

2026.9

반도체

In-depth Report

반도체 (중립)

수요 둔화흐름 지속,
상단이 제한된 박스권 전략 유지



반도체: 수요 둔화흐름 지속, 상단이 제한된 박스권 전략 유지

메모리 수요 모멘텀은 정점 지나 하반기 둔화흐름 지속

유례 없는 가격 폭등 이후, 메모리 Cost가 PC, 스마트폰 BOM의 절반에 도달함에 따라 중저가 OEM들은 메모리 용량을 축소하고 고가 OEM들은 하반기 판가 인상에 나서고 있다. 이러한 움직임은 서버에서도 나타나고 있으며, 엔비디아와 주요 CSP들의 내년 신모델들 HBM과 System Memory 용량을 당초 계획에서 축소하고 있다. 동기가 무엇이든 결국 수요탄력이 둔화되고 있음을 보여준다. 한편 LLM 시장에서 오픈소스 모델들의 급부상과 폐쇄형의 점유율 급락, 경쟁 심화에 따른 가격 인하 조치로 6월 이후 토큰 단위당 지불가격이 절반 이하로 급락했다. 이는 매출 성장 둔화로 이어져 반도체 구매 여력을 낮추는 요소가 될 전망이다. 실제로 구글, 메타의 경량 모델 출시, 잉여 인프라 외부 임대 조치 등은 성능경쟁에서 가성비, 연비 제고 전략으로 선회하고 있음을 시사한다. 최근 GPT-6 아스트라 출시가 에이전트 AI 기대를 높이고 있으나 보안, 신뢰성 문제로 업계 공동으로 프랜티어 모델 개발 속도를 늦추고 안전기술을 높이는 방향으로 가는 것 같다.

장기 수요 낙관속에 가열되는 설비 증설 경쟁

하이퍼스케일러들의 폭발적인 주문 증가에도 보수적 태도를 유지하던 메모리 제조사들은 이제는 지금의 폭발적 AI 인프라 투자 수요가 장기적으로 이어진다고 낙관하고 유례없이 높아진 수요 수준에 맞춰 공격적으로 증설에 나서고 있다. 글로벌 DRAM 생산능력은 3년 내 50% 증가, 5년 내 2배 증가할 전망이다. 메모리 제조사들의 수급 예측이 이번에는 정확할까? 과거 공급과잉, 부족이 반복되어 나타난 것은 언제나 공급 보다는 수요 예측의 빗나감 때문이었다. 지금은 거시환경이 불확실해지고 있고 메모리 가격도 더 오르기 힘든 상황에서 수요 탄력은 떨어지고 있다. 보통 Cycle 고점에서 대규모 IPO는 경쟁 심화를 촉진했는데, CXMT에 이어 YMTC IPO 역시 그렇다.

투자전략: 상단이 제한된 박스권 트레이딩

7월 낙폭 과대 이후, Valuation 지지와 대규모 주주환원 기대, AI서버 출하 호조로 반도체 주가가 점차 반등하고 있으나, 메모리 Cost 한계 도달에 따른 수요탄력 둔화와 금리 상승 추세가 지속되고 있어 주가 상단은 제한적일 전망이다. 또한 메모리 가격 상승 둔화와 원화 강세로 인해 3Q, 4Q26 삼성전자(보유, TP27만원), SK하이닉스(보유, TP148만원) 영업이익은 시장 기대치를 하회할 전망이다.

산업리포트

2026/9/14

목차

I. 메모리 수요 모멘텀은 정점 지나, 둔화 흐름 지속	_ 04
II. FCF와 금리에 민감해지는 AI 산업	_ 08
III. 장기 수요 낙관속에 가열되는 설비 증설 경쟁	_ 11
IV. 잠재적 경쟁 심화 우려	_ 14
V. 투자전략: 상단이 제한된 박스권 트레이딩	_ 17
VI. 기업 분석	_ 19

삼성전자(보유, 목표주가 270,000원)

SK하이닉스(보유, 목표주가 1,480,000원)

I. 메모리 수요 모멘텀은 정점 지나, 둔화 흐름 지속

메모리 Cost 한계 도달, System 당 용량 축소 움직임

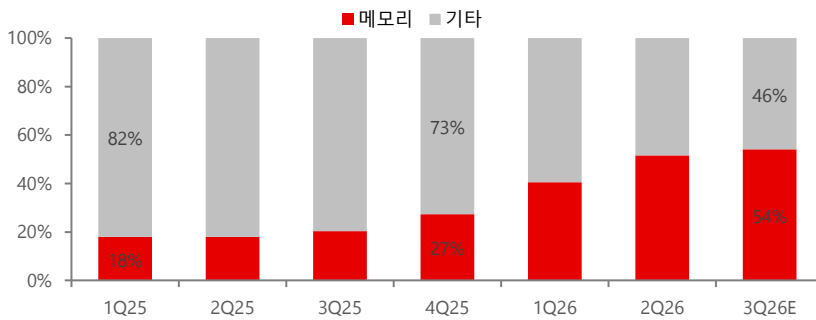
작년 여름부터 추론 AI 모델 확산과 차세대 에이전트 AI 모델 도입 기대로, 병목 현상이 심해지는 시스템 메모리를 대폭 확장해 왔다. 인프라 구축을 위한 하이퍼스케일러들의 공격적인 설비투자 경쟁과 메모리 재고 확보를 위한 폭발적인 주문 덕분에, 메모리 가격은 유례없는 폭등을 경험했다. 그러나 메모리 Cost가 PC, 스마트폰 BOM(부품자재명세서)의 절반에 근접하면서 2Q26부터 중저가 OEM들은 메모리 용량을 축소하기 시작했고, 소비자에게 가격 전가가 가능한 고가 PC, 스마트폰 OEM들은 하반기 판매 가격 인상에 나서며 메모리 Cost가 한계에 도달하였음을 보여주고 있다. 이러한 움직임은 일부 서버에서도 나타나기 시작했고, 심지어 AI 서버 시스템에서도 신모델 메모리 용량 계획을 축소하고 있다. 엔비디아가 연말 출시하는 베라루빈 NVL144의 시스템 DRAM(SOCAMM2) 경우, 베라 CPU 당 용량을 당초 계획보다 절반 낮추어 CPU 당 256~512GB를 탑재, 총 CPU 메모리를 18~36TB로 축소했다. AI 서버 시스템 내 메모리 Cost가 30%에 이르고 원활한 공급을 고려한 조치로 파악된다. 내년 출시하는 차세대 모델 루빈울트라 NVL576의 경우도, HBM4E 단수를 당초 12, 16Hi에서 8Hi으로 낮추고 GPU 당 용량을 1TB에서 192~288GB로 하향 조정하여 총 HBM 탑재량을 144~576TB에서 110~166TB로 축소 예상된다. 대신 스피드는 14.4Gbps에서 17~18Gbps로 높일 전망이다. NVL576에 탑재되는 SOCAMMx 역시 220TB에서 72~144TB로 하향조정했다. 최근 실적 발표에서 엔비디아는 메모리 원가 상승으로 매출총이익률이 하락 압력을 받고 있으며, 내년초 최대 15% 가격 인상을 예고했다. 다른 CSP들도 내년 신모델들의 HBM 용량을 낮추는 움직임을 보이고 있어, 동기가 무엇이든 결국 수요탄력이 둔화되기 시작했음을 보여준다. 메모리 가격이 다시 하락해서 Cost 부담이 줄기 전에는 System Maker들의 이러한 메모리 용량 축소 또는 둔화 움직임은 계속될 전망이다.

표 1. 엔비디아 AI 서브시스템 최신 모델(랙 스케일 플랫폼) 별 메모리 용량 변화

Model	DGX H100	DGX B200	GB200 NVL72	Vera Rubin NVL144	Rubin Ultra NVL576
출시 연도	2023	2024~5	2025	2026E	2027E
Total HBM	640GB HBM3	1.4TB HBM3E	13TB HBM3E	41.5TB HBM4	144~576TB HBM4E (수정: 110~166TB)
System DRAM	2TB DDR5	2~4TB DDR5	17TB LPDDR5X	50TB+ SOCAMM2 (수정: 18~36TB)	220TB SOCAMMx (수정: 72~144TB)

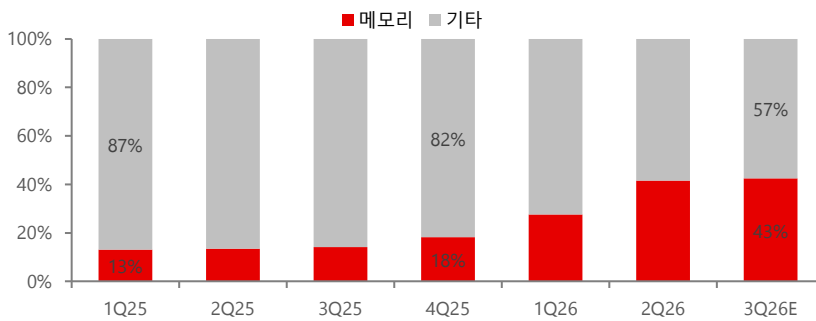
자료: 옵티마, BNK투자증권

Fig. 1: Low-end 스마트폰 BOM에서 메모리 비중



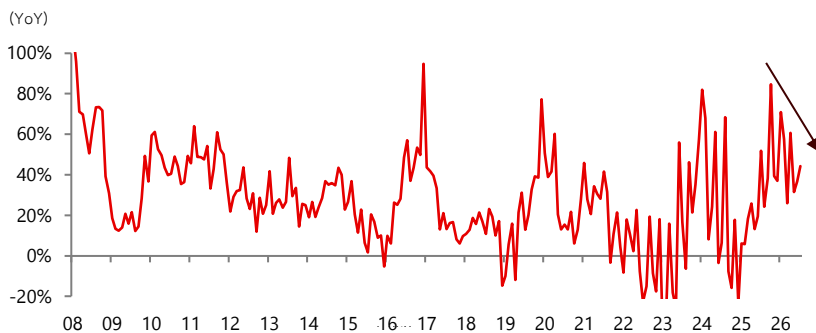
자료: 카운터포인트, BNK투자증권

Fig. 2: Premium 스마트폰 BOM에서 메모리 비중



자료: 카운터포인트, BNK투자증권

Fig. 3: DRAM bit 성장을 추이 - 수요탄력 둔화

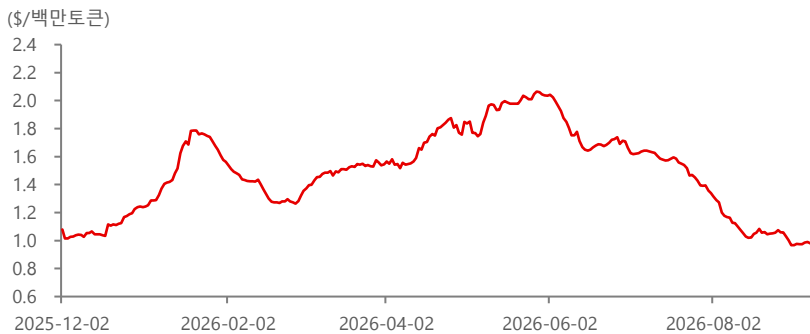


자료: WSTS, BNK투자증권

LLM 시장 경쟁 격화 및 토큰 가격 급락, 가성비를 높이는 방향으로 선회

중국 AI 기업들 위주로 구성된 오픈 소스 모델들의 LLM 시장 점유율이 70% 수준까지 급상승함과 폐쇄형 모델들의 점유율 급락, 그리고 경쟁 심화에 따른 가격 인하 조치로 지난 6월부터 토큰 단위 당 지불가격이 급락했다. 이는 매출 성장 둔화로 AI 모델 개발업체들의 반도체 구매력을 낮추는 요소가 될 전망이다. 실제로 메모리 코스트 부담과 수익 모델 압박 때문인지, 6월 이후 구글, 메타는 경량 신모델을 출시하고 가성비, 연비를 높이는 방향으로 선회하고 있다. 구글의 최신 '제미니 3.5 플래시' 신모델은 토큰 사용량을 줄이고 메모리와 전력 소비도 낮추고 있다. 메타, xAI의 잉여 인프라 외부 임대 조치나, 구글 CEO 교체(수익 모델 지연, 경쟁력 등 이유로 창업자 브린으로 교체) 등은 성능(프런티어 AI 모델) 경쟁에서 가성비 제고 전략으로 가고 있음을 시사한다.

Fig. 4: Silicon Data LLM Expenditure Index - 6월부터 급락



자료: BNK투자증권

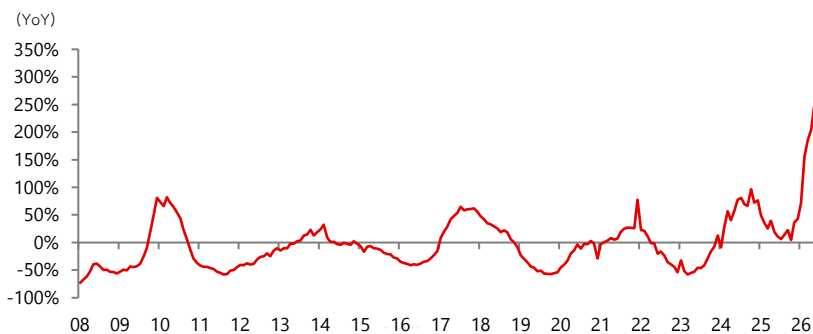
GPT-6 아스트라는 다시 성능 경쟁을 촉진할까?

최근 오픈AI가 현존 최고 성능의 에이전트 AI 모델 'GPT-6 아스트라'를 출시했다. 엔스로픽과 더불어 IPO를 앞두고 경쟁사 보다 성능면에서 앞선다는 점을 내세우는 것 같다. 만일 GPT-6가 많은 관심을 끌고 사용자가 급증한다면, 토큰 사용량이 대폭 증가하고 경쟁사들의 프런티어 모델 개발을 다시 촉진할 수 있고 이는 인프라 투자 증가로 이어질 수 있다는 기대감으로 공개와 동시에 메모리 주식들이 급등했다. 그러나 GPT-6의 초기 인기 급상승에도 불구하고 컴퓨팅 능력 부족으로 신규 가입자 중단까지 하게 되었다. 또한 지나치게 AI 성능개발 속도가 빨라지면서 보안, 신뢰성 문제가 계속 이슈가 되고 있어 오픈AI, 엔스로픽, xAI CEO들이 공동으로 프라티어 모델 개발 속도를 늦추는 공동 방안에 합의할 전망이다. 따라서 성능 경쟁 보다는 안전 기술을 높이고 가성비를 높이는 방향으로 선회할 것으로 보인다.

메모리 ASP 상승폭 크게 둔화, YoY 상승률은 정점 모습

작년 4Q25부터 가파르게 오르던 DRAM ASP 상승률(YoY)도 6월 이후 정점에 근접한 모습이며, 3Q26 가격 상승폭도 기대 보다 적은 것으로 예상된다. 월별 매출액 성장률(YoY)도 하반기 들어 크게 둔화되는 모습이다. 메모리 ASP 급상승 덕분에 유례없이 가파르게 오르던 ‘글로벌 반도체 매출액 중에 메모리가 차지하는 비중’ 역시 6월에 고점을 친 것 같다. 지난 6월 메모리가 전체 반도체 시장의 60%까지 도달한 것은 지극히 비정상적인 상황이다. Volume 성장 보다는 극심한 공급부족으로 인한 ASP 급상승 때문이며, 이는 수급 상황이 다시 수요자 우위 시장으로 바뀌면 정상 구간으로 회귀할 것으로 예상된다.

Fig. 5: DRAM ASP/bit 성장률 추이 - 6월 피크아웃 조심



자료: WSTS, BNK투자증권

Fig. 6: 글로벌 반도체 매출액에서 메모리가 차지하는 비중 - 6월 고점 조심



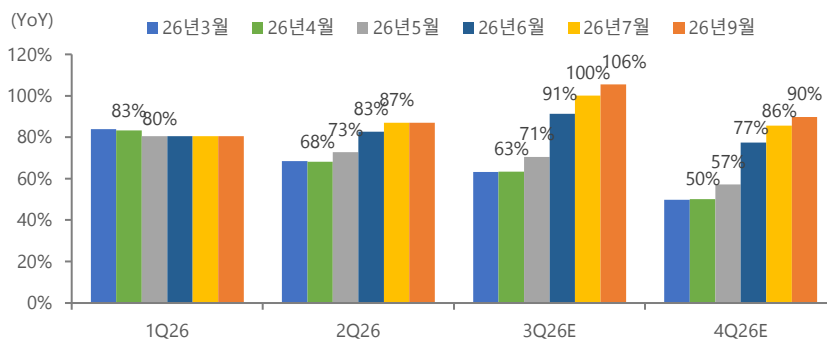
자료: WSTS, BNK투자증권

II. FCF와 금리에 민감해지는 AI 산업

AI 인프라투자 역대 최고 수준에서 컨센서스는 여전히 증가 전망

미국 4개 CSP(구글, 메타, MS, 아마존)들의 CAPEX 전망치 컨센서스는 여전히 올라가고 있다. 2Q26 87%YoY 증가에 이어, 3Q26에는 106%YoY, 4Q26 90%YoY 증가를 예상하고 있는데, 업데이트 시점마다 계속 상향되어 왔다. 미국 CSP들의 올해 CAPEX는 7천2백억불(91%YoY)로 예상되며, 트렌드포스가 전망한 글로벌 CAPEX는 9천2백2십억불(98%YoY)에 이른다. 성장률도 역대 최고 수준이며, 내년 투자 증가율은 미국 41%YoY, 글로벌 50%YoY로 전망되고 있다.

Fig. 7: 미국 CSP*들의 CAPEX 컨센서스 변화

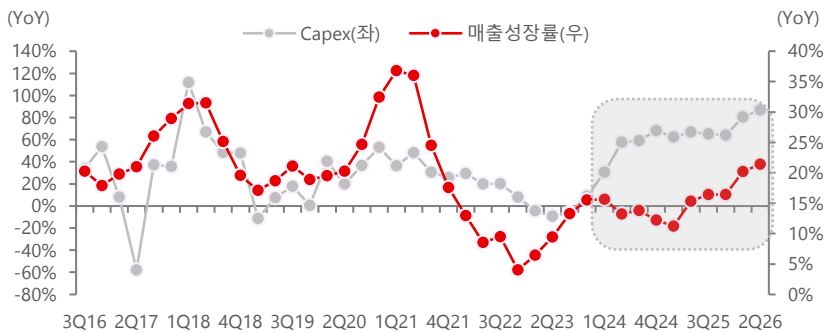


자료: 블룸버그 컨센서스, BNK투자증권 *MS, 아마존, 구글, 메타

클라우드 매출 고성장에도 수익 모델 의구심 지속, 과도한 설비투자가 주요인

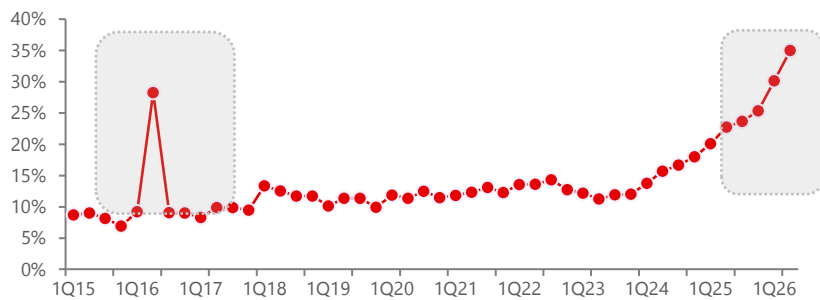
기대 이상의 클라우드 매출 고성장 덕분에 미국 CSP들의 합산 매출액 성장률은 1Q26, 2Q26 두 분기 연속 20%YoY를 넘으며, 점차 AI 인프라 투자 결실을 보는 것 같다. 그러나 아래 도표에서 보듯이 매출 성장을 훨씬 상회하는 CAPEX 증가가 여전히 큰 부담으로 작용하고 있다. 고정비 증가에도 수익성 개선은 미흡하여 실적 발표 때 마다 수익모델 의구심에 시달리고 있다. 최근 일부 빅테크 업체들은 그동안 성능 경쟁(업계 최고의 프랜티어 모델 개발)에만 집중하던데서 벗어나, 이제는 비용을 효율화하는 방향으로 선회하는 모습을 보이고 있다.

Fig. 8: 미국 CSP들 매출액, CAPEX 증가율



자료: 블룸버그, BNK투자증권

Fig. 9: 미국 CSP들 CAPEX/매출액 비율 추이

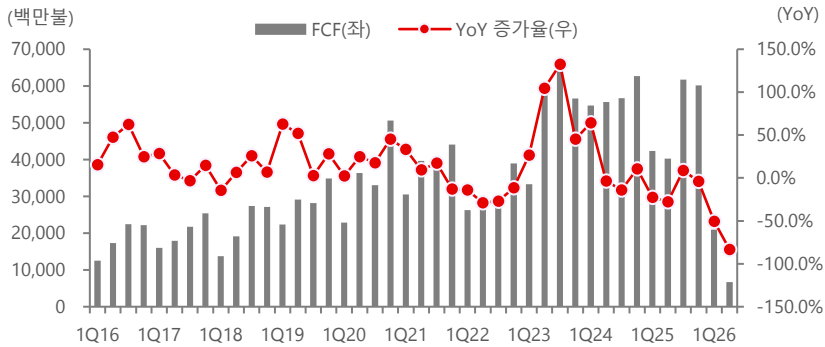


자료: 블룸버그, BNK투자증권

하반기부터 FCF (-) 전환 예상, 차입 의존도 높아지는 가운데 금리는 상승

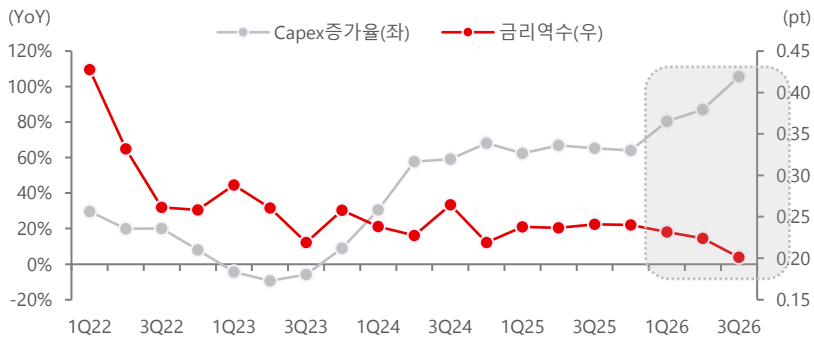
CAPEX 부담이 커지면서 미국 CSP들 합산 잉여현금흐름(FCF)는 올해 들어 급격히 악화되는 추세다. 2Q26에는 소폭 (+)를 유지했으나, 구글이 처음으로 (-) 전환했고, 아마존은 두분기 연속 (-)를 기록했다. 하반기에는 합산 기준으로 (-) 전환 가능성이 높아 보인다. 설비투자금액 대부분을 차입에 의존하고 있는데, 전세계적으로 국채금리가 상승 추세에 있음이 부담이다. 국채 금리 상승은 장기 인플레이 기대 요인도 있지만, 지난 수년간 방만한 재정지출로 인한 국채수급 악화도 요인이며, 최근에는 AI 기업들의 과대한 채권발행도 한 요인이다. 아직 금리가 위험 수위는 아니지만, 계속해서 오르면 AI 생태계 전체적으로 자금조달 우려가 커지고 인프라 투자 지속성에 대한 의구심이 커질 수 있다.

Fig. 10: 미국 CSP들 잉여현금흐름(FCF) 추이 - 하반기 (-) 전환 예상



자료: 블룸버그, BNK투자증권

Fig. 11: 미국 CSP들 CAPEX 증가율과 국채금리(역수) 비교



자료: 블룸버그, BNK투자증권, *미국 10년 국채금리

III. 장기 수요 낙관속에 가열되는 설비 증설 경쟁

공급부족 장기화 기대속에 공격적 DRAM Capa 증설: 3년내 50% up, 5년내 2배 up

추론 AI 인프라 투자 Cycle이 시작되면서, 작년 하반기부터 하이퍼스케일러들이 평소 주문량의 두 배 이상 서버 메모리를 요구하며 작년말 충족률 50% 수준까지 공급부족 상황이 초래되었고, 아직까지 공급 부족 상황이 이어지고 있다. 폭발적 주문 증가에도 불구하고 보수적 증설 태도를 보여왔던 메모리 제조사들은 올해 봄부터 태도가 완전 변화했다. 지금의 폭발적 AI 인프라 투자와 서버 수요 증가가 장기적으로 계속 이어진다고 낙관하고, 유례없이 높아진 수요 수준에 맞춰 공격적으로 증설 경쟁에 나서고 있다. SK하이닉스는 5년 내 DRAM Capa 2배 증가를 목표로 M15X, M16 증설 외에 신규로 Y1('27년 2월 오픈), Y2, Y3 fab을 건설하고, 해외에 추가 건설을 고려 중이다. NAND도 17라인, 중국 다롄 2번째 fab을 신축할 계획이다. 마이크론은 미국 보이즈 2개(각각 2Q27, '28년말 가동), 뉴욕주 2개, 일본 히로시마('28년말 가동) 1개를 건설 중이며, NAND도 싱가포르 fab을 증설 중이다. 삼성전자도 P4 추가 증설 외에 P5('27년 5월 오픈), P5-2를 건설 중이며, 용인에 6개 건설 계획을 2년 앞당겨 '29년부터 순차적으로 완공할 전망이다. CXMT는 당초 예상 보다 2배 이상 들어온 IPO 자금을 활용하여 상하이에 3번째 fab을 건설 중이며, 향후 3개를 더 지어 '30년까지 Capa를 2배 규모로 늘릴 계획이다. YMTC는 3번째 fab 건설을 마치고, 현재 IPO 진행 중인데 향후 자금 조달을 통해 2~3개 fab을 추가 건설할 것으로 보인다. 업계 가장 보수적이었던 키옥시아도 SanDisk와 합작으로 Capa 증설에 나서고 있다. 대만 난야의 경우 올해 15조원 투자 유치를 받아 신규 Fab 건설에 나서고 있다. 글로벌 DRAM Capa는 '25년말 대비 '28년말 약 50%, '30년말까지 약 2배 증가할 전망이다.

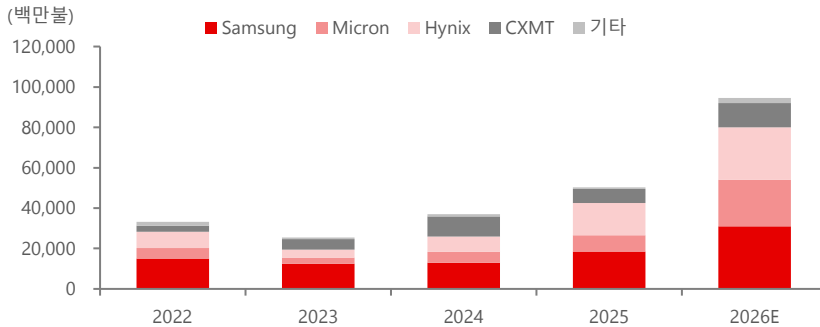
표 2. DRAM 상위 4개사 생산능력(연말 기준) 확장 전망

(단위: 천장/월)

	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
4개사 Total	1,795	1,885	2,198	2,613	3,133	3,533
Samsung	675	695	730	840	980	1,080
SKHynix	530	590	715	865	995	1,095
Micron	300	300	353	468	658	758
CXMT	290	300	400	440	500	600
증가율(YoY)						
4개사 Total	12%	5%	17%	19%	20%	13%
Samsung	3%	3%	5%	15%	17%	10%
SKHynix	14%	11%	21%	21%	15%	10%
Micron	0%	0%	18%	33%	41%	15%
CXMT	61%	3%	33%	10%	14%	20%

자료: BNK투자증권

Fig. 12: 글로벌 DRAM 설비투자금액 추이



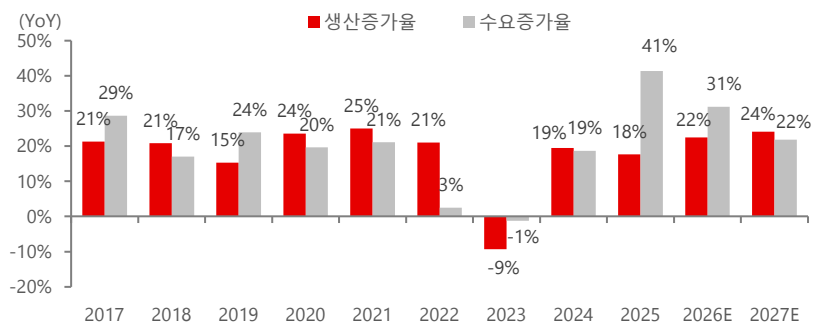
자료: 옴디아, BNK투자증권

공급은 예측 가능, 그러나 수급 예측에서 언제나 변수는 수요

공급은 대체로 예측 가능하다. 신공장의 가동 스케줄이 있고, 수율이 개선되며 Ramp-up 되는 시간이 있기 때문이다. DRAM 신규 Fab들이 순차적으로 유입되지만, 생산 증가율이 내년 또는 후년까지는 기존의 20%초중반 수준에서 크게 벗어나기 어렵다. 그러나 메모리 제조사들이 과거 수급 예측에 있어 늘 빚나갔던 이유는 수요 변수에 있으며, 공급 과잉과 부족이 반복되어 나타났다. 평소 한자리대 성장 수준인 서버 시장이 작년 28%/y, 올해 17%/y 폭증하리라고 전혀 예측 못했고 증설에 소극적이었기 때문에 지금의 공급부족 상황이 만들어 졌다. '22년말에는 인플레이션과 급격한 금리 인상으로 그렇게 수요가 급감하리라고 예상할 못했기 때문에 엄청난 과잉 재고에 시달려야 했다. 그러나 장기 수요 비관 속에 대규모 감산과 투자 축소를 단행했지만 오히려 수요는 '23년 봄부터 AI 열풍이 불며 회복된 점을 기억할 필요가 있다. 지금은 모든 제조사들이 수요 낙관속에 높아진 수요 증가율 수준에 맞춰 경쟁적으로 증설을 추진하고 있는데, 과연 이번에는 예측이 정확할까? 오히려 지금은 거시 환경이 불확실해지고 있고, 메모리 가격도 더 오르기 힘든 상황에서 수요 탄력은 떨어지고 있다.

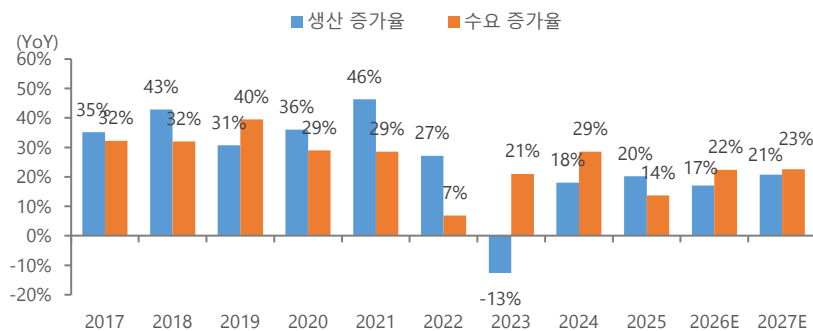
NAND의 경우는 최근 eSSD 특수와 올해 생산 증가율 하락 덕분에 공급부족을 겪었는데, eSSD를 제외하면 소비경기 의존도가 높고 업계 경쟁이 심하여 수급 구조가 취약하다. 에이전트 AI 시장의 성장을 기대하고 증설을 하지만, 만일 수요 성장이 기대에 미치지 못하면 언제든지 수급 상황이 바뀔 수 있는 산업이다.

Fig. 13: 글로벌 DRAM 수요, 공급 증가율 비교



자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 14: 글로벌 NAND 수요, 공급 증가율 비교



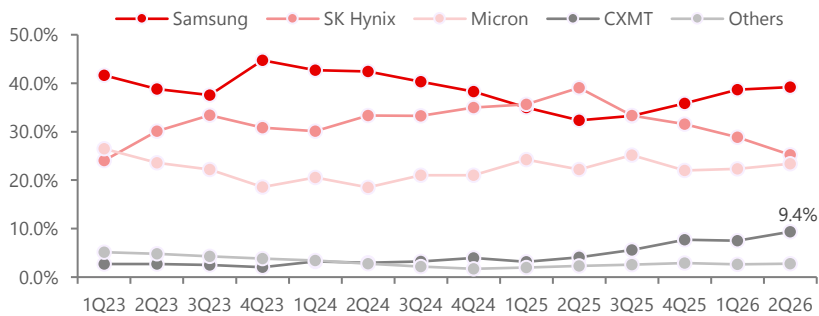
자료: 옴디아, BNK투자증권

IV. 잠재적 경쟁 심화 우려

중국 후발주자들의 글로벌 시장 진입 기회

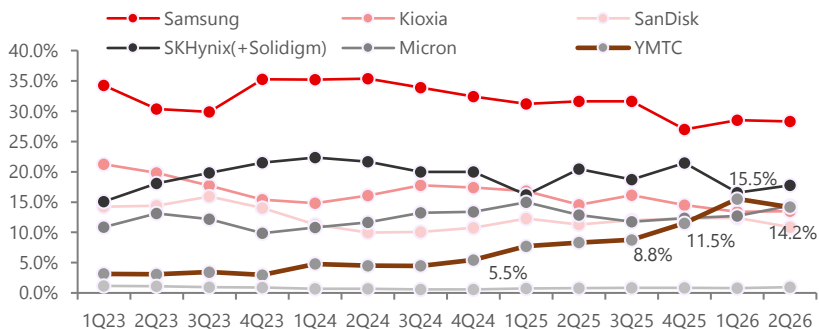
과거 닷컴 버블 특수를 계기로 많은 대만 DRAM 후발 주자들이 글로벌 시장 진입에 성공할 수 있었던 것처럼, 이번 AI 특수를 통해 중국업체들이 글로벌 PC, 스마트폰 OEM 공급망에 본격 진입하는 계기가 될 것 같다. 상위 메모리 업체들이 AI서버 메모리 공급에 집중하면서 IT, 가전 향 메모리 공급에 대응을 잘 못함에 따라, 글로벌 OEM들이 중국 업체들을 뱅더로 편입하고 있다. DRAM 업체 CXMT의 경우는 아직 17nm 공정 주력이고 우리와 기술 격차가 3년 정도 벌어져 있지만, DDR5 생산 규모를 확대하고 있고 공격적인 Capa 증설과 기술 지원 덕분에 빠르게 성장하고 있다. 아직 시장 점유율이 2Q26 9.4% 수준이나, Wafer Capa 기준으로는 15% 점유율 수준이다. NAND업체 YMTC는 이제 우리와 기술격차가 크지 않고 Capa 증설을 통해 빠르게 점유율을 올리고 있다. 현재 글로벌 3~4위 수준이다.

Fig. 15: 생산자 별 글로벌 DRAM 시장 점유율



자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 16: 생산자 별 글로벌 NAND 시장 점유율

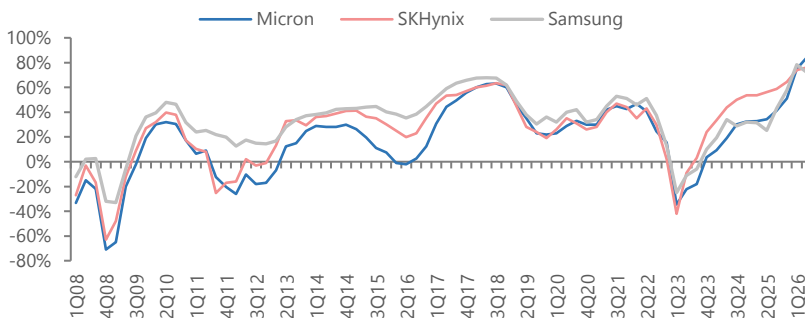


자료: 옴디아, BNK투자증권

생산자 별 수익성 무차별화, 심지어 역전 현상

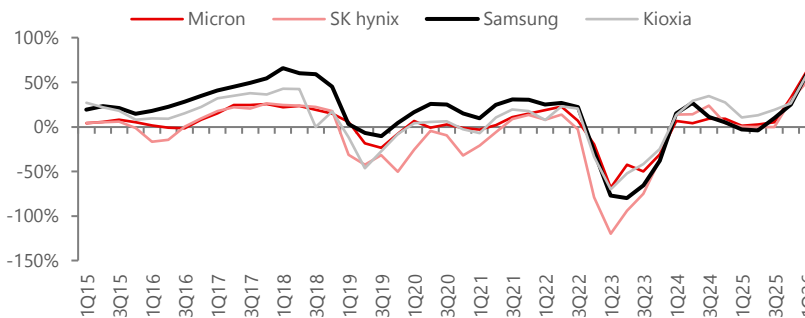
일반 메모리 가격이 급등하면서 후발주자들의 수익성이 더 크게 좋아졌다. 특히 마이크론은 기술력 향상으로 지난 몇 년간 생산성이 크게 개선되고 있으며, 이번 가격 급상승 덕분에 수익성면에서 처음으로 한국 선두업체들을 넘어섰다. 지난 FY3Q26(3~5월) 마이크론 영업이익률은 80.4%로, SK하이닉스 76%, 삼성전자 DS 70%를 상회했다. CXMT는 82%를 기록한 것으로 알려지며, 키옥시아는 2Q26 75%를 기록하여 한국업체들의 60%후반 수준을 넘어섰다. 만일 메모리 수요 성장세가 꺾여 공급과잉이 되는 경우, 업계 경쟁이 과거 보다 훨씬 심해질 수 있는 잠재 리스크다.

Fig. 17: 생산자 별 DRAM 영업이익률 비교 - 마이크론 1위로 부상



자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 18: 생산자 별 NAND 영업이익률 비교

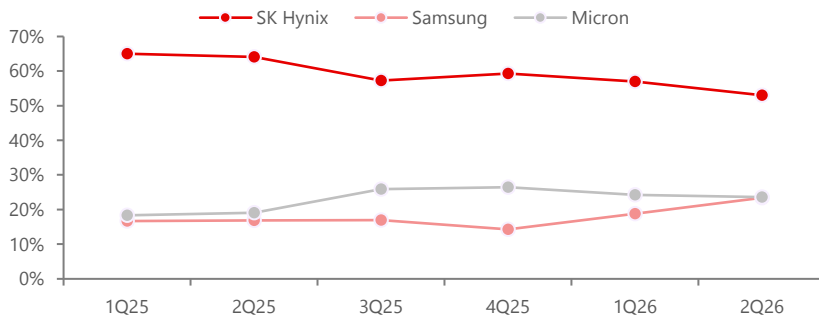


자료: 옴디아, BNK투자증권

내년 HBM 경쟁 심화: 삼성과 마이크론 약진

HBM 시장은 그동안 엔비디아 공급망내 SK하이닉스가 절대 우위를 유지하였으나, 삼성전자가 HBM4부터 20~30%를 점유하고 마이크론도 10~20% 점유가 예상되어 격차가 줄 전망이다. 올해말에는 삼성전자의 TSV 생산능력이 SK하이닉스 보다 더 커지고, 마이크론도 연말 월 10만장 수준까지 Capa가 늘어나고 2Q27부터 미국 보이즈 Fab이 가동하기 때문에 점유율 상승 기회가 있다. 엔비디아가 내년 루빈울트라 신모델에 탑재될 HBM4E 규격을 12~16단에서 8단으로 낮춘 건, 패키지 기술이 아직 부족한 삼성전자에는 상당한 기회 요인이다. 반면 SK하이닉스에는 기술적 차별화 요소가 적어져 불리하다. 결국 내년 HBM4E 시장 경쟁 구도는 3사간 점유율 격차가 상당히 줄게 되고, 엔비디아의 가격 협상력이 높아질 전망이다.

Fig. 19: HBM 시장 점유율 추이



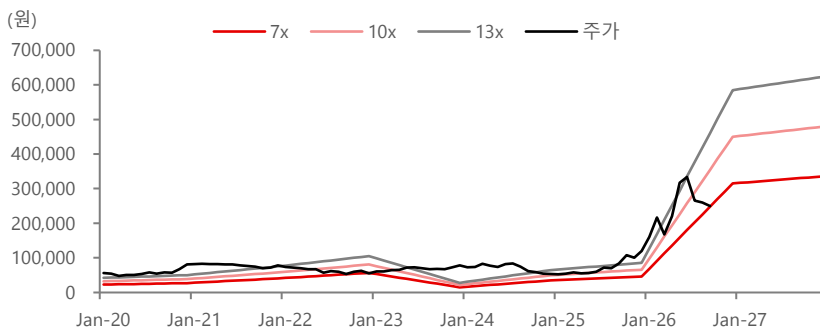
자료: 옴디아, BNK투자증권

V. 투자전략: 상단이 제한된 박스권 트레이딩

수요 모멘텀 둔화가 주가 상단 제한

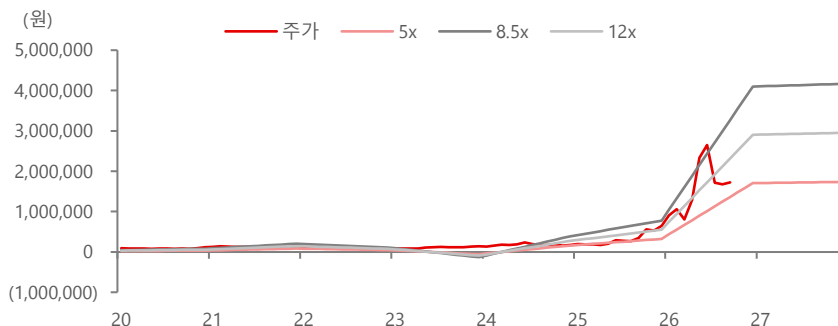
7월 낙폭 확대 이후, Valuation 지지와 대규모 주주환원 기대, AI서버 출하 호조로 반도체 주가가 점차 반등하고 있으나, 메모리 Cost 한계 도달에 따른 수요탄력 둔화와 금리 상승 추세가 지속되고 있어 주가 상단은 제한적일 전망이다. 삼성전자는 P/E 밴드, SK하이닉스는 P/EBIT 밴드 하단에서 주가 반등에 성공하였으나, 모멘텀 둔화가 지속되기 때문에 평균 Valuation 수준을 넘지 못할 전망이다. 지금 증시는 과거 '96~'97년과 비슷한 모습이다. 세계적인 멀티미디어 붐 특수를 타고 '92~'95년 4년간 최대 호황을 누리던 DRAM 시장이 '95년 말 정점을 친 후, 반도체 주가는 '96년 한동안 저PER주로 횡보하다가, 마침내 '97년 마이크로론 본격 시장 진입과 아시아 외환위기로 공급과잉에 진입하면서 추가 하락한 바 있다.

Fig. 20: 삼성전자 P/E 밴드 차트



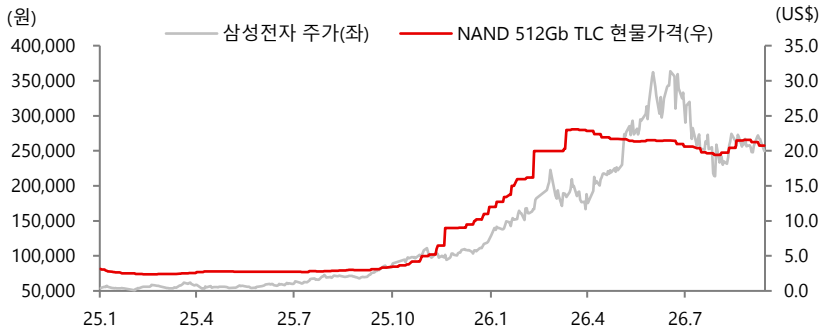
자료: BNK투자증권

Fig. 21: SK하이닉스 P/EBIT 밴드 차트



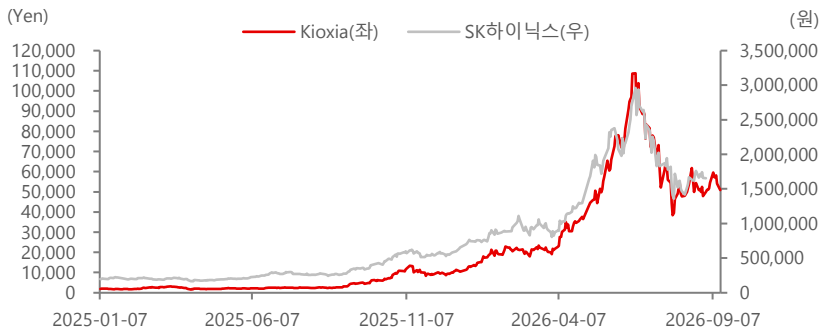
자료: BNK투자증권

Fig. 22: 삼성전자 주가와 NAND 현물가격 비교



자료: InspectrumTech, BNK투자증권

Fig. 23: SK하이닉스와 키옥시아 주가 비교



자료: BNK투자증권

삼성전자, SK하이닉스 하반기 실적은 시장 기대치 하회 전망

메모리 가격 상승 둔화와 원화 강세 영향으로 삼성전자, SK하이닉스 둘 다 3Q26, 4Q26 영업이익이 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 10%후반대 상승할 것으로 예상했던 3Q26 DRAM ASP는 14%QoQ 상승에 그칠 것으로 예상되며, US\$/원 평균 환율은 당초 1,480원에서 1,420원으로 낮아질 전망이다. 삼성전자 3Q26, 4Q26 영업이익을 114.7조원, 121.7조원에서 108.5조원, 118.8조원으로 각각 5%, 2% 하향조정한다. SK하이닉스 영업이익도 76.4조원, 79.7조원에서 72.1조원, 76.4조원으로 각각 6%, 4% 하향조정한다.

기업 리포트

삼성전자 (005930)	20
SK하이닉스 (000660)	26

삼성전자 (005930)

기업분석 리포트

BNK 투자증권

메모리 수요 둔화 흐름 지속, 주가 상단 제한적

3Q26, 4Q26 영업이익 각각 5%, 2% 하향조정, 기대치 하회 전망

동사 3Q26, 4Q26 영업이익을 기존의 114.7조원, 121.7조원에서 108.5조원, 118.8조원으로 각각 5%, 2% 하향조정한다. 3Q26 DRAM ASP 상승률을 18%QoQ에서 14%QoQ로 낮추고, US\$/원 평균 환율을 이전 1,480원에서 1,420원으로 낮추었으며, SDC의 실적 부진을 반영하였다.

메모리 수요 둔화흐름 지속, 반면 증설 경쟁은 더욱 심화

System 내 메모리 Cost가 한계에 도달함에 따라, IT 제품에 이어 서버에서도 수요탄력이 떨어지고 있다. 또한 LLM 시장에서 폐쇄형모델의 점유율 급락, 경쟁 심화에 따른 가격 인하 조치로 6월 이후 토른 단위당 지불가격이 절반 이하로 급락했다. 이는 매출 성장 둔화로 이어져 반도체 구매 여력을 낮추는 요소가 될 전망이다. 실제로 구글, 메타 등은 성능경쟁에서 가성비, 연비 제고 전략으로 선회하고 있으며, 오픈AI와 엔스로픽도 프론티어 모델 개발 속도 조절에 나서며 보안, 신뢰성 회복에 치중하는 모습이다. 거시환경 불확실성이 높아지고, 메모리 가격이 더 이상 오르기 힘들고 수요탄력이 떨어지는 반면, 오히려 생산업체들은 장기 수요를 낙관하며 공격적으로 증설에 나서고 있어, 메모리 수급 방향성이 안좋아 보인다.

목표주가 27만원으로 하향조정, 투자의견 '보유'로 하향

주주환원 프로그램이 긍정적이나 주가 방향성에 영향을 주지는 못할 전망이다. 파운드리 수익성 개선 기대가 유효하지만 주가에 상당 부분 반영된 것 같다. 실적 하향조정에 따라 목표주가를 30만원에서 27만원(P/B 2.6x)으로 하향조정하며, 상승여력이 낮아 투자의견은 '보유'로 하향조정한다.

Fig. 24: 삼성전자 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	300,871	333,606	712,151	761,512	692,976
영업이익	32,726	43,601	373,996	389,506	254,168
세전이익	37,530	49,481	383,036	404,704	278,372
순이익[지배]	33,621	44,261	300,018	316,989	218,038
EPS(원)	4,950	6,564	44,978	47,677	32,794
증감률(%)	132.3	32.6	585.2	6.0	-31.2
PER(배)	10.7	18.3	5.5	5.2	7.6
PBR	0.9	1.9	2.3	1.7	1.4
EV/EBITDA	3.6	7.7	3.0	2.4	2.9
ROE(%)	9.0	10.8	52.7	38.0	20.5
배당수익률	2.7	1.4	4.4	3.9	2.3

자료: 삼성전자, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견

보유

[하향]

목표주가(6M) 270,000원

[하향]

8.4%

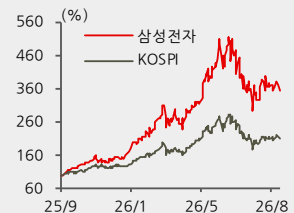
현재주가 249,000원

2026/9/14

주식지표

시가총액	1,455,723십억원
52주최고가	362,500원
52주최저가	75,400원
상장주식수	584,628만주/80,237만주
자본금/액면가	898십억원/100원
60일평균거래량	2,746만주
60일평균거래대금	7,524십억원
외국인지분율	46.6%
자기주식수	10,967만주/1.9%
주요주주및지분율	
삼성생명보험 외	19.7%
국민연금공단	7.8%

주가동향



이민희

반도체/IT

mhlee@bnkfn.co.kr

(02)2115-5148

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표 1. 삼성전자 3Q26, 4Q26 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	수정 후		수정 전		변경	
	3Q26E	4Q26E	3Q26E	4Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	199,960	206,818	208,218	213,251	-4%	-3%
DS(반도체)	146,460	158,652	152,643	162,345	-4%	-2%
Memory	139,481	151,382	145,310	154,650	-4%	-2%
System LSI	7,822	8,155	8,152	8,554	-4%	-5%
SDC(Display)	7,479	9,096	9,615	10,187	-22%	-11%
DX(휴대폰/가전)	53,649	47,706	48,946	44,056	10%	8%
MX(무선)	38,827	33,076	32,847	28,324	18%	17%
VD	7,166	7,273	8,443	8,375	-15%	-13%
Harman	4,349	5,038	4,349	5,038	0%	0%
영업이익	108,490	118,781	114,742	121,725	-5%	-2%
DS(반도체)	108,858	118,560	114,210	121,029	-5%	-2%
Memory	109,926	119,312	115,379	121,889	-5%	-2%
System LSI	-1,067	-752	-1,170	-860	-9%	n.a
SDC(DP)	558	1,023	1,036	1,214	-46%	-16%
DX(휴대폰/가전)	-1,305	-1,189	-881	-905	n.a	n.a
MX(무선)	-1,228	-1,030	-453	-355	n.a	n.a
VD	85	97	-267	-294	n.a	n.a
Harman	378	387	378	387	0%	0%
세전이익	110,581	119,186	117,559	121,644	-6%	-2%
순이익(지배)	89,517	92,130	95,887	94,294	-7%	-2%

자료: BNK투자증권

표 2. 삼성전자 스마트폰, TV 실적 추정 가정들

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
Smart폰 출하량(백만대)	59	65	67	65	70	64	67	60	240	256	261
%QoQ, %YoY	-2%	10%	3%	-3%	8%	-9%	5%	-10%	7%	7%	2%
ASP(US\$)	348	267	328	282	353	297	320	288	286	306	316
%QoQ, %YoY	43%	-23%	23%	-14%	25%	-16%	8%	-10%	-3%	7%	3%
영업이익률	9%	-2%	-4%	-4%	3%	0%	2%	6%	12%	0%	3%
TV 출하량(백만대)	9	8	8	10	8	8	9	10	35	35	34
%QoQ, %YoY	-18%	-8%	3%	15%	-18%	3%	5%	16%	-5%	-2%	-1%
영업이익률	2%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	1%	1%	3%

자료: BNK투자증권

표 3. 삼성전자 분기 별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
평균 원/US\$	1,466	1,502	1,420	1,410	1,409	1,408	1,407	1,406	1,422	1,449	1,408
매출액	133,873	171,499	199,960	206,818	207,232	196,658	198,513	159,109	333,606	712,151	761,512
DS(반도체)	81,716	127,516	146,460	158,652	150,008	151,004	142,595	110,024	130,128	514,344	553,631
Memory	74,780	120,840	139,481	151,382	143,152	143,423	134,170	101,559	104,081	486,483	522,304
Non-Memory	7,027	7,519	7,822	8,155	7,742	8,510	9,354	9,441	26,433	30,522	35,046
SDC(Display)	6,694	7,485	7,479	9,096	6,986	7,873	9,333	9,708	29,842	30,754	33,900
DX(휴대폰/가전)	52,655	48,022	53,649	47,706	57,132	48,847	53,538	47,235	187,967	202,031	206,751
MX(무선)	37,504	32,295	38,827	33,076	42,537	33,062	38,187	32,029	126,474	141,701	145,814
VD	7,728	7,718	7,166	7,273	6,847	7,417	7,357	7,526	30,861	29,884	29,148
Harman	3,826	4,568	4,349	5,038	3,903	4,705	4,784	5,542	15,783	17,781	18,934
영업이익	57,233	89,492	108,490	118,781	113,584	111,027	100,122	64,773	43,601	373,996	389,506
DS(반도체)	53,663	89,196	108,858	118,560	111,407	109,800	97,731	61,361	24,858	370,277	380,298
Memory	53,574	90,059	109,926	119,312	112,085	110,364	97,944	61,296	29,722	372,871	381,688
Non-Memory	-813	-2,165	-1,067	-752	-678	-564	-214	66	-6,922	-4,798	-1,390
SDC(DP)	363	681	558	1,023	427	550	1,034	1,079	4,116	2,625	3,089
DX(휴대폰/가전)	2,968	-819	-1,305	-1,189	1,442	237	922	1,888	12,853	-345	4,489
MX(무선)	3,008	-315	-1,228	-1,030	1,314	104	767	1,666	12,900	435	3,851
VD	166	87	85	97	128	133	212	330	421	435	803
Harman	222	415	378	387	309	440	435	445	1,531	1,402	1,629
세전이익	58,828	94,440	110,581	119,186	116,021	114,154	105,095	69,433	49,481	383,036	404,704
순이익(지배)	47,101	71,269	89,517	92,130	101,591	88,164	83,084	44,149	44,261	300,018	316,989

자료: BNK투자증권

표 4. 삼성전자 DRAM 실적

(단위: 십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E
매출액	49,571	81,161	91,000	98,227	93,665	94,632	88,042	65,569	319,959	341,909
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	29,900	33,189	34,517	36,429	35,113	38,468	42,135	44,860	134,036	160,576
%QoQ, %YoY	2%	11%	4%	6%	-4%	10%	10%	6%	27%	20%
ASP(1Gb eq, US\$)	1.13	1.63	1.86	1.91	1.89	1.75	1.49	1.04	1.65	1.51
%QoQ, %YoY	93%	44%	14%	3%	-1%	-8%	-15%	-30%	274%	-8%
Full cost/chip(US\$)	0.22	0.33	0.31	0.33	0.32	0.31	0.32	0.33	0.30	0.32
%QoQ, %YoY	-6%	49%	-6%	5%	-2%	-2%	1%	5%	27%	7%
영업이익	38,673	63,019	74,169	79,958	76,363	76,127	67,691	43,175	255,819	263,355
영업이익률	78%	78%	82%	81%	82%	80%	77%	66%	80%	77%

자료: BNK투자증권

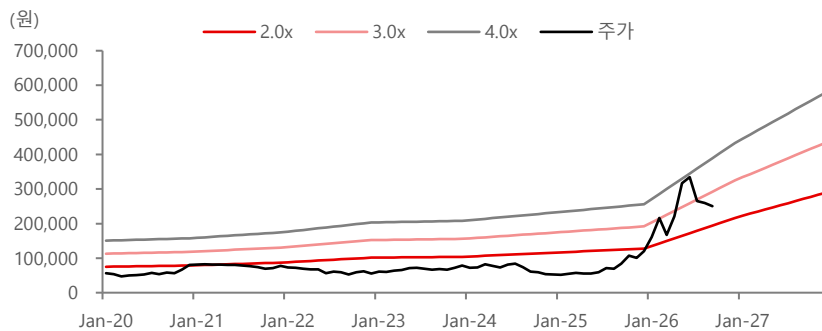
표 5. 삼성전자 NAND 실적

(단위: 십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E
매출액	22,647	39,128	47,957	52,657	48,989	48,318	45,679	35,563	162,388	178,548
출하량(1GB eq, Mn)	112,213	113,335	122,402	131,410	124,839	131,081	145,893	162,379	479,359	564,192
%QoQ, %YoY	9%	1%	8%	7%	-5%	5%	11%	11%	18%	18%
ASP(1GB eq, US\$)	0.14	0.23	0.28	0.28	0.28	0.26	0.22	0.16	0.23	0.22
%QoQ, %YoY	88%	67%	20%	3%	-2%	-6%	-15%	-30%	282%	-4%
Full cost/chip(US\$)	0.10	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.14	0.12	0.14
%QoQ, %YoY	-3%	37%	-1%	2%	3%	2%	-1%	3%	21%	13%
영업이익	13,877	26,709	35,442	39,155	35,722	34,237	30,254	18,121	115,183	118,333
영업이익률	61%	68%	74%	74%	73%	71%	66%	51%	71%	66%

자료: BNK투자증권

Fig. 25: 삼성전자 P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	227,062	247,685	619,289	842,838	1,009,327
현금성자산	53,706	57,856	241,009	430,148	603,454
매출채권	43,623	51,128	94,953	101,535	92,397
재고자산	51,755	52,637	79,128	84,612	86,622
비유동자산	287,470	319,257	361,523	402,785	434,270
투자자산	24,349	31,348	46,975	55,795	63,439
유형자산	205,945	215,305	234,286	258,937	274,721
무형자산	23,739	29,481	37,137	44,928	52,986
자산총계	514,532	566,942	980,813	1,245,623	1,443,597
유동부채	93,326	106,411	204,701	217,671	199,662
매입채무	12,370	13,039	27,835	29,765	27,086
단기차입금	13,173	17,575	17,575	17,575	17,575
비유동부채	19,014	24,210	44,322	46,944	43,303
사채및장기차입금	21	2,813	2,813	2,813	2,813
부채총계	112,340	130,622	249,023	264,615	242,965
지배기업지분	391,688	424,313	713,372	955,815	1,170,779
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	370,513	402,136	691,194	933,637	1,148,602
자본총계	402,192	436,320	731,790	981,007	1,200,631
총차입금	19,330	25,239	24,062	24,062	24,062
순차입금	-93,322	-100,608	-362,032	-561,228	-720,571

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	72,983	85,315	365,668	370,568	252,113
당기순이익	34,451	45,207	306,429	323,763	222,697
비현금비용	51,854	60,567	130,120	138,304	115,785
감가상각비	42,631	46,927	52,843	56,709	59,457
비현금수익	-8,907	-8,171	-11,964	-20,105	-27,111
자산및부채의증감	-1,568	-9,614	8,246	-8,760	-28,796
매출채권감소	-3,139	-2,535	-43,826	-6,581	9,138
재고자산감소	2,541	-3,591	-26,491	-5,485	-2,010
매입채무증가	-1,539	-3,257	14,796	1,929	-2,679
법인세환급(납부)	-6,450	-7,137	-76,607	-80,941	-55,674
투자활동현금흐름	-85,382	-68,512	-170,378	-106,884	-75,734
유형자산증가	-51,406	-47,522	-67,481	-76,151	-69,298
유형자산감소	156	150	0	0	0
무형자산순감	-2,319	-4,617	-12,000	-13,000	-14,000
재무활동현금흐름	-7,797	-13,478	-12,137	-74,545	-3,073
차입금증가	6,644	5,909	-1,178	0	0
자본의증감	0	0	0	0	0
배당금지급	-10,889	-9,897	-10,959	-74,545	-3,073
현금의증가	-15,375	4,151	183,152	189,139	173,306
기말현금	53,706	57,856	241,009	430,148	603,454
잉여현금흐름(FCF)	21,576	37,793	298,186	294,417	182,815

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	300,871	333,606	712,151	761,512	692,976
매출원가	186,562	202,236	219,267	238,691	313,406
매출총이익	114,309	131,370	492,884	522,821	379,570
매출총이익률	38.0	39.4	69.2	68.7	54.8
판매비와관리비	81,583	87,769	118,889	133,315	125,403
판관비율	27.1	26.3	16.7	17.5	18.1
영업이익	32,726	43,601	373,996	389,506	254,168
영업이익률	10.9	13.1	52.5	51.1	36.7
EBITDA	75,357	90,528	426,839	446,215	313,625
영업외손익	4,804	5,880	9,040	15,197	24,204
금융이자손익	3,915	3,987	9,190	18,054	24,959
외화관련손익	-363	16	822	-2	0
기타영업외손익	1,252	1,877	-972	-2,855	-755
세전이익	37,530	49,481	383,036	404,704	278,372
세전이익률	12.5	14.8	53.8	53.1	40.2
법인세비용	3,078	4,275	76,607	80,941	55,674
법인세율	8.2	8.6	20.0	20.0	20.0
계속사업이익	34,451	45,207	306,429	323,763	222,697
당기순이익	34,451	45,207	306,429	323,763	222,697
당기순이익률	11.5	13.6	43.0	42.5	32.1
지배기업순이익	33,621	44,261	300,018	316,989	218,038
총포괄손익	51,296	51,291	306,429	323,763	222,697

주요투자지표

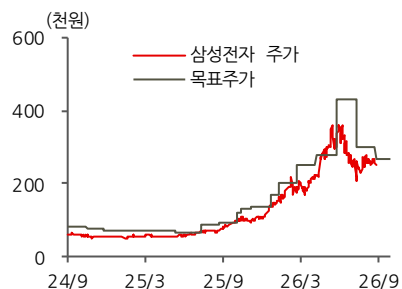
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	4,950	6,564	44,978	47,677	32,794
BPS	57,930	63,976	108,289	144,754	177,086
CFPS	11,394	14,474	63,653	66,474	46,832
DPS	1,446	1,668	11,400	10,000	6,000
PER (배)	10.7	18.3	5.5	5.2	7.6
PSR	1.2	2.4	2.3	2.2	2.4
PBR	0.9	1.9	2.3	1.7	1.4
PCR	4.7	8.3	3.9	3.7	5.3
EV/EBITDA	3.6	7.7	3.0	2.4	2.9
배당성향 (%)	25.0	21.6	21.3	17.7	15.5
배당수익률	2.7	1.4	4.4	3.9	2.3
매출액증가율	16.2	10.9	113.5	6.9	-9.0
영업이익증가율	398.3	33.2	757.8	4.1	-34.7
순이익증가율	132.3	31.6	577.8	5.7	-31.2
EPS증가율	132.3	32.6	585.3	6.0	-31.2
부채비율 (%)	27.9	29.9	34.0	27.0	20.2
차입금비용	4.8	5.8	3.3	2.5	2.0
순차입금/자기자본	-23.2	-23.1	-49.5	-57.2	-60.0
ROA (%)	7.1	8.4	39.6	29.1	16.6
ROE	9.0	10.8	52.7	38.0	20.5
ROIC	10.6	13.2	89.4	81.9	47.6

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/9/14 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
삼성전자 (005930)	24/09/13	매수	81,000원	-25.5	-20.1
	24/11/01	매수	76,000원	-27.5	-22.8
	24/12/12	매수	72,000원	-24.6	-22.1
	25/01/08	매수	72,000원	-24.8	-22.1
	25/01/31	매수	72,000원	-23.1	-18.5
	25/03/19	매수	72,000원	-18.0	-14.2
	25/04/08	매수	72,000원	-23.0	-21.4
	25/04/30	매수	72,000원	-22.8	-20.0
	25/05/29	매수	69,000원	-15.4	-13.2
	25/06/17	매수	69,000원	-8.1	5.2
	25/07/31	매수	87,000원	-19.2	-17.4
	25/09/10	매수	91,000원	-5.0	7.8
	25/10/22	매수	120,000원	-17.1	-15.0
	25/10/30	매수	130,000원	-22.4	-14.5
	25/11/25	매수	135,000원	-17.0	4.4
	26/01/08	매수	170,000원	-13.0	-4.5
	26/01/29	매수	200,000원	-9.6	9.0
	26/03/10	매수	250,000원	-24.7	-16.6
	26/04/02	매수	250,000원	-16.4	-10.2
	26/04/27	매수	280,000원	3.6	28.8
	26/06/15	매수	430,000원	-22.6	-15.7
	26/07/07	매수	430,000원	-40.2	-33.7
	26/07/30	매수	300,000원	-14.5	-6.2
	26/09/14	보유	270,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

메모리 가격 둔화와 원화 강세로 하반기 실적 기대치 하회

3Q26, 4Q26 영업이익 각각 6%, 4% 하향조정

16%QoQ 상승할 것으로 예상했던 3Q26 DRAM ASP는 12%QoQ 상승에 그칠 것으로 예상되며, US\$/원 평균 환율은 당초 1,480원에서 1,420원으로 낮아질 전망이다. 동사 3Q26, 4Q26 영업이익을 기존의 76.4조원, 79.7조원에서 72.1조원, 76.4조원으로 각각 6%, 4% 하향조정한다.

메모리 수요 둔화흐름 지속, 반면 증설 경쟁은 더욱 심화

System 내 메모리 Cost가 한계에 도달함에 따라, IT 제품에 이어 서버에서도 수요탄력이 떨어지고 있다. 또한 LLM 시장에서 폐쇄형모델의 점유율 급락, 경쟁 심화에 따른 가격 인하 조치로 6월 이후 토른 단위당 지불가격이 절반 이하로 급락했다. 이는 매출 성장 둔화로 이어져 반도체 구매 여력을 낮추는 요소가 될 전망이다. 실제로 구글, 메타 등은 성능경쟁에서 가성비, 연비 제고 전략으로 선회하고 있으며, 오픈AI와 엔스로픽도 프론티어 모델 개발 속도 조절에 나서며 보안, 신뢰성 회복에 치중하는 모습이다. 거시환경 불확실성이 높아지고, 메모리 가격이 더 이상 오르기 힘들고 수요탄력이 떨어지는 반면, 오히려 생산업체들은 장기 수요를 낙관하며 공격적으로 증설에 나서고 있어, 메모리 수급 방향성이 안좋아 보인다.

투자의견 '보유' 유지, 목표주가 148만원 유지

주주환원 프로그램이 긍정적이기는 하지만 주가 방향성에 영향을 주지는 못할 전망이다. AI 서버 출하가 여전히 강하고 Valuation이 주가 하단을 지지하고 있으나, 수요 모멘텀 둔화가 지속되기 때문에 평균 Valuation 수준 이하로 상단도 제한될 전망이다. 박스권 트레이딩 전략이 여전히 유효하며 투자 의견 '보유'를 유지한다.

Fig. 26: SK하이닉스 연결재무제표 요약

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	66,193	97,147	321,918	341,117	279,716
영업이익	23,467	47,206	246,686	248,981	100,463
세전이익	23,885	50,466	265,767	254,983	109,027
순이익[지배]	19,789	42,919	217,784	208,946	89,343
EPS(원)	27,182	58,955	301,360	286,035	122,305
증감률(%)	흑자전환	116.9	411.2	-5.1	-57.2
PER(배)	6.4	11.0	5.6	5.9	13.9
PBR	1.7	3.9	3.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	3.9	7.7	4.0	3.2	6.5
ROE(%)	31.1	44.2	94.9	47.2	15.1
배당수익률	1.3	0.5	0.8	8.4	0.8

자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자의견**보유**

[유지]

목표주가(6M) 1,480,000원

[유지]

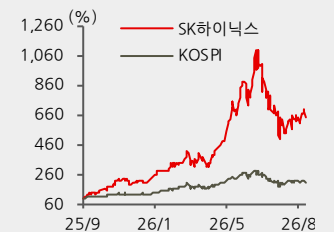
-12.8%

현재주가 1,697,000원

2026/9/14

주식지표

시가총액	1,239,646십억원
52주최고가	2,919,000원
52주최저가	328,500원
상장주식수	73,049만주/0.0만주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
60일평균거래량	534만주
60일평균거래대금	10,376십억원
외국인지분율	50.5%
자기주식수	1,534만주/2.1%
주요주주및지분율	
에스케이스퀘어	20.0%
외	
국민연금공단	7.3%

주가동향**이민희**

반도체/IT

mhlee@bnkfn.co.kr

(02)2115-5148

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표 1. SK하이닉스 3Q26, 4Q26 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	수정후		수정전		변경률	
	3Q26E	4Q26E	3Q26E	4Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	92,065	97,957	96,679	101,505	-5%	-3%
DRAM	66,210	70,400	72,475	76,802	-9%	-8%
NAND	25,420	27,094	24,026	24,521	6%	10%
기타	435	464	179	182	144%	155%
영업이익	72,078	76,454	76,379	79,733	-6%	-4%
DRAM	54,079	57,357	60,041	63,485	-10%	-10%
NAND	17,964	19,074	16,338	16,249	10%	17%
기타	35	23	0	0	n.a	n.a
세전이익	27,788	63,654	29,113	74,079	-5%	-14%
순이익(지배)	13,428	70,206	14,118	79,081	-5%	-11%

자료: BNK투자증권

표 2. SK하이닉스 분기 별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
원/US\$(평균)	1,466	1,502	1,420	1,410	1,409	1,408	1,407	1,406	1,422	1,449	1,408
매출액	52,576	79,319	92,065	97,957	94,736	96,830	85,975	63,576	97,147	321,918	341,117
DRAM	40,659	56,983	66,210	70,400	68,558	68,852	61,317	45,465	74,904	234,252	244,192
NAND	11,574	21,960	25,420	27,094	25,737	27,506	24,243	17,806	20,690	86,047	95,292
기타	343	376	435	464	441	471	415	305	1,552	1,619	1,632
영업이익	37,610	60,543	72,078	76,454	73,405	74,196	62,634	38,746	47,206	246,686	248,981
DRAM	31,653	45,773	54,079	57,357	55,604	55,336	47,302	30,368	44,931	188,862	188,609
NAND	5,973	14,726	17,964	19,074	17,779	18,861	15,332	8,378	2,301	57,737	60,350
기타	-16	44	35	23	22	0	0	0	-26	86	22
영업이익률	72%	76%	78%	78%	77%	77%	73%	61%	49%	77%	73%
DRAM	78%	80%	82%	81%	81%	80%	77%	67%	60%	81%	77%
NAND	52%	67%	71%	70%	69%	69%	63%	47%	11%	67%	63%
세전이익	51,617	122,708	27,788	63,654	76,412	75,551	64,192	38,828	50,466	265,767	254,983
지배주주순이익	40,330	93,820	13,428	70,206	69,024	67,988	52,682	19,253	42,919	217,784	208,946

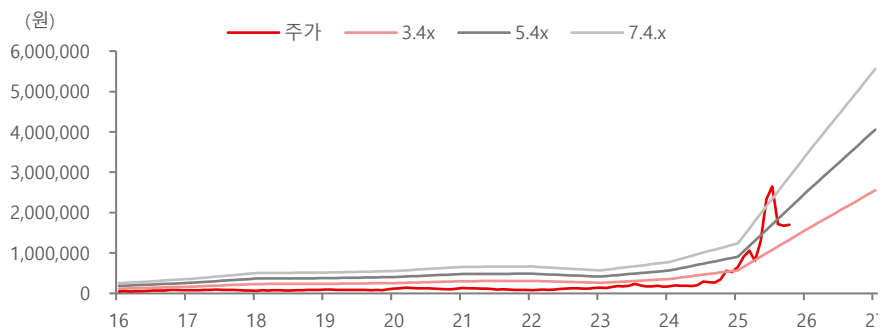
자료: BNK투자증권

표 3. SK하이닉스 DRAM, NAND 실적추정 가정들

	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
DRAM											
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	25,463	27,246	29,970	31,158	30,671	32,792	34,381	36,444	94,298	113,837	134,289
%QoQ, %YoY	-1%	7%	10%	4%	-2%	7%	5%	6%	25%	21%	18%
ASP(1Gb eq, US\$)	1.09	1.39	1.56	1.60	1.59	1.49	1.27	0.89	0.56	1.42	1.29
%QoQ, %YoY	65%	28%	12%	3%	-1%	-6%	-15%	-30%	29%	154%	-9%
Full cost/chip(US\$)	0.24	0.27	0.29	0.30	0.30	0.29	0.29	0.29	0.22	0.28	0.29
%QoQ, %YoY	14%	14%	4%	4%	1%	-2%	-1%	2%	-4%	23%	7%
NAND											
Bit 출하(1GB eq, Mn)	51,094	59,269	60,455	63,003	61,113	70,280	73,794	77,483	201,185	233,821	282,669
%QoQ, %YoY	-13%	16%	2%	4%	-3%	15%	5%	5%	10%	16%	21%
ASP(1GB eq, US\$)	0.15	0.25	0.30	0.30	0.30	0.28	0.23	0.16	0.07	0.25	0.24
%QoQ, %YoY	70%	60%	20%	3%	-2%	-7%	-16%	-30%	-6%	251%	-6%
Full cost/chip(US\$)	0.07	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.06	0.08	0.09
%QoQ, %YoY	18%	9%	7%	4%	2%	-5%	-2%	1%	-3%	30%	5%

자료: BNK투자증권

Fig. 27: SK하이닉스 P/B 밴드 차트



자료: BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	42,279	69,458	323,412	504,969	549,730
현금성자산	11,205	14,924	182,937	356,545	426,719
매출채권	13,019	18,199	45,988	48,731	39,959
재고자산	13,314	14,289	35,769	37,902	31,080
비유동자산	77,576	106,650	139,878	173,578	198,263
투자자산	6,522	17,172	20,717	21,529	20,945
유형자산	60,157	77,503	107,052	139,832	165,015
무형자산	4,019	4,049	4,184	4,291	4,377
자산총계	119,855	176,108	463,290	678,547	747,993
유동부채	24,965	37,379	104,980	110,754	92,287
매입채무	2,277	2,848	9,439	10,002	8,202
단기차입금	1,283	2,396	2,396	2,396	2,396
비유동부채	20,974	18,062	19,714	20,111	18,841
사채및장기차입금	17,431	14,086	11,086	11,086	11,086
부채총계	45,940	55,441	124,694	130,865	111,128
지배기업지분	73,904	120,516	338,300	547,247	636,370
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	324,361	533,307	622,431
자본총계	73,916	120,667	338,596	547,682	636,865
총차입금	27,200	29,674	39,310	40,389	36,937
순차입금	12,984	-5,581	-193,308	-368,800	-432,950

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	29,796	53,373	246,091	228,626	112,336
당기순이익	19,797	42,948	217,929	209,086	89,402
비현금비용	20,979	33,036	65,344	66,471	44,164
감가상각비	12,582	13,930	16,385	19,280	23,283
비현금수익	-3,925	-14,199	-279	-7,326	-9,852
자산및부채의증감	-5,600	-2,881	8,365	106	-349
매출채권감소	-5,098	-5,584	-27,789	-2,743	8,772
재고자산감소	167	-1,059	-21,479	-2,133	6,822
매입채무증가	-1,103	980	6,591	563	-1,800
법인세환급(납부)	-552	-5,891	-47,838	-45,897	-19,625
투자활동현금흐름	-18,005	-48,054	-87,714	-56,097	-38,492
유형자산증가	-15,946	-27,519	-45,069	-51,168	-47,552
유형자산감소	47	145	0	0	0
무형자산순감	-697	-1,058	-1,000	-1,000	-1,000
재무활동현금흐름	-8,704	-1,445	7,510	-9,685	-111,099
차입금증가	-6,781	2,475	9,636	1,079	-3,452
자본의증감	115	4,467	0	0	0
배당금지급	-826	-1,681	-2,125	-10,765	-107,647
현금의증가	3,618	3,719	168,013	173,608	70,174
기말현금	11,205	14,924	182,937	356,545	426,719
잉여현금흐름(FCF)	13,850	25,854	201,023	177,459	64,784

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	66,193	97,147	321,918	341,117	279,716
매출원가	34,365	38,456	53,058	66,439	153,434
매출총이익	31,828	58,691	268,860	274,677	126,281
매출총이익률	48.1	60.4	83.5	80.5	45.1
판매비와관리비	8,361	11,484	22,174	25,697	25,819
판매비율	12.6	11.8	6.9	7.5	9.2
영업이익	23,467	47,206	246,686	248,981	100,463
영업이익률	35.5	48.6	76.6	73.0	35.9
EBITDA	36,049	61,136	263,071	268,261	123,746
영업외손익	418	3,259	19,082	6,002	8,564
금융이자손익	-1,000	-429	1,610	5,225	7,635
외화관련손익	269	-448	-3,412	-155	0
기타영업외손익	1,149	4,136	20,884	932	929
세전이익	23,885	50,466	265,767	254,983	109,027
세전이익률	36.1	51.9	82.6	74.7	39.0
법인세비용	4,088	7,518	47,838	45,897	19,625
법인세율	17.1	14.9	18.0	18.0	18.0
계속사업이익	19,797	42,948	217,929	209,086	89,402
당기순이익	19,797	42,948	217,929	209,086	89,402
당기순이익률	29.9	44.2	67.7	61.3	32.0
지배기업순이익	19,789	42,919	217,784	208,946	89,343
총포괄손익	21,044	43,017	217,929	209,086	89,402

주요투자지표

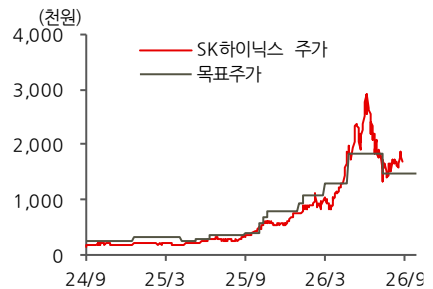
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
EPS (원)	27,182	58,955	301,360	286,035	122,305
BPS	104,567	167,604	465,166	751,201	873,207
CFPS	50,619	84,870	391,594	367,192	169,357
DPS	2,204	3,000	15,000	150,000	15,000
PER (배)	6.4	11.0	5.6	5.9	13.9
PSR	1.9	4.9	3.8	3.6	4.4
PBR	1.7	3.9	3.6	2.3	1.9
PCR	3.4	7.7	4.3	4.6	10.0
EV/EBITDA	3.9	7.7	4.0	3.2	6.5
배당성향 (%)	7.7	4.9	4.9	51.5	12.0
배당수익률	1.3	0.5	0.8	8.4	0.8
매출액증가율	102.0	46.8	231.4	6.0	-18.0
영업이익증가율	0.0	101.2	422.6	0.9	-59.7
순이익증가율	0.0	116.9	407.4	-4.1	-57.2
EPS증가율	0.0	116.9	411.2	-5.1	-57.2
부채비율 (%)	62.2	45.9	36.8	23.9	17.4
차입금비용	36.8	24.6	11.6	7.4	5.8
순차입금/자기자본	17.6	-4.6	-57.1	-67.3	-68.0
ROA (%)	18.0	29.0	68.2	36.6	12.5
ROE	31.1	44.2	94.9	47.2	15.1
ROIC	25.4	45.7	184.3	146.3	48.9

주: K-IFRS 연결 기준, 2026/9/14 종가 기준

투자 의견 및 목표주가 변경

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)

종목명	날짜	투자 의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK하이닉스 (000660)	24/08/26	매수	230,000원	-24.1	-13.8
	24/10/25	매수	250,000원	-29.0	-19.8
	25/01/06	매수	310,000원	-33.7	-27.3
	25/01/23	매수	310,000원	-34.5	-28.7
	25/03/05	매수	310,000원	-36.5	-33.5
	25/03/19	매수	310,000원	-39.3	-30.5
	25/04/24	매수	250,000원	-21.9	-16.8
	25/05/29	매수	270,000원	-8.1	8.5
	25/07/01	매수	350,000원	-18.9	-14.3
	25/07/15	매수	350,000원	-21.7	-15.4
	25/07/24	매수	350,000원	-22.2	-0.6
	25/09/17	매수	400,000원	-1.6	21.4
	25/10/22	매수	580,000원	-11.9	-7.8
	25/10/29	매수	670,000원	-12.9	-7.5
	25/11/10	매수	780,000원	-28.1	-20.6
	25/12/12	매수	780,000원	-15.8	-3.1
	26/01/19	매수	920,000원	-15.2	-6.4
	26/01/30	매수	1,060,000원	-12.9	3.7
	26/03/18	매수	1,300,000원	-21.5	-5.8
	26/04/27	보유	1,300,000원	16.8	44.6
	26/05/12	보유	1,850,000원	23.3	-5.7
	26/07/08	보유	1,850,000원	2.0	-16.2
	26/07/29	보유	1,480,000원	10.5	-10.7
	26/09/14	보유	1,480,000원	-	-



투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2026.06.30기준) / 매수(Buy) 80.6%, 보유(Hold) 19.4%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.