

Tech팀

이종욱 팀장

jwstar.lee@samsung.com

김경빈 Research Associate

kyoungbeen.kim@samsung.com



리서치센터 리포트
바로가기

Tech (OVERWEIGHT)

사이클은 바뀐 게 없다, 바닥이 미끄러울 뿐

- 7월 13일 삼성전자와 SK하이닉스, 반도체 소부장이 동반 급락. 그러나 주가 변동성 확대와 메모리 업황을 구분할 필요.
- AI 투자 내러티브는 유지되고, 반도체 공급 사이클은 아직 전반전이며 ADR 프리미엄의 상장 초기 변동성은 점차 안정화될 것
- 메모리 기업의 밸류에이션은 3월로 회귀했으며 밸류에이션 하단선에 근접. 우리는 삼성전자 P/B 1.8배, SK하이닉스 P/B 2.5배를 단기 저점으로 보며 조정은 끝자락
- 변동성 확대는 받아들여야 할 상수. 변동성이라는 잡음을 걷어내면, 이번 국면이 조정(correction)인지 사이클의 고점(peak-out)인지는 어렵지 않게 구분될 것

WHAT'S THE STORY?

역사에 남은 주가 하락

7월 13일 삼성전자와 SK하이닉스, 반도체 소부장이 동반 급락했다. SK하이닉스는 15.4% 하락하였는데 08년 10월 글로벌 금융 위기 이후 17년 만의 일일 최대 낙폭이다. 삼성전자 10.7%, 삼성전기 18.6%, LG이노텍 11.3% 급락했다. 가장 큰 이유는 ADR 가격에 붙지 않는 SK하이닉스 주가를 보면서 투자자들의 재료 소멸성 매물이 출회했고, 장중 하락폭 확대가 패닉 셀링을 유발했기 때문이라고 본다. 또한 이란 전쟁 위협으로 인한 위험 자산 회피 심리, SK하이닉스의 2Q 실적 우려가 겹쳤다.

변동성에 속고 있다

장중 낙폭이 확대되며 패닉셀링으로 번진 배경에는 레버리지 상품의 비중 확대가 본주의 변동성을 추가로 키웠기 때문일 것이다. 레버리지 ETF 잔고 확대와 ADR 상장으로 주가 변동성이 확대된 것은 사실이다. 이는 시장 구조에서 파생된 변동성이 메모리 업황 자체를 대변하는 신호는 아니라는 점을 분명히 할 필요가 있다. 변동성 확대는 반도체 사이클과 주가의 관계 자체를 바꾸지 못 한다. 랠리도, 조정도, 회복도 이전보다 가팔라질 수 있다는 점만 달라졌을 뿐이며, 조정폭이 크다는 사실 하나만으로 사이클이 끝났다고 해석해서는 안 된다. 바닥이 미끄러워졌을 뿐, 이번 사이클의 본질이 달라진 것은 아니라고 판단한다.

(다음 페이지에 계속)

AI 투자 내러티브는 변하지 않았다

메모리 반도체 주가가 급락한 것과 별개로, AI 인프라 투자 자체가 위축되고 있다는 신호는 확인되지 않는다. 오히려 7월 13일 당일 메타는 루이지애나주 하이퍼리온 데이터센터 투자 규모를 기존 270억 달러에서 500억 달러 이상으로 확대한다고 발표했다. 시설 규모도 5기가와트(GW)급으로 늘려 메타가 짓는 개별 데이터센터 중 최대 규모가 됐다.

반도체의 장기 투자 흐름도 같은 방향이다. 마이크론은 7월 9일 2035년까지 총 2,500억 달러 규모의 미국 내 투자를 발표하며, 향후 10년 내 자사 D램 생산량의 40%를 미국에서 담당하겠다는 목표를 제시했다. 인텔도 아일랜드 등에 57억 달러 규모의 AI 중심 자본 투자를 발표했다. 이는 반도체 공급망이 AI 고객사의 장기 주문에 공감하기 시작했다는 신호로 해석한다.

자금 조달 측면에서도 시장의 신뢰는 유지되고 있다. 알파벳의 유상 증자에는 초과 수요가 있었으며 버크셔 해서웨이는 100억 달러를 투자했다. 7월 말 연달아 발표될 하이퍼스케일러들의 실적에서 보여줄 27년 capex의 힌트가 이번 조정의 해결책이 될 것이라고 판단한다.

ADR 프리미엄 축소 전망

7월 13일 SK하이닉스 본주의 급락과 달리 ADR 주가는 9.2%하락했다. 그 결과 ADR 프리미엄이 14%대에서 27%까지 확대됐다. 이 프리미엄은 시간이 지나며 축소될 가능성이 높다고 판단한다.

근거는 세 가지다. 1) ADR 전환에 제약이 있는 대만 TSMC의 ADR 프리미엄도 대체로 20% 이내에서 움직여왔다. 2) 기존에 상장된 한국 ADR에는 프리미엄이 없다. 이는 전환 제약이 있다고 해서 자동으로 프리미엄이 형성되는 것이 아니라, 미국 ADR의 수요가 좋을 때에만 프리미엄이 유지된다는 것을 보여준다. 3) SK하이닉스가 SEC에 등록한 ADS 수탁 한도는 발행주식의 25%로, 이번 공모 물량(약 2.5%p)을 제외하면 22.5%p의 여력이 남아 있다. 전환 물량이 단계적으로 풀리면서 희소성이 완화된다면 ADR프리미엄은 축소될 가능성이 높다.

결론적으로 SK하이닉스 ADR 프리미엄은 한국 다른 ADR(0% 안팎)과 TSMC ADR(15~20%) 사이 어느 지점으로, TSMC보다는 낮은 수준에서 수렴할 것으로 판단한다.

LTA, 동전의 양면

이번 분기 SK하이닉스의 실적 우려가 나타나고 있다. 이를 통해 투자자들은 LTA(장기공급계약)의 양면성을 인식하기 시작할 것이다. 그 양면성은 예측 가능성과 리레이팅 내러티브를 얻는 대가로 호황기 이익의 상단을 깎아내야 한다는 것이다.

LTA는 미래 D램 가격과 출하량의 불확실성을 줄이고 예측 가능한 이익을 통해 주가 리레이팅을 촉진할 수 있다는 점에서 분명 긍정적이다. 다만 예측 가능한 이익은 호황기에는 메모리 기업이, 불황기에는 하이퍼스케일러 고객사가 서로 양보해야 성립한다. 불황기의 보험 효과를 누리려면 호황기의 보험료를 미리 지불해야 하는 구조다. 투자자들은 어닝서프라이즈와 리레이팅 내러티브를 모두 좋아하지만, 한 기업이 두 모멘텀을 동시에 극대화하기는 어렵다는 점을 이번 분기가 보여줬다고 판단한다.

공급 증가 시기가 변곡점

신규 Fab의 가동 시작 시점을 메모리 주가 사이클의 중요한 변곡점으로 본다. Fab 가동 자체가 곧바로 공급 과잉으로 이어지는 것은 아니지만, 쇼티지 해소 가능성이 낮은 시기와 수요-공급을 저울질해야 하는 시기의 밸류에이션은 다르게 적용돼야 한다. 이번 사이클의 경우 메모리 기업의 유의미한 공급 확장이 시작되는 2Q27 이전에는 랠리 국면이, 이후에는 횡보 국면이 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

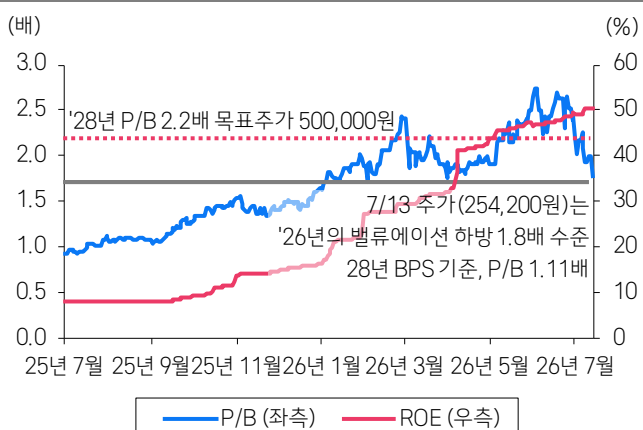
특히 주목할 부분은 아직 2027년 팹조차 완공되지 않은 시점에 2029년 팹의 조기 가동이 추진되고 있다는 점이다. 삼성전자에는 용인 반도체 클러스터도 30년에서 29년으로 1년 이상 당겼으며 평택P5 Fab 2도 29년으로 당겼다. SK하이닉스도 Y2의 ramp-up을 29년, 혹은 28년 말로 당기려고 한다. 이는 그만큼 수요가 크다는 방증으로 해석할 수 있다. 클라우드 기업들이 요구하는 메모리 주문 기간이 길어지고 LTA 트렌드가 3~5년으로 확장되며 나타나는 현상인데, 이런 규모의 AI 투자 의지가 1년 만에 꺾일 가능성은 낮다고 보는 것이 합리적이다. 결론적으로 2Q27까지는 우리가 업사이클에 놓여 있다는 사실을 믿고 단기 변동성을 감내하는 전략을 권고한다.

밸류에이션은 3월 수준으로 회귀

이번 조정으로 주가 밸류에이션은 지난 3월 수준까지 되돌아갔다. 3월 P/B 밸류에이션인 삼성전자 P/B 1.8배, SK하이닉스 P/B 2.5배는 25년 이후 여러 차례 지지되었던 밸류에이션 하단선이며 우리가 생각하는 이번 조정의 하한이다. 전일(7/13일) 기준 삼성전자 P/B 1.78배, SK하이닉스 2.45배로 이미 하한 수준에 도달했다. 투자자들이 AI 사이클을 믿는 한 이 하단선이 지켜질 것으로 믿고 있으며 이 관점에서 주가 조정은 끝자락이라고 판단한다.

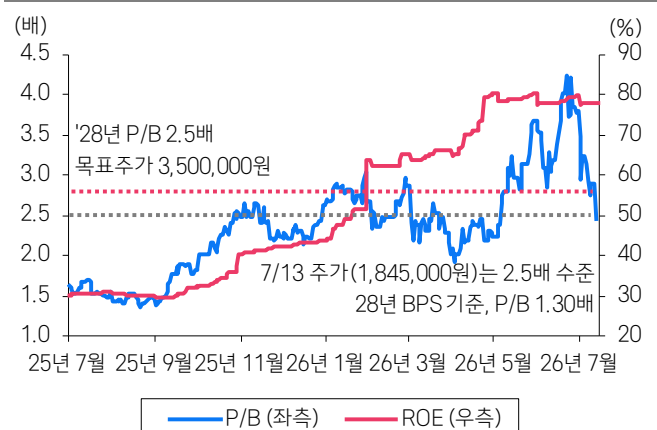
단기적으로 확대된 변동성은 분명 부담스럽다. 앞으로도 랠리와 조정 모두 진폭이 커질 것이다. 이제 큰 변동성은 변수가 아니라 상수로 받아들여야 한다. 변동성이라는 잡음을 걷어내고 나면, 이번 국면이 조정(correction)인지 사이클의 고점(peak-out)인지는 어렵지 않게 구분될 것으로 본다.

삼성전자: P/B vs ROE



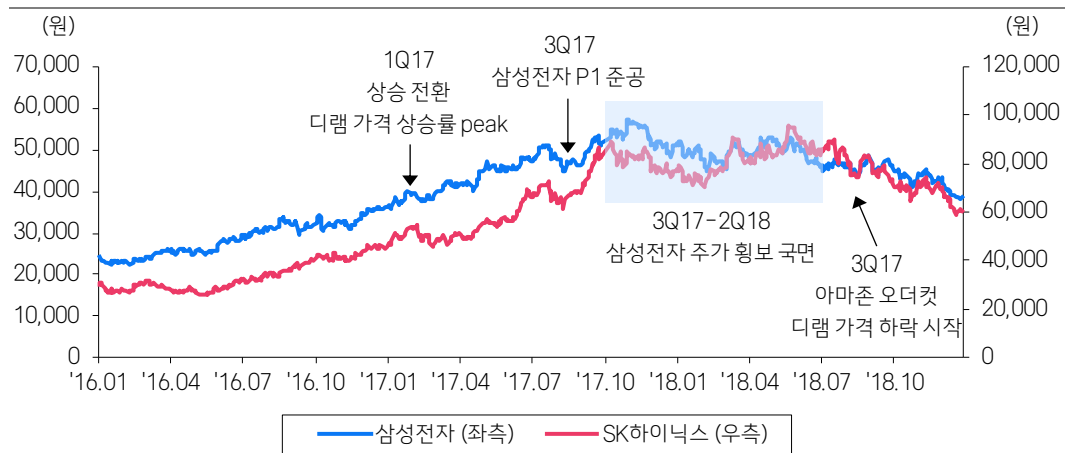
자료: Quantwise, 삼성증권

SK하이닉스: P/B vs ROE



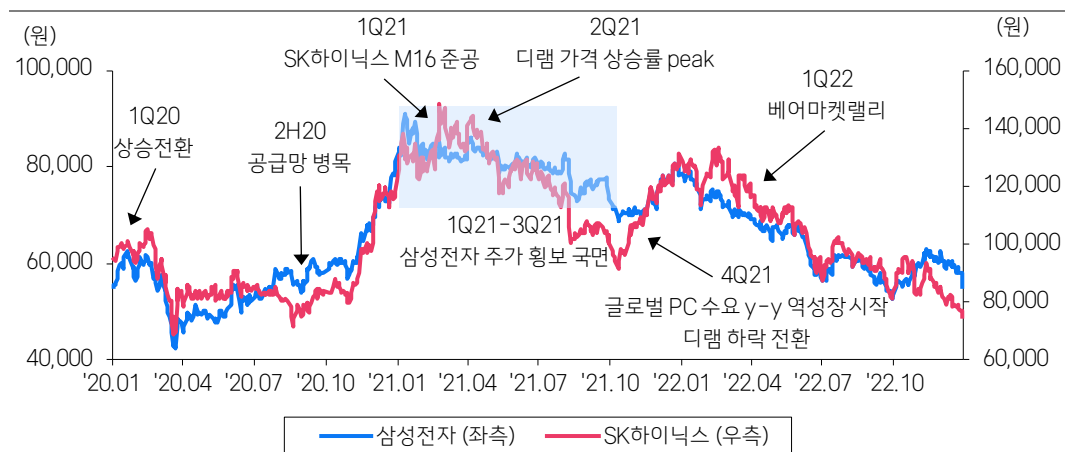
자료: Quantwise, 삼성증권

2016~18년 사이클 분석: Fab 증설 이후 횡보, 이후 수요 하락



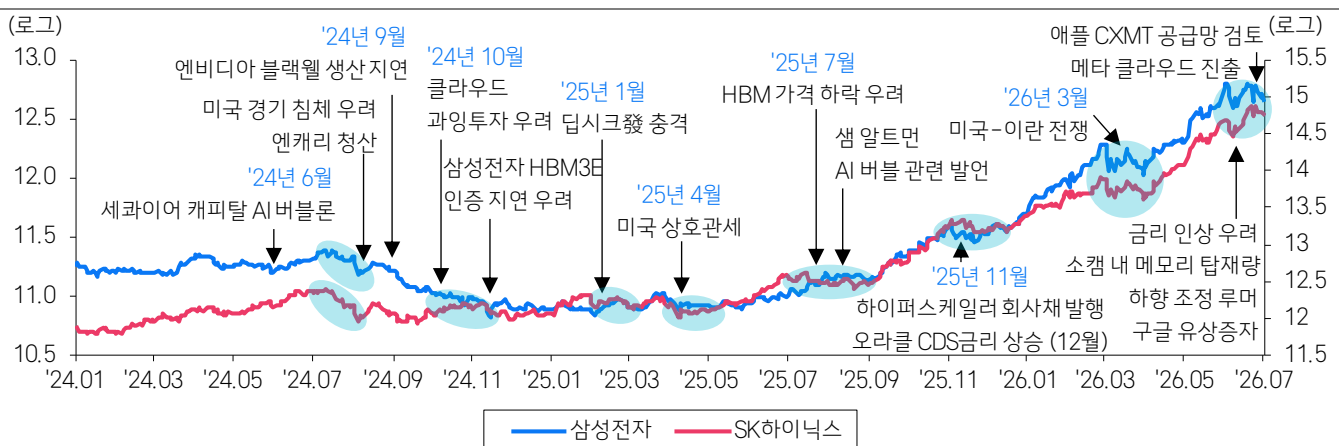
자료: Quantwise, 삼성증권

2020~22년 사이클 분석: Fab 증설 이후 횡보, 이후 수요 하락



자료: Quantwise, 삼성증권

2024년 이후 삼성전자, SK하이닉스의 주가 조정의 역사

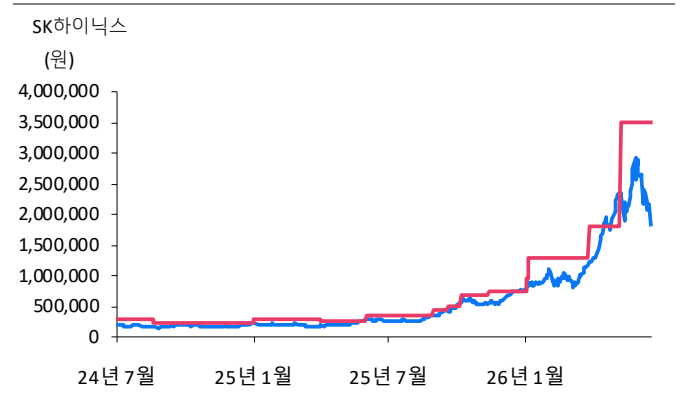
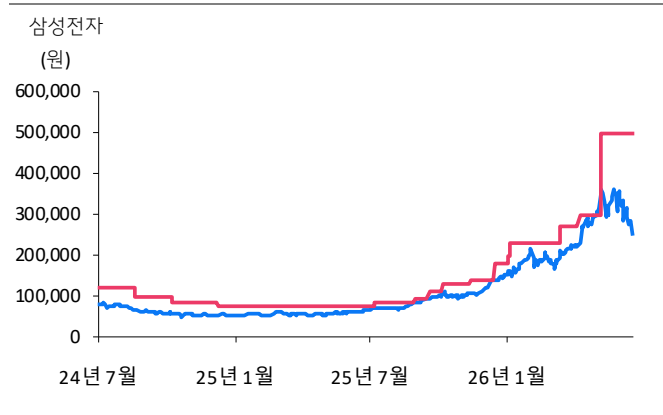


자료: Quantwise, 삼성증권

Compliance notice

- 당사는 2026년 7월 13일 현재 삼성전자와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2026년 7월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2026년 7월 13일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

삼성전자												
일 자	2024/5/28	9/12	11/1	2025/1/2	8/1	9/23	10/13	10/31	12/8	2026/1/9	1/27	1/30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	120000	100000	83000	74000	85000	93000	110000	130000	140000	180000	200000	230000
과리율 (평균)	-34.45	-39.49	-33.92	-21.93	-15.05	-6.95	-10.64	-21.96	-16.54	-18.69	-19.23	-19.75
과리율 (최대or최소)	-26.83	-35.30	-29.28	-1.89	-1.76	1.51	-5.36	-14.54	0.71	-15.39	-18.80	-5.22
일 자	4/7	5/4	6/2									
투자의견	BUY	BUY	BUY									
TP (원)	270000	300000	500000									
과리율 (평균)	-20.25	-3.39										
과리율 (최대or최소)	-16.30	16.33										
SK하이닉스												
일 자	2024/7/12	9/12	2025/1/24	4/24	6/25	9/23	10/13	10/30	12/8	2026/1/27	1/30	4/21
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	280000	240000	280000	250000	340000	430000	500000	700000	750000	950000	1300000	1800000
과리율 (평균)	-34.15	-23.78	-30.26	-14.53	-17.52	-14.81	-3.33	-19.05	-11.48	-10.42	-26.68	-3.42
과리율 (최대or최소)	-16.79	-6.04	-21.96	11.40	3.82	-0.47	11.60	-11.43	2.27	-9.37	-10.31	31.28
일 자	6/2											
투자의견	BUY											
TP (원)	3500000											
과리율 (평균)												
과리율 (최대or최소)												

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수) 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상
그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~15% 내외
SELL (매도) 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL (중립) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 ($\pm 5\%$) 예상
UNDERWEIGHT (비중축소) 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2026.06.30 기준

매수(85.5%)·중립(14.5%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA