터 서버 DRAM에 비중 1위 지위를 빼앗겼으며, 올해엔 비중이 29%까지 줄어들 전망이다. 원가 부담으로 인한 출하량 감소(-10%YoY)와 공급 부족으로 인한 생산량 감소가 맞물리며 DRAM 내 수요 비중이 급감할 것이다.

Rubin 부터 채택되는 SOCAMM 기반의 LPDDR 수요도 모바일 디램의 수급 쇼티지를 더욱 심화시킨다. Rubin 가속기 생산에 근거한 SOCAMM 용 LPDDR 수요는 2026 년 89 억 Gb, 2027 년 432 억 Gb 으로 추정한다. GB300 의 경우 LPDDR 수요가 시스템당 17TB에 불과했으나, VR200은 54TB, VR300은 216TB 까지 채용량이 급증할 것으로 추정한다. 이는 SOCAMM 용 LPDDR 수요가 2027 년 전체 모바일 DRAM 수요의 39% 수준까지 확대될 수 있다는 것을 의미한다. 이로 인해 스마트폰 업체들의 디램 채용량 하향 조정 노력은 지속될 것을 보인다.

PC 또한 올해 원가 부담으로 인해 출하량이 -11%YoY 급감할 것으로 예상되며, 이에 따라 PC DRAM 수요는 -7%YoY 감소할 것으로 전망한다. PC DRAM은 올해 처음으로 DRAM 내 수요 비중이 10% 미만으로 감소할 것을 보인다. 수급 안정화를 위해 대형 PC 업체 위주로 LTA 체결 요청이 있는 것으로 추정되나, 비중 측면에서 우선순위가 밀림에 따라 공급 확정이 쉽지 않은 상황으로 보인다. 이에 따라 PC 역시 부진한 수요가 지속될 것으로 보인다.

다만 2026~2027 년 연속으로 부진했던 모바일·PC 수요는 향후 DRAM 공급 부족이 완화될 경우 추가 수요 회복 여력으로 작용할 전망이다. 이는 2028년 이후에도 타이트한 DRAM 수급이 지속될 수 있다고 판단하는 근거 중 하나다.

모바일 DRAM vs. Rubin SOCAMM 수요 추정



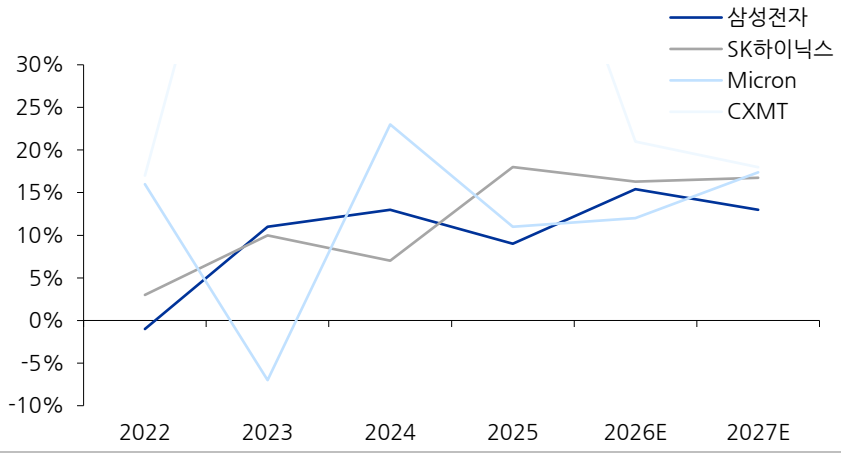
자료: 유진투자증권

DRAM 공급: 2027 년까지 글로벌 증설 효과는 미미

DRAM 전체 공급은 2025 년 +18%YoY → 2026 년 +19%YoY → 2027 년 +20%YoY 증가할 전망이다. 다만 범용 DRAM 의 경우 2025 년 +15%YoY → 2026 년 +15%YoY → 2027 년 +15%YoY 증가에 그칠 전망이다. HBM 은 2025 년 +79%YoY → 2026 년 +70%YoY → 2027 년 +60%YoY 증가하며, Capa 잠식에 의한 범용 DRAM 공급 부족을 더욱 심화시킬 것으로 보인다.

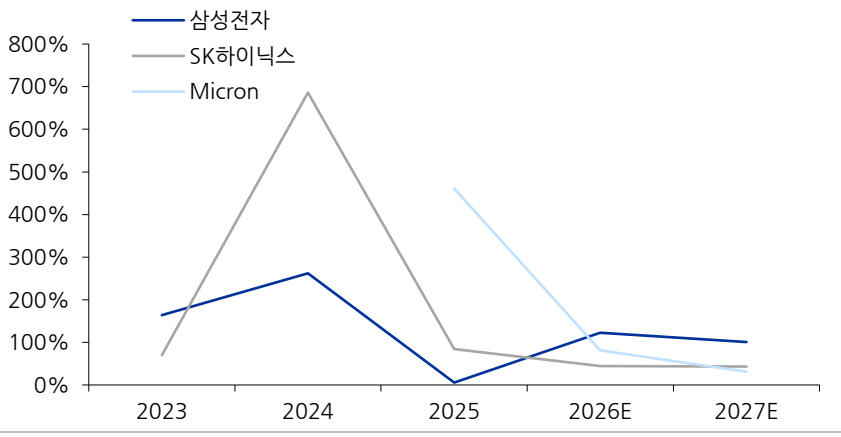
범용 DRAM 수익성이 HBM 을 넘어섰음에도, 연간 공급 계약으로 인한 Capa 투자에 대한 강제성, AI 가속기 업체와의 장기 파트너십 유지 등을 위해 HBM 의 Capa 비중은 계속해서 공격적인 확장세를 보일 것으로 예상한다. HBM 의 Trade Ratio 가 세대별로 심화됨에 따라 DRAM 공급 부족을 장기화시킬 것이다.

업체별 범용 DRAM bit growth 전망



자료: 유진투자증권

업체별 HBM bit growth 전망



자료: 유진투자증권

DRAM 공급업체별 출하량 전망

(Gb, M)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
전체 DRAM	191,738	207,674	251,765	297,760	355,344	426,062
YoY	9%	8%	21%	18%	19%	20%
범용 DRAM	190,763	205,563	239,793	276,334	318,943	367,958
YoY	8%	8%	17%	15%	15%	15%
전체 공급량 대비 비중	99%	99%	95%	93%	90%	86%
삼성전자	82,619	91,729	103,543	113,197	130,636	147,593
YoY	-1%	11%	13%	9%	15%	13%
점유율	43%	45%	43%	41%	41%	40%
SK 하이닉스	57,497	63,409	68,134	80,230	93,288	108,920
YoY	3%	10%	7%	18%	16%	17%
점유율	30%	31%	28%	29%	29%	30%
Micron	41,890	38,836	47,785	53,100	59,472	69,798
YoY	16%	-7%	23%	11%	12%	17%
점유율	22%	19%	20%	19%	19%	19%
CXMT	3,133	5,340	13,118	21,150	25,592	30,198
YoY	17%	70%	146%	61%	21%	18%
점유율	2%	3%	5%	8%	8%	8%
Others	5,624	6,249	7,214	8,657	9,955	11,448
YoY	6%	11%	15%	20%	15%	15%
점유율	3%	3%	3%	3%	3%	3%
HBM	975	2,112	11,972	21,426	36,401	58,104
YoY		117%	467%	79%	70%	60%
전체 공급량 대비 비중	1%	1%	5%	7%	10%	14%
삼성전자	485	1,280	4,634	4,893	10,882	21,849
YoY		164%	262%	6%	122%	101%
점유율	50%	61%	39%	23%	30%	38%
SK 하이닉스	490	832	6,538	12,043	17,396	24,915
YoY		70%	686%	84%	44%	43%
점유율	50%	39%	55%	56%	48%	43%
Micron			800	4,489	8,123	10,640
YoY				461%	81%	31%
점유율			7%	21%	22%	18%
CXMT						700
YoY						
점유율						1%

자료: 유진투자증권

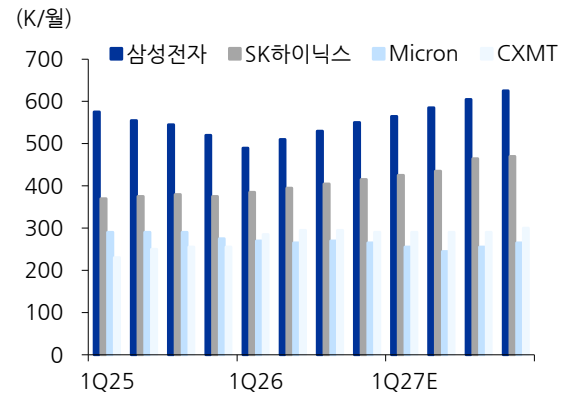
삼성전자의 DRAM Capa 는 '26 년 말 740K/월, '27 년 말 855K/월까지 확대될 전망이다. P4 Phase 3 투자 마무리한 뒤 Phase 4 와 2 는 '27 년까지 순차적으로 마무리할 것으로 보이며, 2027 년 4Q27 에 P5 가 준공됨에 따라 해당 팹에서 중장기적으로 300K/월 수준의 추가 용량을 확보하게 될 것으로 보인다. 다만 팹 오픈 뒤 첫 출하까지 6~9 개월 수준의 리드타임이 소요되는 점을 감안하면 P5 의 기여는 '27 년에 전무할 것으로 보이며, HBM 점유율 확대를 위한 TSV Capa 확대로 범용 DRAM 용 Capa 는 올해 감소할 것으로 보인다.

SK 하이닉스의 DRAM Capa 는 '26 년 말 625K/월, '27 년 말 730K/월까지 확대될 전망이다. 올해 M15X 의 design capa 90K/월 중 80K/월까지 설비 반입을 마무리할 것으로 보이며, '27 년 2 월 Y1 이 준공됨에 따라 해당 팹에서 중장기적으로 400K/월 수준의 Capa 확보가 가능할 것으로 보인다. '27 년엔 Y1 Phase 1 과 2 의 설비 반입을 마무리하며 120K/월 수준의 Capa 확대가 가능할 것으로 보이나, 출하 기여는 4Q27 부터 미미하게 반영될 것으로 보인다.

Micron 의 DRAM Capa 는 '26 년 말 355K/월, '27 년 말 395K/월까지 확대될 전망이다. 클린룸이 부족해 그린필드, 브라운필드 가릴 것 없이 공격적인 투자 중이며, '27 년엔 미국 ID1 과 대만 P5 팹 준공을 통해 Capa 확보가 가능할 것이다. 다만 두 팹 모두 2H27 에 준공되어, '27 년 출하 기여는 어려울 것으로 보인다.

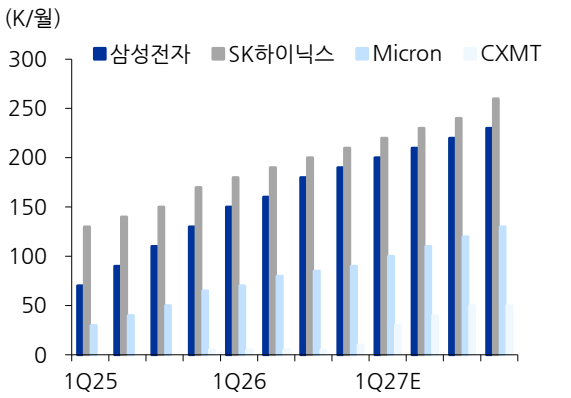
CXMT 의 DRAM Capa 는 '26 년 말 300K/월, '27 년 말 350K/월까지 확대될 전망이다. 7 월 상장을 통해 Beijing 3 공장 증설을 시작할 것으로 보이나 장비 수급 이슈로 1anm 양산 안정화에 어려움을 겪고 있다는 점과 HBM3 진출을 위한 본격적인 투자를 시작할 것으로 보인다는 점에서 그간 있었던 공격적인 점유율 확대가 당분간 어려울 것으로 보인다.

업체별 범용 DRAM 웨이퍼 투입량



자료: 유진투자증권

업체별 HBM 웨이퍼 투입량



자료: 유진투자증권

DRAM 공급업체별 웨이퍼 투입량 전망

(K/월)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
삼성전자	**645**	**645**	**655**	**650**	**640**	**670**	**710**	**740**	**765**	**795**	**825**	**855**
HBM 비중	11%	14%	17%	20%	23%	24%	25%	26%	26%	26%	27%	27%
HBM 투입	70	90	110	130	150	160	180	190	200	210	220	230
Line13	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Line15	175	175	170	170	180	190	200	215	215	215	215	215
Line17	140	130	120	100	95	90	85	80	80	80	80	80
P1L	110	110	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
P2L	110	120	130	140	140	140	140	140	140	140	140	140
P3L	110	110	110	110	95	105	120	120	120	120	120	120
P4L	0	0	5	10	10	25	45	65	90	120	150	180
SK 하이닉스	**500**	**515**	**530**	**545**	**565**	**585**	**605**	**625**	**645**	**665**	**705**	**730**
HBM 비중	26%	27%	28%	31%	32%	32%	33%	34%	34%	35%	34%	36%
HBM 투입	130	140	150	170	180	190	200	210	220	230	240	260
Wuxi	185	185	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
M10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
M14	170	170	170	170	165	155	145	135	145	155	165	170
M16	145	160	170	185	200	220	230	240	240	240	240	240
M15X	0	0	0	0	10	20	40	60	70	80	90	100
Y1											20	30
Micron	**320**	**330**	**340**	**340**	**340**	**345**	**355**	**355**	**355**	**355**	**375**	**395**
HBM 비중	9%	12%	15%	19%	21%	23%	24%	25%	28%	31%	32%	33%
HBM 투입	30	40	50	65	70	80	85	90	100	110	120	130
Dominion Fab6	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Fab15	100	100	100	100	100	100	105	105	105	105	105	105
OMT	200	210	220	220	220	225	230	230	230	230	230	230
P5											10	20
ID1											10	20
CXMT	**230**	**250**	**255**	**260**	**290**	**300**	**300**	**300**	**320**	**330**	**340**	**350**
HBM 비중	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	3%	9%	12%	15%	14%
HBM 투입	0	0	0	5	5	5	5	10	30	40	50	50
Phase1	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Phase2	60	80	85	90	100	100	100	100	100	100	100	100
Beijing Fab1	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Beijing Fab2	40	40	40	40	60	70	70	70	70	70	70	70
Beijing Fab3	0	0	0	0	0	0	0	0	20	30	40	50

자료: 유진투자증권

NAND 수요: 2027 년 eSSD 수요 비중 50% 돌파

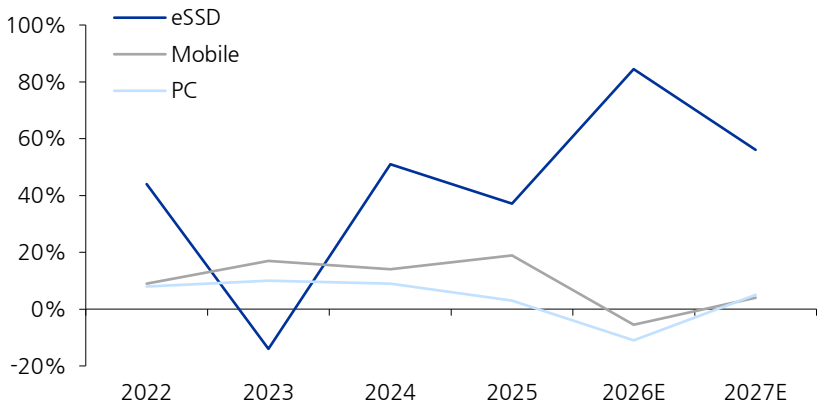
NAND 전체 수요는 2025 년 +15%YoY → 2026 년 +21%YoY → 2027 년 +27%YoY 로 가속화될 전망이다. 모바일과 PC 부문의 수요가 매우 부진할 것으로 보임에도 eSSD 가 2026 년 +84%YoY, 2027 년 +56%YoY 성장하며 전체 시장 성장을 이끌 것으로 보인다. 특히 DRAM 과 달리 20%대에 불과했던 NAND 의 서버 노출도가 2027 년부턴 50% 비중을 돌파함에 따라 수요처의 근간이 바뀔 것으로 보인다.

2025 년 9 월 시작되었던 슈퍼사이클의 초입에선 HDD 공급 부족에 따른 Cold Data 저장장치의 대안처로써 QLC eSSD 가 주목을 받았다. 하지만 NVIDIA ICMS(CMX, Context Memory Storage Platform 으로 명칭 변경)가 공개된 뒤 KV Cache offloading 을 위한 고성능 TLC eSSD 의 수요가 급증하기 시작했다. Rubin 가속기 생산량에 근거한 CMX 관련 eSSD 수요는 2026 년 238 억 GB, 2027 년 922 억 GB 를 기록할 것으로 전망한다. 2027 년 전체 NAND 수요의 6%를 차지할 정도의 양이다.

최근 Google 또한 TPU v8 을 공개하며 TPU Direct Storage 를 공개한 바 있다. NVIDIA CMX 와 유사하게 TPU 가 스토리지에 직접 접근 가능하게 함으로써 CPU 처리의 병목 현상을 우회하고 학습 지연을 방지하는 방법론이다. CMX 와 마찬가지로 고성능 eSSD 에 대한 수요 증가를 이끌 것으로 보인다.

eSSD 수요 증가를 위한 플랫폼 변화는 전방위적으로 진행될 것으로 보이고, 이로 인해 NAND 에서 역시 LTA 체결이 확산될 것으로 보인다.

NAND 응용처별 수요 Bit Growth



자료: 유진투자증권

NAND 응용처별 수요 전망

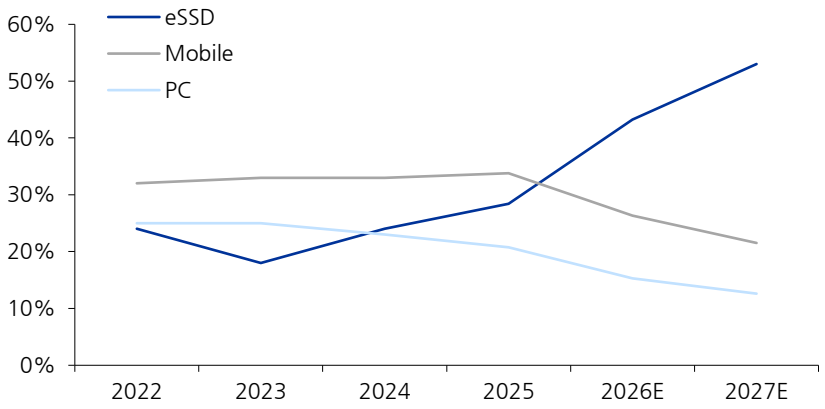
	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Total (GB, M)	**676,433**	**751,665**	**871,199**	**1,004,511**	**1,218,524**	**1,550,751**
YoY	19%	11%	16%	15%	21%	27%
eSSD (GB, M)	**160,458**	**137,805**	**208,387**	**285,643**	**526,949**	**822,095**
YoY	44%	-14%	51%	37%	84%	56%
% of Total NAND	24%	18%	24%	28%	43%	53%
Unit(Unit, K)	47,900	35,781	42,630	46,750	66,853	80,223
YoY	16%	-25%	19%	13%	43%	20%
Contents(GB)	3,350	3,851	4,888	6,110	7,882	10,246
YoY	24%	15%	27%	25%	29%	30%
CMX (GB, M)					**23,808**	**92,160**
YoY						287%
% of Total NAND					2%	6%
Rubin GPU (Unit, K)					1,488	5,760
Contents(GB)					16,000	16,000
Mobile (GB, M)	**214,628**	**250,493**	**285,557**	**339,517**	**320,844**	**333,774**
YoY	9%	17%	14%	19%	-5%	4%
% of Total NAND	32%	33%	33%	34%	26%	22%
Unit(Unit, K)	1,218,170	1,151,090	1,191,040	1,227,030	1,104,327	1,115,370
YoY	-12%	-6%	3%	3%	-10%	1%
Contents(GB)	176	217	243	277	291	299
YoY	24%	23%	12%	14%	5%	3%
PC SSD (GB, M)	**169,078**	**186,006**	**202,794**	**208,379**	**186,083**	**195,461**
YoY	8%	10%	9%	3%	-11%	5%
% of Total NAND	25%	25%	23%	21%	15%	13%
Unit(Unit, K)	303,799	303,479	303,073	303,760	288,572	291,458
YoY	-12%	0%	0%	0%	-5%	1%
Contents(GB)	557	613	669	686	645	671
YoY	18%	10%	9%	3%	-6%	4%
Others (GB, M)	**132,269**	**177,361**	**174,461**	**170,972**	**184,650**	**199,421**
YoY	38%	34%	-2%	-2%	8%	8%
% of Total NAND	20%	24%	20%	18%	15%	13%

자료: 유진투자증권

모바일 NAND 수요는 2025 년 +19%YoY → 2026 년 -5%YoY → 2027 년 +4%YoY 로 부진할 전망이다. 공급업체들이 수익성 높은 eSSD 위주로 Capa 전환을 가속화하는 가운데, 원가 부담에 따른 스마트폰 시장 침체와 NAND 공급 부족이 심화됨에 따라 모바일 제품군 내 NAND 채용량 증가는 눈에 띄게 둔화될 것을 보인다. 이로 인해 모바일 NAND 의 수요 비중은 2026 년 30% 미만으로 감소한 뒤 2027 년엔 22%까지 줄어들 것으로 보인다.

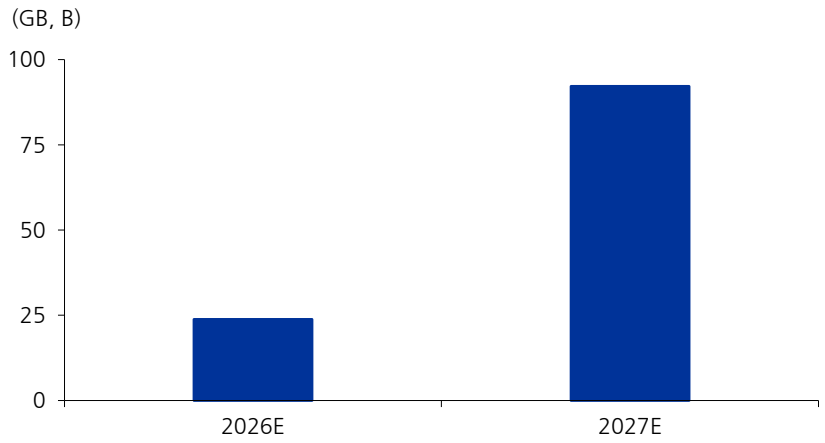
PC SSD 수요는 2025 년 +3%YoY → 2026 년 -11%YoY → 2027 년 +5%YoY 를 기록할 전망이다. PC 역시 출하량 감소와 원가 부담에 따른 NAND 채용량 감소가 맞물려 극심한 부진을 겪을 것으로 보인다. 모바일과 PC 모두 DRAM 과 달리 NAND 의 채용량 증가 니즈는 상대적으로 낮은 점을 고려하면, NAND 의 수요 비중은 빠르게 서버향으로 재편될 것으로 보인다.

NAND 응용처별 수요 비중 추이



자료: 유진투자증권

NVIDIA CMX eSSD 수요 추정



자료: 유진투자증권

NAND 공급: 클린룸 제약과 YMTC DRAM 진출이라는 호재

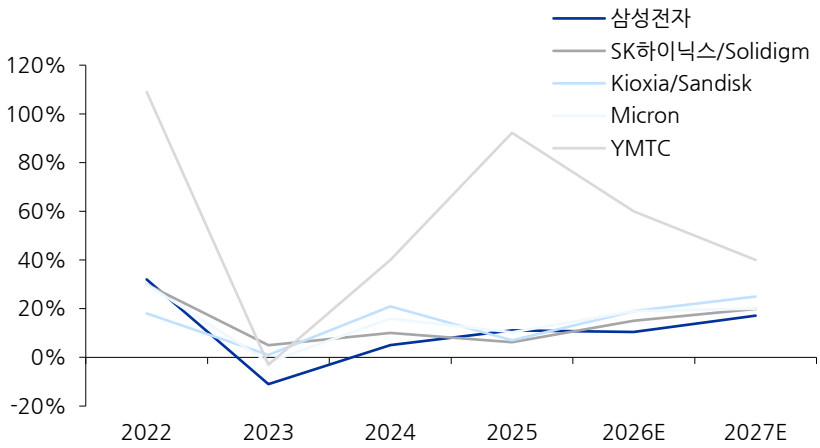
NAND 전체 공급은 2025 년 +15%YoY → 2026 년 +21%YoY → 2027 년 +23%YoY 증가할 전망이다. NAND 플레이어는 크게 2 가지로 분류할 수 있다. 하나는 DRAM 과 NAND 사업을 모두 영위하는 삼성전자, SK 하이닉스, Micron. 다른 하나는 NAND 사업만을 영위하는 Koxia, Sandisk, YMTC 이다.

eSSD 가 견인하는 수요 급증에도 불구하고, NAND 역시 DRAM 못지 않은 공급 제약이 지속될 것으로 보인다. DRAM 의 경우 클린룸 부족과 HBM Capa 잠식이 공급 제약의 주 요인이었다. NAND 는 종합 메모리 사의 클린룸 부족, YMTC 의 DRAM 시장 진출이 공급 제약 요인으로 부각될 전망이다.

삼성전자와 SK 하이닉스, Micron 모두 2027 년까지는 NAND 증설이 어려울 전망이다. 신규 Capa 를 보다 수익성 높은 DRAM 에 우선 배정 중이기 때문이다. 삼성전자의 경우 P5 의 일부 Phase 를 NAND 에 배정해 2028 년부터 증설이 가능할 것으로 보인다. Micron 은 2028 년부터 싱가포르 NAND 라인 증설을 시작할 것이라 밝힌 바 있다.

SK 하이닉스는 대중 반도체 제재로 인해 우시 DRAM 팹이 1anm 에서 테크 마이그레이션이 더 이상 진행될 수 없음을 감안할 시, Y1 팹은 전부 DRAM 으로 할당될 것으로 예상한다. 2029 년 이후 M17 혹은 Y2 부터 NAND 증설이 가능할 것으로 전망한다. 올해 솔리다임 팹에서 소량의 증설이 진행되겠으나 가능한 규모는 10K/월 수준에 불과할 것으로 보인다.

업체별 NAND 공급 bit growth 추정



자료: 유진투자증권

Kioxia/Sandisk 는 Iwate 2 공장과 Yokkaichi 7 공장에 신규 클린룸을 확보했지만 CapEx Discipline 준수 의지를 반복적으로 밝히고 있다. 다만 LTA 확산에 따른 CapEx 확대로 2027 년 b/g 는 25%로 확대될 것으로 예상한다. 최근 Sandisk 는 3 개 고객사와 $42B 규모의 LTA 를 맺었다고 밝혔으며, Kioxia 역시 주요 모바일 고객사와 우호적 조건 하에 LTA 를 맺은 것으로 추정된다. 이러한 계약이 늘어남에 따라 전환 및 신규 투자 모두 가속화될 것으로 전망한다.

YMTC 는 2025 년과 2026 년 모두 생산량이 급증하며, NAND 시장 점유율이 16%까지 상승할 것으로 전망한다. 선제적인 W2W Hybrid Bonding 도입과 NAND 의 상대적으로 낮은 노광 장비 의존도는 YMTC 가 업계 최선단 수준의 공정 세대를 양산하고, 이를 빠르게 램프업할 수 있게 하는 핵심 요인으로 작용하고 있다. 빠르면 올해 말 IPO 가 가능할 것으로 보이며, 공모 자금을 기반으로 우한 3 공장 증설에 착수할 전망이다. 다만 우한 3 공장의 Design Capa 100K/월 중 절반은 DRAM 시장 진출에 활용될 것으로 보인다. 이에 따라 NAND 시장에서의 공격적인 점유율 확대 속도는 일정 부분 둔화될 가능성이 높다.

NAND 업체별 생산량 전망

(GB, M)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
전체 NAND	742,338	721,454	822,450	943,344	1,140,127	1,412,544
YoY	30%	-3%	14%	15%	21%	24%
삼성전자	260,871	233,442	245,032	272,099	300,468	351,882
YoY	32%	-11%	5%	11%	10%	17%
점유율	35%	32%	30%	29%	26%	25%
SK 하이닉스/Solidigm	150,826	158,940	174,131	184,956	212,875	255,188
YoY	30%	5%	10%	6%	15%	20%
점유율	20%	22%	21%	20%	19%	18%
Kioxia/Sandisk	203,081	204,307	247,949	265,198	315,585	394,482
YoY	18%	1%	21%	7%	19%	25%
점유율	27%	28%	30%	28%	28%	28%
Micron	82,289	80,802	93,923	103,563	123,241	147,889
YoY	30%	-2%	16%	10%	19%	20%
점유율	11%	11%	11%	11%	11%	10%
YMTC	44,989	43,540	60,989	117,183	187,492	262,489
YoY	109%	-3%	40%	92%	60%	40%
점유율	6%	6%	7%	12%	16%	19%
Others	282	424	425	345	465	614
YoY	164%	51%	0%	-19%	35%	32%
점유율	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: 유진투자증권

2027 년 쇼티지 심화와 메모리 업종 리레이팅의 시작

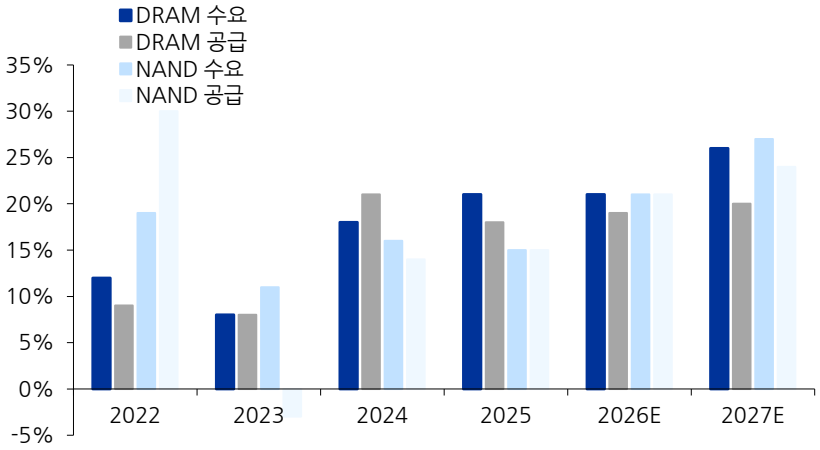
결론적으로 메모리 업종은 2027 년 으로 갈수록 구조적으로 공급 부족이 심화되는 구간에 진입할 것으로 전망한다. 이번 사이클의 핵심은 단순한 가격 상승이 아니라, AI 인프라 확산에 따른 수요의 질적 변화와 공급 제약의 장기화가 동시에 나타나고 있다는 점이다.

이번 사이클의 또 다른 특징을 가격 상승을 수요처가 흡수할 수 있는 여력이 충분하다는 점이다. NVIDIA GPU 시스템에서 HBM 과 일반 DRAM 이 매출 원가의 50% 이상을 차지하는 것으로 추정되며, 차세대 시스템에서도 이러한 흐름은 강화될 전망이다. 그럼에도 하이퍼스케일러의 AI 서버 투자는 지속되고 있다. 이는 메모리 가격 상승이 단순한 원가 부담이 아니라, AI 서비스 확장을 위한 필수 비용으로 받아들여지고 있음을 의미한다.

이에 따라 메모리 업종의 벨류에이션 프레임도 바뀔 것으로 전망한다. 그 동안 메모리 업종은 현물가와 주가가 동행하는 전통적 사이클 자산으로 평가받았다. 그러나 최근 들어 현물가와 주가의 디커플링이 관측되기 시작했다. 시장이 더 이상 단기 가격 지표만을 보는 것이 아니라, LTA 확대에 따른 이익의 지속성과 다운사이클 리스크 완화를 반영하기 시작한 것으로 추정한다.

결론적으로 2026~2027 년은 DRAM 과 NAND 모두에서 쇼티지가 극대화되는 동시에, 메모리 업종이 사이클 자산에서 전략 자산으로 재평가되는 전환점이 될 전망이다. AI 인프라 확산은 메모리 수요의 구조적 성장을 만들고, 제한된 공급과 LTA 확대는 이익의 지속성을 높이고 있다. 이는 실적의 추가 상향 뿐 아니라 업종 전반의 벨류에이션 리레이팅을 정당화하는 근거로 작용할 것이다.

메모리 수요 공급 bit growth 추정



자료: 유진투자증권

기업분석

삼성전자
STRONG BUY(유지) / TP 500,000 원
단기 우려보다 중요한 구조적 성장

SK 하이닉스
STRONG BUY(유지) / TP 3,200,000 원
임계점에 도달

브이엠
BUY(신규) / TP 110,000 원
모든 면에서 확장될 준비

테스
BUY(신규) / TP 170,000 원
때가 왔다

(005930)

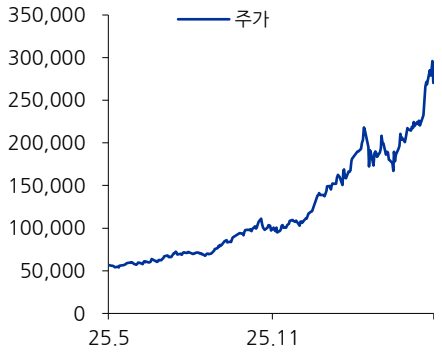
삼성전자

2026.05.18

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

단기 우려보다 중요한 구조적 성장

투자의견	STRONG BUY(유지)
목표주가	500,000 원(상향)
현재주가	270,500 원(5/18)



- 삼성전자의 2026년, 2027년 영업이익을 323조원(+638%YoY), 504조원(+56%YoY)으로 전망한다. AI 서버 수요 강세는 DRAM, NAND, HBM 전 제품군의 수익성을 동반 상승시키고 있다. 당사는 메모리 3개 제품군의 영업이익률이 공통적으로 70~80% 수준으로 수렴해 나갈 것으로 전망한다. DRAM의 영업이익률은 2026년 76%에서 2027년에도 79%로, NAND는 2026년 65%에서 2027년 70%로 상승하며, HBM 역시 2027년 가격 상승과 함께 76% 수준에 이를 전망이다. 극심한 공급 부족이 제품군 전반의 마진을 끌어올리는 국면이다

- DRAM의 Blended ASP는 2026년과 2027년 각각 +259%, +28%YoY 상승할 것으로 예상한다. 기본 가정은 4Q26의 범용 DRAM 가격 수준이 2027년 연중 유지되는 보수적 시나리오다. 다만 최근 강화되고 있는 2H26 계약가 협상 분위기를 고려하면 2027년 가격 전망 역시 추가 상향 조정될 가능성이 있다. 2027년에는 HBM4E의 가격은 $3.0/Gb 수준을 기록하며, HBM의 Blended ASP 상승률이 +72%YoY를 기록할 것으로 전망한다. HBM이 DRAM 전체의 ASP 상승을 견인할 것으로 보인다.

- NAND의 Blended ASP는 2026년과 2027년 각각 +228%, +27%YoY 상승할 것으로 전망한다. NAND 공급 부족이 더욱 심화됨에 따라 DRAM 수준의 수익성에 근접하기 위한 1H27 추가 가격 인상이 진행될 것으로 예상한다. 또한 NVIDIA CMX와 Google TPU Direct Storage와 같은 신규 스토리지 플랫폼은 고성능 TLC eSSD 수요 성장을 이끄는 핵심 동인이 될 전망이다.

- 2Q26의 영업이익은 79.4조원(+39%QoQ)으로 전망하며, 그 중 메모리 영업이익이 79.5조원을 기록해 전사 실적을 견인할 것으로 보인다. 최근 파업 우려가 심화됨에 따라 성과금 충당금 추정치를 소폭 상향 적용했다.

- 최근 삼성전자의 주가는 노조 파업 우려로 인해 경쟁사 대비 부진한 주가 흐름을 보이고 있다. 다만 장기화될 메모리 슈퍼사이클과 이로 인해 나타날 대규모 주주환원, 메모리 공급 역량을 바탕으로 한 파운드리 고객사 확대 등이 삼성전자의 장기 주가 상승을 이끌 것으로 전망한다.

- 삼성전자의 목표 주가를 50만원으로 상향 조정한다. 해당 목표 주가는 12MF EPS에 PER 8.0배를 적용한 수치이며, 12MF BPS 기준 PBR 3.9배에 해당한다('26년 ROE 52.2%, '27년 ROE 51.2%).

- AI 서버 내 메모리 채용량의 구조적 증가로 서버향 매출 비중은 이미 50%를 넘어섰으며, 동시에 CapEx Intensity는 10% 초반 수준까지 낮아졌다. BTO(Build-To-Order) 정책을 도입 이후 12MF PER 25배 이상으로 리레이팅된 HDD 업종은, LTA 확산을 통해 구조적 변화의 초입에 진입한 메모리 업종의 벨류에이션 재평가 가능성을 가늠할 수 있는 좋은 참고 사례다.

시가총액(십억원)	1,581,418
발행주식수(천주)	5,846,279
52 주 최고	299,500 원
최저	53,700 원
52 주 일단 Beta	1.24
60 일 평균 거래대금	63,929 억원
외국인 지분율	48.85%
배당수익률(26E)	4.8%
주주구성	
삼성생명보험	19.7%
국민연금공단	7.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	28.2	178.3	372.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Strong Buy	Strong Buy	
목표주가	500,000	360,000	
영업이익(26E)	323,077	333,887	▼
영업이익(27E)	503,497	522,206	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	333,606	652,735	864,209
영업이익	43,601	323,077	503,497
세전손익	49,481	330,210	512,113
당기순이익	45,207	297,205	455,781
EPS(원)	7,477	49,313	75,624
증감률(%)	32.8	559.5	53.4
PER(배)	16.0	5.5	3.6
ROE(%)	10.8	52.2	51.2
PBR(배)	1.9	2.6	1.7
EV/EBITDA(배)	7.5	3.8	2.0

삼성전자 사업부별 실적 추이 및 전망

(조원)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	133.9	159.4	177.2	182.3	197.1	204.6	225.0	237.4	333.6	652.7	864.2
QoQ/YoY(%)	43%	19%	11%	3%	8%	4%	10%	5%	11%	96%	32%
DS	81.7	117.7	132.0	140.2	152.0	164.3	181.6	196.5	130.2	471.5	694.4
Memory	74.8	110.6	124.0	131.1	142.3	154.3	169.2	181.6	104.1	440.5	647.4
DRAM	55.4	81.0	90.4	95.8	104.3	112.8	126.1	137.7	73.6	322.6	480.9
HBM	4.2	5.3	7.0	8.7	14.4	18.8	24.6	27.0	8.6	25.2	84.8
NAND	19.4	29.6	33.6	35.4	38.0	41.5	43.1	43.9	30.6	117.9	166.5
Foundry/LSI	6.9	7.1	7.9	9.1	9.7	10.0	12.4	14.8	26.0	31.0	46.9
DX	52.7	44.6	48.3	44.2	51.0	45.5	49.2	46.5	186.4	189.7	192.1
MX / Networks	38.1	30.6	34.6	29.7	37.1	31.8	35.4	32.2	129.1	132.9	136.4
VD / DA	14.6	14.0	13.7	14.5	14.0	13.7	13.8	14.3	57.3	56.8	55.7
SDC	6.7	6.6	7.5	8.8	6.9	7.9	9.0	9.7	29.6	29.6	33.5
Harman	3.8	4.2	4.2	4.4	3.7	4.2	4.2	4.6	15.9	16.6	16.7
영업이익	57.2	79.4	91.1	95.4	111.1	119.4	132.0	141.0	43.8	323.1	503.5
QoQ/YoY(%)	184%	39%	15%	5%	16%	7%	11%	7%	34%	638%	56%
DS	53.7	77.9	89.2	94.6	108.3	117.4	129.7	140.2	25.3	315.4	495.6
Memory	54.8	79.5	90.6	96.1	108.3	117.6	129.2	138.7	31.9	321.0	493.8
DRAM	43.1	60.4	68.3	72.5	81.6	88.3	99.3	108.8	29.6	244.2	378.0
HBM	2.4	2.5	3.9	5.2	10.5	14.1	18.9	20.9	2.8	13.9	64.5
NAND	11.7	19.1	22.3	23.6	26.7	29.3	30.0	29.9	2.3	76.7	115.9
Foundry/LSI	-1.1	-1.6	-1.4	-1.5	0.0	-0.1	0.5	1.5	-6.6	-5.6	1.8
DX	3.0	0.8	0.7	-0.7	2.2	1.0	0.7	-0.7	12.8	3.8	3.1
MX / Networks	2.8	0.8	0.7	-0.4	2.0	0.9	0.7	-0.4	13.0	3.9	3.2
VD / DA	0.1	0.0	0.0	-0.3	0.2	0.1	0.0	-0.4	-0.2	-0.1	-0.1
SDC	0.4	0.3	0.8	1.1	0.4	0.6	1.1	1.2	4.2	2.5	3.2
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	1.5	1.4	1.5
영업이익률	42.7%	49.8%	51.4%	52.3%	56.4%	58.3%	58.6%	59.4%	13.1%	49.5%	58.3%
DS	65.7%	66.2%	67.6%	67.5%	71.2%	71.5%	71.4%	71.4%	19.4%	66.9%	71.4%
Memory	73.2%	71.9%	73.0%	73.3%	76.1%	76.2%	76.4%	76.4%	30.6%	72.9%	76.3%
DRAM	77.7%	74.6%	75.5%	75.7%	78.2%	78.3%	78.7%	79.0%	40.2%	75.7%	78.6%
HBM	55.3%	46.5%	55.5%	59.6%	72.9%	75.3%	77.2%	77.3%	32.0%	55.0%	76.1%
NAND	60.5%	64.5%	66.5%	66.7%	70.2%	70.6%	69.5%	68.1%	7.5%	65.1%	69.6%
Foundry/LSI	-16.3%	-22.0%	-17.7%	-16.4%	-0.3%	-1.4%	3.9%	10.0%	-25.4%	-18.0%	3.8%
DX	5.6%	1.9%	1.4%	-1.5%	4.2%	2.2%	1.4%	-1.6%	6.9%	2.0%	1.6%
MX / Networks	7.4%	2.6%	2.0%	-1.3%	5.3%	2.9%	2.0%	-1.2%	10.1%	3.0%	2.4%
VD / DA	1.0%	0.3%	-0.2%	-2.0%	1.4%	0.7%	-0.1%	-2.5%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
SDC	5.6%	4.5%	10.3%	12.1%	5.8%	7.1%	12.3%	12.1%	14.2%	8.5%	9.7%
Harman	5.5%	8.3%	10.6%	8.6%	7.1%	9.8%	10.8%	8.8%	9.4%	8.3%	9.2%

자료: 유진투자증권

주요 가정

		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,450	1,440	1,430	1,420	1,400	1,400	1,400	1,414	1,446	1,405
DRAM	출하량(Gb, M)	33,759	35,108	36,029	36,622	37,487	39,976	44,009	47,970	118,091	141,518	169,442
	QoQ/YoY	3%	4%	3%	2%	2%	7%	10%	9%	9%	20%	20%
	ASP($/Gb)	1.12	1.59	1.74	1.83	1.96	2.02	2.05	2.05	0.44	1.58	2.02
	QoQ/YoY	91%	42%	10%	5%	7%	3%	2%	0%	22%	259%	28%
HBM	출하량(Gb, M)	1,978	2,374	2,968	3,561	4,095	4,915	6,143	6,696	4,893	10,882	21,849
	QoQ/YoY	13%	20%	25%	20%	15%	20%	25%	9%	6%	122%	101%
	ASP($/Gb)	1.46	1.54	1.63	1.71	2.48	2.73	2.86	2.88	1.25	1.61	2.77
	QoQ/YoY	12%	5%	6%	5%	45%	10%	5%	1%	-7%	29%	72%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	31,780	32,734	33,061	33,061	33,392	35,061	37,866	41,274	113,197	130,636	147,593
	QoQ/YoY	2%	3%	1%	0%	1%	5%	8%	9%	9%	15%	13%
	ASP($/Gb)	1.10	1.59	1.75	1.84	1.90	1.92	1.92	1.92	0.41	1.58	1.91
	QoQ/YoY	101%	45%	10%	5%	3%	1%	0%	0%	28%	289%	21%
NAND	출하량(GB, M)	75,659	77,928	79,487	80,282	82,690	88,857	92,411	95,096	272,099	313,355	359,054
	QoQ/YoY	9%	3%	2%	1%	3%	7%	4%	3%	2%	15%	15%
	ASP($/GB)	0.17	0.26	0.29	0.31	0.32	0.33	0.33	0.33	0.08	0.26	0.33
	QoQ/YoY	86%	50%	12%	5%	5%	3%	0%	-1%	-8%	228%	27%
스마트폰	출하량(M)	59	54	52	56	60	55	53	57	240	220	224
	QoQ/YoY	-3%	-8%	-4%	7%	7%	-8%	-4%	7%	7%	-9%	2%
	ASP($)	345	293	337	282	348	327	361	328	286	315	341
	QoQ/YoY	41%	-15%	15%	-16%	23%	-6%	10%	-9%	-3%	10%	8%

자료: 유진투자증권

삼성전자 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	62,469	2026 년~2027 년 EPS 평균
Target P/E(배)	8.0	HDD 업종 최근 12 개월 PER 50% 할인
목표주가	**500,000**	
현재 주가	270,500	
상승 여력(%)	84.8	

자료: 유진투자증권

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:조원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**514,532**	**566,942**	**842,074**	**1,212,643**	**1,611,472**
유동자산	227,062	247,685	469,919	778,007	1,131,998
현금성자산	112,615	125,821	309,156	594,786	909,124
매출채권	53,246	58,609	77,916	75,442	92,716
재고자산	51,755	52,637	71,922	96,253	118,002
비유동자산	287,470	319,257	372,155	434,637	479,474
투자자산	57,786	74,472	108,394	141,143	152,435
유형자산	205,945	215,305	233,709	262,680	295,668
기타	23,739	29,481	30,052	30,814	31,371
부채총계	**112,340**	**130,622**	**135,604**	**147,247**	**151,292**
유동부채	93,326	106,411	99,541	102,301	103,333
매입채무	61,523	68,114	71,922	75,442	75,858
유동성이자부채	15,380	18,752	7,506	5,644	5,096
기타	16,424	19,545	20,113	21,215	22,379
비유동부채	19,014	24,210	36,063	44,946	47,959
비유동이자부채	3,950	6,487	6,456	6,394	6,323
기타	15,063	17,724	29,607	38,552	41,636
자본총계	**402,192**	**436,320**	**706,470**	**1,065,396**	**1,460,180**
지배지분	391,688	424,313	694,907	1,053,889	1,448,678
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	402,136	675,566	1,035,030	1,429,886
기타	15,873	16,876	14,039	13,558	13,491
비지배지분	10,504	12,007	11,564	11,507	11,502
자본총계	**402,192**	**436,320**	**706,470**	**1,065,396**	**1,460,180**
총차입금	19,330	25,239	13,962	12,038	11,419
순차입금	(93,285)	(100,582)	(295,194)	(582,749)	(897,705)

손익계산서

(단위:조원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**300,871**	**333,606**	**652,735**	**864,209**	**933,346**
증가율(%)	16.2	10.9	95.7	32.4	8.0
매출원가	186,562	202,236	160,691	130,631	141,959
매출총이익	**114,309**	**131,370**	**492,045**	**733,579**	**791,387**
판매 및 일반관리비	81,583	87,769	168,968	230,082	225,348
기타영업손익	13	8	93	36	(2)
영업이익	**32,726**	**43,601**	**323,077**	**503,497**	**566,039**
증가율(%)	398.3	33.2	641.0	55.8	12.4
EBITDA	**75,357**	**90,528**	**373,848**	**557,610**	**631,386**
증가율(%)	66.6	20.1	313.0	49.2	13.2
영업외손익	**4,804**	**5,880**	**7,133**	**8,617**	**10,487**
이자수익	4,954	4,716	6,120	7,478	9,311
이자비용	904	606	523	408	382
지분법손익	751	683	497	497	497
기타영업손익	3	1,087	1,039	1,050	1,060
세전순이익	**37,530**	**49,481**	**330,210**	**512,113**	**576,526**
증가율(%)	241.0	31.8	567.3	55.1	12.6
법인세비용	3,078	4,275	33,006	56,332	63,418
당기순이익	**34,451**	**45,207**	**297,205**	**455,781**	**513,109**
증가율(%)	122.5	31.2	557.4	53.4	12.6
지배주주지분	33,621	44,261	291,914	447,666	503,973
증가율(%)	132.3	31.6	559.5	53.4	12.6
비지배지분	830	946	5,291	8,114	9,135
EPS(원)	**5,632**	**7,477**	**49,313**	**75,624**	**85,136**
증가율(%)	132.3	32.8	559.5	53.4	12.6
수정EPS(원)	5,632	7,477	47,508	73,405	82,765
증가율(%)	132.3	32.8	535.4	54.5	12.8

현금흐름표

(단위:조원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**72,983**	**85,315**	**307,856**	**490,475**	**533,279**
당기순이익	34,451	45,207	297,205	455,781	513,109
자산상각비	42,631	46,927	50,771	54,113	65,346
기타비현금성손익	316	5,469	(6,590)	(2,580)	(8,096)
운전자본증감	(1,568)	(9,614)	(34,525)	(17,834)	(38,074)
매출채권감소(증가)	(3,139)	(2,535)	(19,307)	2,474	(17,274)
재고자산감소(증가)	2,541	(3,591)	(19,285)	(24,331)	(21,748)
매입채무증가(감소)	(1,539)	(3,257)	3,808	3,520	416
기타	568	(231)	260	504	531
투자현금	**(85,382)**	**(68,512)**	**(117,378)**	**(126,584)**	**(107,999)**
단기투자자산감소	(31,923)	(5,972)	(14,207)	(10,486)	1,687
장기투자증권감소	4,121	4,201	(16,253)	(14,035)	(4,513)
설비투자	51,406	47,522	65,712	79,544	94,723
유형자산처분	156	150	0	0	0
무형자산처분	(2,319)	(4,617)	(4,035)	(4,302)	(4,169)
재무현금	**(7,797)**	**(13,478)**	**(21,351)**	**(88,747)**	**(109,255)**
차입금증가	4,912	4,609	(30)	(63)	(71)
자본증가	(12,701)	(18,086)	(21,320)	(88,684)	(109,184)
배당금지급	10,889	9,897	18,483	88,203	109,117
현금 증감	**(15,375)**	**4,151**	**169,128**	**275,144**	**316,025**
기초현금	69,081	53,706	57,856	226,984	502,128
기말현금	53,706	57,856	226,984	502,128	818,153
Gross Cash flow	77,398	97,602	342,381	508,309	571,354
Gross Investment	55,026	72,154	137,695	133,932	147,760
Free Cash Flow	**22,372**	**25,448**	**204,685**	**374,377**	**423,593**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,632	7,477	49,313	75,624	85,136
BPS	57,663	62,995	103,169	156,465	215,077
DPS	1,446	1,668	13,100	16,100	17,200
밸류에이션(배,%)					
PER	9.4	16.0	5.5	3.6	3.2
PBR	0.9	1.9	2.6	1.7	1.3
EV/ EBITDA	3.5	7.5	3.8	2.0	1.3
배당수익율	2.7	1.4	4.8	6.0	6.4
PCR	4.7	8.3	5.3	3.6	3.2
수익성(%)					
영업이익율	10.9	13.1	49.5	58.3	60.6
EBITDA이익율	25.0	27.1	57.3	64.5	67.6
순이익율	11.5	13.6	45.5	52.7	55.0
ROE	9.0	10.8	52.2	51.2	40.3
ROIC	11.0	13.5	87.1	114.4	110.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(23.2)	(23.1)	(41.8)	(54.7)	(61.5)
유동비율	243.3	232.8	472.1	760.5	1,095.5
이자보상배율	36.2	72.0	618.0	1,232.7	1,482.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.9	0.8	0.7
매출채권회전율	6.2	6.0	9.6	11.3	11.1
재고자산회전율	5.8	6.4	10.5	10.3	8.7
매입채무회전율	5.2	5.1	9.3	11.7	12.3

자료: 유진투자증권

(000660)

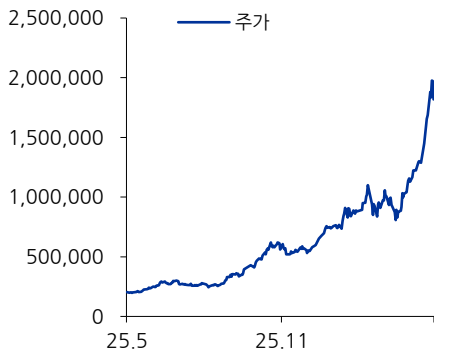
SK 하이닉스

2026.05.18

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

임계점에 도달

투자의견	STRONG BUY(유지)
목표주가	3,200,000 원(상향)
현재주가	1,819,000 원(5/18)



- SK하이닉스의 2026년, 2027년 영업이익을 256조원(+638%YoY), 402조원(+57%YoY)으로 전망한다. AI 서버 수요 강세는 DRAM, NAND, HBM 전 제품군의 수익성을 동반 상승시키고 있다. 당사는 메모리 3개 제품군의 영업이익률이 공통적으로 70~80% 수준으로 수렴해 나갈 것으로 전망한다. DRAM의 영업이익률은 2026년 78%에서 2027년에도 81%로, NAND는 2026년 73%에서 2027년 75%로 상승하며, HBM 역시 2027년 가격 상승과 함께 79% 수준에 이를 전망이다. 극심한 공급 부족이 제품군 전반의 마진을 끌어올리는 국면이다

- DRAM의 Blended ASP는 2026년과 2027년 각각 +170%, +32%YoY 상승할 것으로 예상한다. 기본 가정은 4Q26의 범용 DRAM 가격 수준이 2027년 연중 유지되는 보수적 시나리오다. 다만 최근 강화되고 있는 2H26 계약가 협상 분위기를 고려하면 2027년 가격 전망 역시 추가 상향 조정될 가능성이 있다. 2027년에는 HBM4E의 가격은 $3.0/Gb 수준을 기록하며, HBM의 Blended ASP 상승률이 +84%YoY를 기록할 것으로 전망한다. HBM이 DRAM 전체의 ASP 상승을 견인할 것으로 보인다. SK하이닉스의 HBM Capa 비중은 35% 수준으로 업계에서 가장 높기 때문에, 2027년 DRAM의 Blended ASP 상승률 역시 가장 높을 것으로 보인다.

- NAND의 Blended ASP는 2026년과 2027년 각각 +234%, +23%YoY 상승할 전망이다. NAND 공급 부족이 더욱 심화됨에 따라 DRAM 수준의 수익성에 근접하기 위한 1H27 추가 가격 인상이 진행될 것으로 예상한다. 또한 NVIDIA CMX와 Google TPU Direct Storage와 같은 신규 스토리지 플랫폼은 고성능 TLC eSSD 수요 성장을 이끄는 핵심 동인이 될 전망이다.

- 2Q26의 영업이익은 63.4조원(+69%QoQ)으로 전망한다. 범용 DRAM과 NAND의 ASP 상승률이 +47%, +58%QoQ를 기록할 것으로 보이며, 1Q26에 솔루션 중심의 믹스 전환 과정에서 낮은 출하량을 보였던 NAND 부문이 +16%QoQ의 높은 b/g를 기록할 것으로 보인다.

- SK하이닉스의 HBM4 인증 관련해 많은 우려가 불거졌으나 여전히 주요 고객사와 긴밀한 파트너십을 유지 중인 것으로 파악된다. HBM4의 bit 기준 크로스 오버 시점은 4Q26으로 예상한다.

- SK하이닉스의 목표 주가를 320만원으로 상향 조정한다. 해당 목표 주가는 12MF EPS에 PER 8.0배를 적용한 수치이며, 12MF BPS 기준 PBR 4.6배에 해당한다('26년 ROE 96.1%, '27년 ROE 70.7%).

- AI 서버 내 메모리 채용량의 구조적 증가로 서버향 매출 비중은 이미 50%를 넘어섰으며, 동시에 CapEx Intensity는 10% 초반 수준까지 낮아졌다. BTO(Build-To-Order) 정책을 도입 이후 12MF PER 25배 이상으로 리레이팅된 HDD 업종은, LTA 확산을 통해 구조적 변화의 초입에 진입한 메모리 업종의 벨류에이션 재평가 가능성을 가늠할 수 있는 좋은 참고 사례다.

시가총액(십억원)	1,296,406
발행주식수(천주)	712,702
52 주 최고	1,995,000 원
최저	196,500 원
52 주 일단 Beta	1.70
60 일 평균 거래대금	55,363 억원
외국인 지분율	52.36%
배당수익률(26E)	2.2%
주주구성	
에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	60.1	224.8	807.2
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Strong Buy	Strong Buy	
목표주가	3,200,000	2,300,000	
영업이익(26E)	256,279	257,245	▼
영업이익(27E)	402,077	408,867	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	97,147	333,887	507,013
영업이익	47,206	256,279	402,077
세전손익	50,466	260,000	408,860
당기순이익	42,948	221,269	355,708
EPS(원)	58,955	303,418	487,769
증감률(%)	116.9	414.7	60.8
PER(배)	11.0	6.0	3.7
ROE(%)	44.2	96.1	70.7
PBR(배)	3.9	3.9	2.0
EV/EBITDA(배)	7.7	4.1	2.0

SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**52,579**	**82,045**	**94,708**	**104,555**	**113,323**	**124,103**	**133,553**	**136,034**	**97,148**	**333,887**	**507,013**
QoQ(%)	60%	56%	15%	10%	8%	10%	8%	2%			
YoY(%)	198%	269%	287%	218%	116%	51%	41%	30%	47%	244%	52%
DRAM	40,852	60,751	70,942	79,863	86,805	95,361	103,613	105,672	76,323	252,408	391,452
HBM	7,257	7,473	10,041	13,192	19,978	23,492	26,713	27,052	28,094	37,962	97,235
NAND	11,727	21,294	23,766	24,692	26,518	28,741	29,941	30,361	20,394	81,479	115,561
영업이익	**37,613**	**63,421**	**73,735**	**81,510**	**89,652**	**98,305**	**105,796**	**108,324**	**47,437**	**256,279**	**402,077**
QoQ(%)	94%	69%	16%	11%	10%	10%	8%	2%			
YoY(%)	406%	588%	548%	320%	138%	55%	43%	33%	102%	440%	57%
DRAM	30,379	47,449	55,817	63,151	69,707	76,680	83,431	85,828	44,341	196,796	315,647
HBM	4,434	3,984	6,136	8,934	15,423	18,509	21,323	21,432	17,631	23,488	76,687
NAND	7,235	15,972	17,918	18,358	19,945	21,624	22,365	22,496	2,742	59,483	86,430
영업이익률(%)	**71.5%**	**77.3%**	**77.9%**	**78.0%**	**79.1%**	**79.2%**	**79.2%**	**79.6%**	**48.8%**	**76.8%**	**79.3%**
DRAM(%)	74.4%	78.1%	78.7%	79.1%	80.3%	80.4%	80.5%	81.2%	58.1%	78.0%	80.6%
HBM(%)	61.1%	53.3%	61.1%	67.7%	77.2%	78.8%	79.8%	79.2%	62.8%	61.9%	78.9%
NAND(%)	61.7%	75.0%	75.4%	74.3%	75.2%	75.2%	74.7%	74.1%	13.4%	73.0%	74.8%

자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 주요 가정

		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,450	1,440	1,430	1,420	1,400	1,400	1,400	1,415	1,446	1,405
DRAM	출하량(Gb, M)	24,603	26,566	28,689	30,826	30,379	32,778	35,011	35,666	92,273	110,684	133,835
	QoQ/YoY	-3%	8%	8%	7%	-1%	8%	7%	2%	24%	20%	21%
	ASP($/Gb)	1.13	1.58	1.72	1.81	2.01	2.08	2.11	2.12	0.58	1.58	2.08
	QoQ/YoY	62%	39%	9%	6%	11%	3%	2%	0%	32%	170%	32%
HBM	출하량(Gb, M)	3,583	3,654	4,495	5,664	5,720	6,147	6,515	6,533	12,043	17,396	24,915
	QoQ/YoY	11%	2%	23%	26%	1%	7%	6%	0%	84%	44%	43%
	ASP($/Gb)	1.38	1.41	1.55	1.63	2.46	2.73	2.93	2.96	1.65	1.51	2.78
	QoQ/YoY	-20%	2%	10%	5%	51%	11%	7%	1%	12%	-8%	84%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	21,020	22,912	24,194	25,162	24,659	26,632	28,496	29,134	80,230	93,288	108,920
	QoQ/YoY	-5%	9%	6%	4%	-2%	8%	7%	2%	18%	16%	17%
	ASP($/Gb)	1.09	1.60	1.75	1.85	1.91	1.93	1.93	1.93	0.43	1.59	1.92
	QoQ/YoY	99%	47%	9%	6%	3%	1%	0%	0%	24%	275%	21%
NAND	출하량(GB, M)	48,054	55,742	57,194	56,025	58,827	63,784	65,845	69,137	184,956	217,015	257,592
	QoQ/YoY	-11%	16%	3%	-2%	5%	8%	3%	5%	12%	17%	19%
	ASP($/GB)	0.17	0.26	0.29	0.31	0.32	0.32	0.32	0.31	0.08	0.26	0.32
	QoQ/YoY	73%	58%	10%	7%	3%	1%	1%	-3%	-9%	234%	23%

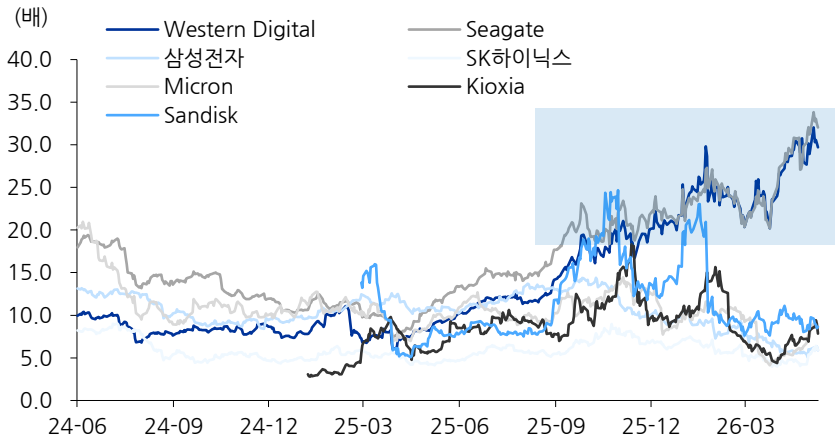
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	395,594	2026 년~2027 년 EPS 평균
Target P/E(배)	8.0	HDD 업종 최근 12 개월 PER 50% 할인
목표주가	**3,200,000**	
현재 주가	1,819,000	
상승 여력(%)	75.9	

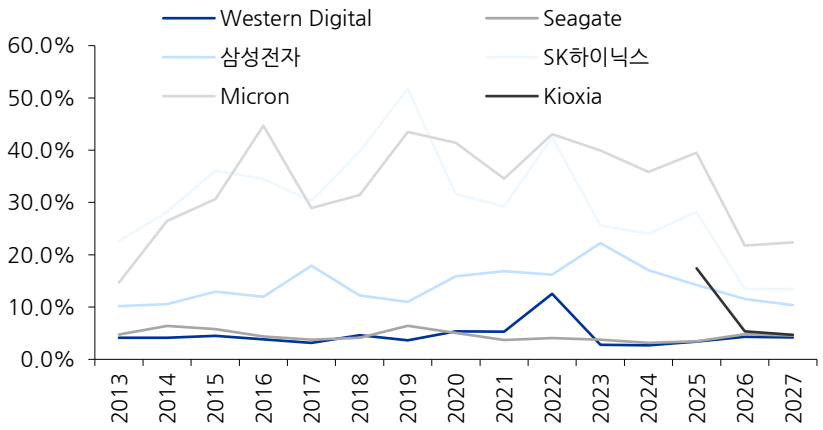
자료: 유진투자증권

HDD, Memory 업체 12MF PER 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

HDD, Memory 업체 Capex Intensity: 메모리 업종 하향 안정화



자료: Bloomberg, 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**119,855**	**176,108**	**393,039**	**722,311**	**1,039,870**
유동자산	42,279	69,458	261,422	556,102	832,302
현금성자산	13,646	29,916	201,225	487,351	760,487
매출채권	13,299	18,468	25,208	32,797	35,224
재고자산	13,314	14,289	27,499	28,325	28,820
비유동자산	77,576	106,650	131,616	166,209	207,568
투자자산	13,053	23,983	24,957	25,970	27,025
유형자산	60,157	77,503	102,369	135,739	175,871
기타	4,366	5,164	4,290	4,499	4,672
부채총계	**45,940**	**55,441**	**53,578**	**56,872**	**52,091**
유동부채	24,965	37,379	33,391	35,768	31,008
매입채무	13,386	15,884	20,625	23,852	19,213
유동성이자부채	7,582	13,623	4,076	3,064	2,778
기타	3,997	7,872	8,691	8,852	9,017
비유동부채	20,974	18,062	20,186	21,104	21,083
비유동이자부채	19,617	16,051	15,781	15,373	14,927
기타	1,357	2,011	4,405	5,731	6,155
자본총계	**73,916**	**120,667**	**339,461**	**665,438**	**987,779**
지배지분	73,903	120,516	339,310	665,288	987,629
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,954	8,954	8,954
이익잉여금	65,418	106,577	325,371	651,348	973,689
기타	341	1,328	1,328	1,328	1,328
비지배지분	12	151	151	151	151
자본총계	**73,916**	**120,667**	**339,461**	**665,438**	**987,779**
총차입금	27,200	29,674	19,857	18,437	17,706
순차입금	13,554	(242)	(181,368)	(468,914)	(742,782)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**66,193**	**97,147**	**333,887**	**507,013**	**544,532**
증가율(%)	102.0	46.8	243.7	51.9	7.4
매출원가	34,365	38,456	36,686	42,863	45,774
매출총이익	**31,828**	**58,691**	**297,201**	**464,150**	**498,758**
판매 및 일반관리비	8,361	11,484	40,922	62,073	51,443
기타영업손익	16	37	256	52	(17)
영업이익	**23,467**	**47,206**	**256,279**	**402,077**	**447,315**
증가율(%)	흑전	101.2	442.9	56.9	11.3
EBITDA	**36,049**	**61,136**	**272,118**	**421,663**	**480,180**
증가율(%)	506.5	69.6	345.1	55.0	13.9
영업외손익	**418**	**3,259**	**3,721**	**6,783**	**7,652**
이자수익	374	1,435	5,559	8,435	9,263
이자비용	1,345	924	819	645	615
지분법손익	(2)	(564)	(2,069)	(2,069)	(2,069)
기타영업손익	1,392	3,312	1,051	1,061	1,072
세전순이익	**23,885**	**50,466**	**260,000**	**408,860**	**454,967**
증가율(%)	흑전	111.3	415.2	57.3	11.3
법인세비용	4,088	7,518	38,731	53,152	59,146
당기순이익	**19,797**	**42,948**	**221,269**	**355,708**	**395,821**
증가율(%)	흑전	116.9	415.2	60.8	11.3
지배주주지분	19,789	42,919	220,889	355,097	395,141
증가율(%)	흑전	116.9	414.7	60.8	11.3
비지배지분	8	29	380	611	679
EPS(원)	**27,182**	**58,955**	**303,418**	**487,769**	**542,775**
증가율(%)	흑전	116.9	414.7	60.8	11.3
수정EPS(원)	27,182	58,955	303,418	487,769	542,775
증가율(%)	흑전	116.9	414.7	60.8	11.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**29,796**	**53,373**	**217,664**	**371,902**	**422,675**
당기순이익	19,797	42,948	221,269	355,708	395,821
자산상각비	12,582	13,930	15,839	19,586	32,865
기타비현금성손익	4,472	4,907	(4,351)	1,770	1,526
운전자본증감	(5,600)	(2,881)	(15,096)	(5,165)	(7,539)
매출채권감소(증가)	(5,098)	(5,584)	(6,740)	(7,589)	(2,427)
재고자산감소(증가)	167	(1,059)	(13,210)	(825)	(495)
매입채무증가(감소)	(1,103)	980	4,741	3,228	(4,639)
기타	435	2,782	113	22	23
투자현금	**(18,005)**	**(48,054)**	**(58,868)**	**(65,241)**	**(79,169)**
단기투자자산감소	(1,415)	(16,843)	(14,878)	(8,993)	(2,876)
장기투자증권감소	(3)	8	(2,713)	(2,739)	(2,767)
설비투자	15,946	27,519	39,800	52,000	72,000
유형자산처분	47	145	0	0	0
무형자산처분	(697)	(1,058)	(1,147)	(1,166)	(1,169)
재무현금	**(8,704)**	**(1,445)**	**(2,365)**	**(29,529)**	**(73,246)**
차입금증가	(7,977)	171	(270)	(408)	(446)
자본증가	(732)	(1,616)	(2,095)	(29,120)	(72,800)
배당금지급	826	1,681	2,095	29,120	72,800
현금 증감	**3,618**	**3,719**	**156,431**	**277,132**	**270,261**
기초현금	7,587	11,205	14,924	171,355	448,487
기말현금	11,205	14,924	171,355	448,487	718,748
Gross Cash flow	36,851	61,785	232,760	377,066	430,214
Gross Investment	22,190	34,092	59,086	61,412	83,831
Free Cash Flow	**14,661**	**27,693**	**173,674**	**315,654**	**346,383**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,182	58,955	303,418	487,769	542,775
BPS	101,515	165,544	466,084	913,854	1,356,628
DPS	2,204	3,000	40,000	100,000	120,000
밸류에이션(배,%)					
PER	6.4	11.0	6.0	3.7	3.4
PBR	1.7	3.9	3.9	2.0	1.3
EV/ EBITDA	3.9	7.7	4.1	2.0	1.2
배당수익율	1.3	0.5	2.2	5.5	6.6
PCR	3.4	7.7	5.7	3.5	3.1
수익성(%)					
영업이익율	35.5	48.6	76.8	79.3	82.1
EBITDA이익율	54.5	62.9	81.5	83.2	88.2
순이익율	29.9	44.2	66.3	70.2	72.7
ROE	31.1	44.2	96.1	70.7	47.8
ROIC	25.1	43.5	178.0	218.0	191.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	18.3	(0.2)	(53.4)	(70.5)	(75.2)
유동비율	169.3	185.8	782.9	1,554.7	2,684.1
이자보상배율	17.4	51.1	312.9	623.7	727.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	1.2	0.9	0.6
매출채권회전율	6.5	6.1	15.3	17.5	16.0
재고자산회전율	4.9	7.0	16.0	18.2	19.1
매입채무회전율	6.5	6.6	18.3	22.8	25.3

자료: 유진투자증권

(089970)

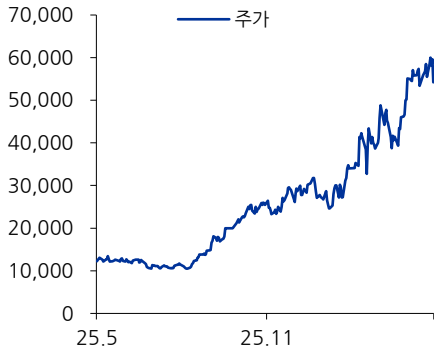
브이엠

2026.05.18

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

모든 면에서 확장될 준비

투자의견	BUY(신규)
목표주가	110,000 원(신규)
현재주가	54,200 원(5/18)



시가총액(십억원)	1,343
발행주식수(천주)	24,772
52 주 최고	63,000 원
최저	10,300 원
52 주 일단 Beta	0.93
60 일 평균 거래대금	245 억원
외국인 지분율	16.63%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
최우형 (외 3 인)	10.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	8.4	113.0	335.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy		
목표주가	110,000		
영업이익(26E)	103	103	-
영업이익(27E)	143	143	-

12 월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	144	331	444
영업이익	25	103	143
세전손익	27	109	153
당기순이익	26	105	146
EPS(원)	1,070	4,291	6,001
증감률(%)	흑전	300.8	39.9
PER(배)	28.2	12.6	9.0
ROE(%)	17.3	45.6	41.2
PBR(배)	4.4	5.0	3.3
EV/EBITDA(배)	24.1	10.8	7.3

- 브이엠은 반도체 식각 장비 전문 업체로, 주요 고객사의 증설 및 전환 투자가 가속화되고 해외 고객사향 매출처 다변화가 가시화됨에 따라 올해와 내년에 걸쳐 뚜렷한 실적 성장세를 보일 것으로 예상된다. 주요 고객사 내 점유율도 점진적으로 확대되고 있으며, 그간 특정 고객사에 편중되었던 매출 구조가 해외 고객사 확보를 통해 개선될 전망이다. 외형 성장의 지속과 벨류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 보인다.

- 브이엠의 2Q26과 2026년 영업이익을 각각 294억원(+564%YoY), 1,033억원(+319%YoY)으로 전망한다. 주요 고객사의 증설 및 전환 투자 가속화가 2026년 실적 강세를 이끌 것으로 보인다. M15X는 올해 70K/월 수준의 신규 증설이 진행될 것으로 보이며, 범용 DRAM 수익성 극대화를 위한 M14·M16에서의 전환 투자 규모는 연초 기대치를 상회하고 있는 것으로 추정된다. 1Q26 수준의 호실적이 3Q26까지 이어질 것으로 보이며, 장비 입고 스케줄상 4Q26의 실적 추정치는 보수적으로 추정하나 전환 투자 규모에 따라 향후 상향 조정 가능성이 있다. Y1향 신규 수주는 4Q26부터 집중적으로 나타나기 시작할 것으로 추정한다.

- 2027년 실적은 매출액 4,445억원(+34%YoY), 영업이익은 1,434억원(+39%YoY)으로 전망한다. DRAM 공급 부족 심화에 따라 Y1 램프업 속도가 빨라질 것으로 보이며, 2027년에 Phase1과 2 모두 장비 입고가 진행되는 것으로 추정했다. 더해서 2H27부턴 주요 고객사향으로 고부가 신제품이 출하되기 시작할 것으로 보인다. 이로 인해 주요 고객사향 장비 매출액은 3,708억원을 기록할 것으로 보인다.

- 이에 더해 해외 고객사 확보에 대한 가시성도 높아지고 있는 것으로 추정한다. 2H27부터 소량 입고가 진행될 것으로 보수적인 추정을 적용하나, 해당 실적 전망에 대해선 향후 상향 조정 가능성도 충분하다고 판단된다. 주요 고객사로의 풍부한 납품 이력이 신규 고객사 확보에 큰 도움이 되고 있는 것으로 보인다.

- 장비 매출 대비 더 높은 마진을 얻는 부품 매출액이 점진적인 성장세를 보일 것이라는 점도 긍정적이다. 부품 매출액은 설치 장비수와 고객사 가동률에 비례함으로, 최근 설치 장비수 증가와 고객사의 팹 100% 가동으로 인해 향후 실적 성장세를 지속할 것으로 전망한다.

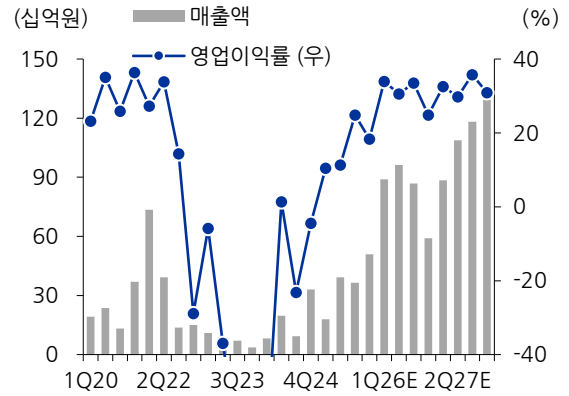
- 브이엠은 1Q26부터 역대 최대 실적을 경신하며 DRAM 공급 부족으로 인한 메모리 투자 사이클 가속화의 최대 수혜를 입고 있다. 신규 장비 출시와 신규 고객사 확보는 2027년과 그 이후 브이엠의 차별적인 성장세를 가능케 할 것으로 보인다. 12MF EPS에 PER 21배를 적용한 11만원을 목표 주가로 제시한다. 아직 주요 고객사에 대한 의존도가 높은 점을 감안해 피어그룹 벨류에이션에 40% 할인을 적용했으나 추후 해외 고객사 확보를 통해 할인 폭을 줄일 수 있을 것으로 예상한다.

브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
매출액	**17.9**	**39.2**	**36.4**	**50.8**	**88.9**	**96.2**	**86.8**	**59.0**	**144.4**	**330.9**	**444.5**
QoQ(%)	-46%	119%	-7%	39%	75%	8%	-10%	-32%			
YoY(%)	118%	99%	290%	54%	396%	145%	138%	16%	105%	129%	34%
장비	11.4	32.3	24.6	44.3	80.7	86.4	76.8	48.0	112.6	291.9	390.8
부품 및 기타	6.5	6.9	11.9	6.5	8.2	9.8	10.0	11.0	31.8	39.0	53.7
매출총이익	**7.7**	**12.8**	**14.7**	**18.5**	**38.2**	**40.0**	**36.2**	**25.3**	**53.7**	**139.7**	**185.8**
QoQ(%)	-33%	65%	15%	26%	107%	5%	-9%	-30%			
YoY(%)	202%	117%	341%	60%	393%	213%	146%	37%	130%	160%	33%
매출총이익률	43%	33%	40%	36%	43%	42%	42%	43%	37%	42%	42%
영업이익	**1.9**	**4.4**	**9.0**	**9.3**	**30.1**	**29.4**	**29.1**	**14.6**	**24.7**	**103.3**	**143.4**
QoQ(%)	-229%	135%	104%	3%	223%	-3%	-1%	-50%			
YoY(%)	-136%	1501%	-518%	-739%	1504%	564%	222%	57%	흑자전환	319%	39%

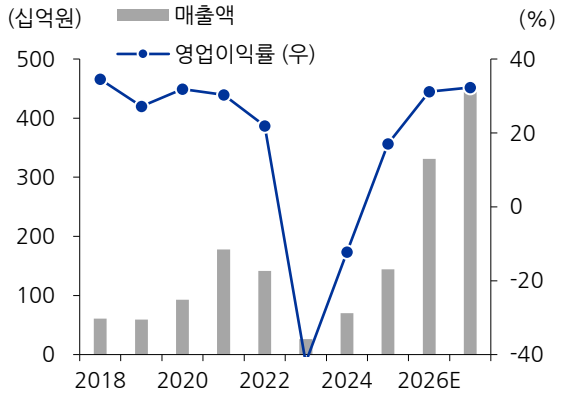
자료: 유진투자증권

브이엠 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

브이엠 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

브이엠 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	5,146	2026 년~2027 년 EPS 평균
Target P/B(배)	21.0	전공정 피어 그룹 12MF PER 40% 할인 적용
목표주가	**110,000**	
현재 주가	54,200	
상승 여력(%)	103.0	

자료: 유진투자증권

장비사 벨류에이션 테이블

	시총	P/E		P/B		매출액		영업이익		매출액 성장률	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
글로벌 장비사 (USD, B, %)											
ASML	615.0	43.2	33.0	21.9	16.2	45.9	55.5	16.6	21.8	40.4	20.9
Applied Materials	349.6	36.9	29.7	13.7	11.5	33.2	39.2	10.6	13.2	21.8	20.9
Lam Research	374.1	43.6	34.3	25.2	17.7	26.9	32.7	9.8	12.5	30.8	21.6
Tokyo Electron	151.4	32.3	29.2	10.2	8.7	19.1	20.7	5.3	5.9	26.3	8.4
KLA	247.3	43.5	33.9	43.5	33.9	15.2	18.5	6.7	8.5	19.3	21.7
국내 장비사 (십억원, %)											
원익 IPS	5,630	32.3	22.3	4.9	4.1	1,309	1,621	192	297	43.8	23.9
주성엔지니어링	6,517	100.8	48.5	9.8	8.1	351	597	68	154	12.9	70.3
유진테크	2,690	27.7	22.6	4.8	4.0	517	626	108	137	47.6	21.0
테스*	2,286	26.2	16.9	4.9	3.9	446	568	100	149	27.1	27.2
피에스케이	2,937	26.2	206	4.6	3.8	585	715	132	169	28.0	22.1
브이엠*	1,343	12.8	10.0	3.4	3.0	331	444	103	143	129.1	34.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권 / 주: 브이엠과 테스는 당사 추정치

브이엠(089970.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**166**	**249**	**346**	**507**	**687**
유동자산	150	224	304	445	600
현금성자산	92	131	218	270	379
매출채권	9	23	20	45	56
재고자산	47	69	65	128	163
비유동자산	15	25	41	62	87
투자자산	3	5	5	5	6
유형자산	12	19	35	55	79
기타	0	1	2	2	2
부채총계	**41**	**72**	**64**	**79**	**93**
유동부채	39	68	60	75	90
매입채무	12	35	28	63	80
유동성이자부채	27	29	30	10	7
기타	1	4	3	3	3
비유동부채	2	3	3	3	4
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	2	3	3	3	4
자본총계	**124**	**177**	**282**	**428**	**594**
지배지분	124	177	282	428	594
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	42	48	48	48	48
이익잉여금	89	115	220	367	532
기타	(10)	12	12	12	12
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**124**	**177**	**282**	**428**	**594**
총차입금	27	29	30	10	7
순차입금	(65)	(101)	(188)	(261)	(372)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**70**	**144**	**331**	**444**	**556**
증가율(%)	170.2	105.5	129.2	34.3	25.0
매출원가	47	91	191	259	349
매출총이익	**23**	**54**	**140**	**186**	**207**
판매 및 일반관리비	32	29	36	42	47
기타영업손익	35	(9)	25	17	11
영업이익	**(9)**	**25**	**103**	**143**	**160**
증가율(%)	적지	흑전	318.5	38.8	11.3
EBITDA	**(7)**	**26**	**107**	**149**	**167**
증가율(%)	적지	흑전	303.3	39.4	12.5
영업외손익	**4**	**3**	**6**	**9**	**13**
이자수익	3	3	8	11	15
이자비용	2	1	1	1	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	3	0	(1)	(1)	(1)
세전순이익	**(5)**	**27**	**109**	**153**	**173**
증가율(%)	적지	흑전	300.8	39.9	13.1
법인세비용	(1)	1	4	6	7
당기순이익	**(3)**	**26**	**105**	**146**	**166**
증가율(%)	적지	흑전	300.8	39.9	13.1
지배주주지분	(3)	26	105	146	166
증가율(%)	적지	흑전	300.8	39.9	13.1
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**(143)**	**1,070**	**4,291**	**6,001**	**6,789**
증가율(%)	적지	흑전	300.8	39.9	13.1
수정EPS(원)	(143)	1,070	4,291	6,001	6,789
증가율(%)	적지	흑전	300.8	39.9	13.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**22**	**18**	**107**	**79**	**142**
당기순이익	(3)	26	105	146	166
자산상각비	2	2	3	5	8
기타비현금성손익	1	(2)	0	(20)	(2)
운전자본증감	21	(12)	(2)	(53)	(29)
매출채권감소(증가)	(7)	(13)	2	(24)	(11)
재고자산감소(증가)	20	(21)	4	(64)	(35)
매입채무증가(감소)	6	22	(7)	35	17
기타	2	(1)	(1)	0	0
투자현금	**(6)**	**(4)**	**(20)**	**(26)**	**(33)**
단기투자자산감소	0	4	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	6	8	19	25	31
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
재무현금	**(0)**	**25**	**0**	**0**	**0**
차입금증가	(1)	(1)	0	0	0
자본증가	1	26	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	**24**	**39**	**87**	**53**	**109**
기초현금	68	92	131	218	270
기말현금	92	131	218	270	379
Gross Cash flow	(1)	26	109	132	171
Gross Investment	(15)	21	21	79	62
Free Cash Flow	**14**	**5**	**87**	**53**	**109**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	(143)	1,070	4,291	6,001	6,789
BPS	4,850	6,824	10,858	16,499	22,882
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	28.2	12.6	9.0	8.0
PBR	1.4	4.4	5.0	3.3	2.4
EV/ EBITDA	n/a	24.1	10.8	7.3	5.8
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	29.9	13.0	10.7	8.2
수익성(%)					
영업이익율	(12.2)	17.1	31.2	32.3	28.7
EBITDA이익율	(9.9)	18.3	32.2	33.4	30.1
순이익율	(4.9)	18.1	31.7	33.0	29.8
ROE	(2.8)	17.3	45.6	41.2	32.4
ROIC	(9.3)	35.5	117.6	105.7	79.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(52.5)	(57.0)	(66.6)	(60.8)	(62.7)
유동비율	382.5	328.2	504.0	589.5	669.2
이자보상배율	(4.6)	18.3	93.7	218.3	390.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.7	1.1	1.0	0.9
매출채권회전율	13.0	9.1	15.4	13.7	11.1
재고자산회전율	1.2	2.5	5.0	4.6	3.8
매입채무회전율	8.6	6.1	10.5	9.8	7.8

자료: 유진투자증권

(095610)

테스

2026.05.18

반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

투자의견	BUY(신규)
목표주가	170,000 원(신규)
현재주가	118,100 원(5/18)

때가 왔다

❝ 테스는 반도체 증착 장비 전문 업체로, 피어 그룹 대비 벨류에이션 저평가를 받고 있으나 신제품 라인업 다변화를 통해 중장기 성장 기반을 강화하고 있다. 특히 향후 2028년 NAND 투자가 재개될 경우, 동사의 핵심 장비인 ACL 장비 수요가 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다. 신제품 확대와 NAND 투자 사이클 회복이 맞물리는 구간에서 실적 성장성과 밸류에이션 리레이팅 가능성이 동시에 부각될 전망이다.

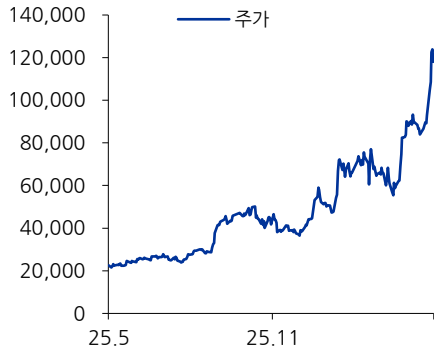
❝ 테스의 1Q26 실적은 매출액 972억원(-17%QoQ), 영업이익 222억원(+74%QoQ)를 기록했다. 해외 고객사향 매출액이 부재했음에도 국내 메모리 고객사의 견조한 투자 흐름으로 호실적을 기록한 것으로 보인다. 매출 증가에 따른 레버리지 효과로 영업이익률은 23%까지 확대되었다.

❝ 테스의 2026년 실적은 매출액 4,463억원(+27%YoY), 영업이익 995억원(+72%YoY)으로 전망한다. 1Q26 신규 수주액이 2,000억원을 초과할 정도로 국내 고객사의 DRAM, NAND 모두 주문 흐름이 강한 것으로 보인다. 특히 하반기부턴 BSD, Tetra, High Density ACL 등 신규 장비의 고객사 인증이 완료되며 매출 성장이 가속화될 전망이다. 최근 부진했던 해외 고객사향 매출 또한 고객사의 증설 일정에 맞추어 재개될 것으로 보인다.

❝ 메모리 쇼티지가 2027년에도 해소되기 어려워 전례 없는 중장기 투자 사이클이 시작될 전망이다. 삼성전자 P4 잔여와 SK하이닉스 Y1 증설이 2027년 실적 성장을 이끌 것이다. 테스의 2027년 실적은 매출액 5,675억원(+27%YoY), 영업이익 1,493억원(+50%YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

❝ 또한 NAND 역시 2028년부터 국내 고객사의 신규 증설이 예상되어 관련 매출 비중이 높은 테스의 성장세가 장기화될 것으로 보인다. 2028년부터 P5 일부 공간에서 NAND 투자가 진행될 것으로 예상하며, 청주 M17 혹은 Y2에서의 NAND 증설은 2029년부터 기대된다. NAND에서의 단위 투자당 수혜 강도가 높은 테스의 주력 장비군, ACL의 판매 확대로 이어질 전망이다.

❝ 테스는 올해 하반기부터 매출이 발생될 BSD, Tetra, High Density ACL 등의 장비 외에도 EUV 언더레이어, 하이브리드 본딩, ALE 등 중장기 성장을 위한 차세대 장비 개발도 진행 중이다. 또한 SiC·GaN 전력반도체 장비와 프로브카드 업체 KI 지분 인수를 통한 사업 다각화 등을 통해 영역 확대를 활발히 진행 중이다. 테스에 대해 12MF EPS에 PER 29.6배를 적용해 투자의견 'BUY'와 목표주가 170,000원을 제시한다. ALD 등 하이엔드 장비 부재로 증착 피어 그룹 대비 30% 할인된 PER를 적용했다.



시가총액(십억원)	2,286
발행주식수(천주)	19,360
52 주 최고	133,100 원
최저	21,250 원
52 주 일단 Beta	1.01
60 일 평균 거래대금	316 억원
외국인 지분율	11.55%
배당수익률(26E)	0.7%
주주구성	
주승일 (외 9 인)	29.5%
국민연금공단 (외 1 인)	10.0%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	31.1	183.2	424.9
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	Buy		
목표주가	170,000		
영업이익(26E)	99	99	-
영업이익(27E)	149	149	-

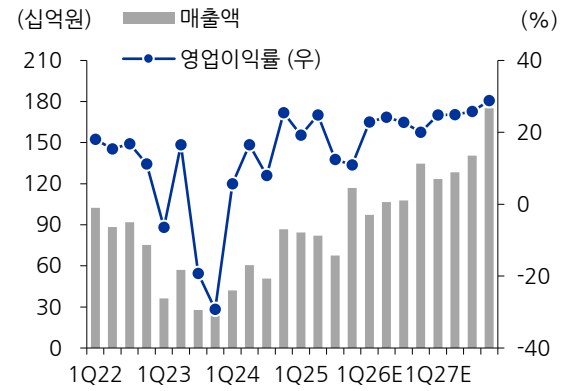
12 월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	351	446	568
영업이익	58	99	149
세전손익	66	101	156
당기순이익	57	87	135
EPS(원)	2,940	4,506	6,975
증감률(%)	36.3	53.3	54.8
PER(배)	15.2	26.2	16.9
ROE(%)	15.8	20.4	25.8
PBR(배)	2.2	4.9	3.9
EV/EBITDA(배)	12.5	20.0	13.2

테스 실적 추이 및 전망

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E	2026E
매출액	**84.5**	**82.1**	**67.6**	**117.0**	**97.2**	**106.6**	**107.8**	**134.6**	**351.1**	**446.3**	**567.5**
QoQ(%)	-2%	-3%	-18%	73%	-17%	10%	1%	25%			
YoY(%)	100%	36%	33%	35%	15%	30%	60%	15%	46%	27%	27%
반도체	84.2	81.8	67.3	110.5	97.0	106.3	107.6	128.7	343.7	439.6	557.2
디스플레이	0.3	0.3	0.3	6.5	0.3	0.3	0.2	5.9	7.4	6.7	10.4
매출총이익	**22.8**	**27.2**	**15.5**	**31.7**	**29.7**	**35.9**	**35.2**	**41.3**	**97.2**	**142.1**	**206.1**
QoQ(%)	-25%	19%	-43%	104%	-6%	21%	-2%	17%			
YoY(%)	193%	71%	50%	4%	30%	32%	127%	30%	-1%	-6%	-7%
매출총이익률	27%	33%	23%	27%	31%	34%	33%	31%	28%	32%	36%
영업이익	**16.3**	**20.4**	**8.4**	**12.8**	**22.2**	**25.8**	**24.5**	**26.9**	**57.8**	**99.5**	**149.3**
QoQ(%)	-26%	25%	-59%	52%	74%	16%	-5%	10%			
YoY(%)	583%	103%	107%	-42%	36%	27%	192%	111%	50%	72%	50%
영업이익률	19%	25%	12%	11%	23%	24%	23%	20%	16%	22%	26%

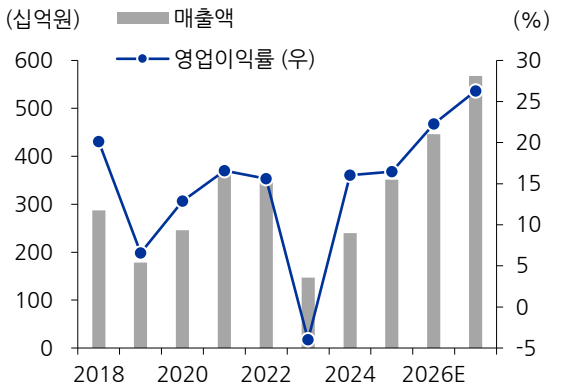
자료: 유진투자증권

테스 분기 실적 추이 및 전망



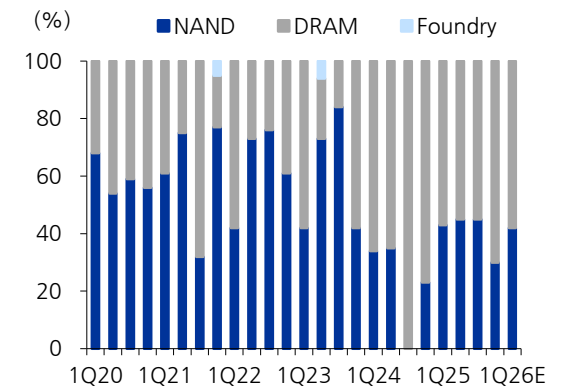
자료: 유진투자증권

테스 연간 실적 추이 및 전망



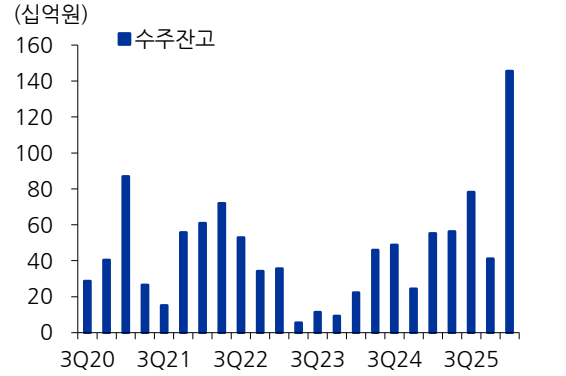
자료: 유진투자증권

테스 부문별 실적 추이



자료: 유진투자증권

테스 수주 잔고 추이



자료: 유진투자증권

테스 목표주가 산정

(원)		비고
EPS	5,741	2026 년~2027 년 EPS 평균
Target P/E(배)	29.6	증착 피어 그룹 12MF PER 30% 할인
목표주가	**170,000**	
현재 주가	118,100	
상승 여력(%)	43.9	

자료: 유진투자증권

장비사 벨류에이션 테이블

	시총	P/E		P/B		매출액		영업이익		매출액 성장률	
		2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027	2026	2027
글로벌 장비사 (USD, B, %)											
ASML	615.0	43.2	33.0	21.9	16.2	45.9	55.5	16.6	21.8	40.4	20.9
Applied Materials	349.6	36.9	29.7	13.7	11.5	33.2	39.2	10.6	13.2	21.8	20.9
Lam Research	374.1	43.6	34.3	25.2	17.7	26.9	32.7	9.8	12.5	30.8	21.6
Tokyo Electron	151.4	32.3	29.2	10.2	8.7	19.1	20.7	5.3	5.9	26.3	8.4
KLA	247.3	43.5	33.9	43.5	33.9	15.2	18.5	6.7	8.5	19.3	21.7
국내 장비사 (십억원, %)											
원익 IPS	5,630	32.3	22.3	4.9	4.1	1,309	1,621	192	297	43.8	23.9
주성엔지니어링	6,517	100.8	48.5	9.8	8.1	351	597	68	154	12.9	70.3
유진테크	2,690	27.7	22.6	4.8	4.0	517	626	108	137	47.6	21.0
테스*	2,286	26.2	16.9	4.9	3.9	446	568	100	149	27.1	27.2
피에스케이	2,937	26.2	206	4.6	3.8	585	715	132	169	28.0	22.1
브이엠*	1,343	12.8	10.0	3.4	3.0	331	444	103	143	129.1	34.3

자료: Bloomberg, 유진투자증권 / 주: 브이엠과 테스는 당사 추정치

테스(095610.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**381**	**487**	**557**	**677**	**860**
유동자산	183	215	272	373	497
현금성자산	64	118	155	221	315
매출채권	38	27	34	50	63
재고자산	41	43	56	74	91
비유동자산	198	272	285	304	363
투자자산	83	131	136	142	148
유형자산	110	136	143	158	211
기타	5	5	5	4	4
부채총계	**51**	**96**	**93**	**95**	**94**
유동부채	37	48	60	71	75
매입채무	20	12	20	26	32
유동성이자부채	6	11	9	6	5
기타	11	25	31	38	39
비유동부채	13	48	33	24	19
비유동이자부채	10	46	31	22	16
기타	3	2	2	2	2
자본총계	**331**	**392**	**464**	**582**	**766**
지배지분	331	392	464	582	766
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	57	64	64	64	64
이익잉여금	320	356	429	547	731
기타	(57)	(39)	(39)	(39)	(39)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**331**	**392**	**464**	**582**	**766**
총차입금	16	57	40	28	21
순차입금	(48)	(61)	(115)	(193)	(294)

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**240**	**351**	**446**	**568**	**692**
증가율(%)	63.4	46.3	27.1	27.2	22.0
매출원가	176	259	304	361	423
매출총이익	**65**	**92**	**142**	**206**	**270**
판매 및 일반관리비	26	34	43	57	49
기타영업손익	40	31	24	33	(14)
영업이익	**38**	**58**	**99**	**149**	**221**
증가율(%)	흑전	50.3	72.0	50.1	47.9
EBITDA	**44**	**66**	**108**	**159**	**233**
증가율(%)	흑전	48.5	65.1	46.7	46.3
영업외손익	**11**	**8**	**1**	**7**	**11**
이자수익	7	9	11	16	20
이자비용	0	1	2	1	1
지분법손익	(2)	(2)	(3)	(3)	(3)
기타영업손익	6	1	(4)	(4)	(4)
세전순이익	**50**	**66**	**101**	**156**	**231**
증가율(%)	2,096.9	32.0	53.3	54.8	48.3
법인세비용	7	9	14	21	31
당기순이익	**43**	**57**	**87**	**135**	**200**
증가율(%)	2,623.8	33.4	53.3	54.8	48.3
지배주주지분	43	57	87	135	200
증가율(%)	2,623.8	33.4	53.3	54.8	48.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	**2,158**	**2,940**	**4,506**	**6,975**	**10,347**
증가율(%)	2,623.8	36.3	53.3	54.8	48.3
수정EPS(원)	2,158	2,940	4,506	6,975	10,347
증가율(%)	2,623.8	36.3	53.3	54.8	48.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	**31**	**82**	**77**	**115**	**184**
당기순이익	43	57	87	135	200
자산상각비	6	8	9	10	12
기타비현금성손익	(0)	15	(14)	(8)	(4)
운전자본증감	(25)	(4)	(5)	(21)	(24)
매출채권감소(증가)	(37)	14	(7)	(16)	(13)
재고자산감소(증가)	13	(5)	(13)	(18)	(17)
매입채무증가(감소)	(0)	(20)	8	6	6
기타	(1)	7	6	7	0
투자현금	**(50)**	**(118)**	**(41)**	**(70)**	**(109)**
단기투자자산감소	44	(35)	(16)	(37)	(35)
장기투자증권감소	(37)	(50)	(8)	(8)	(8)
설비투자	55	33	16	24	65
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	**10**	**36**	**(15)**	**(16)**	**(16)**
차입금증가	16	44	0	0	0
자본증가	(9)	(11)	(15)	(16)	(16)
배당금지급	9	11	15	16	16
현금 증감	**(9)**	**0**	**21**	**29**	**59**
기초현금	21	12	12	33	62
기말현금	12	12	33	62	121
Gross Cash flow	48	80	82	137	209
Gross Investment	119	87	30	54	98
Free Cash Flow	**(71)**	**(7)**	**52**	**82**	**110**

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	2,158	2,940	4,506	6,975	10,347
BPS	16,721	20,235	23,963	30,088	39,584
DPS	600	850	850	850	850
밸류에이션(배,%)					
PER	7.2	15.2	26.2	16.9	11.4
PBR	0.9	2.2	4.9	3.9	3.0
EV/ EBITDA	5.9	12.5	20.0	13.2	8.6
배당수익율	3.9	1.9	0.7	0.7	0.7
PCR	6.3	10.8	27.8	16.7	11.0
수익성(%)					
영업이익율	16.0	16.5	22.3	26.3	31.9
EBITDA이익율	18.4	18.7	24.3	28.0	33.6
순이익율	17.8	16.2	19.5	23.8	28.9
ROE	13.6	15.8	20.4	25.8	29.7
ROIC	16.8	22.8	38.2	51.6	62.1
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(14.4)	(15.6)	(24.9)	(33.1)	(38.3)
유동비율	490.2	451.4	455.5	526.8	659.8
이자보상배율	490.4	91.2	50.4	104.0	207.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	10.3	10.7	14.7	13.6	12.2
재고자산회전율	5.1	8.4	9.1	8.7	8.4
매입채무회전율	14.2	22.0	27.9	24.5	23.8

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

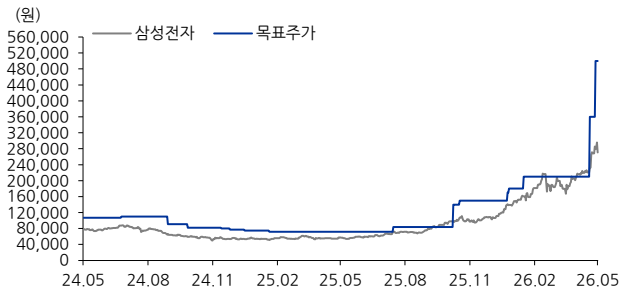
(2026.3.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-05-14	Buy	107,000	1년	-26.4	-18.6
2024-06-27	Buy	107,000	1년	-22.3	-18.6
2024-07-08	Buy	110,000	1년	-28.9	-20.2
2024-07-08	Buy	110,000	1년	-28.9	-20.2
2024-08-01	Buy	110,000	1년	-32.6	-27.1
2024-09-12	Buy	91,000	1년	-31.4	-28.9
2024-10-10	Buy	82,000	1년	-30.2	-25.6
2024-11-01	Buy	82,000	1년	-32.1	-28.4
2024-11-27	Buy	80,000	1년	-32.5	-30.6
2024-12-09	Buy	77,000	1년	-29.5	-27.1
2024-12-30	Buy	75,000	1년	-27.5	-23.6
2025-01-08	Buy	75,000	1년	-28	-25.2
2025-02-03	Buy	72,000	1년	-19.5	-2.2
2025-05-02	Buy	72,000	1년	-16.9	-2.2
2025-07-09	Buy	72,000	1년	-9.1	-2.2
2025-07-29	Buy	84,000	1년	-7.7	16.8
2025-08-01	Buy	84,000	1년	-7.2	16.8
2025-10-22	Buy	140,000	1년	-28.4	-25.6
2025-10-31	Buy	150,000	1년	-28.7	-7.4
2026-01-07	Buy	170,000	1년	-18.4	-18.4
2026-01-09	Buy	180,000	1년	-17	-9.8
2026-01-30	Buy	210,000	1년	-7.9	7.6
	담당자 변경				
2026-05-04	Buy	360,000	1년	-22.9	-17.8
2026-05-18	Buy	500,000	1년		

삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준

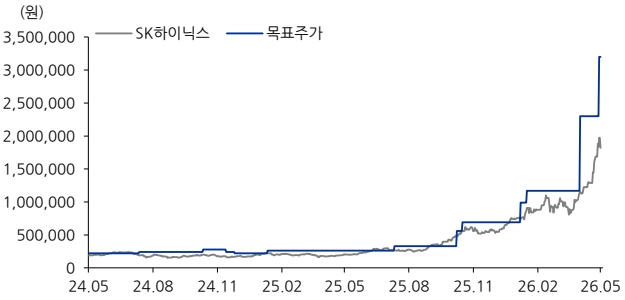


과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-07-26	Buy	240,000	1년	-26.1	-16.8
2024-07-29	Buy	240,000	1년	-26.2	-16.8
2024-10-25	Buy	280,000	1년	-34.2	-28.4
2024-11-27	Buy	240,000	1년	-31.4	-27.9
2024-12-09	Buy	220,000	1년	-14	2.5
2025-01-24	Buy	260,000	1년	-16.5	15.4
2025-04-25	Buy	260,000	1년	-7.8	15.4
2025-07-25	Buy	330,000	1년	-4.6	47.1
2025-10-22	Buy	560,000	1년	-7.1	-0.4
2025-10-30	Buy	690,000	1년	-11.6	10.7
2026-01-21	Buy	990,000	1년	-19.9	-13
2026-01-30	Buy 담당자 변경	1,170,000	1년	-15.1	11.1
2026-05-04	Buy	2,300,000	1년	-21.6	-14.1
2026-05-18	Buy	3,200,000	1년		

SK하이닉스(000660.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2026-05-18	Buy	110,000	1년		

브이엠(089970.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2026-05-18	Buy	170,000	1년		

테스(095610.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준