

가속의 시간에서 증명의 시간으로

Contents

I. 속도는 둔화되었으나, 방향은 꺾이지 않았다	4
쉽지 않은 산업 재평가 여정	4
성장을 고점 이후에도 주가는 상승 가능	6
피크아웃? 상승률 둔화가 곧 하락 전환을 의미하지 않는다	7
CXMT 상장: 경계해야 하나, 과대평가할 필요도 없다	14
YMTC는 다르다, 다만 공급 충격은 분산될 것	16
중국산 DUV, 장기 변수이나 단기 변수는 아니다	17
II. AI CapEx - 자금 조달처 확대 전망	18
빅테크 실적 발표에서 CapEx 톤을 낮출 가능성은 제한적	18
채권 시장의 피로도는 커지지만, AI 전방 수요는 강해지는 중	20
모델 경쟁 심화는 컴퓨팅 인프라의 가치를 부각	21
III. LTA 효과의 증명과 주주환원 경쟁	23
대규모 LTA 발표	23
메모리 주주환원 경쟁의 서막	25
IV. 쇼티지 심화는 대규모 투자로	27
어쩔 수 없는 DRAM despec, 공급 확대 노력이 자연스럽다	27
장비 슈퍼사이클 개막, 부품소재의 후행 예상	28
기업분석	31
삼성전자(005930)	31
SK 하이닉스(000660)	31

Summary

가속의 시간에서 증명의 시간으로

- 상반기 메모리 업종은 DRAM·NAND 가격 급등과 연이은 실적 서프라이즈에 힘입어 초강세를 보였다. 다만 이제 시장의 초점은 단기 실적을 넘어 장기 지속성에 맞춰지고 있다. 추가 상승을 위해서는 더욱 높은 기대치를 충족해야 한다. 쉬운 강세장은 지나갔으며, 시장에 놀라움을 안겨준 ‘가속의 시간’에서 지속 가능성을 입증해야 하는 ‘증명의 시간’으로 넘어가고 있다.
- 메모리 업체들의 영업이익 증가율은 QoQ 기준 1Q26, YoY 기준 3Q26 에 정점을 형성할 전망이다. 이에 따라 업종의 구조적 주가 약세 진입을 우려하는 시각도 커지고 있다. 그러나 2023~2025 년 NVIDIA 의 사례에서 확인되듯 주가 강세를 좌우하는 것은 이익 증가율의 고점 통과보다 높은 수익성과 절대 이익의 성장이 얼마나 오래 지속되는지다. 메모리 업종 역시 이익 증가율은 둔화되더라도 4Q27 까지 수익성 개선이 이어질 것으로 예상한다.
- 메모리 가격 상승률도 QoQ 기준 1Q26, YoY 기준 3Q26 에 정점을 통과할 전망이다. 과거에는 가격의 QoQ 상승률이 고점을 기록한 뒤 실제 가격이 하락하기까지 평균 약 4 개 분기의 시차가 있었으며, 2016~2018 년 데이터센터 슈퍼사이클에서는 이 기간이 6 개 분기까지 늘어났다. 당시보다 데이터센터 수요 증가 폭이 큰 이번 AI 슈퍼사이클에서는 업사이클이 더욱 장기화될 가능성이 높다. 현재의 상승률 둔화는 공급 부족 완화가 아니라, 높아진 가격과 수익성에 따른 자연스러운 속도 조절에 가깝다.
- CXMT 의 상장과 Shanghai 팹 증설이 DRAM 공급 증가에 대한 우려로 이어지고 있다. 그러나 1nm 진입 지연과 제한적인 HBM 생산능력을 고려하면 향후 1~2 년간 공급 증가와 점유율 확대는 제한적일 전망이다. YMTC 는 NAND 장비 국산화를 바탕으로 공격적인 증설이 가능하지만, 2H27 DRAM 시장 진출로 투자와 생산능력이 분산될 수 있다. 최근 중국산 DUV 개발 소식도 우려 요인이지만, 단기 업황에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.
- Google 을 시작으로 진행되는 빅테크 실적 시즌에서 CapEx 기조가 약화될 가능성은 낮다. 최근 대규모 자금 조달을 마친 만큼 이번 실적 발표에서 보수적인 투자 전망을 제시하기 어려운 상황이다. 빅테크의 자산 대비 부채 비율도 여전히 낮아, 매크로 불확실성이 완화되면 추가 자금 조달과 인프라 투자에 대한 우려 역시 해소될 것으로 보인다.
- 하반기에는 LTA 구체화와 주주환원 본격화가 메모리 업종의 주가 회복을 이끌 전망이다. 삼성전자와 SK 하이닉스는 최근 빅테크와 5 년간 총 9,500 억달러 규모의 반도체·AI 인프라 협력안을 발표했으며, 실적 발표회를 통해 구체적인 LTA 진행 상황이 공유될 것으로 기대한다. 여기에 메모리 업체 간 주주환원 경쟁이 본격화되면 실적의 안정성과 지속 가능성에 대한 신뢰가 높아지며 추가적인 주가 상승 촉매로 작용할 것이라 전망한다.

I. 속도는 둔화되었으나, 방향은 꺾이지 않았다

쉽지 않은 산업 재평가 여정

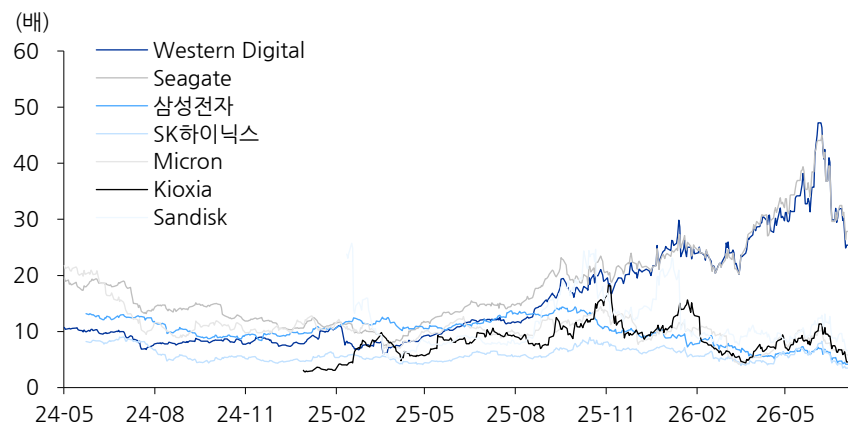
4 월 이후 메모리 업체의 주가는 DRAM 현물가격을 크게 아웃퍼폼했고, 당사는 이를 LTA 확산에 대한 시장의 인식이 높아지면서 메모리가 단순 사이클 자산에서 장기 수요 가시성을 보유한 전략 자산으로 재평가되기 시작한 결과로 해석했다. 그러나 최근에는 DRAM 현물가격이 지속 상승하는 가운데서도 주가가 오히려 하락하며, LTA 에 대한 기대만으로 재평가를 지속하기는 어렵다는 점이 드러났다.

메모리 현물가 vs. 삼성전자, SK 하이닉스 주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

HDD, Memory 12MF PER 추이

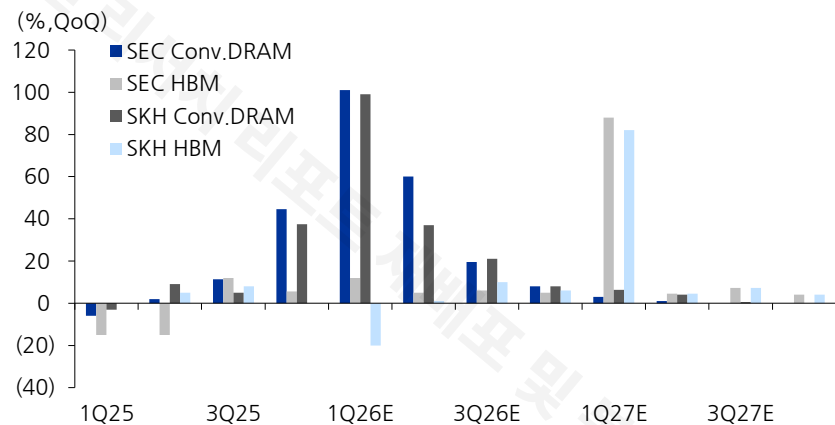


자료: Bloomberg, 유진투자증권

결국 계약의 존재만으로 오랜 기간 유지되어온 사이클 관점을 단숨에 해소할 수는 없다. LTA의 구속력과 가격 방어 효과, 높은 이익률의 지속, 그리고 주주환원이 여러 분기에 걸쳐 반복적으로 확인되어야 한다. 기대의 구간에서 증명의 구간으로 넘어가는 과정이다.

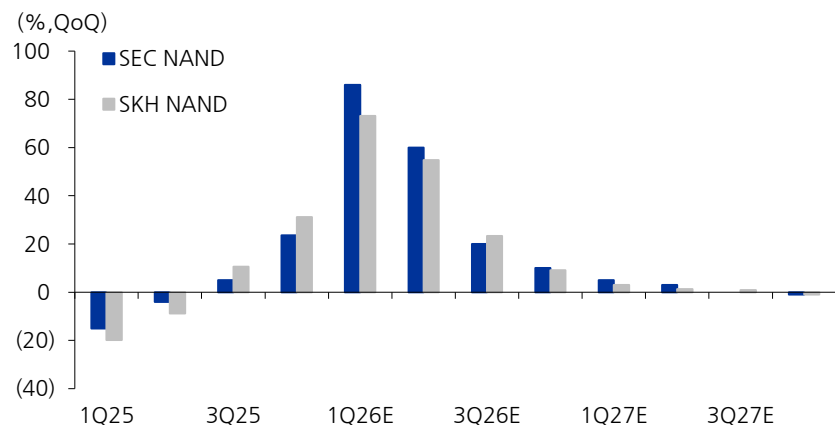
쉬운 강세장은 지났을 수 있다. 메모리 가격 급등과 실적 추정치 상향만으로 나타났던 주가 급등은 향후 기대하기 어려울 수 있다. 현재 메모리 업체들의 높은 마진을 감안할 시 가격 상승률 둔화는 필연적이기 때문이다. 그러나 상승률 둔화와 가격 하락은 전혀 다른 사건이다. 현재 시장은 두 사건을 너무 빠르게 연결하며 이익률 고점을 앞당겨 반영하려 하는 것으로 보인다.

범용 DRAM, HBM 가격 QoQ 증감율 추이 및 전망



자료: Quantivise, 유진투자증권

NAND 가격 QoQ 증감율 추이 및 전망



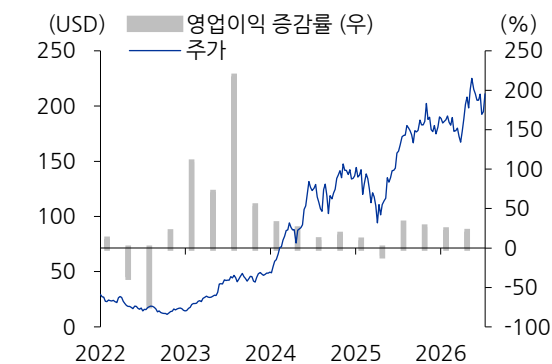
자료: Quantivise, 유진투자증권

성장률 고점 이후에도 주가는 상승 가능

메모리 업체들의 영업이익 QoQ 증가율은 1Q26, YoY 증가율은 3Q26에 정점을 형성할 것으로 예상된다. 이에 따라 메모리 업종이 주도주 지위를 잃을 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 그러나 NVIDIA의 사례에서 확인할 수 있듯이 주가의 추가 상승을 결정하는 핵심 요인은 이익 증가율의 고점 통과 여부보다 높은 이익률과 절대 이익의 성장세가 얼마나 오랫동안 지속되는지에 있다.

NVIDIA는 성장률의 고점과 주가의 고점을 구분해야 한다는 점을 보여주는 대표적인 사례다. 매출과 영업이익의 QoQ·YoY 증가율은 높아진 기저의 영향으로 먼저 둔화됐지만, 높은 영업이익률이 유지되고 절대 이익이 계속 증가하는 동안 주가는 추가 상승세를 이어갔다. 성장률의 피크아웃이 곧 펀더멘털의 피크아웃을 의미하지 않았기 때문이다. 메모리 업종 역시 이익 증가율은 둔화되더라도 4Q27까지 수익성이 점진적으로 개선될 것으로 예상된다. 따라서 성장의 속도가 느려지는 것만으로 업종의 상승 국면이 종료됐다고 판단하기는 이르며, 지속적인 마진 개선과 절대 이익 확대가 향후 주가 상승을 견인할 것으로 전망한다.

NVIDIA 영업이익 QoQ 증감률 vs. 주가



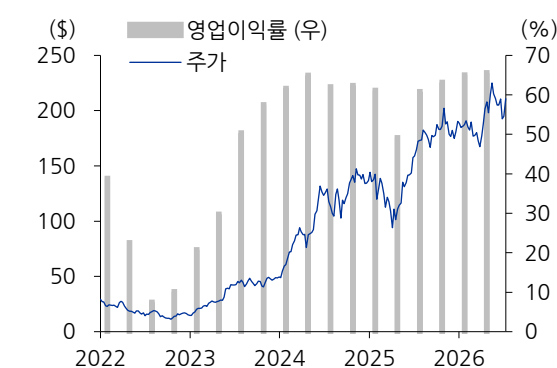
자료: Bloomberg, 유진투자증권

NVIDIA 영업이익 YoY 증감률 vs. 주가



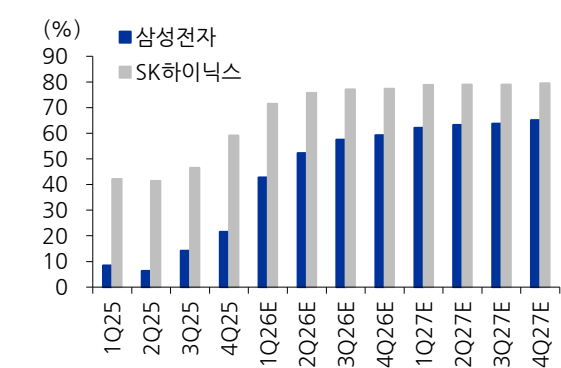
자료: Bloomberg, 유진투자증권

NVIDIA 영업이익률 vs. 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

삼성전자, SK하이닉스 영업이익률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

피크아웃? 상승률 둔화가 곧 하락 전환을 의미하지 않는다

메모리 가격의 QoQ 상승률이 1Q26, YoY 상승률이 3Q26 정점을 통과할 것으로 예상되면서 시장의 피크아웃 우려도 확대되고 있다. 과거 메모리 사이클을 살펴보면, 가격의 QoQ 상승률이 고점을 기록한 이후 실제 가격이 하락하기까지는 평균 약 4개 분기의 시차가 존재했다. 최근 20년간 나타난 주요 가격 상승 사이클은 2008~2010 년, 2013~2015 년, 2016~2018 년, 2020~2022 년 등 총 네 차례다.

대표적으로 2016~2018 년 빅테크 데이터센터 투자 확대에 따른 슈퍼사이클과 2020~2022 년 코로나 19 이후 IT 수요 급증 사이클을 보면, 메모리 가격은 각각 3Q18 과 4Q21 부터 하락하기 시작했다. 반면 메모리 업체들의 주가는 각각 1Q18 과 1Q21 에 고점을 형성했다. 주가가 실제 가격 하락을 약 2~3 개 분기 선행한 셈이다.

이러한 과거 패턴을 이번 사이클에 기계적으로 적용할 경우, 1Q26 가격 상승률 고점 이후 약 4~5 개 분기 뒤 가격이 하락하기 시작하고, 현재 주가 역시 고점 부근에 위치해 있을 가능성을 배제하기 어렵다.

그러나 이번 사이클은 과거와 수요의 성격이 다르다. 2016~2018 데이터센터 사이클의 경우에도 사이클은 이전 대비 장기화되었으며, 이번 AI 슈퍼사이클에서 시작된 데이터센터 중심의 메모리 수요 증가는 과거 어느 때보다 강하다. 공급 불균형 역시 올해보다 내년에 더욱 심화될 가능성이 높다. 따라서 가격 상승률이 정점을 통과했다는 이유만으로 메모리 업황이 곧바로 다운사이클에 진입할 것이라는 우려는 지나치게 기계적인 해석으로 판단한다.

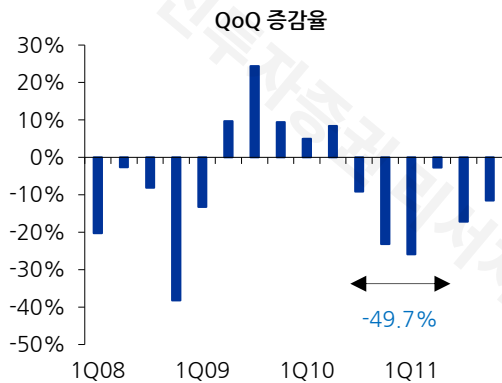
최근 20 년 DRAM 가격 상승 사이클 분석

시기	사이클	기업	가격 QoQ 정점 분기	정점 QoQ(%)	하락전환 분기	소요 분기	전환 후 4 개 분기 가격 변화(%)
2008-2010	글로벌 금융위기 이후 IT 수요 반등	삼성전자	3Q09	24.4	3Q10	4	-49.7
		SK 하이닉스		30.4	3Q10	4	-41.3
2013-2015	2013 년 일본 Elpida 파산 이후 Micron 에 인수, 스마트폰 시장 성장	삼성전자	2Q13	7.0	1Q14	3	-5.9
		SK 하이닉스		15.3	2Q14	4	-12.8
2016-2018	빅테크 데이터센터 구축 경쟁으로 인한 슈퍼사이클	삼성전자	1Q17	21.8	3Q18	6	-46.4
		SK 하이닉스		23.8	3Q18	6	-53.3
2020-2022	코로나발 IT 수요 급증 및 데이터센터 투자 재개	삼성전자	2Q21	16.0	4Q21	2	-27.1
		SK 하이닉스		17.2	4Q21	2	-29.1
2025-2028E	AI 슈퍼사이클	삼성전자	1Q26	90.7	3Q28E	10	완만한 조정
		SK 하이닉스		62.2	3Q28E	10	완만한 조정

자료: 유진투자증권

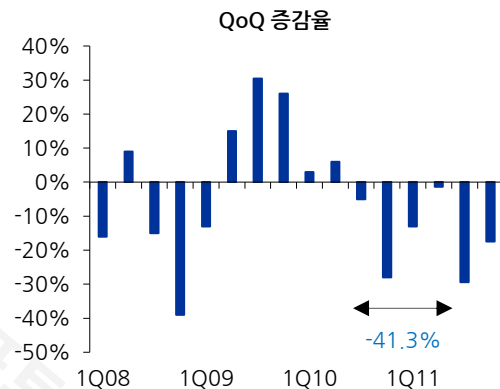
2008~2010 년의 메모리 가격 상승은 글로벌 금융위기 이후 나타난 IT 수요 회복이 핵심 동력이었다. DRAM 가격의 QoQ 상승률은 3Q09 20~30% 수준에서 정점을 기록했으며, 이후 약 4 개 분기의 시차를 두고 3Q10 부터 하락세로 전환됐다. 삼성전자 메모리 사업부와 SK 하이닉스의 영업이익률 역시 3Q10 각각 43.5%, 30.5%로 고점을 형성했다. 가격 하락 전환 이후에는 약 4 개 분기에 걸쳐 누적 40~50% 수준의 가파른 조정이 이어졌다.

삼성전자 2008~2010 가격 QoQ 증감율



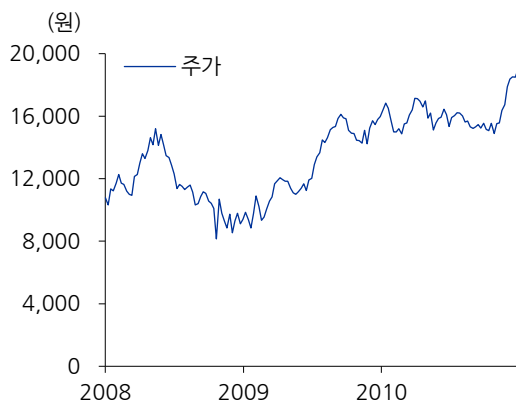
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 2008~2010 가격 QoQ 증감율



자료: 유진투자증권

삼성전자 2008~2010 주가



자료: Quantivise, 유진투자증권

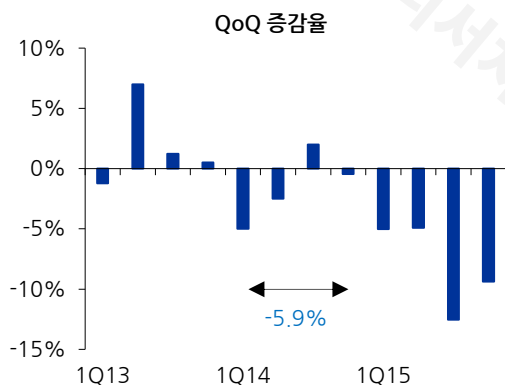
SK 하이닉스 2008~2010 주가



자료: Quantivise, 유진투자증권

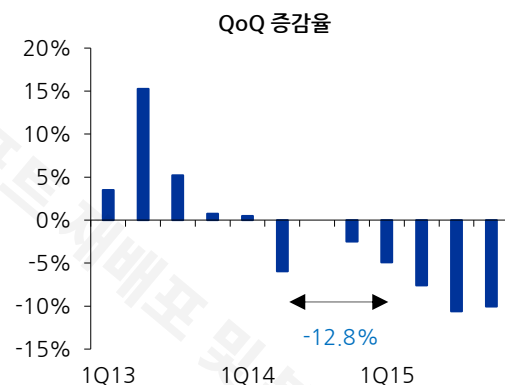
2013~2015 년의 메모리 가격 상승은 스마트폰 시장의 성장과 일본 메모리 업체 엘피다의 파산이 맞물리며 나타난 사이클이었다. 2011 년 다운사이클의 여파로 엘피다는 2012 년 2 월 파산했으며, 같은 해 7 월 마이크론이 약 2,000 억엔에 인수를 결정한 뒤 2013년 7월 인수 절차를 마무리했다. DRAM 가격의 QoQ 상승률은 2Q13 7~15% 수준에서 정점을 기록했으며, 이후 약 3 개 분기의 시차를 두고 1Q14 부터 하락세로 전환됐다. 다만 가격 조정 폭이 크지 않았고 공급 증가가 매출 성장을 견인하며, 삼성전자 메모리 사업부와 SK 하이닉스는 2015년까지 30% 안팎의 높은 영업이익률을 유지했다. 가격 하락 전환 이후에도 약 4 개 분기 동안 누적 하락 폭은 6~13% 수준에 그치며 비교적 완만한 조정세를 보였다.

삼성전자 2013~2015 가격 QoQ 증감율



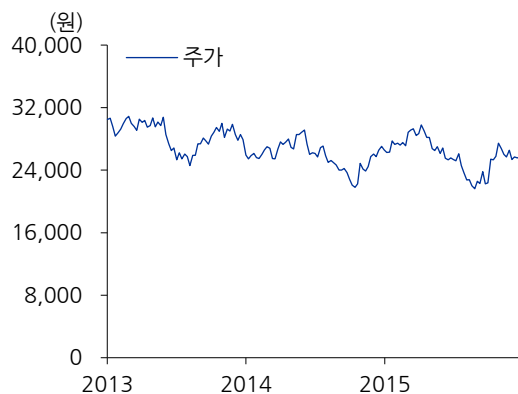
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 2013~2015 가격 QoQ 증감율



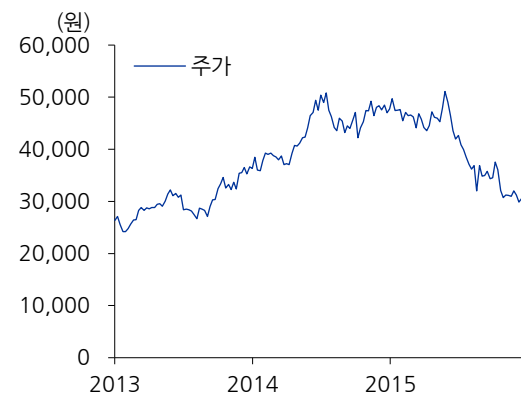
자료: 유진투자증권

삼성전자 2013~2015 주가



자료: Quantwise, 유진투자증권

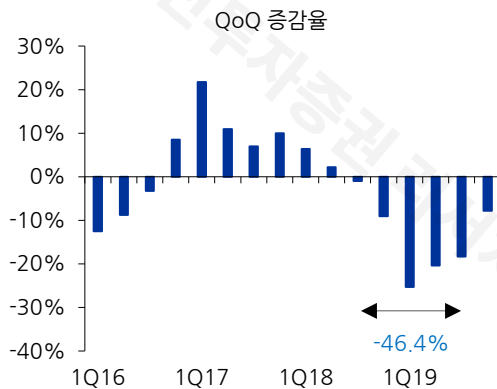
SK 하이닉스 2013~2015 주가



자료: Quantwise, 유진투자증권

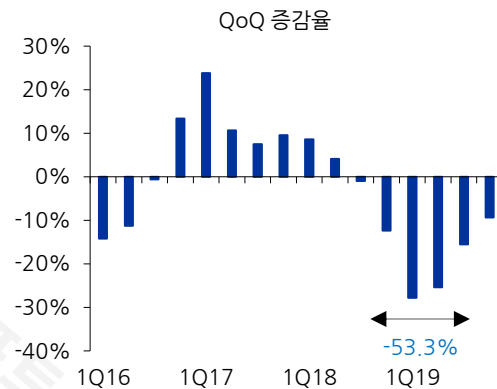
2016~2018 년은 빅테크 업체들의 데이터센터 구축 경쟁이 본격화되며 나타난 메모리 슈퍼사이클이었다. DRAM 가격의 QoQ 상승률은 1Q17 20% 수준에서 정점을 기록했지만, 이후에도 약 5개 분기에 걸쳐 가격 상승세가 이어졌다. 이는 앞선 사이클보다 긴 상승 국면으로, 삼성전자 메모리 사업부와 SK 하이닉스의 영업이익률은 각각 50~60% 수준까지 상승했다. 이후 DRAM 가격은 3Q18부터 하락세로 전환됐으며, 약 4개 분기에 걸쳐 누적 50% 수준의 가파른 조정을 보였다.

삼성전자 2016~2018 가격 QoQ 증감율



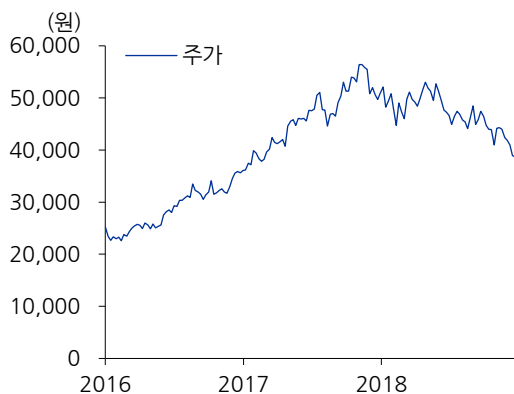
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 2016~2018 가격 QoQ 증감율



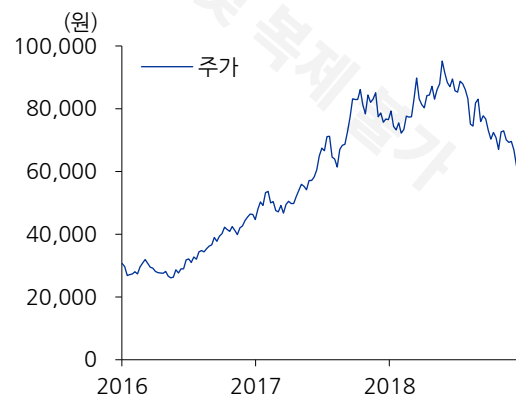
자료: 유진투자증권

삼성전자 2016~2018 주가



자료: Quantwise, 유진투자증권

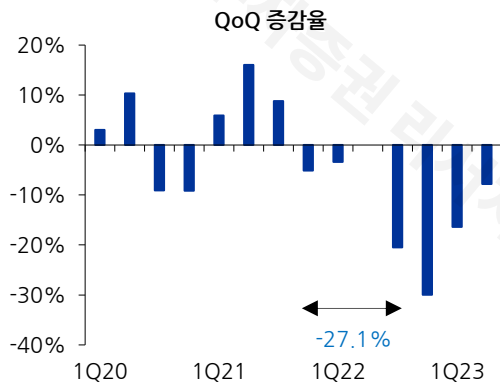
SK 하이닉스 2016~2018 주가



자료: Quantwise, 유진투자증권

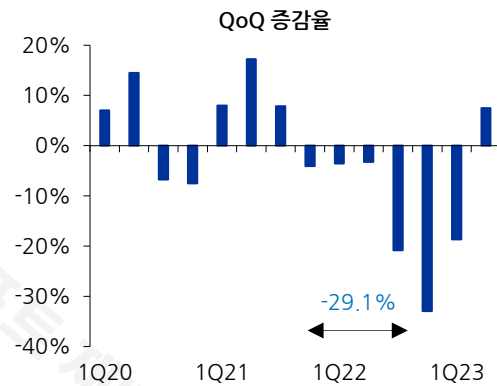
2020~2023 년은 코로나가 촉발한 IT 수요 급증과 데이터센터 투자 재개가 맞물리며 나타난 상승 사이클이었다. DRAM 가격의 QoQ 상승률은 2Q21 16~17% 수준에서 정점을 기록했으며, 이후 약 2 개 분기의 시차를 두고 하락세로 전환됐다. 삼성전자 메모리 사업부와 SK 하이닉스의 영업이익률은 2H22까지 최대 30~40% 수준을 유지했다. DRAM 가격은 4Q21부터 하락하기 시작했으며, 이후 약 4 개 분기에 걸쳐 누적 27~29% 수준의 조정을 보였다. 특히 3Q22 부터는 수요 둔화와 재고 조정이 본격화되며 가격 하락 폭이 가파르게 확대됐다.

삼성전자 2020~2022 가격 QoQ 증감율



자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 2020~2022 가격 QoQ 증감율



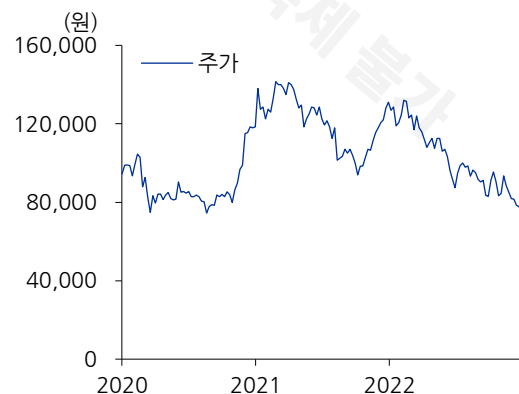
자료: 유진투자증권

삼성전자 2020~2022 주가



자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 2020~2022 주가



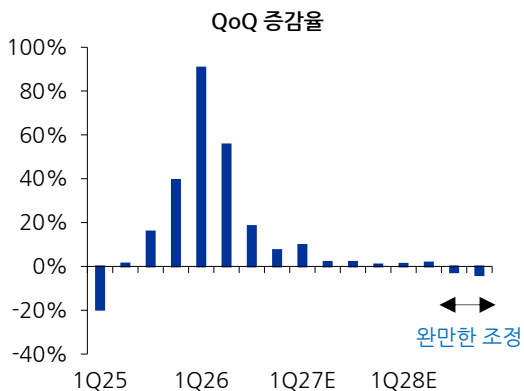
자료: 유진투자증권

이번 사이클에서는 AI 인프라 중심의 수요 급증과 HBM의 Capa Loss 효과, LTA 확대가 맞물리면서 가격 상승률의 고점과 실제 가격 하락 사이의 간격이 과거보다 크게 늘어날 것으로 예상된다. 향후 가격이 하락하더라도 과거 다운사이클 초기에 나타났던 급격한 조정보다는 완만한 하락에 그칠 가능성이 높다

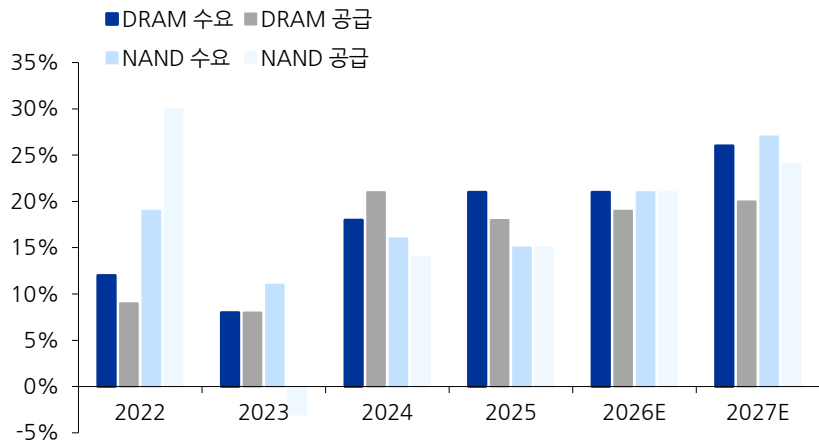
HBM의 생산능력 잠식과 서버용 메모리 수요 급증이 동시에 진행되면서 공급 부족의 강도는 2027년에 올해보다 더욱 극심해질 것으로 보인다. 여기에 LTA 확대는 장기 수요의 가시성을 높이고 가격 하락 속도를 완화하는 요인으로 작용할 전망이다. 따라서 현재 나타나는 가격 상승세의 둔화는 쇼티지의 정점 통과를 의미하기보다, 이미 높아진 수익성으로 인해 추가적인 마진 확대 여력이 축소되는 과정에서 나타나는 자연스러운 속도 조절에 가깝다.

결국 메모리 업종의 장기적인 주가 상승을 위해 필요한 것은 고수익 구간이 장기간 지속될 수 있다는 증거다. 이를 시장에 설득하기 위해서는 실적과 수요 가시성을 통한 증명의 과정이 필요하다. 핵심 수요처인 빅테크 업체들의 CapEx가 이던스 상향과 견조한 AI 매출 및 백로그 성장이 확인되어야 한다. 동시에 메모리 업체들은 LTA의 계약 조건을 어느 정도 공개하고 주주환원을 강화함으로써 장기 실적 성장의 지속 가능성에 대한 시장의 의구심을 해소해야 할 것이다.

삼성전자 2025~2028 가격 QoQ 증감율 추정

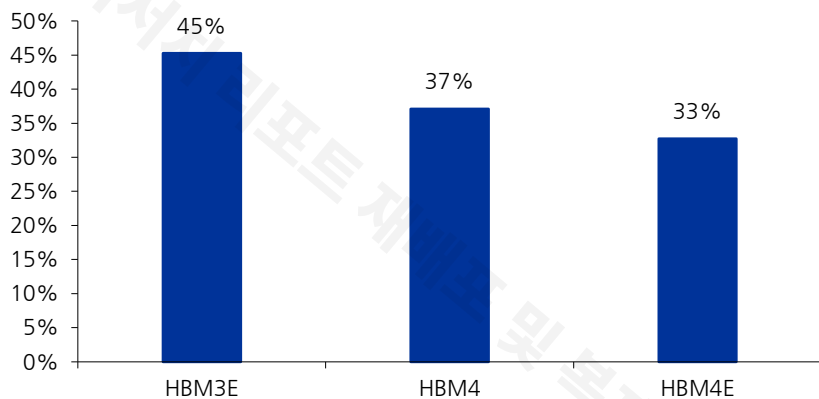


메모리 수요 공급 bit growth 추정: 2027 년 극심한 쇼티지 돌입



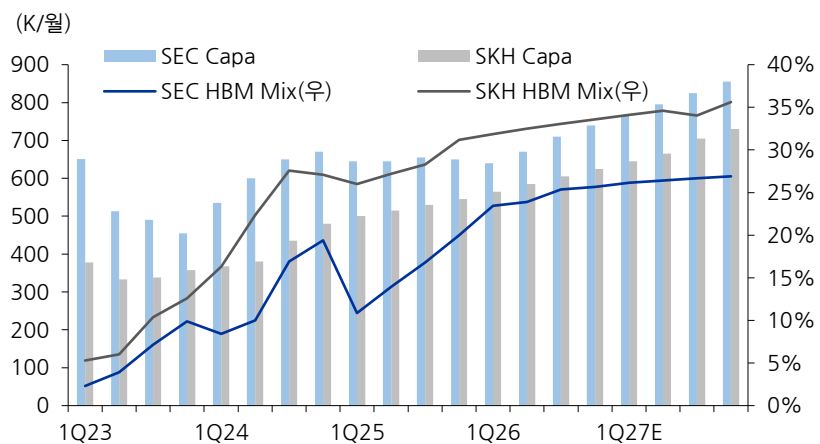
자료: 유진투자증권

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



자료: 유진투자증권

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM Capa 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

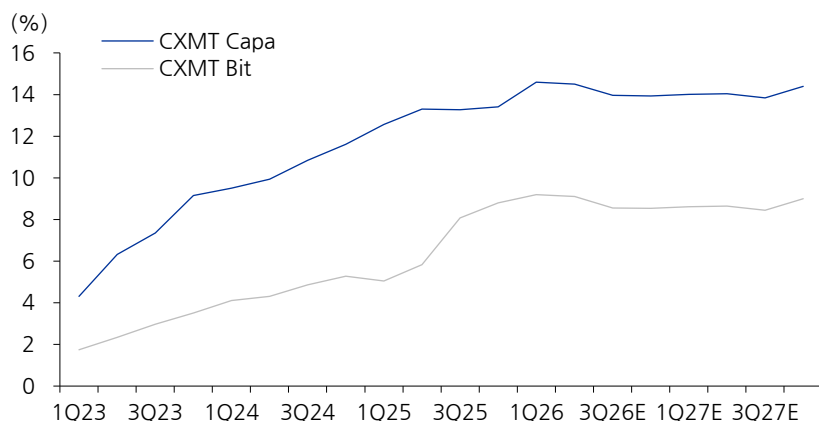
CXMT 상장: 경계해야 하나, 과대평가할 필요도 없다

CXMT의 상장과 공모 자금에 기반한 Shanghai 팹 증설이 향후 1~2년 내 글로벌 DRAM 공급 부족을 조기에 해소할 가능성은 낮다고 판단한다. 장기적으로 중국 DRAM 산업의 성장 잠재력을 과소평가해서는 안 되지만, 현재 시장은 CXMT의 명목 Capa 확대를 실질적인 쇼티지 해소 가능성으로 과대평가하고 있다. 공정 전환 지연과 HBM 생산 확대에 따른 Capa 손실을 고려하면, 2028년까지 CXMT의 글로벌 점유율이 유의미하게 상승하기는 어려울 전망이다.

가장 큰 제약은 선단공정 전환이다. CXMT는 아직 G5(1a nm) 공정의 안정적인 양산에 진입하지 못한 것으로 파악된다. EUV 장비 도입이 제한된 상황에서 멀티패터닝 확대를 통해 공정 미세화를 추진하고 있으나, 공정 복잡도와 원가가 상승하고 수율 안정화에도 어려움을 겪고 있다. EUV 수출 규제 완화나 중국산 EUV 장비의 조기 상용화 가능성 역시 낮다. 이에 따라 CXMT의 주력 공정 세대는 G4(1z nm)에 장기간 정체될 가능성을 배제하기 어렵다.

CXMT가 G4에 머무를 경우 삼성전자-SK하이닉스-Micron의 주력 공정인 1b·1c nm와의 격차는 2~3세대로 유지된다. 삼성전자와 SK하이닉스가 2026년 말 1d nm 개발을 완료할 계획이므로 기술 격차는 오히려 확대될 전망이다. 일반적으로 DRAM은 한 세대 미세화할 때마다 동일한 웨이퍼에서 생산되는 bit가 약 30% 증가한다. 이를 감안하면 CXMT의 웨이퍼 1장은 선두 업체 대비 약 45~60%에 해당하는 bit 생산능력만을 보유한다. 따라서 Shanghai 팹의 명목 Capa가 확대되더라도 글로벌 DRAM 공급에 미치는 실질적인 영향은 제한적일 전망이다.

CXMT의 Capa 및 bit 기준 점유율 추정



자료: 유진투자증권

중국 내 HBM 공급 부족도 범용 DRAM 의 공급 확대를 제약한다. 현재 중국에서 HBM 을 공급할 수 있는 사실상 유일한 업체인 CXMT 는 자국 AI 가속기 생태계를 지원하기 위해 HBM Capa 를 우선적으로 확대해야 한다. Shanghai 팹의 100K/월 Capa 가운데 절반인 50K/월 수준이 HBM 생산에 투입될 것으로 보인다. HBM 은 범용 DRAM 보다 die size 가 크고 공정 난도가 높아 동일한 웨이퍼를 투입해도 생산 가능한 bit가 제한적이다. 여기에 CXMT의 초기 HBM 양산 수율이 10~20% 수준에 머무르는 것으로 추정되는 만큼, HBM Capa 확대는 단기적으로 상당한 DRAM Capa 손실을 유발할 수 있다.

결론적으로 CXMT 의 성장과 Shanghai 팹 증설을 글로벌 DRAM 공급과잉의 신호로 해석하는 것은 시기상조다. 선단공정 전환 지연으로 CXMT 의 실질적인 bit 생산능력은 명목 Capa 를 크게 하회하며, HBM 생산 확대는 범용 DRAM 공급 증가분을 추가로 상쇄할 전망이다. CXMT의 영향력이 본격적으로 확대되는 시점은 풍부한 토지·용수·전력을 기반으로 대규모 Capa 가 구축되고, 3D DRAM 을 포함한 차세대 기술에서 진전이 나타날 수 있는 2029~2030 년 이후로 판단한다. 중국 DRAM 은 장기적으로 경계해야 할 경쟁자지만, 지금의 증설 우려가 향후 1~2 년의 DRAM 공급 부족을 훼손할 가능성은 제한적이다.

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%	29%	29%	29%	29%
HBM 투입	70	90	110	130	150	160	180	190	220	230	240	250
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%	34%
HBM 투입	130	140	150	170	180	190	200	210	220	230	240	250
Micron	320	330	340	340	340	345	355	355	385	385	405	425
HBM 비중	9%	12%	15%	19%	21%	23%	24%	25%	26%	29%	30%	31%
HBM 투입	30	40	50	65	70	80	85	90	100	110	120	130
CXMT	230	250	255	260	290	300	300	300	320	330	340	370
HBM 비중	0%	0%	0%	2%	2%	2%	2%	3%	9%	12%	15%	14%
HBM 투입				5	5	5	5	10	30	40	50	50

자료: 유진투자증권

YMTC 는 다르다, 다만 공급 충격은 분산될 것

CXMT 와 달리 YMTC 가 글로벌 메모리 업황에 미치는 영향은 경계할 필요가 있다. DRAM 은 미세공정 전환 과정에서 EUV 의존도가 높아지는 반면, 3D NAND 는 수직 적층 단수 확대와 식각·증착·본딩 기술이 경쟁력의 핵심이다. 따라서 EUV 장비를 확보하지 못하더라도 YMTC 의 공정 전환이 중단될 가능성은 상대적으로 낮다.

선제적으로 도입한 W2W Hybrid Bonding 도 빠른 기술 추격의 핵심 요인이다. YMTC 의 Xtacking 은 NAND Cell Array 와 주변회로를 각각 별도의 웨이퍼에서 제조한 뒤 결합하는 구조다. 주변회로 면적을 줄여 Bit Density 와 I/O 성능을 높일 수 있을 뿐 아니라, 양쪽 웨이퍼를 병렬로 생산해 개발 및 생산 사이클을 단축할 수 있다. YMTC 는 Xtacking 을 통해 제품 개발 기간을 최소 3 개월, 제조 사이클을 약 20% 단축할 수 있다고 설명한다.

다만 Wuhan 3 공장이 모두 NAND 증설에 활용되는 것은 아니다. YMTC 는 현재 합산 200K/월 수준의 기존 생산능력에 더해 design capa 100K/월 규모의 Wuhan 3 공장을 건설 중이다. 공장은 2026 년 말 가동을 시작해 2027 년 중 약 50K/월의 NAND 생산능력을 확대할 전망이다. 2H27 에는 Wuhan 3 공장 생산능력의 나머지 절반가량이 YMTC 의 신규 DRAM 사업에 배정될 가능성이 높은 것으로 보인다. 이를 감안하면, 2026~2027 년 NAND 공급에 미치는 충격은 우려보다 완만할 가능성이 높다. AI 데이터센터를 중심으로 eSSD 수요가 빠르게 증가하는 가운데 YMTC 의 증설 물량도 상당 부분 중국 내 수요에 우선 배정될 전망이다. YMTC 의 신규 팹 확장을 근거로 NAND 업황의 조기 피크아웃이나 급격한 공급 과잉을 우려하는 것은 이르다고 판단한다.

NAND 공급업체별 웨이퍼 투입량 전망

(K/월)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
삼성전자	450	410	401	400	375	365	340	310	320	320	320	320
Capa 점유율	33%	31%	30%	29%	28%	27%	25%	23%	23%	23%	23%	23%
SK 하이닉스/Solidigm	230	230	230	240	235	235	235	235	250	260	260	260
Capa 점유율	17%	17%	17%	18%	18%	18%	17%	18%	18%	18%	18%	18%
Sandisk/Kioxia	400	400	400	400	400	405	418	418	405	420	420	420
Capa 점유율	29%	30%	30%	29%	30%	30%	31%	31%	30%	30%	30%	30%
Micron	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Capa 점유율	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
YMTC	140	140	150	160	160	170	190	200	220	240	250	250
Capa 점유율	10%	10%	11%	12%	12%	13%	14%	15%	16%	17%	18%	18%

자료: 유진투자증권

중국산 DUV, 장기 변수이나 단기 변수는 아니다

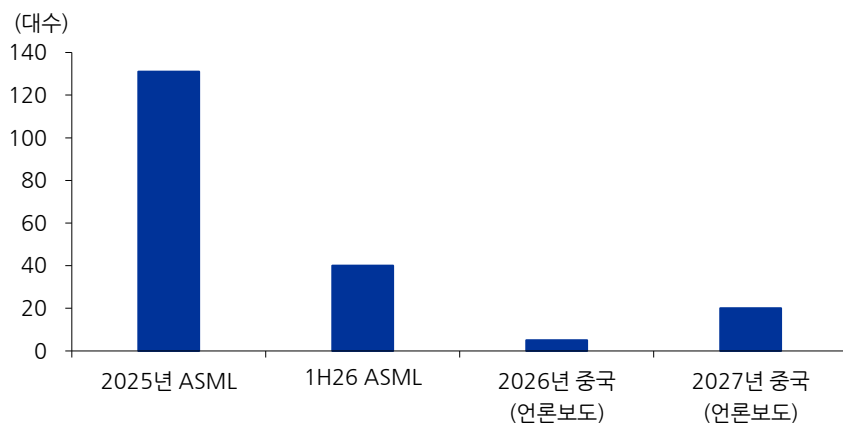
중국이 국산 ArF Immersion DUV 장비 생산에 돌입했다는 언론 보도는 장비 자립의 마지막 핵심 영역이었던 노광 공정에서도 진전이 나타나기 시작했음을 의미한다. Immersion DUV는 단순 레거시 장비가 아니라 EUV를 제외하면 가장 높은 해상도를 구현할 수 있는 노광 장비로, 멀티패터닝을 활용하면 선단 로직 및 DRAM 공정에도 적용할 수 있다.

다만 이번 보도에서도 중국 장비가 ASML 대비 성능과 신뢰성에서 뒤처져 있으며, 양산 전 추가 검증이 필요하다는 점이 명시됐다. 노광 장비는 단순히 패턴을 구현하는 것보다 처리량, 오버레이 정확도, 장비 장기간의 반복 재현성이 중요하다. 장비 공급이 시작됐다는 사실만으로 실제 웨이퍼 양산 투입이 가능하다고 판단하기는 어렵다.

ASML은 2025년 ArF Immersion 장비 131대와 전체 DUV 장비 279대를 출하했다. 따라서 중국의 2027년 생산 계획 20대는 ASML의 2025년 기준 연간 Immersion 출하량 대비 약 15%에 해당한다. 더욱이 ASML의 최신 NXT 장비는 높은 수준의 웨이퍼 처리 능력과 검증된 가동률을 보유하고 있는 반면, 중국산 장비의 처리량과 가동률은 공개되지 않았다.

더욱이 20대는 SMIC, Hua Hong, CXMT 등에 분산 공급될 예정이다. CXMT가 확보할 수 있는 물량은 일부에 그칠 가능성이 높으며, 2026년 5대는 사실상 고객사 인증과 공정 테스트에 사용될 가능성이 높고, 2027년 생산분 역시 설치·인증·수율 안정화 과정을 감안하면 의미 있는 생산 기여는 빨라도 2028년 이후에 나타날 가능성이 높다고 판단된다. 시장 심리가 취약해진 가운데 호재는 의심하고 예상 악재는 빠르게 반영하는 상황이다.

ASML의 Immersion DUV 출하량 및 중국의 Immersion DUV 출하량 추정



자료: ASML, The Information, 유진투자증권

II. AI CapEx – 자금 조달처 확대 전망

빅테크 실적 발표에서 CapEx 톤을 낮출 가능성은 제한적

최근 메모리 업종 주가의 조정에는 하이퍼스케일러가 현재의 AI CapEx 를 계속 감당할 수 있는지에 대한 의문도 상당 부분 영향을 미쳤다. 2026 년부터 4 대 하이퍼스케일러의 CapEx/OCF 비율이 90%를 넘어설 것으로 예상되는 만큼 우려에는 근거가 있다. 내부 현금흐름만으로 투자를 충당하던 시기는 지나가고 있다.

그러나 자금이 고갈된 것은 아니다. 빅테크 업체들의 최근 3 개월 기준 대표적인 자금거래 건만 집계해도 Alphabet, Meta, Amazon 의 조달 규모는 약 \$169B 에 이른다. 조달을 마친 기업이 직후 실적발표에서 CapEx 기조를 급격히 낮출 가능성은 제한적이다.

Meta 는 2026 년 CapEx 가이드스를 기존 \$115~135B 에서 \$125~145B 으로 상향한 후 \$25B 규모의 회사채를 발행했다. Alphabet 은 2026 년 CapEx 를 \$180~190B 수준으로 높이고, 전례 없는 내·외부 AI Compute 수요를 언급한 뒤 \$85B 규모의 대규모 유상 증자를 단행했다. 실제로 최근 진행된 2Q26 실적 발표회에선 \$195~205B 수준으로 가이드스를 추가 상향했다. Amazon 도 약 \$200B 의 CapEx 계획과 함께 채권을 발행했다.

높아진 CapEx 수준이 향후 AI 인프라 투자 지속성에 대한 부담 요인으로 작용하고 있지만, 하이퍼스케일러 업체들의 건전한 재무 구조를 감안하면 부채 레버리지를 통한 인프라 투자 사이클은 여전히 많이 남아있다고 판단된다.

최근 3 개월 빅테크 자금 조달 내역

기업명	조달 형태	조달 시점	통화	규모 (\$bn)	조달 사유
Meta	회사채	2026.05.04	USD	25.0	차세대 AI 모델(Llama) 고도화, 루이지애나 대형 데이터센터 등 인프라 확충
Alphabet	회사채	2026.05.11	EUR+CAD	16.8	AI 컴퓨트 인프라 및 데이터센터 캐팩스 재원
Alphabet	회사채	2026.05.21	JPY	3.6	첫 엔화채—조달 통화 다변화 및 AI 인프라 투자 재원
Amazon	회사채	2026.05.28	CHF	3.6	AWS, AI 인프라 캐팩스 재원 및 조달 통화 다변화
Alphabet	*유상증자	2026.06.03	USD	84.8	AI 컴퓨트 인프라 확충
Amazon	회사채	2026.06.12	CAD	10.0	데이터센터, 자체 칩 등 AI 인프라 투자
Amazon	회사채	2026.07.09	USD	25.0	AI 인프라 캐팩스 및 만기 도래 채무 상환
계				168.8	

자료: 유진투자증권

2026 년 CapEx 가이드선의 중간값을 합산하면 Amazon \$200B, Microsoft \$190B, Alphabet \$200B(2Q26 발표 기준), Meta \$135B 으로 총 \$725B 이다. Bloomberg Consensus 는 약 \$766B 으로 형성되어 있다. 2026 년 CapEx/OCF 비율은 약 94%다. 내부 현금흐름의 대부분을 투자에 투입해야 한다는 의미이므로, 투자 증가율이 둔화될 수 있다는 시장의 우려는 합리적이다.

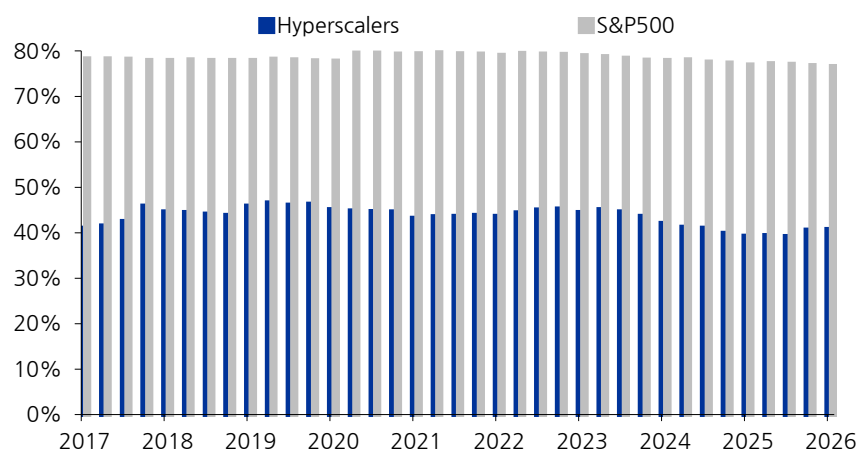
다만 CapEx/OCF 가 90%를 넘었음에도, 외부자금을 활용한 추가적인 투자 확대가 가능하다고 판단된다. 하이퍼스케일러의 자산 대비 부채 비율은 약 40%로 S&P 500 의 약 80%보다 낮은 수준을 유지하고 있다. 재무건전성에 기반해 부채 비율의 확대를 통한 추가 자금 조달 여력은 충분한 상황이다.

하이퍼스케일러 CapEx, OCF 추이 및 전망

(USD, M)	2023	2024	2025	2026E	2027E
CapEx	154,383	239,087	411,528	766,297	963,820
YoY	-2%	55%	72%	86%	26%
Amazon	52,729	82,999	131,819	201,567	233,089
Microsoft	35,202	55,552	83,094	160,053	191,993
Google	32,251	52,535	91,447	187,339	254,025
Meta	27,266	37,256	69,691	140,877	185,244
OCF	386,646	634,584	673,754	813,120	1,001,956
YoY	67%	64%	6%	21%	23%
Amazon	94,101	272,087	201,910	209,117	259,422
Microsoft	102,647	125,583	169,035	216,213	240,116
Google	101,746	125,299	164,713	207,731	267,534
Meta	71,113	91,328	115,800	141,561	179,235
CapEx/OCF	40%	38%	61%	94%	96%
Amazon	56%	31%	65%	96%	90%
Microsoft	34%	44%	49%	74%	80%
Google	32%	42%	56%	90%	95%
Meta	38%	41%	60%	100%	103%

자료: Bloomberg, 유진투자증권

S&P500 업체와 4대 하이퍼스케일러의 평균 자산 대비 부채 비율 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권

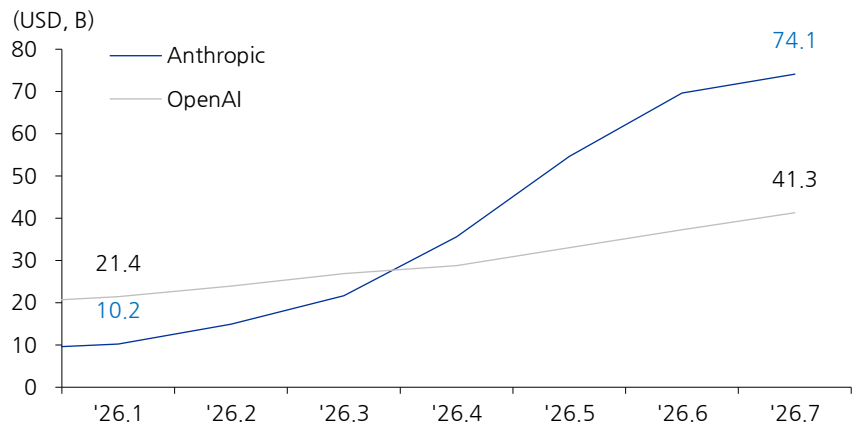
채권 시장의 피로도는 커지지만, AI 전방 수요는 강해지는 중

빅테크 업체들의 채권 발행이 증가하면서 채권 시장의 피로도가 하이퍼스케일러 신규 자금 유치에 대한 시장 우려를 키우고 있다. 하이퍼스케일러 신규 채권의 Cover Ratio 는 2026 년 2 월 약 5 배에서 7 월 2 배 미만으로 하락했다. 7 월 Amazon 의 \$25B 규모 채권 발행도 최종 주문이 \$41B 에 그치며 수요 배수가 1.6 배까지 낮아졌고, 기존 대비 12~22bp 의 신규발행 프리미엄을 제공해야 했다. 올해 투자등급 회사채의 평균 신규발행 프리미엄이 약 4bp 였다는 점과 비교하면 투자자의 수요가 감소하기 시작했음을 알 수 있다. 미국 투자등급 회사채 시장에서 6 대 빅테크가 차지하는 원금 비중은 약 4%에 불과하지만, DTS(Duration Times Spread) 기준 위험 기여도는 8.6%로 6 대 은행의 7.3%를 넘어섰다. 최근 12 개월간 하이퍼스케일러 발행액의 43%가 만기 10 년을 초과한 장기물로, 기타 비금융기업의 23%보다 크게 높기 때문이다. 이에 테크 투자등급 채권 스프레드는 연초 76bp 에서 7 월 23 일 89bp 로 확대됐다.

이는 메모리 업종의 매크로 민감도를 높이는 요인이다. AI 투자의 한계비용은 '국채금리+신용스프레드'에 의해 결정된다. 서버 메모리 수요가 2~3 년 뒤 데이터센터 건설 계획에 기반한다는 점에서, 채권시장 충격은 실제 메모리 주문 감소보다 먼저 장기 수요 가시성에 대한 우려로 반영될 가능성이 높다.

다만 채권 시장의 근본 질문은 'AI 투자를 회수할 수 있는가'이며, 그 답은 프론티어 모델 빌더의 매출에서 확인된다. Anthropic 의 ARR 은 '25 년 말 \$9B 에서 '26 년 5 월 \$47B 으로 급증했고, TickerTrends 추정상 7 월 \$74B 에 이른다. 모델 빌더의 컴퓨팅 지출은 곧 하이퍼스케일러의 클라우드 매출이므로, ARR 성장은 하이퍼스케일러 실적 및 자금 조달 여력의 추가 확대를 시사한다.

OpenAI, Anthropic ARR 추정



자료: TickerTrends, 유진투자증권

모델 경쟁 심화는 컴퓨팅 인프라의 가치를 부각

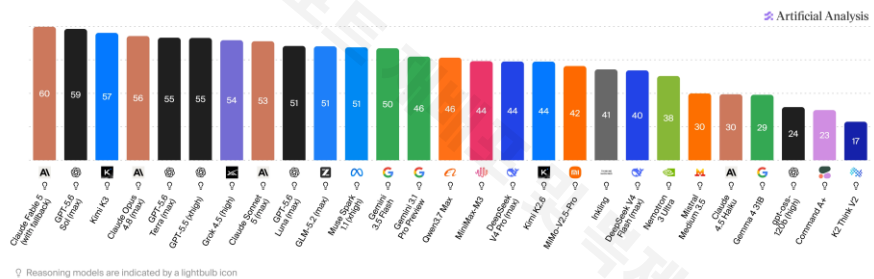
Kimi K3 는 중국의 모델 경쟁력이 더 이상 미국을 멀리서 추격하는 수준이 아님을 보여준다. Artificial Analysis Intelligence Index 에서 Kimi K3 는 57 점으로 3위를 기록해 Claude Fable 5 의 60 점, GPT-5.6 Sol 의 59 점을 2~3 점 차로 추격했다. 2.8 조 파라미터와 100 만 토큰 Context 를 지원하면서 K2.6 보다 출력 토큰을 21% 적게 사용했다.

AI 모델 경쟁 심화는 토큰 가격 경쟁과 이로 인한 인프라 투자 둔화 가능성에 대한 우려를 만든다. 그러나 모델 성능이 프론티어에 도달하면 개발사에게 필요한 것은 더 많은 사용자에게 서비스를 제공할 추론 Capacity 다. 실제 Moonshot 은 Kimi K3 출시 직후 수요가 컴퓨팅 역량을 초과하자 신규 구독을 일시 중단했다. 모델 개발의 성공이 서비스 인프라 부족을 곧바로 드러낸 셈이다

Artificial Analysis Intelligence Index: Kimi K3 가 3 등을 차지

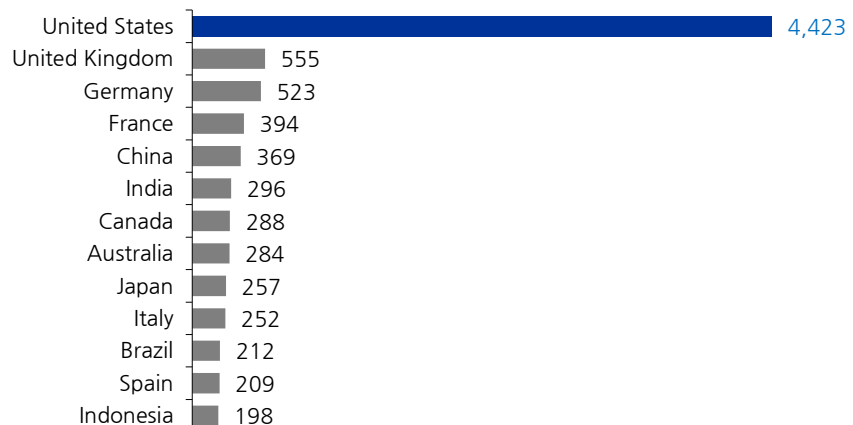
Artificial Analysis Intelligence Index

Artificial Analysis Intelligence Index v4.1 incorporates 9 evaluations: GPPhel-AA v2, v3*, Banking, Terminal-Bench v2.1, SciCode, Humanity's Last Exam, GPQA Diamond, CiriP, AA-Omniscience, AA-LCR



자료: Artificial Analysis, 유진투자증권

전 세계 데이터센터 설치 개수: 미국 외 국가의 투자 확대 필요



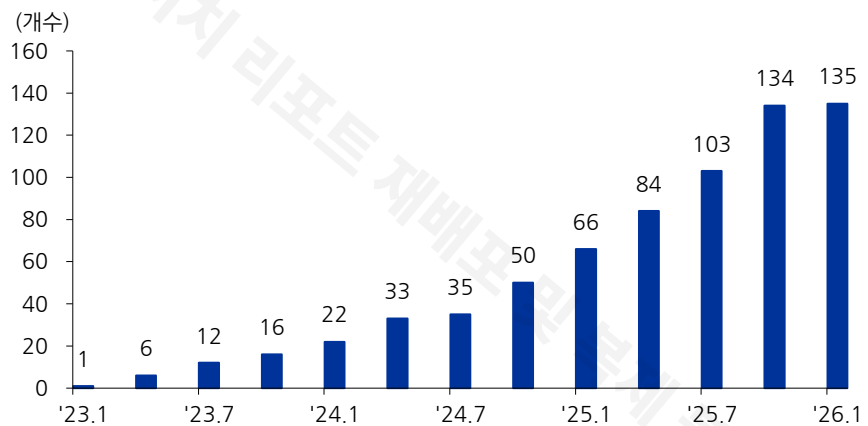
자료: Statista, 유진투자증권

한편, CNAS가 올해 4월 발표한 Sovereign AI Index는 정부 지원 AI 프로젝트가 2023년 1월 1개에서 2026년 1월 135개로 증가했음을 보여준다. 전체 프로젝트의 59%는 데이터센터·슈퍼컴퓨터·GPU 클러스터·Compute access 등 인프라, 34%는 모델, 7%는 데이터 플랫폼에 집중되었다.

지역별 공개 투자 파이프라인은 중동이 약 410억 달러로 가장 크고 동아시아와 유럽이 뒤따르는 것으로 집계된다. 정부가 Compute를 전략자산으로 인식하기 시작한 방향성에 의미를 두면, 향후 투자 금액은 지속 확대될 것으로 보인다.

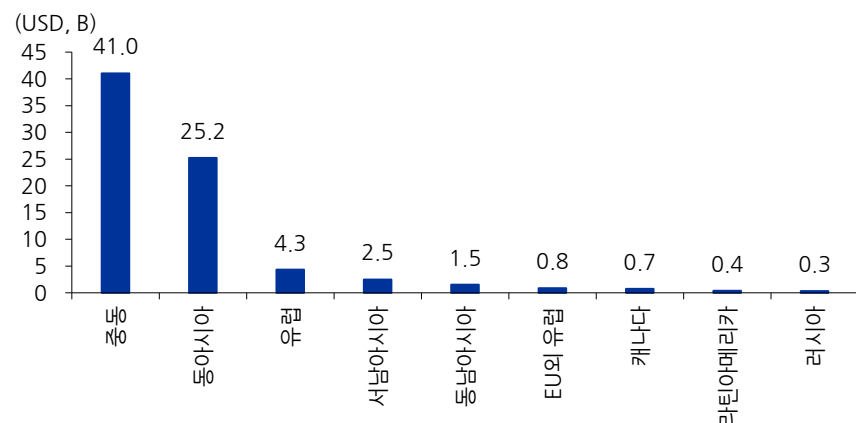
OpenAI가 미국 정부 또는 소버린 투자기구에 지분 5%를 제공하는 방안을 논의했다는 보도도 같은 흐름에 있다. 현재는 초기 제안일 뿐이며 정부의 지분 투자가 확정된 것은 아니다. 다만 AI 기업의 기업가치와 국가의 이해관계를 연결한다면, 향후 AI CapEx 자금 조달처가 민간을 넘어 정부로 확대되는 흐름이 나타날 것으로 보인다.

소버린 AI 프로젝트 발표 개수



자료: CNAS, 유진투자증권

지역별 소버린 AI 프로젝트 규모



자료: CNAS, 유진투자증권

Ⅲ. LTA 효과의 증명과 주주환원 경쟁

대규모 LTA 발표

7월 24일 개최된 샌프란시스코 AI 서밋에서 국내 기업과 글로벌 빅테크는 향후 5년간 총 9,500억달러 규모의 반도체·AI 인프라 협력을 발표했다. 삼성전자는 브로드컴과 \$200B, SK 그룹은 NVIDIA·Microsoft·Anthropic·AWS 등과 \$750B 규모의 협력을 추진한다. 다만 SK의 발표 금액은 반도체 공급뿐 아니라 데이터센터 건설, GPU 구매까지 포함한 총 협력 규모다. 이번 발표의 핵심은 글로벌 AI 기업들이 한국 메모리 공급망과 5년 단위로 협력하기 시작했다는 데 있다.

삼성전자와 브로드컴의 협력은 HBM 공급을 넘어 차세대 AI 가속기의 선단 파운드리 공정 및 첨단 패키징까지 포함한다. 이는 HBM 수요 확보뿐 아니라 아직 실적 회복이 필요한 파운드리와 패키징 가동률을 동시에 끌어올릴 수 있다는 점에서 의미가 크다. 브로드컴의 Custom ASIC 성장에 삼성전자가 풀스택 파트너로 참여한다면, 메모리 업사이클을 파운드리 경쟁력 회복으로 연결할 수 있다.

SK·NVIDIA의 \$500B는 SK 하이닉스의 차세대 HBM 공동개발과 장기공급에 더해 SK 텔레콤의 최대 2GW AI 데이터센터 건설, Vera Rubin 시스템 우선 배정 및 GPU 구매가 포함된 포괄적 협력이다. 그 외 \$250B 규모의 Microsoft 향 서버 메모리 장기공급과 엔트로픽·AWS 관련 데이터센터 투자 협약도 포함되었다. SK 하이닉스 관점에서는 HBM4와 서버 DRAM의 장기 수요 가시성 확보가 핵심이다.

삼성전자, SK 하이닉스 장기 계약 발표 내용

구분	향후 5년 협력 규모	주요 내용	세부 내용
삼성전자·브로드컴	2,000억달러	HBM 등 첨단 메모리, 2nm 이하 파운드리, 첨단 패키징	메모리뿐 아니라 로직·패키징 턴키 제공
SK·엔비디아	5,000억달러	HBM 장기 공급·공동개발, 최대 2GW AIDC 구축, Vera Rubin 우선 배정 및 GPU 구매	SK 하이닉스의 메모리 매출과 SK 텔레콤의 GPU 구매가 포함된 양방향 거래
SK·MS·엔트로픽·AWS	2,500억달러*	MS 서버 메모리 장기공급, 엔트로픽 GW급 AIDC 투자, AWS와 국내 AIDC 협력 확대	SK 하이닉스의 메모리 매출과 SK 텔레콤 인프라 투자 포함

자료: 언론 종합, 유진투자증권

이를 통해 얻을 수 있는 합의는 다음과 같다. 첫째, AI 메모리 거래의 기준이 5년 단위 공급망 확보로 이동한다는 점이 뚜렷해지고 있다. 이는 메모리 업체의 실적 변동성과 사이클 할인율을 낮출 수 있는 변화다. 둘째, 메모리를 중심으로 삼성전자의 파운드리 기반 턴키 역량과 SK 그룹의 메모리-통신-데이터센터 결합 구조가 부각되고 있다. 셋째, 글로벌 빅테크가 선제적으로 메모리와 생산능력을 확보하고 있다는 점은 2028년 이후에도 AI 인프라 수요가 지속될 가능성을 뒷받침한다.

다만 이번 협약은 MOU·LOI 성격이 강하며, 실제 실적 반영 규모는 후속 본계약에서 메모리 공급 비중, 물량·가격 조건, 선금금 및 Take-or-Pay 조항 등이 확인되어야 한다. 그럼에도 5년이라는 협력 기간 자체는 메모리 업종이 가격 사이클을 넘어 장기 수요 가시성을 증명하기 시작했다는 중요한 신호다. 이는 밸류에이션 리레이팅의 필요조건이 구체화되고 있음을 의미한다.

SanDisk는 CY1Q26 실적 발표 당시 고객과 최대 5년의 다년 공급계약 5건을 체결했다고 밝힌 바 있다. SanDisk는 이를 NBM(New Business Model)이라 표현했다. 계약은 분기별 구매 물량과 고정·변동 가격을 결합한 구조로, 변동 가격은 시장가격 상승 시 SanDisk가 추가 이익을 확보하는 동시에 하락 시 고객도 일부 가격 인하 혜택을 받을 수 있도록 설계됐다. 체결된 3건의 최소 계약 매출은 약 \$42B이며, 전체 5건에는 선금금과 제3자 금융기관의 금융상품 등 \$11B 이상의 재무 보증이 포함됐다. 해당 계약이 FY2027 예상 Bit 출하량의 1/3 이상을 이미 확보했으며 향후 50% 이상까지 NBM 물량이 늘어날 것이란 점에서, NBM은 NAND의 가격 하락 위험을 낮추는 동시에 수요·실적 가시성을 높여 SanDisk의 수익구조를 과거보다 비순환적으로 전환시키는 기반이 될 전망이다.

Micron은 데이터센터·소비자·자동차 고객을 대상으로 16건의 전략적 고객계약(SCA, Strategic Customer Agreement)을 체결했으며, 일반적인 계약은 5년, 자동차 고객과의 계약은 3년간 유지된다. SCA는 고객이 특정 물량을 의무적으로 구매하는 Take-or-pay 방식으로, 현재 계약 기준 Micron DRAM 물량의 약 20%, NAND 물량의 약 1/3을 포괄한다. 대형 계약은 2Q26 시장 가격을 상단으로 설정하고 하단가격을 보장하는 가격밴드가 적용되며, 하단가격에서도 Micron의 GPM은 과거 사이클의 최고 수준을 크게 상회하도록 설계됐다. 16건 중 14건의 최소 약정 매출은 약 \$100B이며, 고객 예치금 및 금융약정도 \$22B에 달한다. 향후 타 고객사와의 SCA 체결도 완료되면 전체 매출의 절반 이상이 장기계약에 포함될 가능성이 있어, 실적 변동성 축소와 마진 하방 보호, CapEx 집행 가시성 제고를 통한 밸류에이션 리레이팅의 근거가 될 전망이다.

삼성전자와 SK하이닉스 또한 이번 실적 발표회에서 LTA 관련 디테일을 공유하며 밸류에이션 리레이팅을 촉발시킬 수 있을 것으로 판단한다.

메모리 주주환원 경쟁의 서막

메모리 업체들의 경쟁 무대가 생산능력과 기술력에서 주주환원으로 확장되고 있다. AI 수요와 메모리 가격 상승으로 현금창출력이 급격히 개선된 가운데, 삼성전자와 SK 하이닉스뿐 아니라 Micron, Kioxia, SanDisk 까지 배당 확대와 자사주 매입 및 소각에 나서고 있다. 하반기에는 정책 발표와 실제 집행 일정이 집중되며, 주주환원이 실적 성장에 이은 메모리 업종의 두 번째 주가 상승 동력으로 부각될 전망이다.

주주환원 경쟁은 메모리 업종 내 주주환원 강도에 대한 눈높이를 높이게 될 것으로 보인다. Micron 의 잉여현금 100% 환원 방침은 일반적으로 50% 수준이었던 글로벌 메모리 업체의 적정 주주환원율에 대한 시장의 기준을 높인다. 이는 삼성전자와 SK 하이닉스에 추가 환원 압력으로 작용하며, 반대로 한국 업체들의 대규모 자사주 소각은 Kioxia 와 미국 메모리 업체에도 현금 활용의 기준점을 제시한다. 결국 한 기업의 공격적인 정책이 경쟁사의 환원 확대를 유도하고, 높아진 주주수익률이 다시 업종 전체의 밸류에이션에 반영되는 구조다.

중요한 점은 이번 환원이 단순한 일회성 배당에 그치지 않을 가능성이 높다는 것이다. 장기공급계약 확대로 중장기 현금흐름의 가시성이 높아지면서 자사주 매입과 소각을 반복적으로 집행할 수 있는 기반이 마련되고 있다. 이익 증가율이 둔화되더라도 유통주식 수 감소를 통해 EPS와 BPS 성장을 이어갈 수 있다.

하반기에는 SanDisk 의 자사주 매입 집행, SK 하이닉스의 추가 주주 환원 시행, Micron 의 12 월 자본환원 정책 시행, 삼성전자의 3 개년 정책 정산 등이 순차적으로 이어질 가능성이 높다. 메모리 업종의 주가 상승 동력은 가격과 이익 성장에서 현금의 배분으로 확장되고 있다. 주주환원 경쟁이 본격화될수록 개별 기업은 주당 가치 상승을, 업종 전체는 밸류에이션의 상향 평준화를 경험하며 서로가 서로의 주가를 끌어올리는 효과를 가져올 것으로 판단한다.

메모리 업체별 주주환원 정책

기업	발표된 주주환원 정책	하반기 관전 포인트
삼성전자	2024~2026년 누적 FCF의 50%를 환원하고 연간 9.8조원의 정기배당 지급. 2024~2025년 현금배당 20.9조원과 소각 목적의 자사주 매입 8.4조원 집행	2026년 말 누적 FCF의 50% 환원 실시. 내년 초 차기 3개년 정책 발표로 이어지며 특별배당·자사주 매입 확대 기대
SK하이닉스	2025~2027년 고정배당을 연간 주당 1,500원으로 상향. 2025년에는 주당 1,500원의 추가배당과 보유 자사주 1,530만주(발행주식의 2.1%) 전량 소각, 총 14.3조원 상당의 환원 실시	2026년에도 추가 배당과 자사주 매입을 검토 중. 급격한 FCF 및 순현금 증가를 감안하면 4Q26 초기 추가 환원 가능성이 높아지는 구간
Micron	분기배당을 주당 0.115달러에서 0.15달러로 약 30% 인상. 100억달러 자사주 매입 한도 중 78.4억달러 집행	CHIPS Act 계약 2주년인 12월 9일 이후 자본환원을 확대하고, 장기적으로 '잉여현금(excess cash)'의 100%를 주주에게 환원할 계획. 잉여현금은 FCF 전체가 아니라 투자유동성 수요를 충족한 이후의 잔여 현금을 의미
Kioxia	누진적 기본배당과 추가 환원을 결합한 정책 제시. 수년간 누적된 잉여 FCF의 약 50%를 주주환원에 배분하는 것을 기준으로 설정	50%는 확정된 의무비율이 아니나 투자 기회가 제한될 경우 잉여현금의 대부분까지 환원 가능. FY2027 환원 개시를 앞두고 세부 배당·자사주 정책 발표가 촉매
SanDisk	부채 전액 상환 이후 60억달러 규모의 자사주 매입 프로그램 승인. 운영현금흐름으로 매입 재원을 충당할 계획	자사주 매입에 집중. 추가 매입 발표 가능성에 주목

자료: 각 기업, 유진투자증권

Ⅳ. 쇼티지 심화는 대규모 투자로

어쩔 수 없는 DRAM despec, 공급 확대 노력이 자연스럽다

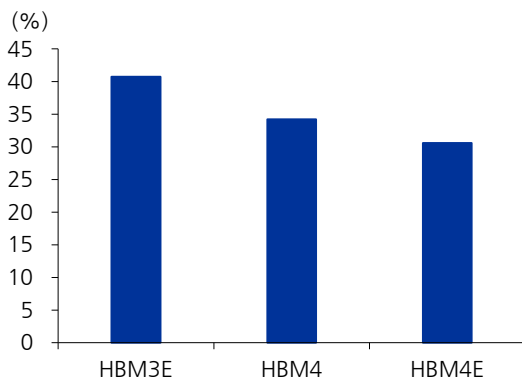
Vera CPU의 SOCAMM2 용량 하향에 이어 AI 가속기의 HBM 탑재 사양도 다변화되고 있다. 당사 채널 체크에 따르면 AMD MI400은 HBM4 8단과 12단 버전의 병행 출시 가능성이 높으며, NVIDIA Rubin Ultra 역시 당초 계획했던 HBM4E 16단에서 12단 중심으로 사양이 조정된 데 이어 최근에는 8단 채용 가능성까지 논의되고 있는 것으로 파악된다.

문제는 HBM 공급 확대가 범용 DRAM의 공급 여력을 동시에 제약한다는 점이다. 동일 bit 생산을 위해 HBM은 일반 DRAM 대비 3~4배의 Capa를 요구하며, HBM 생산 확대는 서버 DDR5 뿐 아니라 스마트폰·PC 용 LPDDR·DDR 생산능력과의 배분 문제로 이어진다.

결국 단위 하향은 제한된 HBM 공급으로 최대한 많은 가속기를 생산하기 위한 현실적인 선택이다. 단순 계산상 동일한 DRAM 다이 공급량으로 16단을 12단으로 낮추면 생산 가능한 HBM 스택 수는 약 33%, 12단에서 8단으로 낮추면 약 50% 증가한다. 여기에 더해 적층 단위 하향에 따른 수율 개선과 생산 리드타임 단축 효과도 존재한다.

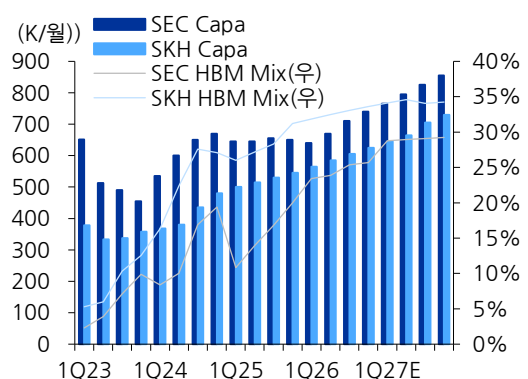
이러한 환경에서는 메모리 업체들의 공급 확대 노력이 더욱 공격적으로 전개되는 것이 자연스럽다. 실제 Micron은 FY26 CapEx 전망을 \$25B 이상으로 높였으며, FY27에도 CapEx가 의미 있게 증가할 것으로 전망했다. 향후 삼성전자와 SK하이닉스 역시 LTA에 따른 수요 가시성을 기반으로 시장 예상을 뛰어넘는 CapEx를 집행할 가능성이 높다.

HBM의 범용 DRAM 대비 웨이퍼당 생산 bit 규모



자료: 유진투자증권

삼성전자, SK하이닉스의 HBM 생산 비중 추정



자료: 유진투자증권

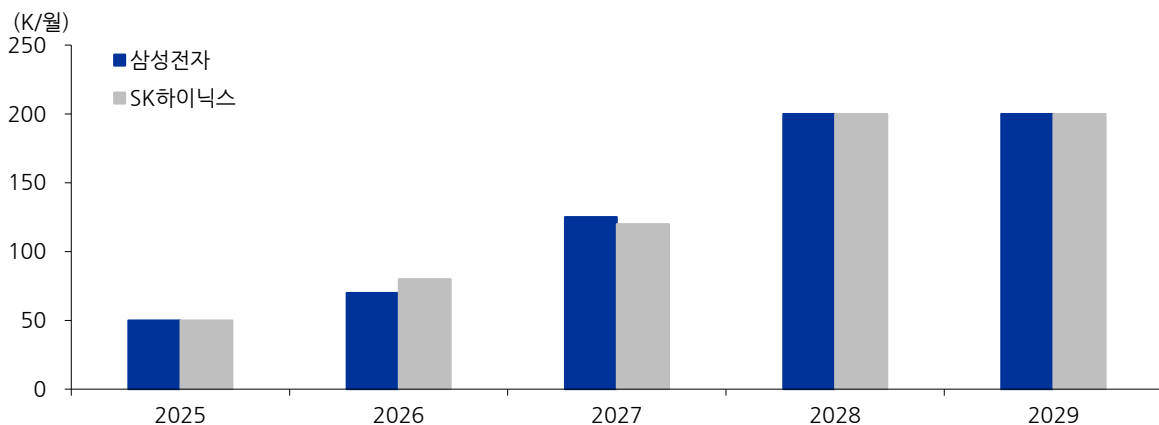
장비 슈퍼사이클 개막, 부품·소재의 후행 예상

삼성전자와 SK 하이닉스가 서남권을 포함한 대규모 반도체 투자 계획을 구체화하고 있다. 삼성전자는 평택·용인에 약 2,030 조원, 호남 지역에 약 400 조원, SK 하이닉스는 용인 600 조원, 청주 100 조원, 서남권 400 조원 규모의 장기 투자 계획을 제시했다. 서남권 프로젝트의 본질은 평택·용인 이후를 대비한 장기 생산기지 확보에 있다. 이에 더해 SK 하이닉스는 미국 등 해외 팹 건설을 적극 검토 중인 상황이다. DRAM 의 장기 공급 부족이 예상되는 가운데, 200K/월 수준의 생산능력을 보유한 중국 우시 팹의 점진적인 레거시화는 국내외 신규 증설을 가속화해야 하는 요인 중 하나이다. 중국 내 EUV 장비 반입이 제한돼 있어 우시 팹은 1nm 이후 선단 공정으로의 전환이 사실상 불가능하기 때문이다.

투자 관점에서 주목해야 할 부분은 서남권 생산시설의 구체적인 착공 시점보다 기존 용인 클러스터의 완공 시점이 앞당겨진다는 점이다. 현재 SK 하이닉스 용인 클러스터는 2033 년, 삼성전자 용인 클러스터는 2040 년 전후 완공이 예상된다. 서남권이 용인 이후의 생산기지라면, 후속 프로젝트의 추진을 위해서는 선행 프로젝트인 용인의 인프라 구축과 팹 건설이 먼저 완료돼야 한다.

SK 하이닉스는 2027 년 용인 1 기를 시작으로, 2033 년까지 용인 4 기를 준공할 계획이다. 한 기가 400K/월 수준에 육박하는 대규모 팹이므로, 2 년 마다 한 기가 준공된다는 점은 2028 년부터 200K/월 수준의 신규 Capa 확대가 나타날 수 있다는 점을 시사한다. 양사를 합산하면 매년 약 400K/월 규모의 신규 팹 공간에 장비가 순차적으로 투입되는 셈이다. 이에 따라 전공정 장비 업체의 수주 가시성도 빠르게 개선될 수 있다. 서남권 프로젝트는 장기 수요에 대한 확신이며, 용인의 시계를 앞당겨 2027~2030 년 장비 업종의 실적 눈높이를 크게 높일 수 있는 프로젝트로 판단한다.

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 신규 투자 규모 추정

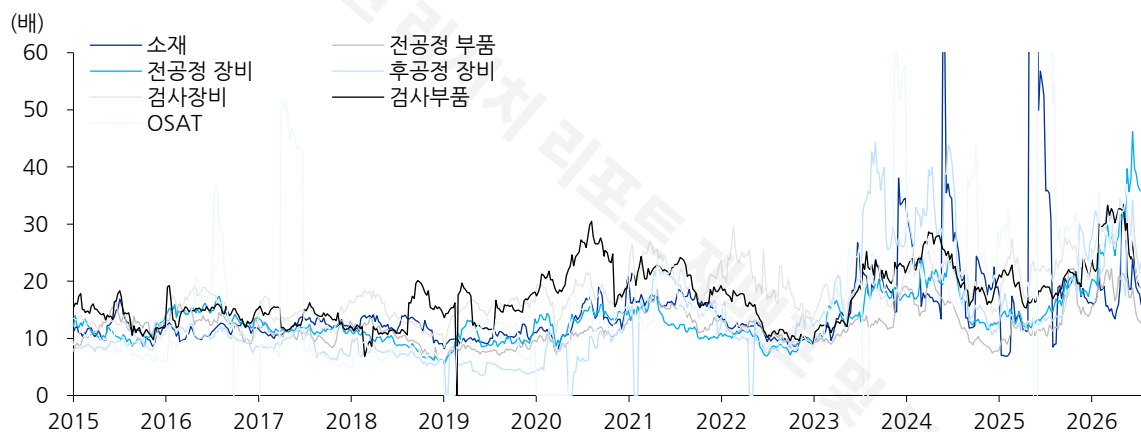


자료: 유진투자증권

2027년부터 국내뿐 아니라 해외 메모리 신규 Capa의 장비 반입 및 양산 기여 또한 본격화된다. Micron은 대만 P5와 미국 Idaho ID1에서 2027년 중반부터 웨이퍼 생산을 시작할 예정이다. CXMT는 Shanghai 신규 팹을 통해 2026년 말부터 생산능력을 확대할 것으로 보이며, YMTC 역시 Wuhan 3공장을 2026년 말부터 가동해 2027년 100K/월 수준까지 램프업할 가능성이 높다(절반은 DRAM). Kioxia/SanDisk는 이미 확보한 Yokkaichi Fab7과 Iwate Fab2의 클린룸을 기반으로 장비 투자를 점진적으로 확대할 전망이다.

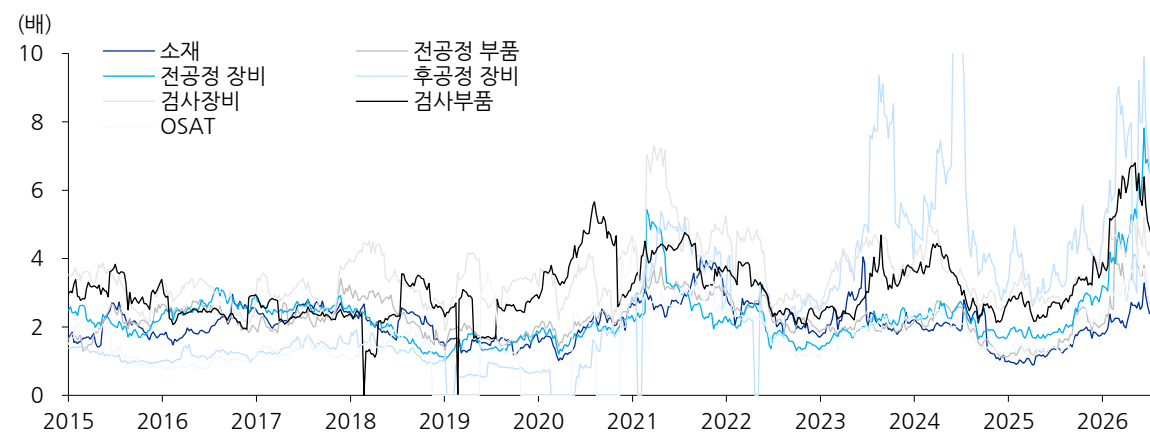
이러한 투자는 국내 장비 업체들의 해외 고객사 침투 기회를 확대할 것이다. 국내 장비사들은 삼성전자·SK하이닉스를 통해 선단 메모리 공정에서 레퍼런스를 확보해 왔다. 글로벌 고객사들이 동시에 증설에 나서는 이번 사이클에서 전공정 장비를 중심으로 고객 다변화가 가속화될 것으로 보인다.

섹터별 평균 12MF PER 추이



자료: Quantivise, 유진투자증권

섹터별 평균 12MF PBR 추이

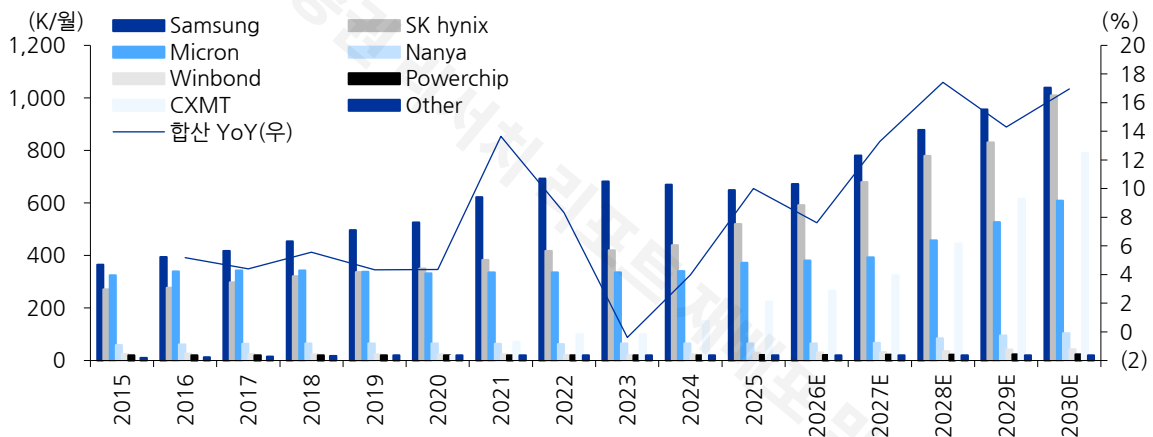


자료: Quantivise, 유진투자증권

장비주의 주가 상승은 CapEx 계획과 발주를 반영하지만, 부품·소재의 경우 장비 설치 이후의 가동률과 웨이퍼 투입량을 반영한다. 신규 장비가 설치되면 먼저 비포마켓 부품 중심으로 초도 공급 및 교체 수요가 발생하고, 양산 웨이퍼 투입이 늘어나면서 애프터마켓 부품과 소재 사용량이 증가한다.

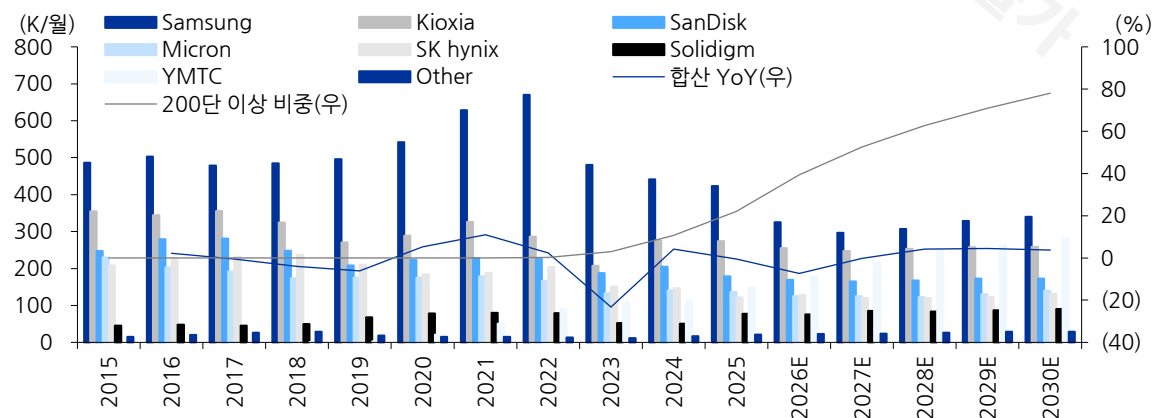
본격적인 웨이퍼 투입량 증가는 2H27부터 나타날 전망이다. 주가는 통상 실적을 2~3개 분기 선행한다. 따라서 4Q26부터는 장비주에 집중됐던 상승세가 부품·소재 업체로 확산될 가능성이 높다. 단기적으로는 장비 업종에 대한 선호 의견을 유지하는 동시에, 연말부터는 DRAM·Foundry 비중이 높거나 NAND 선단 공정 전환의 수혜를 받는 부품·소재 업체의 비중을 점진적으로 확대할 필요가 있다고 판단한다.

DRAM Wafer 투입량 추정: 2027년부터 성장 가속화, 두 자릿수 성장 장기화



자료: Technights, 유진투자증권

NAND Wafer 투입량 추정: 2028년부터 성장 재개, 점진적 증가. 200단 이상 고단화에 집중



자료: Technights, 유진투자증권

기업분석

삼성전자(005930)

STRONG BUY(유지) / TP 560,000 원

대규모 주주환원 본격화 및 턴키 비즈니스 부각

SK 하이닉스(000660)

STRONG BUY(유지) / TP 3,700,000 원

LTA와 주주환원이 맞물리며 나타날 우려 완화

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

(005930)

삼성전자

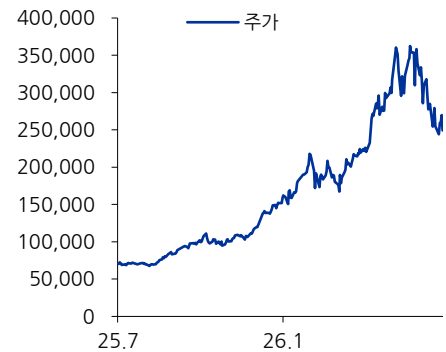
반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

대규모 주주환원 본격화 및 턴키 비즈니스 부각

- “ 3Q26 메모리 가격 협상도 여전히 순조롭게 진행되고 있다. 범용 DRAM과 NAND의 공급 부족이 지속되는 가운데 고객사들은 물량 확보를 가격보다 우선시하고 있다. 당사가 예상하는 하반기 가격 상승 전망을 훼손할 만한 징후는 나타나지 않고 있다. 2027년 공급 부족이 올해보다 심화될 것으로 보이며, 강한 단기 가격 협상 결과는 2027년 실적 추정치의 추가 상향으로 이어질 전망이다.
- “ 2027년 HBM 가격 협상 역시 시장 기대치를 뛰어넘을 가능성이 높다. 현재 추정 중인 HBM Blended ASP 상승(2027년 +119%YoY)에 따라 2027년 HBM 영업이익은 85조원(+539%YoY)을 기록할 전망이다. 선단 파운드리와 첨단 패키징 Capa가 확대되는 속도를 HBM 공급이 따라가지 못하면서 AI 가속기 업체들의 메모리 확보 경쟁이 심화되고 있다. HBM 사양 다변화 논의가 이어지는 것도 수요 둔화가 아니라 공급 부족의 결과로 판단한다.
- “ 기존 3개년 주주환원 정책에 따라, 올해 FCF의 50%에 해당되는 약 120조원 규모의 주주환원이 예상된다. 배당과 자사주 매입·소각을 중심으로 삼성전자 역사상 최대 규모의 환원이 진행될 전망이며, 빠르면 이번 주 실적 발표에서 조기 환원 시작에 대한 구체적인 언급이 나올 가능성이 있다. 막대한 현금흐름이 실질적인 주당가치 상승으로 연결되기 시작한다는 점에서 단순한 단기 수급을 넘어 밸류에이션 재평가의 계기가 될 것으로 판단한다.
- “ 내년 초 발표될 차기 3개년 주주환원 정책에서는 현재 FCF의 50% 수준인 환원 비율이 추가로 확대될 가능성에 주목한다. Micron 역시 투자와 운영에 필요한 현금을 제외한 excess cash의 100%를 주주에게 환원하겠다는 방향성을 제시했다. 메모리 업체들의 재무구조가 빠르게 개선되는 가운데 경쟁사의 정책 강화는 삼성전자와 SK하이닉스의 추가 환원을 자극할 전망이다. 하반기부터 본격화될 메모리 업체 간 주주환원 경쟁은 서로의 주가와 밸류에이션을 끌어올리는 요인으로 작용할 것이다.
- “ Broadcom과의 5년간 \$200B 규모 LTA도 새로운 재평가 요인이다. 해당 계약은 메모리 공급에 그치지 않고 AI 칩 생산을 위한 선단 파운드리와 첨단 패키징까지 결합된 턴키 구조로 추정된다. 삼성전자가 메모리·선단로직·패키징을 일괄 공급할 수 있는 유일한 사업자라는 점이 부각될 수 있다. LTA는 메모리 수요의 장기 가시성을 높이는 동시에 Foundry/LSI의 가동률 상승과 적자 축소를 앞당기는 계기가 될 전망이다.
- “ 최근 주가 조정은 실적의 장기 지속성과 컨센서스 추가 상향 여력에 대한 의구심에서 비롯됐다. 그러나 하반기 가격 협상, 2027년 HBM 가격, 대규모 주주환원, LTA 디테일 등이 차례로 확인되면 시장의 우려는 완화될 것으로 보인다. 가격이 실적을 높이고, LTA가 지속성을 증명하며, 주주환원이 주당 가치 상승으로 연결될 전망이다.

투자의견
목표주가
현재주가

STRONG BUY(유지)
560,000 원(유지)
254,000 원(7/27)



시가총액(십억원)	1,484,955
발행주식수(천주)	5846,279
52 주 최고	374,500 원
최저	67,200 원
52 주 일간 Beta	1.19
60 일 평균 거래대금	93,674 억원
외국인 지분율	46.8%
배당수익률(26E)	5.2%
주주구성	
삼성생명보험	19.7%
국민연금공단	7.8%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-25.2	59.2	285.4
(원 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	-
목표주가	560,000	560,000	-
영업이익(26E)	389,750	391,007	▼
영업이익(27E)	638,293	643,256	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	333,606	721,363	1,003,147
영업이익	43,601	389,750	638,293
세전손익	49,481	396,820	647,356
당기순이익	45,207	350,191	576,147
EPS(원)	7,477	58,225	95,595
증감률(%)	32.8	678.7	64.2
PER(배)	16.0	4.4	2.7
ROE(%)	10.8	58.3	56.7
PBR(배)	1.9	2.3	1.4
EV/EBITDA(배)	7.5	2.9	1.3

삼성전자 사업부별 실적 추이 및 전망

(조원)	1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	133.9	171.0	206.0	210.4	227.3	237.0	261.4	277.4	333.6	721.4	1003.1
QoQ/YoY(%)	43%	28%	20%	2%	8%	4%	10%	6%	11%	116%	39%
DS	81.7	135.1	161.9	170.7	185.0	199.4	221.0	239.9	130.2	549.3	845.3
Memory	74.8	127.9	153.6	161.6	175.4	189.4	208.6	225.0	104.1	518.0	798.4
DRAM	55.4	94.7	113.5	118.9	129.8	139.1	156.3	171.8	73.6	382.6	597.1
HBM	4.2	5.3	7.0	8.4	18.7	23.3	31.3	35.5	8.6	25.0	108.8
NAND	19.4	33.2	40.1	42.8	45.6	50.2	52.2	53.2	30.6	135.4	201.3
Foundry/LSI	6.9	7.2	8.2	9.1	9.6	10.0	12.4	14.8	26.0	31.3	46.9
DX	52.7	45.8	49.5	44.2	50.8	45.5	49.2	46.5	186.4	192.1	191.9
MX / Networks	38.1	31.8	35.7	29.7	36.8	31.8	35.4	32.2	129.1	135.3	136.2
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	6.8	7.8	8.8	6.8	7.9	9.0	9.7	29.6	30.1	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	89.4	118.4	124.7	141.1	149.8	166.7	180.6	43.8	389.7	638.3
QoQ/YoY(%)	184%	56%	32%	5%	13%	6%	11%	8%	34%	791%	64%
DS	53.7	89.6	117.4	123.8	138.2	149.2	165.4	179.6	25.3	384.4	632.4
Memory	54.8	92.4	119.3	125.9	138.9	150.0	165.5	178.7	31.9	392.3	633.0
DRAM	43.1	71.0	90.6	95.0	105.3	112.7	127.3	140.5	29.6	299.8	485.8
HBM	2.4	2.2	3.8	4.9	14.1	17.9	24.6	28.0	2.8	13.3	84.7
NAND	11.7	21.3	28.6	30.8	33.6	37.3	38.2	38.2	2.3	92.5	147.2
Foundry/LSI	-1.1	-2.8	-1.9	-2.1	-0.7	-0.7	-0.1	0.9	-6.6	-7.9	-0.6
DX	3.0	-1.0	-0.4	-0.7	2.1	-0.5	-0.5	-0.7	12.8	0.9	0.4
MX / Networks	2.8	-1.0	-0.4	-0.4	1.9	-0.6	-0.4	-0.4	13.0	1.1	0.5
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	0.4	0.9	1.2	0.5	0.7	1.3	1.4	4.2	3.0	3.9
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%	52.3%	57.4%	59.3%	62.1%	63.2%	63.8%	65.1%	13.1%	54.0%	63.6%
DS	65.7%	66.3%	72.5%	72.5%	74.7%	74.8%	74.9%	74.9%	19.4%	70.0%	74.8%
Memory	73.2%	72.2%	77.6%	77.9%	79.2%	79.2%	79.4%	79.4%	30.6%	75.7%	79.3%
DRAM	77.7%	75.0%	79.9%	79.9%	81.1%	81.0%	81.5%	81.8%	40.2%	78.4%	81.4%
HBM	55.3%	41.5%	54.6%	58.0%	75.3%	76.8%	78.6%	79.0%	32.0%	53.1%	77.8%
NAND	60.5%	64.3%	71.4%	72.1%	73.7%	74.2%	73.1%	71.8%	7.5%	68.3%	73.1%
Foundry/LSI	-16.3%	-38.4%	-23.6%	-23.0%	-6.8%	-7.4%	-1.0%	6.0%	-25.4%	-25.2%	-1.3%
DX	5.6%	-2.2%	-0.8%	-1.5%	4.2%	-1.2%	-0.9%	-1.6%	6.9%	0.5%	0.2%
MX / Networks	7.4%	-3.2%	-1.0%	-1.3%	5.3%	-2.0%	-1.2%	-1.2%	10.1%	0.8%	0.4%
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%	6.3%	12.1%	14.0%	7.8%	9.1%	14.4%	14.2%	14.2%	9.9%	11.7%
Harman	5.5%	8.3%	10.6%	8.6%	7.1%	9.8%	10.8%	8.8%	9.4%	8.3%	9.2%

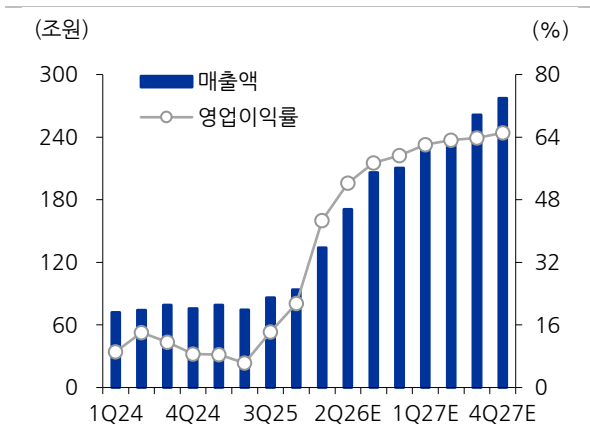
자료: 유진투자증권

주요 가정

		1Q26	2Q26P	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,509	1,490	1,430	1,410	1,400	1,400	1,400	1,414	1,474	1,403
DRAM	출하량(Gb, M)	33,759	35,982	36,893	37,467	37,815	39,988	44,030	47,993	118,091	144,100	169,826
	QoQ/YoY	3%	7%	3%	2%	1%	6%	10%	9%	9%	22%	18%
	ASP(\$/Gb)	1.12	1.74	2.07	2.22	2.43	2.49	2.54	2.56	0.44	1.80	2.51
	QoQ/YoY	91%	56%	18%	7%	10%	2%	2%	1%	22%	310%	39%
HBM	출하량(Gb, M)	1,978	2,295	2,869	3,443	4,131	4,957	6,197	6,754	4,893	10,585	22,039
	QoQ/YoY	13%	16%	25%	20%	20%	20%	25%	9%	6%	116%	108%
	ASP(\$/Gb)	1.46	1.54	1.63	1.71	3.22	3.36	3.60	3.75	1.25	1.61	3.52
	QoQ/YoY	12%	5%	6%	5%	88%	4%	7%	4%	-7%	29%	119%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	31,780	33,687	34,024	34,024	33,684	35,031	37,834	41,239	113,197	133,516	147,787
	QoQ/YoY	2%	6%	1%	0%	-1%	4%	8%	9%	9%	18%	11%
	ASP(\$/Gb)	1.10	1.76	2.10	2.27	2.34	2.36	2.36	2.36	0.41	1.82	2.36
	QoQ/YoY	101%	60%	20%	8%	3%	1%	0%	0%	28%	349%	29%
NAND	출하량(GB, M)	75,659	78,685	80,259	81,061	83,493	89,928	93,525	96,243	272,099	315,663	363,190
	QoQ/YoY	9%	4%	2%	1%	3%	8%	4%	3%	2%	16%	15%
	ASP(\$/GB)	0.17	0.28	0.34	0.37	0.39	0.40	0.40	0.40	0.08	0.29	0.40
	QoQ/YoY	86%	60%	20%	10%	5%	3%	0%	-1%	-8%	267%	36%
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%

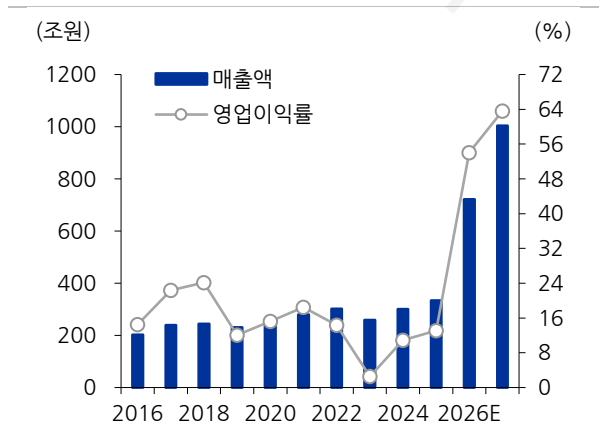
자료: 유진투자증권

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	514,532	566,942	922,888	1,413,622	1,991,542
유동자산	227,062	247,685	535,093	954,314	1,467,384
현금성자산	112,615	125,821	351,280	742,142	1,196,352
매출채권	53,246	58,609	89,944	88,169	114,105
재고자산	51,755	52,637	83,025	112,492	145,225
비유동자산	287,470	319,257	387,795	459,308	524,158
투자자산	57,786	74,472	125,225	165,083	187,748
유형자산	205,945	215,305	232,699	263,670	305,371
기타	23,739	29,481	29,871	30,555	31,040
부채총계	112,340	130,622	151,863	165,269	175,713
유동부채	93,326	106,411	114,648	118,005	122,461
매입채무	61,523	68,114	83,025	88,169	93,359
유동성이자부채	15,380	18,752	11,661	8,647	7,560
기타	16,424	19,545	19,962	21,188	21,542
비유동부채	19,014	24,210	37,215	47,265	53,252
비유동이자부채	3,950	6,487	7,821	8,515	9,182
기타	15,063	17,724	29,394	38,749	44,069
자본총계	402,192	436,320	771,025	1,248,353	1,815,829
지배지분	391,688	424,313	758,919	1,236,281	1,803,769
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	402,136	735,806	1,213,493	1,781,093
기타	15,873	16,876	17,812	17,487	17,374
비지배지분	10,504	12,007	12,106	12,072	12,060
자본총계	402,192	436,320	771,025	1,248,353	1,815,829
충차입금	19,330	25,239	19,482	17,162	16,743
순차입금	(93,285)	(100,582)	(331,798)	(724,980)	(1,179,609)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	72,983	85,315	354,751	603,318	685,241
당기순이익	34,451	45,207	350,191	576,147	688,984
자산상각비	42,631	46,927	50,780	54,087	58,598
기타비현금성손익	316	5,469	6,287	(6,886)	(10,982)
운전자본증감	(1,568)	(9,614)	(53,836)	(21,988)	(53,317)
매출채권감소(증가)	(3,139)	(2,535)	(29,643)	1,775	(25,936)
재고자산감소(증가)	2,541	(3,591)	(28,862)	(29,467)	(32,733)
매입채무증가(감소)	(1,539)	(3,257)	15,261	5,144	5,189
기타	568	(231)	(10,592)	560	162
투자현금	(85,382)	(68,512)	(157,608)	(140,534)	(126,330)
단기투자자산감소	(31,923)	(5,972)	(42,352)	(15,913)	(3,861)
장기투자증권감소	4,121	4,201	(20,246)	(17,817)	(9,709)
설비투자	51,406	47,522	67,839	81,544	96,723
유형자산처분	156	150	57	0	0
무형자산처분	(2,319)	(4,617)	(3,862)	(4,198)	(4,061)
재무현금	(7,797)	(13,478)	(17,652)	(87,834)	(108,562)
차입금증가	4,912	4,609	2,587	694	667
자본증가	(12,701)	(18,086)	(31,340)	(88,528)	(109,230)
배당금지급	10,889	9,897	18,483	88,203	109,117
현금 증감	(15,375)	4,151	181,578	374,950	450,348
기초현금	69,081	53,706	57,856	239,435	614,385
기말현금	53,706	57,856	239,435	614,385	1,064,733
Gross Cash flow	77,398	97,602	409,252	625,306	738,558
Gross Investment	55,026	72,154	169,092	146,609	175,786
Free Cash Flow	22,372	25,448	240,160	478,696	562,772

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	300,871	333,606	721,363	1,003,147	1,200,446
증가율(%)	16.2	10.9	116.2	39.1	19.7
매출원가	186,562	202,236	154,320	97,766	122,849
매출총이익	114,309	131,370	567,043	905,381	1,077,597
판매 및 일반관리비	81,583	87,769	177,293	267,088	315,830
기타영업손익	13	8	102	51	18
영업이익	32,726	43,601	389,750	638,293	761,768
증가율(%)	398.3	33.2	793.9	63.8	19.3
EBITDA	75,357	90,528	440,530	692,380	820,366
증가율(%)	66.6	20.1	386.6	57.2	18.5
영업외손익	4,804	5,880	7,070	9,063	12,372
이자수익	4,954	4,716	6,917	8,667	11,919
이자비용	904	606	964	761	706
지분법손익	751	683	979	979	979
기타영업손익	3	1,087	138	178	180
세전순이익	37,530	49,481	396,820	647,356	774,139
증가율(%)	241.0	31.8	702.0	63.1	19.6
법인세비용	3,078	4,275	46,630	71,209	85,155
당기순이익	34,451	45,207	350,191	576,147	688,984
증가율(%)	122.5	31.2	674.6	64.5	19.6
지배주주지분	33,621	44,261	344,673	565,890	676,717
증가율(%)	132.3	31.6	678.7	64.2	19.6
비지배지분	830	946	5,518	10,257	12,266
EPS(원)	5,632	7,477	58,225	95,595	114,317
증가율(%)	132.3	32.8	678.7	64.2	19.6
수정EPS(원)	5,632	7,477	56,420	93,377	111,946
증가율(%)	132.3	32.8	654.6	65.5	19.9

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	5,632	7,477	58,225	95,595	114,317
BPS	57,663	62,995	112,673	183,544	267,796
DPS	1,446	1,668	13,100	16,100	17,200
밸류에이션(배, %)					
PER	9.4	16.0	4.4	2.7	2.2
PBR	0.9	1.9	2.3	1.4	0.9
EV/ EBITDA	3.5	7.5	2.9	1.3	0.5
배당수익율	2.7	1.4	5.2	6.3	6.8
PCR	4.7	8.3	4.2	2.7	2.3
수익성(%)					
영업이익율	10.9	13.1	54.0	63.6	63.5
EBITDA이익율	25.0	27.1	61.1	69.0	68.3
순이익율	11.5	13.6	48.5	57.4	57.4
ROE	9.0	10.8	58.3	56.7	44.5
ROIC	11.0	13.5	100.5	137.6	136.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.2)	(23.1)	(43.0)	(58.1)	(65.0)
유동비율	243.3	232.8	466.7	808.7	1,198.2
이자보상배율	36.2	72.0	404.2	839.2	1,078.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.6	1.0	0.9	0.7
매출채권회전율	6.2	6.0	9.7	11.3	11.9
재고자산회전율	5.8	6.4	10.6	10.3	9.3
매입채무회전율	5.2	5.1	9.5	11.7	13.2

(000660)

SK 하이닉스

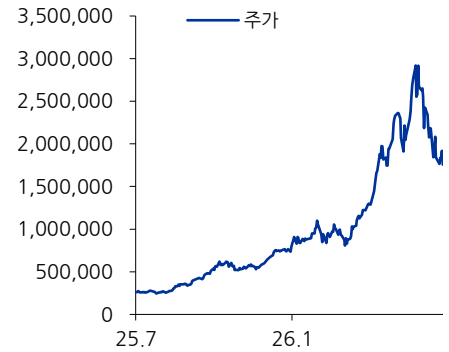
반도체 손인준
6154 / sij@eugenefn.com

LTA와 주주환원이 맞물리며 나타날 우려 완화

투자의견
목표주가
현재주가

STRONG BUY(유지)
3,700,000 원(유지)
1,816,000 원(7/27)

- “ SK하이닉스의 2Q26 영업이익은 61.4조원(+63%QoQ)으로 기존 추정치(62.8조원)에서 소폭 하향 조정한다. 2Q26 Blended ASP 상승률은 경쟁사 대비 낮은 수준을 기록한 것으로 추정한다(범용 DRAM +37%, NAND +55%QoQ). HBM4는 2Q26 말부터 출하되기 시작한 것으로 보여 하반기에 실적 기여가 나타날 것으로 보인다. 하반기 가격 협상은 우호적으로 진행되고 있으며, 3Q26 과 이후의 실적은 낮아진 시장 기대치를 뛰어넘을 가능성이 높다고 판단된다.
- “ SK하이닉스의 2026년 영업이익은 264.1조원(+457%YoY)으로 전망한다. CPU 수요 강세와 Vera Rubin 램프업, 하이엔드 스마트폰 업체들의 물량 확보 경쟁 등이 맞물리며 메모리 쇼티지 강도는 심화되고 있다. 특히 고객사와의 하반기 가격 협상이 원활히 진행되고 있어 2Q26의 상대적으로 낮은 Blended ASP는 이후 어느 정도 만회될 것으로 보인다.
- “ SK하이닉스의 2027년 영업이익은 448.0조원(+70%YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 구속력 있는 LTA가 확대되며 장기 실적 가시성이 높아지고 있다. 과거 메모리 장기 계약은 물량 중심의 비구속적 합의에 가까웠으나, 최근 논의되는 LTA는 최소 구매 물량과 가격 산정 구조를 구체화하고, 데이터센터 등 AI 인프라 사업 전반에서 파트너십을 강화하는 방향으로 진화하고 있다. 이는 메모리 업체의 이익 변동성과 밸류에이션 할인 요인을 함께 낮출 수 있는 변화다.
- “ HBM4의 리비전과 공급 협의가 빠르게 진행된 가운데 HBM4E 샘플 출하도 하반기 정상적으로 진행되며 핵심 고객사와의 기술 파트너십은 긴밀하게 유지될 전망이다. SK하이닉스의 2027년 HBM Capa Mix는 약 35%로 업계 평균인 28%를 상회할 것으로 보인다. 2027년 HBM Blended ASP +114% 상승과 함께, HBM 영업이익은 2026년 23조원에서 2027년 89조원으로 확대될 전망이다.
- “ ADR 상장 이후 ADR과 본주의 프리미엄 격차는 상당 기간 유지될 가능성이 높다. ADR의 제한적인 유통 물량과 미국 투자자의 높은 접근성, 본주와 ADR 간 전환 및 차익 거래의 제약을 고려하면 단기적인 가격 수렴을 기대하기는 어렵다. 다만 장기적으로는 글로벌 투자자 기반 확대와 외국인 수요 유입, ETF 편입 등이 본주의 주가에도 긍정적으로 작용할 전망이다.
- “ 4Q26에는 추가적인 주주환원 정책이 발표될 가능성이 높다고 판단한다. 급격한 실적 성장과 현금흐름 개선으로 순현금 확대가 예상보다 빠르게 진행되고 있으며, 구속력 있는 LTA를 통해 중장기 투자와 현금흐름에 대한 가시성도 높아지고 있기 때문이다. 배당 확대와 자사주 매입·소각 등 추가 환원이 진행되며 LTA에 대한 세부 내용 발표 등이 맞물릴 경우, 시장에 장기 실적 안정성에 대한 확신을 주며 구조적인 밸류에이션 리레이팅을 이끌 수 있을 것으로 보인다.



시가총액(십억원)	1,294,267
발행주식수(천주)	712,702
52 주 최고	2,987,000 원
최저	245,000 원
52 주 일간 Beta	1.76
60 일 평균 거래대금	123,520 억원
외국인 지분율	52.6%
배당수익률(26E)	2.2%
주주구성	
에스케이스퀘어 (외 9인)	20.5%
국민연금공단 (외 1인)	7.5%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-32.1	127.0	582.7
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	-
목표주가	3,700,000	3,700,000	-
영업이익(26E)	264,084	275,445	▼
영업이익(27E)	447,990	459,511	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	97,147	347,521	566,353
영업이익	47,206	264,084	447,990
세전손익	50,466	283,724	457,978
당기순이익	42,948	237,877	398,441
EPS(원)	58,955	333,269	558,097
증감률(%)	116.9	465.3	67.5
PER(배)	11.0	5.4	3.3
ROE(%)	44.2	98.6	72.8
PBR(배)	3.9	3.6	1.8
EV/EBITDA(배)	7.7	3.9	1.7

SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	52,579	81,068	102,599	111,277	125,783	138,049	148,980	153,541	97,148	347,524	566,353
QoQ(%)	60%	54%	27%	8%	13%	10%	8%	3%			
YoY(%)	198%	265%	320%	239%	139%	70%	45%	38%	47%	258%	63%
DRAM	40,852	59,375	75,482	83,465	96,125	105,690	115,276	118,506	76,323	259,174	435,597
HBM	7,257	7,700	10,288	13,187	23,901	26,634	30,263	31,591	28,094	38,432	112,389
NAND	11,727	21,693	27,117	27,812	29,658	32,359	33,704	35,035	20,394	88,350	130,757
영업이익	37,613	61,382	79,063	86,029	99,165	109,018	117,727	122,079	47,437	264,087	447,990
QoQ(%)	94%	63%	29%	9%	15%	10%	8%	4%			
YoY(%)	406%	566%	595%	343%	164%	78%	49%	42%	102%	457%	70%
DRAM	30,379	45,400	58,700	65,264	76,889	84,662	92,510	95,957	44,341	199,742	350,018
HBM	4,434	4,030	5,894	8,481	18,759	21,009	24,172	25,205	17,631	22,839	89,145
NAND	7,235	15,981	20,364	20,765	22,276	24,356	25,218	26,122	2,742	64,345	97,972
영업이익률(%)	71.5%	75.7%	77.1%	77.3%	78.8%	79.0%	79.0%	79.5%	48.8%	76.0%	79.1%
DRAM(%)	74.4%	76.5%	77.8%	78.2%	80.0%	80.1%	80.3%	81.0%	58.1%	77.1%	80.4%
HBM(%)	61.1%	52.3%	57.3%	64.3%	78.5%	78.9%	79.9%	79.8%	62.8%	59.4%	79.3%
NAND(%)	61.7%	73.7%	75.1%	74.7%	75.1%	75.3%	74.8%	74.6%	13.4%	72.8%	74.9%

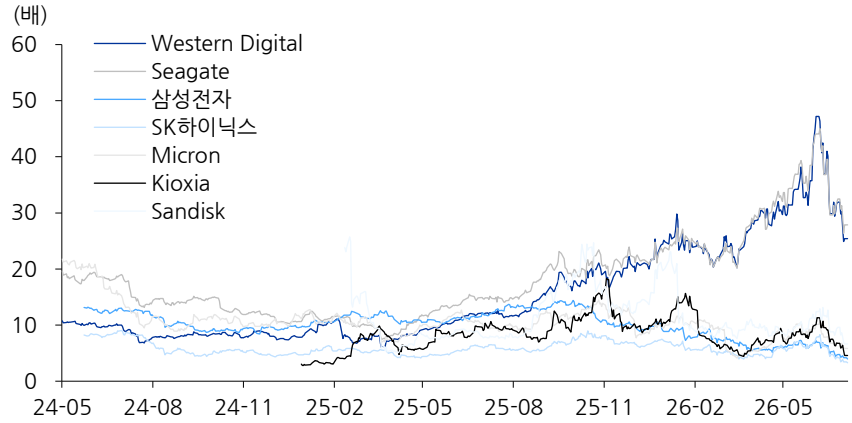
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 주요 가정

		1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025E	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,509	1,490	1,430	1,410	1,400	1,400	1,400	1,415	1,474	1,403
DRAM	출하량(Gb, M)	24,603	26,566	28,689	30,826	30,379	32,285	34,483	35,127	92,273	110,684	132,274
	QoQ/YoY	-3%	8%	8%	7%	-1%	6%	7%	2%	24%	20%	20%
	ASP(\$/Gb)	1.13	1.48	1.77	1.89	2.24	2.34	2.39	2.41	0.58	1.59	2.35
	QoQ/YoY	62%	31%	19%	7%	19%	4%	2%	1%	32%	172%	47%
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	1.40	1.54	1.63	2.96	3.10	3.32	3.45	1.65	1.51	3.22
	QoQ/YoY	-20%	1%	10%	6%	82%	4%	7%	4%	12%	-9%	114%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	21,020	22,912	24,194	25,162	24,659	26,138	27,968	28,594	80,230	93,288	107,360
	QoQ/YoY	-5%	9%	6%	4%	-2%	6%	7%	2%	18%	16%	15%
	ASP(\$/Gb)	1.09	1.49	1.81	1.95	2.08	2.16	2.17	2.17	0.43	1.61	2.15
	QoQ/YoY	99%	37%	21%	8%	6%	4%	1%	0%	24%	279%	33%
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	0.32	0.35	0.36	0.36	0.37	0.36	0.08	0.28	0.36
	QoQ/YoY	73%	55%	23%	9%	3%	1%	1%	-1%	-9%	255%	31%

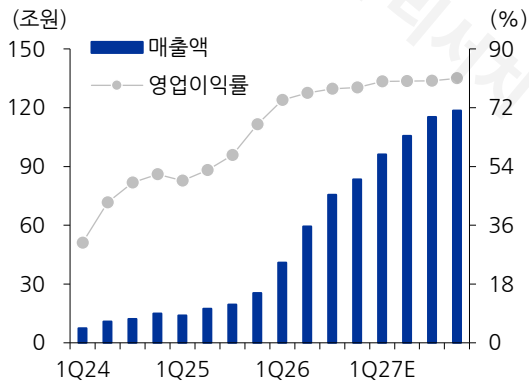
자료: 유진투자증권

HDD, Memory 업체 12MF PER 추이



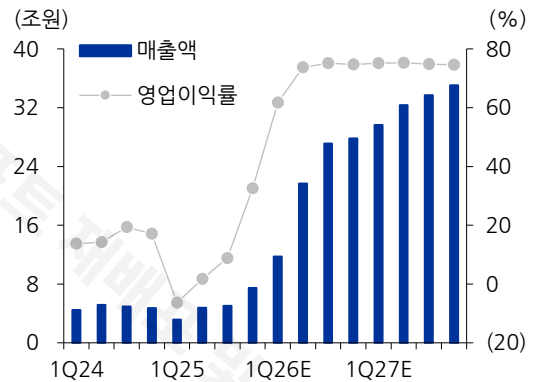
자료: Bloomberg, 유진투자증권

SK 하이닉스 DRAM 분기 실적 추이 및 전망



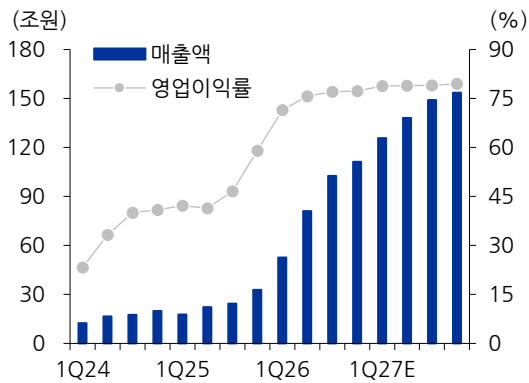
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 NAND 분기 실적 추이 및 전망



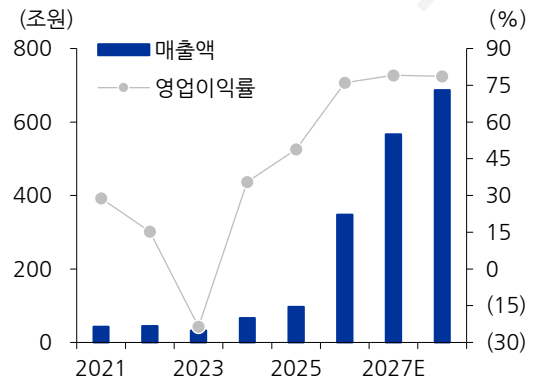
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	119,855	176,108	411,762	782,133	1,184,171
유동자산	42,279	69,458	272,850	599,272	957,512
현금성자산	13,646	29,916	209,396	522,700	869,166
매출채권	13,299	18,468	26,828	37,018	44,298
재고자산	13,314	14,289	29,267	31,970	36,244
비유동자산	77,576	106,650	138,912	182,860	226,659
투자자산	13,053	23,983	29,060	30,240	31,468
유형자산	60,157	77,503	105,647	148,272	190,722
기타	4,366	5,164	4,204	4,348	4,469
부채총계	45,940	55,441	50,190	51,312	44,681
유동부채	24,965	37,379	32,957	37,451	34,648
매입채무	13,386	15,884	21,951	26,922	24,162
유동성이자부채	7,582	13,623	2,468	1,729	1,430
기타	3,997	7,872	8,538	8,799	9,056
비유동부채	20,974	18,062	17,233	13,861	10,033
비유동이자부채	19,617	16,051	12,297	7,050	1,883
기타	1,357	2,011	4,936	6,811	8,150
자본총계	73,916	120,667	361,571	730,821	1,139,489
지배지분	73,903	120,516	361,483	730,732	1,139,400
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,487	8,954	8,510	8,510	8,510
이익잉여금	65,418	106,577	345,938	715,187	1,123,856
기타	341	1,328	3,377	3,377	3,377
비지배지분	12	151	89	89	89
자본총계	73,916	120,667	361,571	730,821	1,139,489
총차입금	27,200	29,674	14,765	8,779	3,313
순차입금	13,554	(242)	(194,630)	(513,921)	(865,853)

현금흐름표

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업현금	29,796	53,373	235,864	410,674	502,569
당기순이익	19,797	42,948	237,877	398,441	480,764
자산상각비	12,582	13,930	15,607	19,558	35,760
기타비현금성손익	4,472	4,907	(6,554)	559	322
운전자본증감	(5,600)	(2,881)	(14,953)	(7,885)	(14,278)
매출채권감소(증가)	(5,098)	(5,584)	(5,846)	(10,190)	(7,280)
재고자산감소(증가)	167	(1,059)	(14,729)	(2,703)	(4,273)
매입채무증가(감소)	(1,103)	980	3,121	4,972	(2,760)
기타	435	2,782	2,501	36	35
투자현금	(18,005)	(48,054)	(71,128)	(77,024)	(89,246)
단기투자자산감소	(1,415)	(16,843)	(27,338)	(13,410)	(9,580)
장기투자증권감소	(3)	8	(744)	(1,028)	(1,065)
설비투자	15,946	27,519	42,457	61,255	77,253
유형자산처분	47	145	15	0	0
무형자산처분	(697)	(1,058)	(1,035)	(1,072)	(1,078)
재무현금	(8,704)	(1,445)	(6,071)	(33,755)	(76,438)
차입금증가	(7,977)	171	(6,021)	(5,247)	(5,167)
자본증가	(732)	(1,616)	(2,087)	(28,508)	(71,270)
배당금지급	826	1,681	2,095	28,508	71,270
현금 증감	3,618	3,719	159,164	299,894	336,885
기초현금	7,587	11,205	14,924	174,088	473,983
기말현금	11,205	14,924	174,088	473,983	810,868
Gross Cash flow	36,851	61,785	250,367	418,558	516,846
Gross Investment	22,190	34,092	58,743	71,499	93,943
Free Cash Flow	14,661	27,693	191,624	347,060	422,903

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	347,521	566,353	686,744
증가율(%)	102.0	46.8	257.7	63.0	21.3
매출원가	34,365	38,456	43,470	49,025	62,421
매출총이익	31,828	58,691	304,051	517,328	624,323
판매 및 일반관리비	8,361	11,484	39,967	69,338	84,052
기타영업손익	16	37	248	73	21
영업이익	23,467	47,206	264,084	447,990	540,271
증가율(%)	흑전	101.2	459.4	69.6	20.6
EBITDA	36,049	61,136	279,691	467,548	576,031
증가율(%)	506.5	69.6	357.5	67.2	23.2
영업외손익	418	3,259	19,640	9,989	12,331
이자수익	374	1,435	9,309	9,362	11,532
이자비용	1,345	924	568	337	176
지분법손익	(2)	(564)	(107)	(107)	(107)
기타영업손익	1,392	3,312	11,005	1,071	1,082
세전순이익	23,885	50,466	283,724	457,978	552,602
증가율(%)	흑전	111.3	462.2	61.4	20.7
법인세비용	4,088	7,518	45,847	59,537	71,838
당기순이익	19,797	42,948	237,877	398,441	480,764
증가율(%)	흑전	116.9	453.9	67.5	20.7
지배주주지분	19,789	42,919	237,522	397,757	479,939
증가율(%)	흑전	116.9	453.4	67.5	20.7
비지배지분	8	29	355	684	825
EPS(원)	27,182	58,955	333,269	558,097	673,407
증가율(%)	흑전	116.9	465.3	67.5	20.7
수정EPS(원)	27,182	58,955	333,269	558,097	673,407
증가율(%)	흑전	116.9	465.3	67.5	20.7

주요투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	27,182	58,955	333,269	558,097	673,407
BPS	101,515	165,544	507,200	1,025,297	1,598,704
DPS	2,204	3,000	40,000	100,000	120,000
밸류에이션(배, %)					
PER	6.4	11.0	5.4	3.3	2.7
PBR	1.7	3.9	3.6	1.8	1.1
EV/ EBITDA	3.9	7.7	3.9	1.7	0.7
배당수익율	1.3	0.5	2.2	5.5	6.6
PCR	3.4	7.7	5.2	3.1	2.5
수익성(%)					
영업이익율	35.5	48.6	76.0	79.1	78.7
EBITDA이익율	54.5	62.9	80.5	82.6	83.9
순이익율	29.9	44.2	68.4	70.4	70.0
ROE	31.1	44.2	98.6	72.8	51.3
ROIC	25.1	43.5	178.8	230.9	212.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	18.3	(0.2)	(53.8)	(70.3)	(76.0)
유동비율	169.3	185.8	827.9	1,600.1	2,763.5
이자보상배율	17.4	51.1	465.2	1,329.2	3,072.4
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	1.2	0.9	0.7
매출채권회전율	6.5	6.1	15.3	17.7	16.9
재고자산회전율	4.9	7.0	16.0	18.5	20.1
매입채무회전율	6.5	6.6	18.4	23.2	26.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 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 3자에게 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 경우에 동 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		3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		0%

(2026.6.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역						삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이	
추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율(%)		담당 애널리스트: 손인준	
				평균주가대비	최고/최저주가 대비		
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	-28.0	-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	-17.0	-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	-37.1	-27.9		
2026-06-17	Strong Buy	530,000	1년	-37.3	-31.6		
2026-07-06	Strong Buy	560,000	1년	-51.1	-47.1		
2026-07-08	Strong Buy	560,000	1년	-51.9	-49.1		
2026-07-28	Strong Buy	560,000	1년				

