

반도체

끝나지 않았다

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

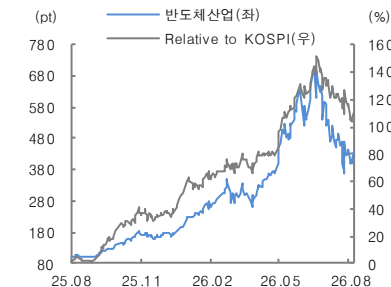
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
삼성전자	Buy	560,000원
SK하이닉스	Buy	3,200,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-19.5	-11.8	52.2	320.4
상대수익률	-8.5	2.5	27.7	103.8



- 주가의 정상화를 이끌 긍정적 변화가 다량 표출될 것.
- 조기 주주환원, LTA 가치 제고, 강한 HBM의 성장 등이 핵심 변화.
- 8월 중하순부터 사이클의 확장 증거 재확인 가능할 것. 목표주가 유지.

끝나지 않았다

6월 말 이후, 한국 반도체는 과격한 주가 하락을 경험. 사이클의 가치를 반영하지 못한 과도한 하락이었다는 판단. 향후 주가의 정상화를 이끌 긍정적 변화가 다량 표출될 것으로 예상되는 만큼 보다 긍정적 접근이 필요한 시점.

1. 조기 주주환원 결정, 이익 공유의 대상은 주주로 확대된다

재무 목표의 초과 달성 속, 삼성전자와 SK하이닉스의 연간 주주환원액은 각각 150조원 이상, 80조원 이상에 달할 것 (최대 주주환원 가능액: 삼성전자 200조원, SK하이닉스 100조원 예상). 금번 주주환원의 경우, 2번에 걸쳐 시행될 것이라는 판단. 2026년 8-9월 조기환원이 예상되며, 연간 영업성과가 확정되기 전인 만큼, 잔여 재원에 대한 지급은 2027년 초중순에 이뤄질 것.

주주환원의 연속성을 높이기 위한 정책적 변화도 수반될 것. 장기계약에 기반한 안정적 이익 구조 확립이 그 시작점. Capex Discipline에 대한 명확한 의지 표명이 동반될 경우, 중장기 사이클에 대한 시장 신뢰도 또한 제고될 것.

2. 장기계약, 이번에 다룰 수 있는 이유

시장은 과거의 실패 사례를 근거로 장기계약의 실효성에 대한 의문을 여전히 제기 중. 당사는 장기계약에 대한 인식이 제고될 필요가 있다고 생각.

- 1) Rolling Base (사전 계약 연장 옵션) 가치가 저평가. 계약 갱신 과정에서 나타나는 고객 톤의 변화를 기반으로 선제적 Capa 대응을 가능하게 할 옵션.
- 2) 제품 시가가 급락 시, 고객들이 계약을 파기할 수 있다는 우려가 존재. 다만, 선수금을 전체 계약의 20% 이상 수취 중이며, 이는 5년 계약 기준 1년 이상의 계약 규모에 해당. 계약이 파기되더라도, 선수금 수취로 재무 악화를 막고, 유연한 Capa 대응으로 과거 대비 Downside Risk를 축소 가능할 것.
- 3) 주요 CSP형 계약의 경우, 가격의 상한선과 하한선이 동시에 설정된 계약이 대다수인 것으로 추정. 다만, 설정된 가격의 Band가 마냥 가격과 이익 성장을 둔화시킬 수준은 아니라는 점을 상기할 필요.

3. HBM, 2027년 TAM에는 변한 것이 없다

Nvidia의 경우, Rubin (Rubin Ultra 포함) 스펙 변화를 검토 중. 다만, 해당 변화가 HBM 성장률 둔화를 의미하는 것은 아니라는 판단. 2.5D Packaging 생산 역량 향상 속, GPU와 ASIC 모두 2027년 출하 목표를 상향. High-Stack (12단 이상) 제품 고수 시, 발생할 수 있는 HBM 공급 단의 Risk를 완화하기 위한 조치로 스펙을 하향. HBM 가격과 물량에는 모두 큰 변화가 없을 것.

4. 약속의 9월이 다가온다

차년도 고객 수요의 강세를 재확인할 시점이 도래. 작년과 마찬가지로, 올해도 수요의 서프라이즈를 기대 가능한 환경. 특히, 서버 DRAM의 경우, 2027년에 전년대비 50% 이상의 성장이 예상. 공급 부족의 강도가 2026년 대비 확대될 것이라는 기존의 입장을 재확인.

달라질 수 있다

6월 말 이후, 글로벌 메모리반도체 업계는 과격한 주가의 조정을 경험했다. 다소 아쉬운 점이 있다면, 사업 경쟁력의 우위에도, 글로벌 Peer 대비 한국 반도체의 주가 하락이 더 심했다는 점이다. 1) Upcycle에서 최초로 영업이익률 1위를 빼앗겼다는 점 (성과급 충당금 영향), 2) 주주환원 정책의 불확실성 (Micron Technology와 Kioxia는 주주환원 강화를 공식화), 3) 신형 GPU 내 HBM 스펙 Downgrade 우려 등이 주요 배경으로 작용한 것으로 판단된다.

당사의 경우, 한국 반도체의 주가 반등 가능성에 여전히 긍정적이다. 업황의 구조적 강세와 사업 전략의 효율화 속, 장기 사이클의 증거는 보다 명확해질 것이고, “회사-임직원-주주” 간 이익 배분의 효율화가 현실화될 것으로 전망한다.

1. 변화의 시작점은 장기계약 (LTA)

클라우드 업계 중심으로 장기계약이 확산되고 있다. 주요 클라우드 업체와의 장기계약 체결은 마무리된 것으로 추정되며, Lab 업체 (Open AI, Anthropic 등), Auto, 세트 등으로 장기계약의 대상은 추가 확산될 것으로 전망한다.

기업별 사업 전략에 따라, 장기계약의 초기 목표는 상이할 것으로 예상된다. 당사의 경우, 삼성전자와 Micron Technology는 Capa의 60~70%를 장기계약에 할당하는 방향으로의 변화를 전망하고 있고, SK하이닉스는 50% 내외의 비중 할당을 우선적으로 진행 후, 추가 비중 확대를 계획할 것으로 전망하고 있다.

앞으로의 관건은 시장의 신뢰도일 것이라 생각한다. 시장은 여전히 과거의 실패 사례를 근거로 장기계약의 실효성에 대한 의문을 제기하고 있다. 과거와 달라진 점, 시장이 오해하고 있는 점이 있다면, 다음과 같다.

1) 시장이 저평가하고 있는 부분: 사전 계약 연장 옵션

삼성전자와 Micron Technology의 경우, 사전 계약 연장 옵션 (Rolling Base, Evergreen SCA)을 포함한 장기계약을 다수 체결한 것으로 추정된다. 당사는 해당 옵션이 장기계약의 실효성과 가치를 드높일 핵심 요건이 될 것으로 전망한다.

- 클라우드 업체향 장기계약은 통상 5년 단위로 체결되고 있는 것으로 추정된다. 사전 계약 옵션의 경우, 크게 2가지 방식으로 행사될 것이라는 판단이다.

- 1) 매년 계약을 1년씩 연장하여 총 5년의 수요 가시성을 높이는 요건이 있을 것이고, 2) 최초 5년 계약을 진행한 후, 계약의 2~3년차에 추가 5년의 연장 여부를 사전에 결정하는 요건이 있을 것이라 생각한다.

- 신공장 기반 Capa 준비에는 통상 3년의 시간이 소요된다. 가령, 5년 계약 내 4~5년 차 시점에 계약 연장 여부를 결정하게 된다면, 해당 옵션의 의미는 퇴색된다. Capa 준비가 이미 본격화된 이후이기 때문이다. 고객이 해당 시점에 계약 연장을 거절한다면, 이미 올라간 Capa에 대한 부담은 오로지 공급업체의 몫이 된다. 결국, 과거와 달라진 것이 없는 것이다.

- 계약 연장 여부를 사전에 결정할 경우에는 상황이 달라진다. 계약 갱신 과정에서 나타나는 고객 톤의 변화를 기반으로 보다 탄력적이고, 과거 대비 고객 실수요에 근접한 Capa 운영이 가능해질 수 있다. 선제적이고, 보다 유연한 Capa 대응을 현실화할 수 있는 변화이며, 이는 사이클의 변동성 (이익 변동성) 축소를 이끌 가장 강력한 매개체 중 하나라는 판단이다.

2) 시장의 우려: 계약 파기 Risk

Macro Risk, AI 투자의 급격한 축소 등에 기반하여 급격한 Downturn이 올 경우, 장기계약이 파기될 Risk는 분명 존재한다. 제품의 시장 가격은 급락할 것이고, 그렇다면 고객들도 계약을 파기할 가능성이 있다. 이에 대한 우려를 시장은 하고 있을 것이라 생각한다.

다만, Prepayment (선수금, 선금)가 쉽게 포기할 수 있는 규모는 아니다. 전체 계약의 20% 이상을 수취하고 있으며, 이는 5년 계약 기준 1년 이상의 계약 규모에 해당한다. 계약이 파기될 경우, 선수금을 수취하여 재무 체력 악화를 최소화하고, 유연한 Capa 대응으로 과거 대비 Downside Risk를 축소시킬 수 있다. 결국, 이익의 저점이 과거 대비 높아지는 셈이다.

3) 시장의 오해: 장기계약이 가격과 마진의 상단을 제한한다?

장기계약에 있어 가격의 Band는 크게 3가지 방식으로 형성되고 있다. 1) 계약 기간 내 가격을 고정 (Fix)시키는 방식, 2) 가격의 상한선 (Ceiling)과 하한선 (Floor)을 동시에 설정하는 방식, 3) 가격의 하한선 (Floor)만 설정하는 방식이 있다. 1번째 방식의 경우, 수율이 성숙 단계에 이미 진입한 Legacy 반도체 중심으로 시행되고 있는 것으로 추정된다.

주요 클라우드 업체형 계약의 경우, 대다수의 계약에 있어 가격의 상한선과 하한선이 동시에 설정된 것으로 추정된다. 다만, 이렇게 설정된 가격의 Band가 마냥 가격과 이익의 상단을 제한한다고 보긴 어렵다. 기준 가격 대비 상승 여력이 충분히 존재하며, 시장에서 기대하는 이익률의 상단을 기록 가능한 구조로 가격 설정이 되어있는 것으로 추정된다.

표 1. 장기 계약의 기본 구조

구분	내용
계약 기간	1) 기본 구조: 서버 중심으로 LTA 체결이 확산. 계약 기간은 3년 이상이며, 통상 5년 단위로 계약이 체결 2) 세부 옵션: Rolling Base, Evergreen SCA (사전 계약 연장 옵션) - 삼성전자: 매년 계약을 1년씩 갱신 (5년 수요 가시성 확보 목적) - Micron Technology: 5년 계약 체결 후, 첫 계약의 2-3년 차에 추가 5년 계약 연장 여부를 결정
Prepayment	- 전체 계약 규모의 10-30%를 Prepayment로 지급. 통상, 20-30%를 사전 수취 중 - 약정 물량을 구매하지 않거나 계약을 조기에 취소할 경우, 해당 수준의 Prepayment를 수취하면 되는 구조
가격 Band	- 가격 협상은 기존과 마찬가지로 매분기 전개. 차이점이 있다면, 가격이 Band 형태로 Range화 되어있다는 점 - 세부 조건은 고객별, 제품별로 상이. 다수의 계약이 2Q26 가격을 기준선으로 설정한 것으로 추정. 연말 가격이 차년도 가격의 기준선으로 작용하는 케이스도 존재할 것으로 전망 - 1) 가격의 상한선 (Ceiling)과 하한선 (Floor)을 동시에 설정한 구조, 2) 계약 기간 내 가격이 고정 (Fix)된 구조, 3) 가격의 하한선 (Floor)만 설정한 구조 등으로 구분 가능 - 가격의 하한선에 도달해도, 60% 이상의 GPM을 확보 가능할 것으로 전망

자료: 대신증권 Research Center

2. 사이클의 궤적이 변하면, 주주환원의 질과 기업가치도 높아진다

Upcycle에서는 주주환원의 강도도 강해진다. 대표적인 사례가 있다면, 2017-2018년 삼성전자의 주주환원이다. 금번의 경우, 역사상 최대 폭의 Upcycle 효과로 단기 주주환원 정책 또한 시장의 높아진 눈높이에 부합하는 수준으로 강하게 나타날 가능성이 높다.

1) 초기 주주환원 결정, 이익 공유의 대상은 주주로 확대

재무 목표의 초과 달성 속, 삼성전자와 SK하이닉스의 연간 주주환원액은 각각 150조원 이상, 80조원 이상에 달할 것으로 전망한다. 최대 주주환원 가능액은 삼성전자 200조원, SK하이닉스 100조원일 것으로 추정된다.

- **삼성전자:** 3개년 (2024-2026년) 주주환원 정책이 종료되는 시점이며, 역대 최대 규모의 환원을 전망한다. 주주환원의 경우, 2번에 나눠 진행될 것으로 추정된다. 연간 영업성고가 확정되지 않은 만큼, 2026년 8-9월에 일부를 조기환원하고, 회계연도가 마무리된 이후, 잔여 재원을 추가 지급하는 방식이 될 것이라는 판단이다. 1차적으로는 자사주 매입/소각, 2차적으로는 특별배당의 형태로 주주환원이 이뤄질 것으로 전망한다.

- **SK하이닉스:** 연초의 재무 목표 (순현금 100조원)를 이미 달성한 것으로 추정된다. 2Q26 말 순현금은 Kioxia 지분 매각 대금의 유입 효과로 69.4조원에 달했고, ADR 발행에 따른 유상증자 자금의 유입, 초호황 효과 등으로 연말 순현금은 200조원까지 올라갈 수 있을 것이라는 판단이다. 그렇다면, 총 주주환원 활용 가능 재원은 최대 100조원에 달할 것으로 예상된다. 삼성전자와 마찬가지로, 연간 영업성고가 확정되지 않은 시점인 만큼, 2026년 8-9월에 일부를 조기환원하고, 회계연도가 마무리된 이후, 잔여 재원을 추가 지급하는 형태로 주주환원 정책이 집행될 것으로 전망한다. 특별배당과 자사주 매입/소각의 혼합 형태를 예상한다.

- **초기 주주환원의 효과:** 일부 투자자는 초기 주주환원 규모가 기대치에 미치지 못할 경우 오히려 주가에 악영향을 미칠 것을 우려하고 있다. 하지만, 그 가능성은 제한적일 것으로 전망한다. 삼성전자의 경우, 3년 누적 FCF의 50%를 주주환원에 활용할 계획임을 공식화한 바가 있고, SK하이닉스 또한 경쟁사 수준의 주주환원 정책을 집행할 의지가 충분한 것으로 판단된다. 모두가 최근의 과격한 주가 하락으로 겁먹은 시점, 믿을 수 있는 수급의 유입이 될 것이라 생각하며, 임직원 성과급 보상용 자사주 매입이 남아있는 만큼, 침체된 주가의 분위기를 반전시킬 첫번째 매개체로 작용하기 충분할 것으로 전망한다.

2) 연속적 변화의 전제 조건, 기업가치 제고 노력 강화 전망

주주환원 강화가 연속적인 변화가 되기 위한 첫걸음이 장기계약에 기반한 이익 안정화이다. 영업이익의 변동성이 줄어야 잉여현금흐름 (Free Cash Flow)의 예측 가시성이 높아지고, 투자자들의 주주환원에 대한 신뢰도도 높아질 수 있다.

추가적인 신뢰 제고의 방향성이 있다면, Capex Discipline에 대한 명확한 의지 표명에 있을 것이라 생각한다. FCF의 최대 차감 항목이 Capex이고, 메모리반도체 수요-공급 Dynamics에도 Capex가 핵심 결정인자이다. 매출 대비 30% 이내의 Capex Discipline 정책을 발표할 경우, 시장은 공급 구조의 안정화에 대한 신뢰를 강화해갈 것이고, 이는 중장기 사이클 및 기업가치 제고 효과로 이어질 것이라 생각한다.

HBM, TAM의 변화는 없다

차세대 GPU 내 HBM 스펙 하향 여부에 대한 관심이 뜨겁다. 실제로, Nvidia는 Rubin과 Rubin Ultra의 HBM 스펙 변화를 검토하고 있고, 변화된 스펙 요건이 미칠 파장에 시장의 이목이 집중되고 있다.

당사는 금번 스펙 변화가 HBM의 전략적 중요도 축소에서 비롯된 것이 아닌 HBM 생산 부족에서 비롯된 결정이라 생각한다. 2027년 TAM (Total Addressable Market, 총 잠재 시장)에 변화는 없으며, HBM이 2027년 DRAM 성장을 가속화할 요소로 거듭날 것으로 전망한다.

1. 고객들은 왜 스펙 변화 카드를 꺼내들었을까?

당사 Channel Check에 따르면, 2.5D Packaging 생산 역량 강화에 기반한 2027년 AI 가속기 출하량 상향이 금번 HBM 스펙 변화의 시작점으로 작용한 것으로 판단된다. 클라우드 업계의 Capex 효율화 의사가 의사결정에 일부 관여되었을 수 있으나, 결정적 변화의 매개체는 HBM 공급 부족이라 생각한다.

1) 2027년 AI 가속기 출하 목표 상향: 2.5D Packaging Capa의 조기 Ramp up (공급망 병목 일부 해소), 성숙 수율 조기 달성 효과 등이 전체적인 AI 가속기 출하 상향을 이끌고 있는 것으로 추정된다. 이에, 고객들의 HBM 실수요도 동반 상향되어왔던 것으로 판단된다.

2) HBM 공급 부족 심화: 기존 계획대로 Nvidia가 Rubin Ultra 내 HBM4e 12단을 활용할 경우, Rubin Ultra 출하 목표 달성에 차질이 생길 수 있다. HBM4e는 HBM4 대비 Trade Ratio (범용 DRAM과 HBM의 교환 비율)가 높기 때문이다.

- HBM4e의 경우, I/O Speed는 16Gbps 내외까지 상승, I/O의 개수는 2,048개로 증가할 것으로 예상된다. HBM4의 Max Speed가 13Gbps (통상 10.6Gbps 혹은 11.7Gbps)이고, I/O 개수가 1,024개라는 점을 감안 시, 스펙이 급격히 상향되는 것이다.

- 공정기술로 보면, 보다 세밀한 회로 구성이 필요하다. 그 과정에서 절대적인 공정 스텝 수는 늘어나게 된다. 기존 HBM의 생산 리드타임이 5개월 내외였다면, HBM4e부터는 리드타임이 공정 스텝 수 증가 영향으로 6개월 내외로 확대될 것으로 전망한다.

- 패키징의 난이도도 높아진다. I/O 개수가 2배 증가하는 만큼, 패키징 기술의 구현 난이도도 높아질 것이고, 이에 완제품 기준 성숙 수율 도달 속도는 기존 제품 대비 둔화될 가능성이 높다는 판단이다.

- 이에, Rubin Ultra는 스펙 조정이 예상된다. 첫번째 제품은 HBM4 8단 (I/O Speed 기준 최고 사양 제품 활용)을, 두번째 제품은 HBM4e 8단을 활용하게 될 것이라는 판단이다.

2. 2027년 HBM TAM에 변화가 생길까?

ASP와 출하량 모두 기존 전망에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망한다. Nvidia 뿐 아니라 비 Nvidia 진영의 수요도 빠르게 늘어나고 있기 때문이다. 공급업체별 평균 판가의 경우, 고객 믹스에 따라 상이할 것으로 판단되며, 전체적인 수익성은 2026년 대비 개선이 예상된다.

[Compliance Notice]

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

(담당자:류형근)

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

[투자등급관련사항]

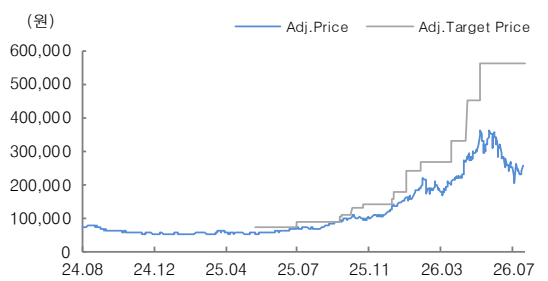
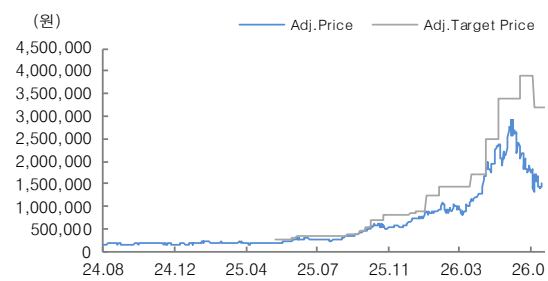
산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

(기준일자: 20260810)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용							SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용						
													
제시일자	260814	260602	260511	260415	260222	260130	제시일자	260814	260730	260707	260602	260511	260415
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	560,000	560,000	450,000	330,000	270,000	240,000	목표주가	3,200,000	3,200,000	3,900,000	3,400,000	2,500,000	1,700,000
과리율(평균.%)		(48.66)	(33.54)	(29.06)	(28.50)	(29.00)	과리율(평균.%)		(52.10)	(53.01)	(28.83)	(18.80)	(19.92)
과리율(최대/최소.%)		(35.27)	(19.89)	(13.48)	(19.26)	(20.79)	과리율(최대/최소.%)		(46.31)	(43.95)	(14.15)	(5.48)	10.59
제시일자	260108	260105	251119	251030	251014	251010	제시일자	260222	260130	260113	260102	251119	251029
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	160,000	140,000	130,000	110,000	107,000	목표주가	1,450,000	1,250,000	910,000	840,000	800,000	700,000
과리율(평균.%)	(17.35)	(12.53)	(23.40)	(21.49)	(10.57)	(12.80)	과리율(평균.%)	(33.71)	(29.65)	(15.26)	(12.44)	(29.89)	(15.56)
과리율(최대/최소.%)	(9.78)	(11.88)	(8.21)	(14.54)	(7.27)	(12.80)	과리율(최대/최소.%)	(21.66)	(24.08)	(5.38)	(10.00)	(18.63)	(11.43)
제시일자	250918	250729	250528	250522	250520	250202	제시일자	251020	251010	250918	250626	250618	250520
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	88,000	74,000	72,000	74,000		목표주가	550,000	480,000	400,000	330,000	300,000	280,000
과리율(평균.%)	(6.02)	(18.94)	(16.96)	(24.63)	(24.73)		과리율(평균.%)	(8.94)	(9.71)	(10.81)	(16.21)	(11.53)	(21.74)
과리율(최대/최소.%)	(1.11)	(9.77)	(4.86)	(24.03)	(24.73)		과리율(최대/최소.%)	(2.73)	(3.02)	(1.13)	5.45	(4.67)	(11.07)
제시일자	250101	241101	240913	240819			제시일자	250124	241128	240819			
투자의견							투자의견						
목표주가							목표주가						
과리율(평균.%)							과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)							과리율(최대/최소.%)						