

반도체

류형근 hyungkeun.ryu@daishin.com

투자의견

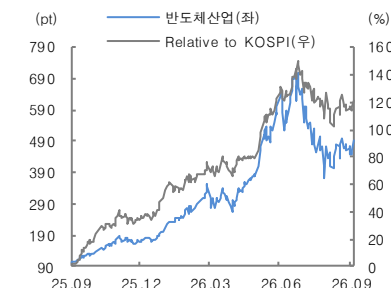
Overweight

비중확대, 유지

Rating & Target

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

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.6	-15.2	62.5	371.9
상대수익률	7.9	-1.1	29.8	116.2



손익비가 좋은 구간

- 사이클 강세 증거 재확인. 공급 부족 강도는 2027년에 추가 확대.
- 환율 하락에 따른 실적 우려가 산재하나, 수익성 개선 요소도 구체화.
- Risk 대비 Return이 우세한 구간. 목표주가와 매수의견 유지.

Risk 대비 Return이 우세한 구간

환율 하락에 따른 실적 하향 우려, 매크로 불확실성에 따른 AI Capex의 위축 가능성 등이 그간 메모리반도체 주가 상승을 제한하는 요인으로 작용.

그럼에도, 당사가 목표주가와 매수의견을 유지하는 이유가 있다면 사이클 강세의 증거가 보다 구체화되고 있기 때문. 공급 부족 심화의 증거는 보다 구체화되고 있으며, 기업가치 제고 노력은 영업부분과 비영업부분 (주주환원) 모두에서 강화될 것. 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 매수의견 유지.

1. 2027년 공급 부족 심화 증거 재확인

2026년 대비 2027년에 공급 부족의 강도가 심화될 것이라는 기존의 입장을 재확인. 지난 1달간, 당사는 2027년 공급 부족 심화 증거를 추가 목격.

1) **넘쳐나는 수요**: 일부 고객은 2028년 HBM 수요로 400억 Gb 이상을 제시. 단일 고객 수요가 2026년 글로벌 HBM 출하량 (366억 Gb로 추정)을 상회하는 것. 장기계약 협상 과정에서 계약 기간을 5년 이상으로 확대할 것을 요청하는 고객들도 목격되기 시작. 지금의 수요 강세를 100% 신뢰하기 어렵다는 시장의 의견에는 동감하나 (Capa 부족 환경에서는 원활한 물량 확보를 위해 실수요 대비 수요를 크게 부르기 마련), Macro Risk가 줄어드는 국면에서는 이러한 수요 강세 시그널이 시장에 재차 회자될 가능성이 높다고 생각.

2) **낮아진 생산 증가의 상한선**: 시장은 생산의 제한적 증가에 대해 낮은 신뢰도를 보여 왔음. 목표치를 초과달성한 사례를 다수 목격해왔기 때문. 다만, 이번에는 Fab과 제품의 변화를 생산 전망에 보다 반영할 필요. 2027년 글로벌 DRAM 생산은 전년대비 20% 초반 상승 수준에서 제한될 것.

2. 환율 하락에도 불구하고

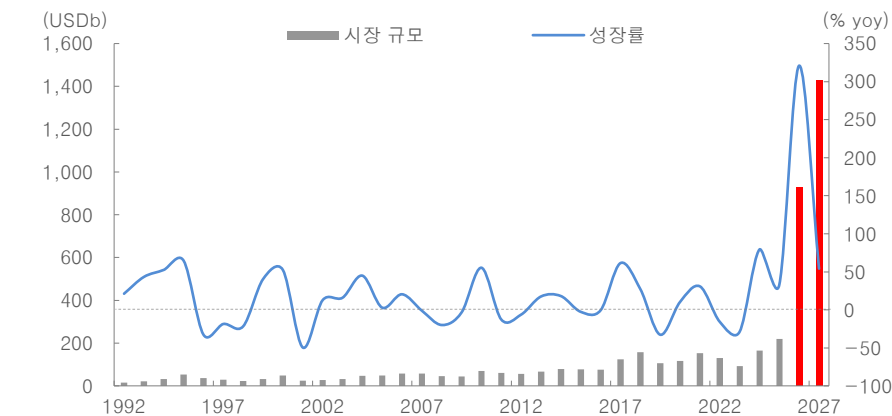
3Q26 환율 하락 영향 (기존 가정: 1,450원, 신규 가정: 1,350원)을 반영하여 삼성전자와 SK하이닉스의 3Q26 영업이익 전망을 105.5조원, 74.7조원으로 하향 (기존 전망: 삼성전자 110조원, SK하이닉스 77조원).

다만, 환율 하락 폭 대비 영업이익 하락 폭은 제한적일 것 (삼성전자: DRAM 수율 개선 효과, SK하이닉스: HBM4 출하 본격화 기반 DRAM ASP 상승).

1) **삼성전자**: DRAM 1c 수율이 현재 80%까지 개선된 것으로 추정. 개선된 Recipe 기반 수율의 추가 상승 방향성에도 긍정적 입장. 오랜 기다림 끝, DRAM 1c가 원가 절감에 본격 기여할 것이라는 판단. 예상 대비 빠른 수율 개선으로 제품 믹스의 효율화도 동시 추구 가능한 환경. 저수율의 환경에서는 DRAM 1c Capa를 전량 HBM4 양산에 활용해야 했으나, 수율 개선 효과로 범용 제품 대응도 일부 할 수 있는 환경으로 변모.

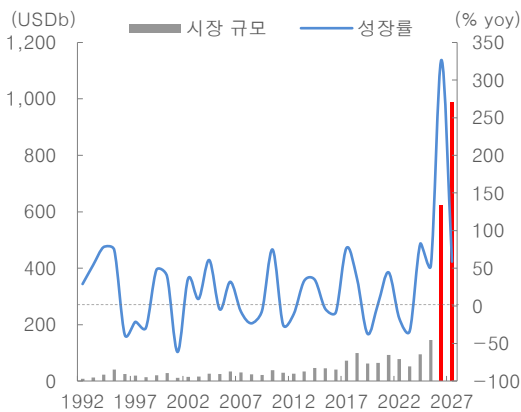
2) **SK하이닉스**: HBM4 출하 본격화 효과를 기반으로 경쟁사와의 DRAM ASP 격차를 축소할 것으로 전망. HBM4의 경우, 제품 인증 관련 노이즈가 시장에 일부 존재하는 모습이나, 소수 물량에 한정된 이슈에 불과.

그림 1. 글로벌 메모리반도체 시장규모 추이 및 전망



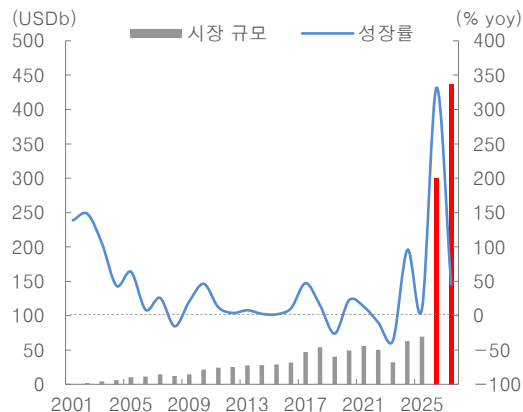
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. 글로벌 DRAM 시장규모 추이 및 전망



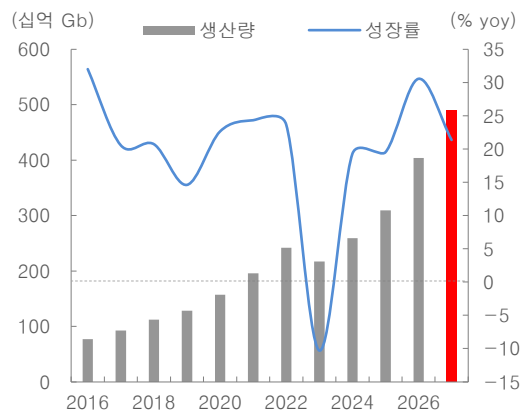
자료: 대신증권 Research Center

그림 3. 글로벌 NAND 시장규모 추이 및 전망



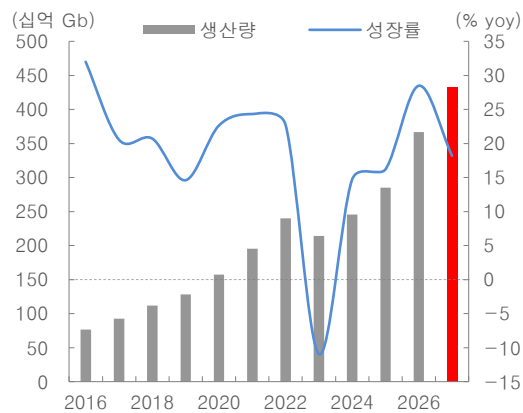
자료: 대신증권 Research Center

그림 4. 글로벌 DRAM 생산량 추이 및 전망



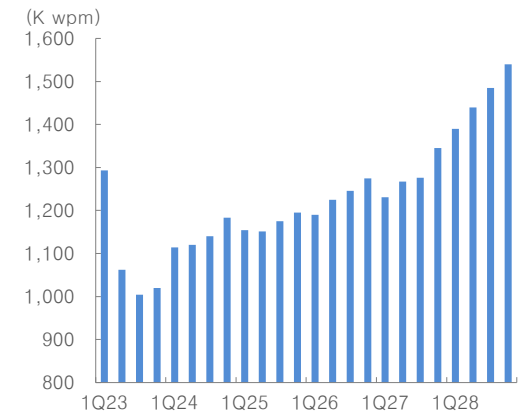
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 글로벌 범용 DRAM 생산량 추이 및 전망



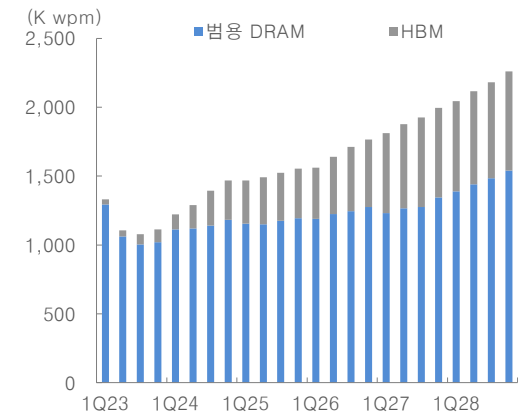
자료: 대신증권 Research Center

그림 6. DRAM 3사: 범용 DRAM Capa 추이 및 전망



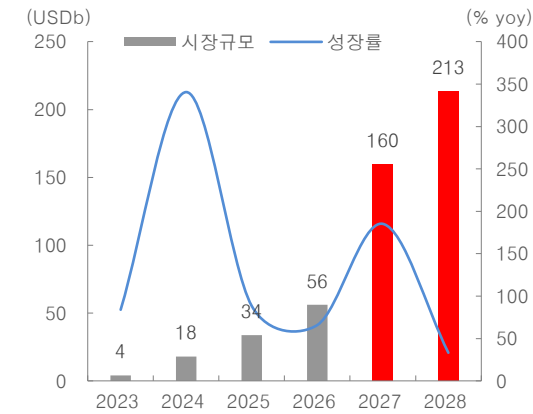
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. DRAM 3사: 제품군별 Capa 추이 및 전망



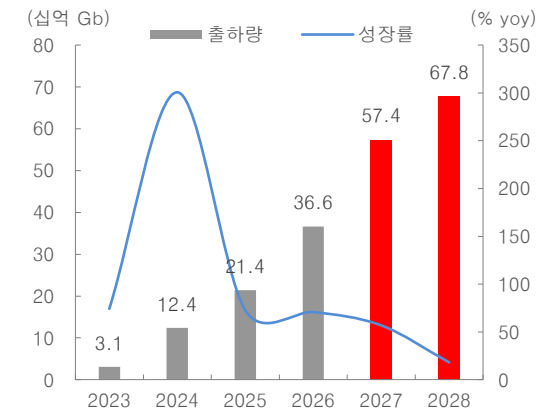
자료: 대신증권 Research Center

그림 8. 글로벌 HBM 시장규모 추이 및 전망



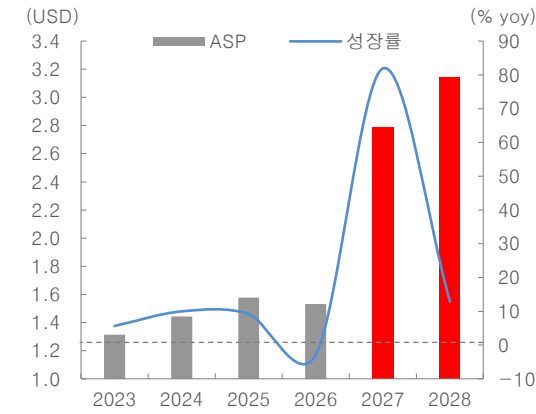
자료: 대신증권 Research Center

그림 9. 글로벌 HBM 출하량 추이 및 전망



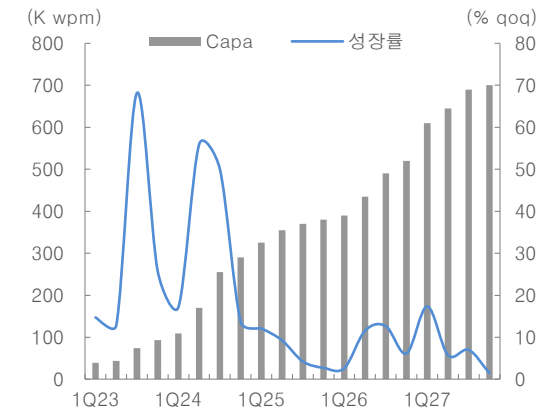
자료: 대신증권 Research Center

그림 10.글로벌 HBM ASP 추이 및 전망



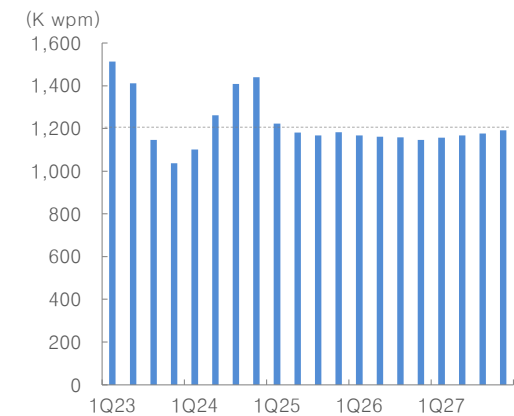
자료: 대신증권 Research Center

그림 11. 글로벌 HBM Capa 추이 및 전망



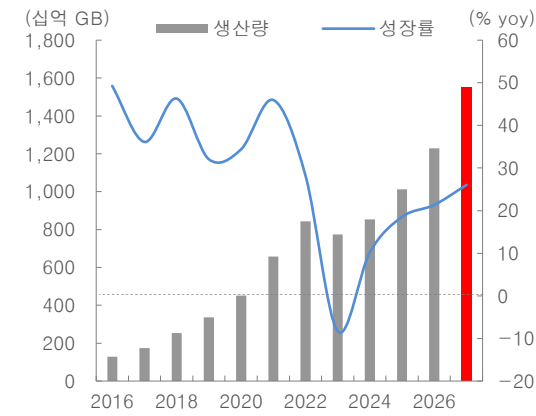
자료: 대신증권 Research Center

그림 12.글로벌 NAND*: Capa 추이 및 전망



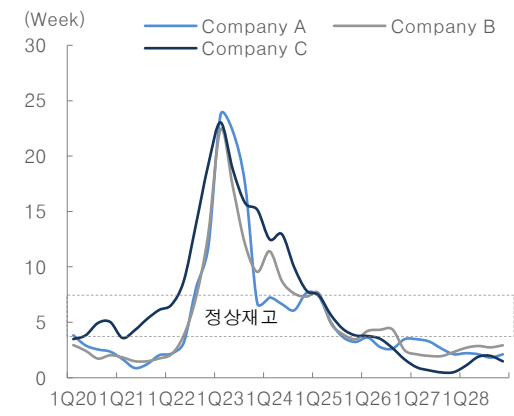
참고: *YMTIC 제외
자료: 대신증권 Research Center

그림 13. 글로벌 NAND 생산량 추이 및 전망



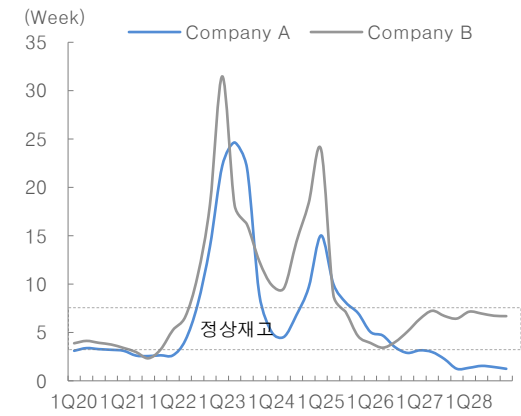
자료: 대신증권 Research Center

그림 14.DRAM: 공급업체 재고 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 15. NAND: 공급업체 재고 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research Center

표 1. 메모리반도체: 신공장 스케줄

구분	내용
삼성전자	1) P4L (평택 4 공장): 공격적인 Capa Build up 을 전개 중이나, Full Capa (Wafer Input 기준)가 되는 시점은 2027 년 상반기 말일 것으로 전망. Phase 별 인프라 스케줄을 감안할 필요. 2) P5L Fab 1 (기존 평택 5 공장): 공장 디자인 변경 및 건설 투자 극대화 등을 통해 준공 시점을 최대한 앞당기려고 노력 중. 현실적인 여건을 감안 시, 공장 완공 시점은 2027 년 7 월일 것으로 예상. 가동 준비 및 생산의 리드타임을 감안 시, 2027 년에는 완제품 생산이 나오기 어려운 환경 (Wafer Output 은 1Q28 말부터 시작될 것). 3) P5L Fab 2 (기존 평택 6 공장): 인프라 투자 상황. 준공 시점을 최대한 앞당기기 위해 노력. 4Q28 완공 예상. 생산 기여 시점은 2H29 일 것.
SK 하이닉스	1) M15x: 공격적인 Capa Build up 을 전개 중 (DRAM 1b). 2027 년 일부 Capa 를 DRAM 1c 로 전환하여 생산 효율화에 나설 것. DRAM 1b 과 DRAM 1c 간의 공정 유사성 감안 시, 전환투자 부담은 크지 않을 것. 2) 용인 1 기: 2027 년 2 월로 공장 완공 시점을 앞당길 예정. Phase 1/2 동시 투자를 통해 Capa 확대에 나설 것으로 예상. 스케줄 상, 2027 년 구간에 생산 기여 가능한 Capa 는 월 20K 내외 (Wafer Output 기준)로 제한될 것. 3) M17: NAND 전용 공장으로 2028 년부터 건설 시작될 것. 생산 기여는 2030 년 이후가 될 것.
Micron Technology	1) PSMC: P3 의 경우, 연말 Wafer Out 시작 전망. P5 의 생산 기여 시점은 2027 년 구간일 것. 2) Idaho 1 공장: 2Q27 Wafer Input, 4Q27 Wafer Output 예상 3) 싱가포르 사이트: DRAM 공정 일부와 HBM Post Fab 을 진행 예정 4) 히로시마 2 공장: 2029 년부터 Wafer Output 이 시작될 것

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 장기 계약의 기본 구조

구분	내용
계약 기간	1) 기본 구조: 서버 중심으로 LTA 체결이 확산. 3년 이상이며, 통상적으로 5년 계약이 체결. 2) 세부 옵션: Rolling Base (사전 계약 연장 옵션)
Prepayment	- 전체 계약규모의 10~30%를 Prepayment 로 지급. 통상적으로, 20~30% 수준을 수취 중. - 약정 물량을 구매하지 않을 경우, 해당 수준의 Prepayment 를 수취하면 되는 구조.
가격의 Band	- 가격 협상은 기존과 마찬가지로 매분기 전개. 차이점이 있다면, 가격의 Band 가 설정되어 있다는 점. - 세부 조건은 고객별로 상이하나, 많은 계약이 2Q26 가격을 기준선으로 설정. 매년 말 가격이 차년도 연간 가격 밴드의 기준선이 되는 케이스도 존재. - 1) 가격의 상한선 (Ceiling)과 하한선 (Floor)이 동시 설정된 구조, 2) 계약 기간 내 가격이 고정 (Fix)된 구조, 3) 가격의 하한선 (Floor)만을 설정한 구조 등으로 구분 가능. - 가격의 하한선에 도달해도, 60% 이상의 GPM 을 확보할 수 있을 것으로 전망.

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 삼성전자: 주요가정

(단위: 십억개, USD, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
환율 (KRW/USD)	1,462	1,501	1,370	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,422	1,421	1,350
DRAM 출하량 (십억 Gb)	32.0	35.4	36.9	36.9	39.0	40.8	44.0	45.7	114.8	141.2	169.5
QoQ	0	11	4	0	6	5	8	4			
YoY	31	30	19	16	22	15	19	24	8	23	20
DRAM ASP/Gb (USD)	1.16	1.66	1.94	2.07	2.19	2.21	2.24	2.20	0.45	1.73	2.21
QoQ	92	43	17	7	6	1	1	-2			
YoY	211	339	351	244	89	34	15	6	20	281	28
범용 DRAM 출하량 (십억 Gb)	30.5	33.0	33.5	32.8	33.5	35.2	38.0	39.9	110.2	129.8	146.5
QoQ	1	8	2	-2	2	5	8	5			
YoY	28	25	13	8	10	7	13	21	9	18	13
범용 DRAM ASP/Gb (USD)	1.15	1.67	1.97	2.11	2.13	2.15	2.15	2.07	0.42	1.74	2.12
QoQ	103	45	18	7	1	1	0	-4			
YoY	236	384	402	272	85	29	9	-2	28	315	22
NAND 출하량 (십억 GB)	76.1	76.6	82.7	85.6	84.8	91.5	102.5	109.7	274.5	321.1	388.6
QoQ	9	1	8	4	-1	8	12	7			
YoY	37	8	6	23	11	20	24	28	2	17	21
NAND ASP/GB	0.177	0.299	0.329	0.345	0.345	0.349	0.338	0.318	0.080	0.290	0.337
QoQ	87	69	10	5	0	1	-3	-6			
YoY	133	312	328	265	95	17	3	-8	-8	262	16

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 4. 삼성전자: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	133,873	171,499	189,872	192,515	210,351	215,766	238,606	235,636	333,606	687,760	900,359
DS 사업부문	81,716	127,516	142,027	150,303	161,975	172,799	188,783	191,906	130,128	501,561	715,463
메모리반도체	74,780	120,840	135,437	143,280	154,671	164,900	179,993	182,581	104,081	474,337	682,145
DRAM	54,789	86,886	98,166	103,367	115,157	121,798	133,167	135,483	73,205	343,209	505,606
NAND	19,991	33,954	37,271	39,913	39,514	43,102	46,826	47,097	30,876	131,129	176,539
비메모리반도체	6,936	6,676	6,590	7,023	7,304	7,899	8,790	9,325	26,047	27,224	33,318
DX 사업부문	52,655	48,022	49,645	42,474	52,190	45,504	50,355	42,809	187,967	192,796	190,858
MX/Network	38,100	33,200	35,281	27,122	37,678	30,853	35,339	27,388	129,600	133,703	131,258
CE/VD	14,300	14,500	14,026	15,091	14,261	14,363	14,667	15,156	57,300	57,917	58,446
삼성디스플레이	6,693	7,485	8,750	10,063	7,028	7,784	9,537	10,767	29,842	32,991	35,117
Harman	3,826	4,568	4,450	4,675	4,158	4,679	4,931	5,153	15,783	17,519	18,921
영업이익	57,233	89,492	105,486	114,887	125,119	135,869	147,273	138,953	43,601	367,098	547,214
DS 사업부문	53,663	89,196	104,852	114,188	123,819	135,506	145,822	137,152	24,858	361,899	542,300
메모리반도체	54,600	91,900	105,774	114,539	124,330	135,822	145,822	137,059	31,850	366,814	543,033
DRAM	42,900	68,000	78,939	85,403	95,485	103,496	113,044	108,329	29,450	275,242	420,354
NAND	11,700	23,900	26,835	29,137	28,845	32,326	32,778	28,729	2,400	91,572	122,679
비메모리반도체	-937	-2,704	-923	-351	-511	-316	0	93	-6,992	-4,914	-734
DX 사업부문	2,968	-819	-1,083	-1,508	578	-641	-498	-653	12,853	-442	-1,215
MX/Network	2,800	-700	-1,083	-1,206	369	-710	-647	-660	12,900	-189	-1,648
CE/VD	200	-10	0	-302	209	69	148	7	-200	-112	433
삼성디스플레이	363	681	1,314	1,812	388	583	1,480	1,992	4,116	4,169	4,444
Harman	222	415	403	396	334	420	469	462	1,531	1,435	1,686
영업이익률(%)	43	52	56	60	59	63	62	59	13	53	61
DS 사업부문	66	70	74	76	76	78	77	71	19	72	76
메모리반도체	73	76	78	80	80	82	81	75	31	77	80
DRAM	78	78	80	83	83	85	85	80	40	80	83
NAND	59	70	72	73	73	75	70	61	8	70	69
비메모리반도체	-14	-41	-14	-5	-7	-4	0	1	-27	-18	-2
DX 사업부문	6	-2	-2	-4	1	-1	-1	-2	7	-0	-1
MX/Network	7	-2	-3	-4	1	-2	-2	-2	10	-0	-1
CE/VD	1	-0	0	-2	1	0	1	0	-0	-0	1
삼성디스플레이	5	9	15	18	6	7	16	19	14	13	13
Harman	6	9	9	8	8	9	10	9	10	8	9

자료: 삼성전자, 대신증권 Research Center

표 5. SK 하이닉스: 주요 가정

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
환율 (KRW/USD)	1,462	1,501	1,370	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,422	1,421	1,350
DRAM 출하량 (십억 Gb)	24.9	26.7	29.4	37.0	35.9	36.0	37.0	37.5	92.9	118.0	146.4
QoQ	-2	7	10	26	-3	0	3	1			
YoY	33	14	16	45	44	35	26	1	24	27	24
DRAM ASP/Gb (USD)	1.12	1.43	1.75	1.88	1.98	2.04	2.10	2.11	0.57	1.58	2.06
QoQ	66	28	22	7	5	3	3	1			
YoY	117	177	223	180	77	42	20	13	30	180	30
비용 DRAM 출하량(십억 Gb)	20.7	22.2	26.0	31.9	30.7	30.7	31.6	32.1	80.6	100.8	125.0
QoQ	-6	7	17	23	-4	0	3	2			
YoY	29	9	18	45	48	38	22	0	17	25	24
비용 DRAM ASP/Gb (USD)	1.09	1.46	1.74	1.91	1.93	1.97	1.97	1.92	0.40	1.60	1.95
QoQ	106	34	19	10	1	2	0	-3			
YoY	234	330	363	262	78	35	13	0	18	302	22
NAND 출하량 (십억 GB)	55.3	64.4	65.0	67.4	66.8	72.3	81.2	84.9	208.4	252.1	305.2
QoQ	-9	16	1	4	-1	8	12	5			
YoY	64	9	18	11	21	12	25	26	10	21	21
NAND ASP/GB (USD)	0.148	0.229	0.257	0.270	0.270	0.276	0.274	0.264	0.068	0.229	0.271
QoQ	74	54	12	5	0	2	-1	-4			
YoY	131	294	299	217	82	20	7	-2	-7	235	18

자료: 대신증권 Research Center

표 6. SK 하이닉스: 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2025	2026F	2027F
매출액	52,576	79,319	93,602	118,715	120,657	126,271	135,478	137,513	97,147	344,212	519,918
DRAM	40,659	56,983	70,351	93,848	95,927	98,963	105,100	106,924	74,904	261,841	406,914
NAND	11,574	21,960	22,859	24,515	24,345	26,896	29,991	30,239	20,690	80,908	111,471
기타	343	376	391	352	385	411	387	350	1,552	1,463	1,534
영업이익	37,610	60,543	74,689	97,180	99,012	104,880	111,362	106,347	47,206	270,022	421,602
DRAM	31,400	46,100	59,049	80,067	82,010	85,456	90,364	87,192	45,500	216,616	345,022
NAND	6,149	14,355	15,660	17,130	17,021	19,444	21,018	19,173	2,099	53,294	76,656
기타	61	87	-20	-18	-19	-21	-19	-18	-393	112	-77
세전이익	51,617	122,708	76,147	98,913	100,938	106,931	113,528	108,937	50,466	349,385	430,334
순이익	40,346	93,923	57,110	74,184	73,684	78,060	82,875	79,524	42,948	265,563	314,144
이익률 (%)											
영업이익	72	76	80	82	82	83	82	77	49	78	81
DRAM	77	81	84	85	85	86	86	82	61	83	85
NAND	53	65	69	70	70	72	70	63	10	66	69
기타	18	23	-5	-5	-5	-5	-5	-5	-25	8	-5
세전이익	98	155	81	83	84	85	84	79	52	102	83
순이익	77	118	61	62	61	62	61	58	44	77	60

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

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

(담당자:류형근)

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

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	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

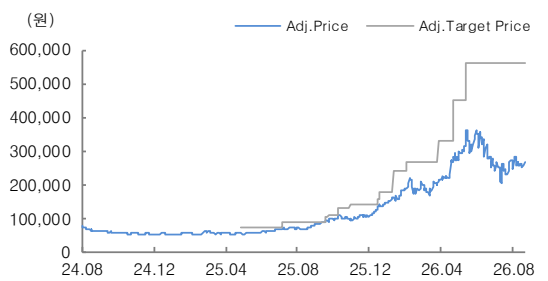
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	0.0%

(기준일자: 20260905)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

삼성전자(005930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



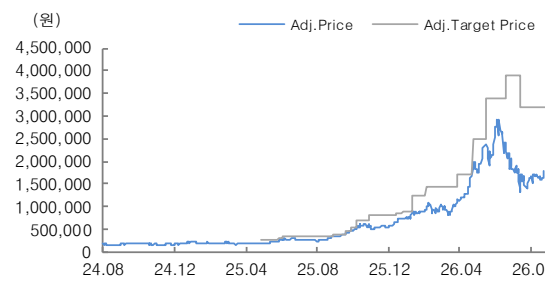
제시일자	260908	260602	260511	260415	260222	260130
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	560,000	560,000	450,000	330,000	270,000	240,000
과리율(평균,%)		(49.83)	(33.54)	(29.06)	(28.68)	(29.00)
과리율(최대/최소,%)		(35.27)	(19.89)	(13.48)	(19.26)	(20.79)

제시일자	260108	260105	251119	251030	251014	251010
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	160,000	140,000	130,000	110,000	107,000
과리율(평균,%)	(17.35)	(12.53)	(23.40)	(21.49)	(10.57)	(12.80)
과리율(최대/최소,%)	(9.78)	(11.88)	(8.21)	(14.54)	(7.27)	(12.80)

제시일자	250918	250729	250528	250522	250520
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	88,000	74,000	72,000	74,000
과리율(평균,%)	(6.02)	(18.94)	(16.96)	(24.63)	(24.73)
과리율(최대/최소,%)	(1.11)	(9.77)	(4.86)	(24.03)	(24.73)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균,%)
과리율(최대/최소,%)

SK하이닉스(000660) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	260908	260730	260707	260602	260511	260415
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	3,200,000	3,200,000	3,900,000	3,400,000	2,500,000	1,700,000
과리율(평균,%)		(49.47)	(53.01)	(28.83)	(18.80)	(19.92)
과리율(최대/최소,%)		(44.28)	(43.95)	(14.15)	(5.48)	10.59

제시일자	260222	260130	260113	260102	251119	251029
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	1,450,000	1,250,000	910,000	840,000	800,000	700,000
과리율(평균,%)	(34.05)	(29.65)	(15.26)	(12.44)	(29.89)	(15.56)
과리율(최대/최소,%)	(23.93)	(24.08)	(5.38)	(10.00)	(18.63)	(11.43)

제시일자	251020	251010	250918	250626	250618	250520
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	550,000	480,000	400,000	330,000	300,000	280,000
과리율(평균,%)	(8.94)	(9.71)	(10.81)	(16.21)	(11.53)	(21.74)
과리율(최대/최소,%)	(2.73)	(3.02)	(1.13)	5.45	(4.67)	(11.07)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균,%)
과리율(최대/최소,%)