

# 반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대





# CONTENTS

3	Summary
4	Key Chart
8	1. 반도체는 여전히 사이클 산업, PBR 이 타당 1-1) 체질변화, 하지만 반도체는 여전히 사이클 산업 1-2) 영원한 호황은 없다. 사이클의 하락을 생각한다면 PBR 이 타당 1-3) 구조적 변화에 따른 밸류에이션 확장의 시기
16	2. 밸류에이션 확장의 시작, 구조적변화 2-1) 구조적변화, 전고점과는 다른 P와 Q로 프리미엄 타당 2-2) 구조적변화_①높은 수요 2-3) 구조적변화_②공급부족, 기술 장벽과 캐파 잠식이 만든 가격 2-4) 구조적변화_③수급
36	3. 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대 3-1) 변동성에서 피어나는 고점 논쟁, 그러나 밸류에이션 확장에 따른 주가 상승 지속할 것
40	4. 종목분석 삼성전자(005930.KS) SK 하이닉스(000660.KS)

## Summary

### 반도체 고점 논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

#### 반도체 사이클의 본질과 PBR 가치 평가의 타당성

반도체 산업은 HBM과 같은 주문형 생산 확대에도 불구하고, 수요와 공급의 시차로 인해 호황과 불황을 반복하는 전형적인 사이클 산업이다. HBM은 고난도 공정과 장기 계약을 통해 가격 조정 속도를 늦출 뿐, 자본집약적 제조업이라는 본질적 사이클에서 완전히 벗어나지 못한다. 특히 2027~2028년경 CSP업체들은 누적된 대규모 투자에 따른 감가상각 부담과 전력 인프라의 물리적 제약으로 인해 투자 성장률이 둔화되는 국면 진입이 예상된다. 따라서 반도체 업종의 가치평가는 이익의 변동성이 크고 업황에 따라 실적 변동폭이 큰 산업의 특성을 갖는다. 따라서 단기 실적에 민감한 PER보다 기업의 본질적 자산 가치를 반영하는 PBR을 기준으로 가치를 판단하는 것이 더 합당하다.

#### 구조적 변화에 따른 프리미엄 정당

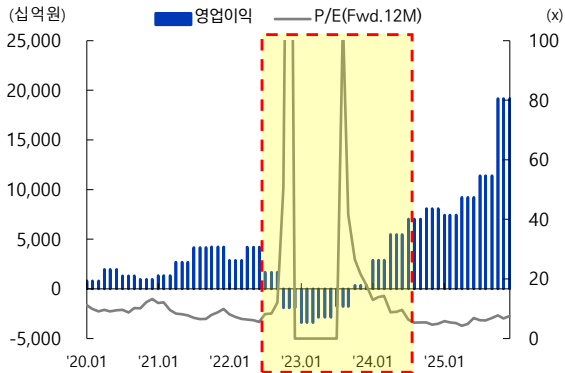
현재의 AI 사이클은 과거 전 고점과는 확연히 다른 수요와 공급의 메커니즘을 보여준다. 수요 측면에서는 2004년 PC 대중화 시기의 'RAM 용량 2배 법칙'이 현재 AI 서버 시장의 HBM 탑재량 폭증으로 재현되고 있다. 생성형 AI 챗봇 시장 규모는 2033년까지 약 11배 성장할 것으로 전망되며, AI가 '도구'를 넘어 '노동'을 제공하는 단계로 진입함에 따라 TAM은 비약적으로 확대될 수 있다. 공급 측면에서는 HBM 생산이 일반 DRAM 캐파를 3~4배 잠식하는 '역 스케일링' 현상과 차세대 공정의 극심한 기술적 난이도, 그리고 신규 팹 건설 지연에 따른 클린룸 부족이 겹쳐 있다. 이러한 구조적 공급 제약은 가격의 강력한 하방 경직성을 형성하며 과거 사이클과는 차별화된 프리미엄을 정당화한다.

#### 변동성을 뚫고 나가는 밸류에이션 확장의 파도

수급적으로도 글로벌 유동성이 성장 잠재력이 높은 한국 반도체 시장으로 유입되고 있으며, 코스피 내 삼성전자와 SK하이닉스의 합산 시총 비중(38.5%) 확대는 패시브 자금의 기계적 매수를 유발하는 강력한 버팀목이 되고 있다. 주가는 성장 기대가 더 이상 확대되지 않을 때 고점을 형성하지만, 현재 AI 모델의 파라미터 규모는 1년 만에 7.6배 급증하는 등 기술적 팽창이 지속되고 있다. 결론적으로 이번 슈퍼사이클은 2027~2028년까지 더 크고 길게 이어질 수 있어 단기적 노이즈를 넘어 AI 시대 필수 인프라로서 메모리 반도체가 재평가받는 과정에서 나타나는 구조적 밸류에이션 확장 국면은 당분간 지속될 전망이다.

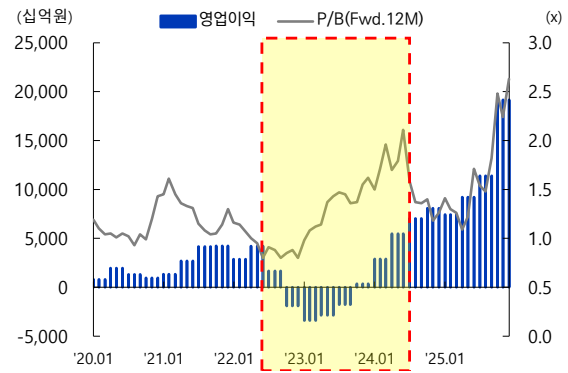
# Key Chart

[Key Chart 1] SK 하이닉스 영업이익 vs 12MF PER



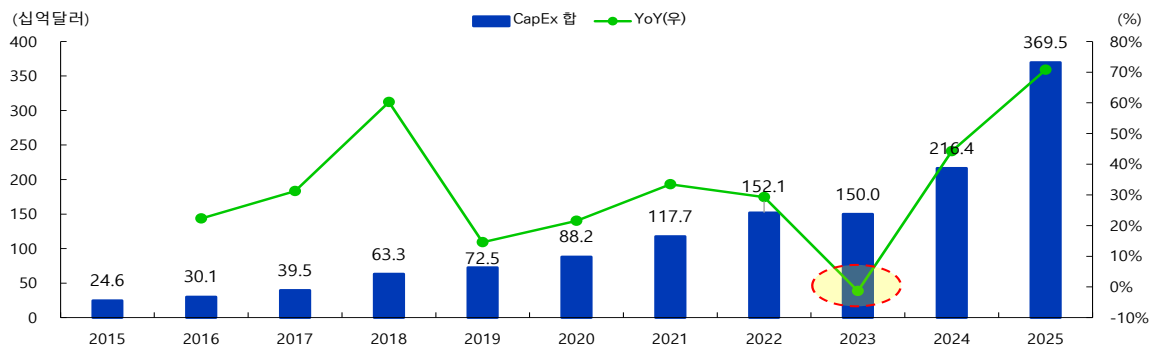
자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 2] SK 하이닉스 영업이익 vs 12MF PBR



자료: 교보증권 리서치센터

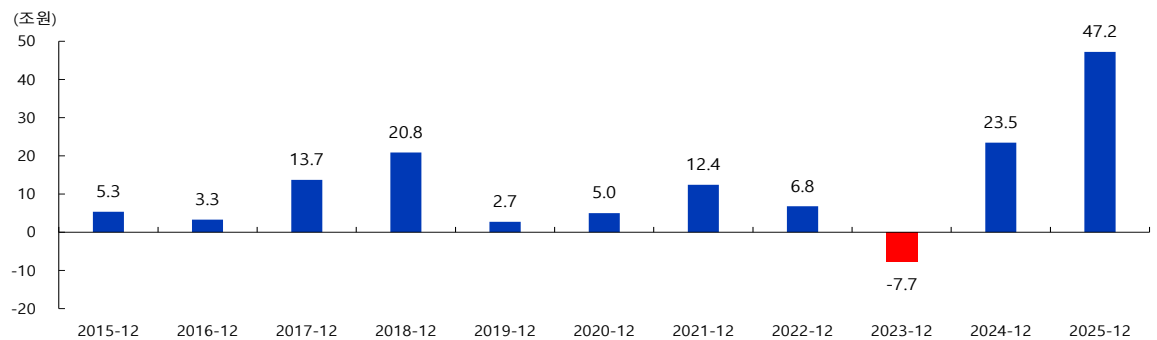
[Key Chart 3] 2023년 CSP CAPEX 증가 후 하락



자료: 교보증권 리서치센터

주: MSFT+GOOGL+META+AMZN+ORCL 합계

[Key Chart 4] SK 하이닉스 영업이익 적자 직격탄

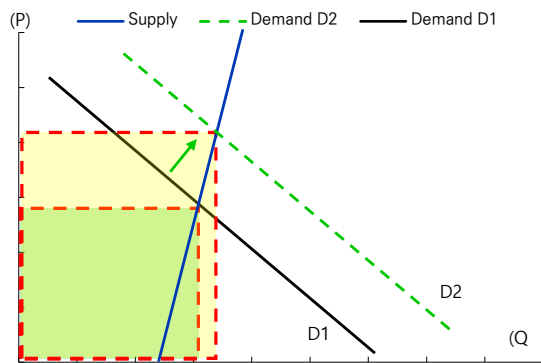


자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

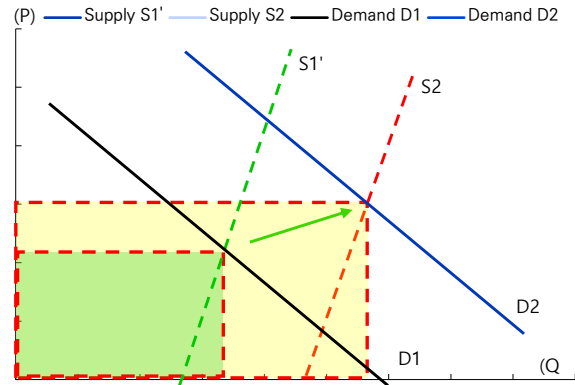
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[Key Chart 5] 비탄력적 공급(S), 수요(D) 증가 = P 상승



자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 6] 비탄력적공급증가(S), 수요증가(D)=슈퍼사이클



자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 7] 2000 년도부터 사이클별 ROE

구간	연도	삼성전자 ROE	SK 하이닉스 ROE
1. 전통적 메모리 업사이클	2004~2006	24.36	36.09
2. 조정, 과잉 국면	2007~2009	11.79	-23.23
3. 모바일, 클라우드 구조적 업사이클	2010~2014	18.58	18.11
4. 슈퍼사이클	2017~2018	19.95	37.67
5. 코로나 기반 비정상 업사이클	2020~2022	13.47	9.99
<b>6. AI 슈퍼사이클 26~30 년 ROE 전망</b>	<b>2026F~2030F</b>	<b>23.40%</b>	<b>44.40%</b>
<b>5 년 평균 COE</b>		<b>8.60%</b>	<b>10.85%</b>
<b>적정 PBR</b>		<b>2.72 배</b>	<b>4.09 배</b>

자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 8] 메모리 업사이클 질적 변화 비교

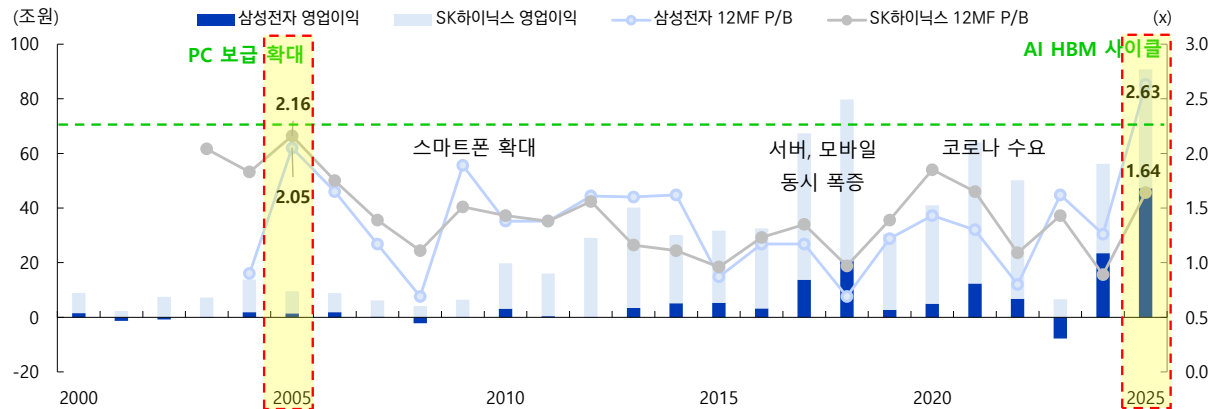
구분	2004 년	2017~2018 년	AI 사이클(현재)
핵심 수요	PC 교체 수요, 기업 IT 투자	클라우드·서버 증설	AI 가속기(GPU/ASIC)
메모리 유형	DDR1~DDR2	DDR4 중심	HBM+DDR5
수요 증가	비교적 선형	선형적 증가	폭발적
공급 반응	빠름	빠름	느림
주요 병목	웨이퍼 생산능력	웨이퍼 생산능력	패키징+HBM 공정
가격 움직임	급등 후 급락	급등 후 급락	고점 유지
사이클 길이	짧음	짧음	장기화

자료: 교보증권 리서치센터.

## 반도체

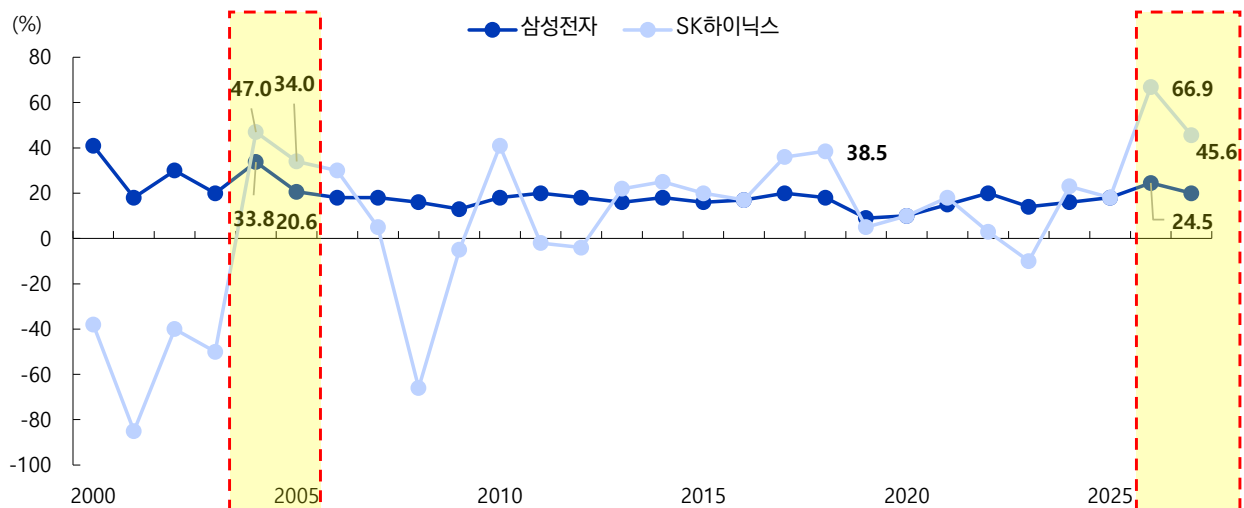
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[Key Chart 9] 삼성전자, SK 하이닉스 역사적 영업이익 PBR 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[Key Chart 10] 삼성전자, SK 하이닉스 역사적 ROE 추이



자료: 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 1. 반도체는 여전히 사이클 산업, PBR이 타당

### 1-1) 체질변화, 하지만 반도체는 여전히 사이클 산업

필자는 반도체 산업은 HBM과 같은 주문형 생산이 확대되고 있음에도 불구하고, 여전히 사이클 산업이라고 판단하며 보고서를 시작한다. 최근 AI 반도체 붐으로 인해 메모리 산업의 체질이 근본적으로 바뀌었다는 주장이 제기되고 있다. 하지만 냉정하게 바라보면 반도체는 여전히 수요와 공급의 시차로 인해 호황과 불황을 반복하는 전형적인 사이클 산업이다.

HBM도 메모리 산업의 사이클에서 완전히 자유로울 수 없다. 고난도 공정, 제한된 공급, 장기 계약 구조를 통해 가격 조정의 속도를 늦추고 형태를 왜곡시킬 뿐이다. 초기에는 공급 병목으로 인해 높은 마진과 가격 강세가 유지되지만, 수익성이 충분히 높아지는 순간 공급시는 캐파 전환과 증설에 나서고, 동시에 AI 인프라 투자 역시 수익성 검증 국면에 진입한다. 이때 수요 성장률이 둔화되면 가격은 실적 악화 이전에 선행적으로 조정되며, 과거처럼 급락하지는 않더라도 고점 유지 이후 완만한 하락 국면으로 전환된다. 즉 HBM은 사이클의 진폭을 완화할 뿐, 자본집약적 제조업이라는 메모리 산업의 본질적 사이클을 바꾸지는 못한다.

주요 CSP들의 투자는 인프라의 성향을 갖기 때문에 전방 시장의 사이클을 갖는다. 성장률은 장기적으로 둔화될 수밖에 없는 한계를 지닌다. 2027~2028년 이후에는 Capex의 절대 규모가 높은 수준을 유지하더라도 성장률은 확연히 둔화되는 국면 진입이 예상된다. 배경에는 2024~2026년 동안 누적된 대규모 투자로 자산·감가상각 부담이 크게 증가한 점, Capex/매출 비율은 과거 평균 약 10%에서 약 30% 이상으로 상승하였으며, 그리고 2025년 회사채·차입을 통해 조달한 레버리지 의존도가 높아진 점이 복합적으로 작용한다. 여기에 AI 데이터센터 확대로 인한 전력 수요 급증과 전력망·송전 인프라의 리드타임이 Capex 집행 속도를 제약하는 물리적 제약 요인으로 부각되고 있다. 하이퍼스케일러 Capex는 “높은 절대 레벨 vs 둔화된 성장률”이라는 이중적 특징을 보일 가능성이 크다. AI 인프라 투자가 장기적으로는 여전히 전략적 최우선 과제이지만, 2027~2028년에는 ROI 검증과 수익화 속도 점검을 병행하는 국면으로 전환되면서 투자 강도가 자연스럽게 조정될 것이라는 인식이 확산되고 있다.

반도체 사이클은 여러 번 경험된 바 있다. 2017년 빅테크 기업들의 클라우드 인프라 확장으로 데이터센터가 대규모로 증설되었을 때 메모리 가격이 급등했던 사례와 동일한 논리다. 다만 현재는 AI라는 거대한 메가 사이클이 도래하면서 당시보다 훨씬 큰 규모와 강도로 투자 사이클이 전개되고 있다는 점에서 차이가 있다.

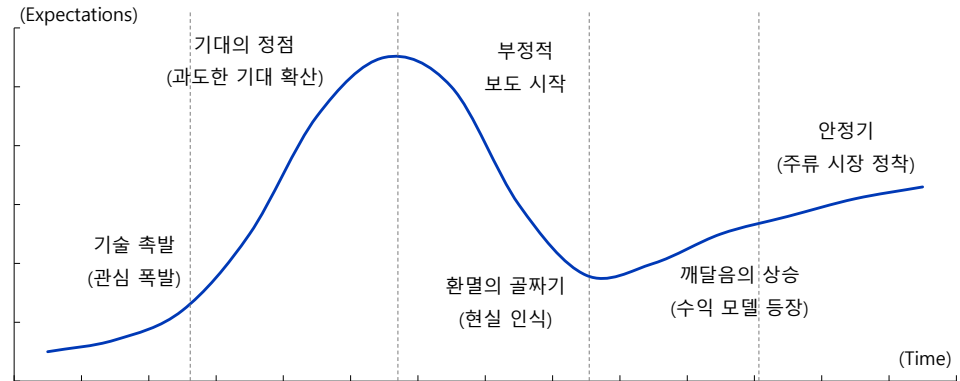
또한 반도체 수요 증가는 개인 소비자들의 선호가 자연스럽게 확산되는 소비재 시장과는 성격이 다르다. 스마트폰처럼 “갤럭시나 아이폰이냐”와 같은 개인 선택의 파급 효과로 수요가 형성되는 것이 아니라, 빅테크 기업들이 데이터센터를 신규로 건설하고 증설하는 투자 사이클에 의해 수요가 결정된다. 반도체 매출 성장은 소비자의 유기적 확산이 아니라 대규모 기업 투자 사이클에 의해 좌우된다는 점이 핵심이다.



## 반도체

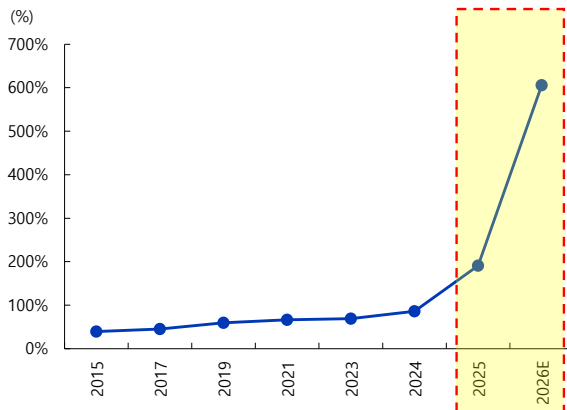
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 1] 가트너 하이프 사이클(Hype Cycle)



자료: 교보증권 리서치센터.

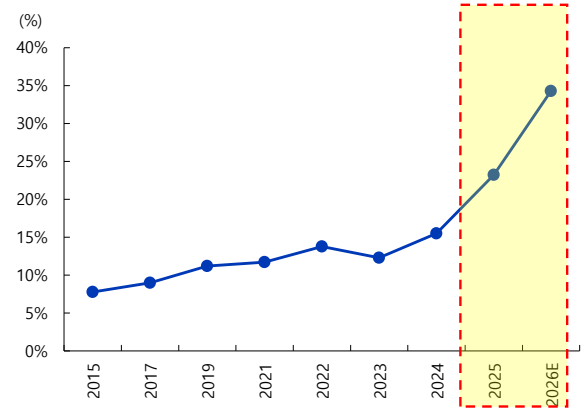
[도표 2] 주요 CSP 업체들의 CAPEX/FCF



자료: 교보증권 리서치센터

주: MSFT+GOOGL+META+AMZN+ORCL 합계

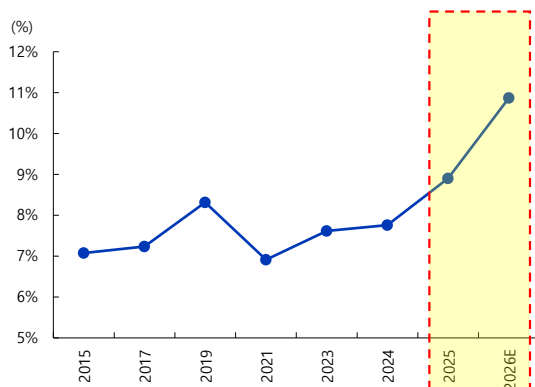
[도표 3] 주요 CSP 업체들의 CAPEX/Revenue



자료: 교보증권 리서치센터

주: MSFT+GOOGL+META+AMZN+ORCL 합계

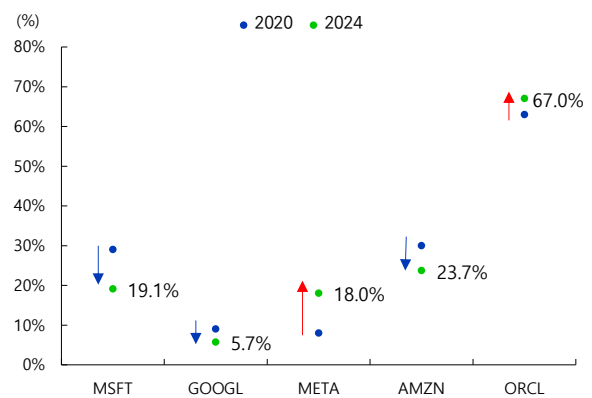
[도표 4] 주요 CSP 업체의 D&A/Revenue



자료: 교보증권 리서치센터

주: MSFT+GOOGL+META+AMZN+ORCL 합계

[도표 5] Leverage Ratio DEBT/ASSET

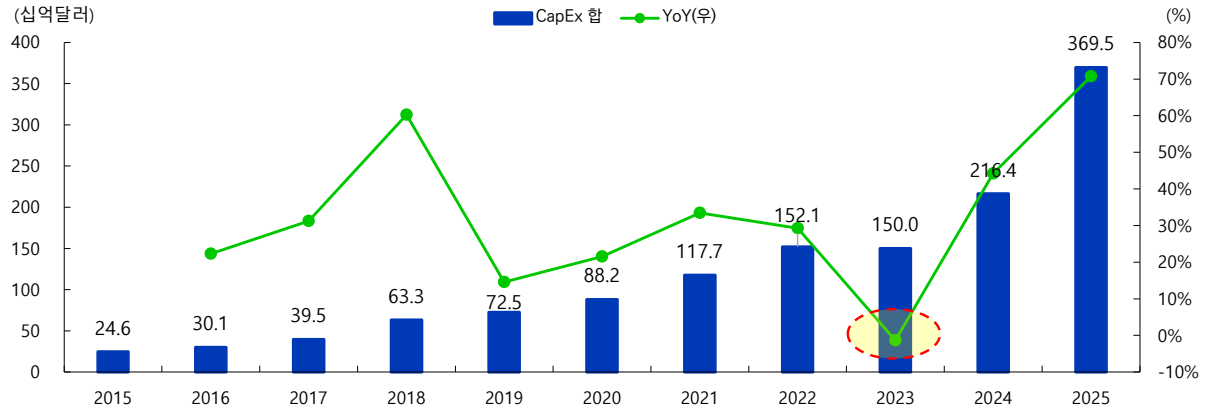


자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

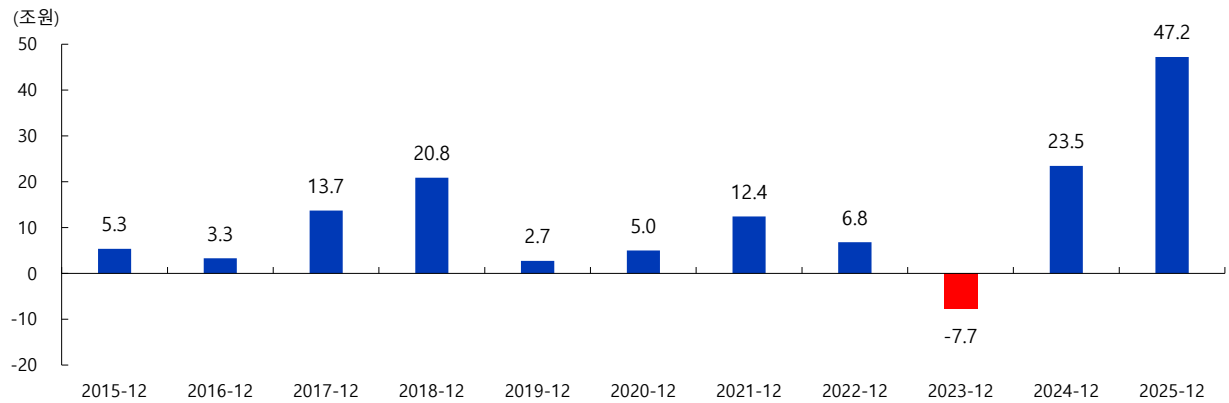
[도표 6] 2023년 CSP CAPEX 증가 후 하락



자료: 교보증권 리서치센터

주. MSFT+GOOGL+META+AMZN+ORCL 합계

[도표 7] SK 하이닉스 영업이익 적자 직격탄



자료: 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 1-2) 영원한 호황은 없다.

### 사이클의 하락을 생각한다면 PBR이 타당

밸류에이션 확장에 대한 시장의 관심에 필자는 반도체 기업들에게 PBR을 적용하고 이에 프리미엄을 주는 것이 더욱 합당하다고 판단한다. 역사적으로 모든 메모리 슈퍼사이클은 공급 과잉으로 끝났다. 2004년대 PC 붐, 2010년대 모바일 붐, 2017년 서버 붐 모두 영원할 것 같았지만, 결국 대규모 증설이 부메랑이 되어 돌아왔다. 이익의 정점은 주가의 정점이 아니라 하락의 시작일 수 있기에, Downturn을 염두한 PBR 밸류에이션이 더 보수적이고 타당한 접근법일 수 있다. 현재 제기되는 고점 논쟁 역시 가시적인 성장은 좋지만, 언젠간 꺾일 수 있다는 사이클론적 사고방식에서 기인한다.

현실적으로 반도체 산업은 여전히 재고가 누적되면 칩 가격이 하락하는 제조업의 굴레에서 벗어나지 못하고 있다. 이러한 점을 감안할 때, 단기 실적 변동성에 민감한 PER보다 공장과 설비 가치에 기반한 PBR을 중심으로 기업 가치를 판단하는 것이 보다 보수적이고 안전한 접근이라고 판단된다. 만약 삼성전자나 SK하이닉스가 애플과 같은 구독 경제 모델을 구축하거나, 소비자처럼 개인 수요가 점진적으로 확산되는 구조를 갖추고, 더 나아가 TSMC처럼 최전방 산업이 스마트폰이거나, 확정된 수주만을 기반으로 생산하는 사업 모델을 확립한다면 PER 중심의 평가가 타당할 수 있다.

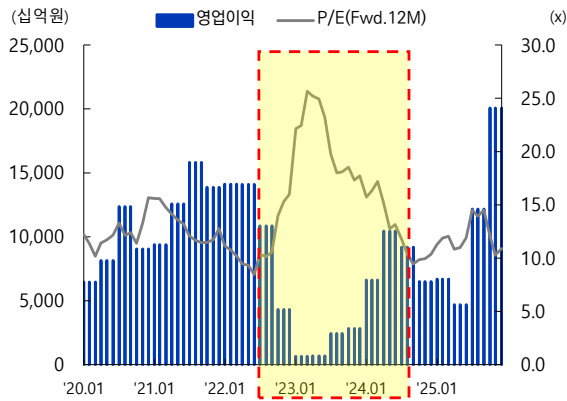
기업 가치평가의 대가인 뉴욕대 다모다란 교수 (Aswath Damodaran)는 그의 저서와 논문 Valuing Cyclical and Commodity Companies에서 "경기민감주는 경제 사이클에 따라 이익이 널뛰기 때문에 현재 PER을 신뢰할 수 없다"고 지적하며 대안으로 PBR이나 정상화된 EPS를 사용할 것을 제안한다. PER의 가치평가의 함정 (Valuation Trap) 즉 PER의 역설, High PER은 Buy시그널인가는 반도체 불황기(저점)에는 이익이 급감하여(분모가 작아짐) PER이 비정상적으로 높아지며 반대로 호황기(고점)에는 이익이 폭증하여 PER이 낮아진다. 일반적인 상식(저PER 매수)과 정반대로 움직이기 때문에 PER 지표만으로는 매수/매도 타이밍을 잡기 어렵다.



## 반도체

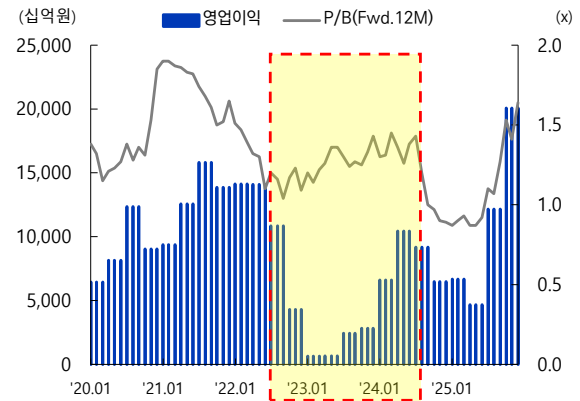
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 8] 삼성전자 영업이익 vs 12MF PER



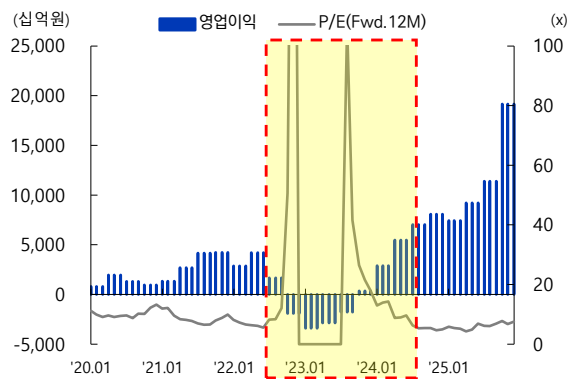
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 삼성전자 영업이익 vs 12MF PBR



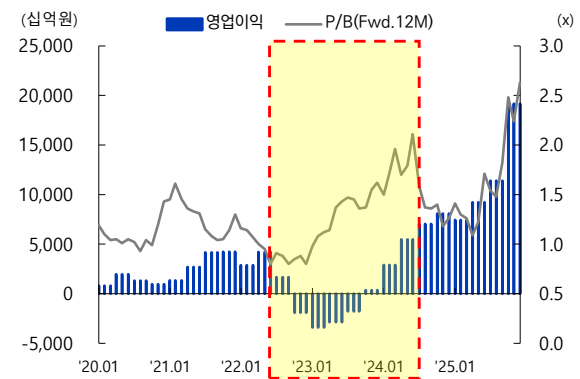
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 10] SK 하이닉스 영업이익 vs 12MF PER



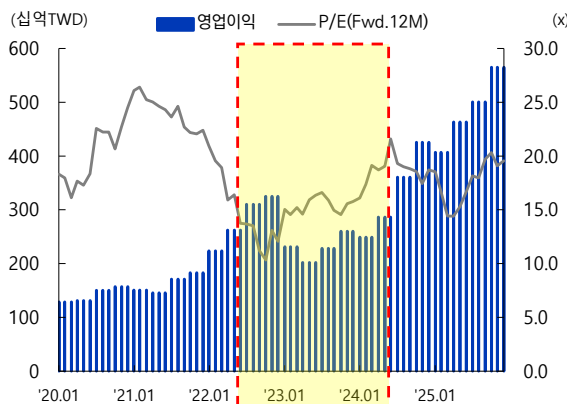
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 11] SK 하이닉스 영업이익 vs 12MF PBR



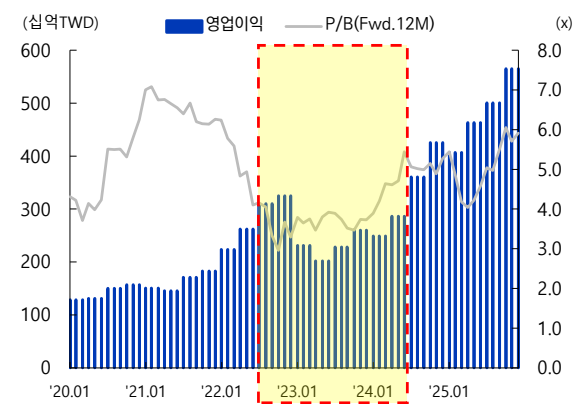
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] TSMC 영업이익 vs 12MF PER



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 13] TSMC 영업이익 vs 12MF PBR



자료: 교보증권 리서치센터

### 1-3) 구조적 변화에 따른 밸류에이션 확장의 시기

전통적인 사이클 산업은 낮은 밸류에이션을 부여하는 경향이 강했으나 향후 사이클이 완화되는 구조적 변화에 따라 밸류에이션 확장이 일어날 수 있는 시점이라 판단한다. 이번 사이클을 단순히 과거의 반복으로 치부하기에는 '구조적인 변화'의 강도가 너무나 강력하다. 과거와 달리 공급이 제한적이고 수요의 질이 다르다면, 똑같은 PBR 밴드 상단을 적용하는 것은 오류일 수 있다. 지금은 사이클 산업의 한계를 넘어, 새로운 밸류에이션 확장(Re-rating)이 필요한 시기인지 진지하게 고민해야 할 때다.

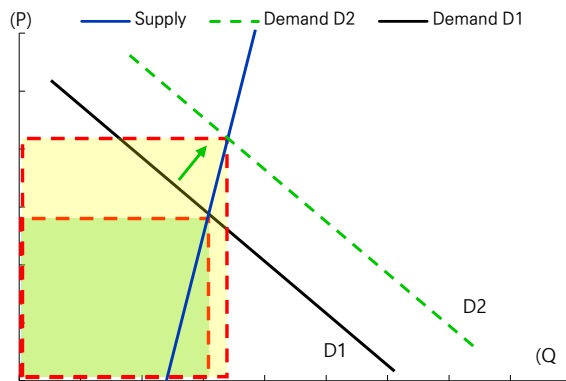
범용 산업의 구조적 성장은 수요의 가파른 증가와 가격의 지지가 결합된 강력한 팽창기이다. 수요 곡선의 우측 이동과 공급 측면의 체질 개선은 기업에 막대한 자본 지출을 요구하지만, 이는 새로운 경제 패러다임의 주도권을 확보하는 필수 과정이다. 결과적으로 이 산업은 과거보다 거대해진 시장 규모를 형성하며 경제 전체의 성장을 견인한다. 시장은 숫자보다 구조를 평가하며, 구조적 성장은 단순한 경기 사이클을 넘어서며 그 구조가 지속될 것이라는 믿음이 형성될 때 비로소 기업 가치에 프리미엄을 부여한다.

구조적 성장에서 수요는 폭발적 팽창을 경험한다. 새로운 기술이나 서비스가 산업에 혁신을 주면 수요 충격이 발생된다. 가격과 공급은 자원의 희소성과 생산의 변화에 따라 함께 움직인다. 새로운 산업이 성장 초기에 들어서면, 자본과 인력이 기존 산업에서 새 산업으로 이동하는 데 시간이 필요하다. 이 때문에 공급은 단기간에 빠르게 늘지 못하고 병목 상태에 놓이게 된다. 이 시기에는 수요가 빠르게 증가해도 공급이 이를 따라가지 못하면서, 가격이 쉽게 떨어지지 않는 강한 하방 경직성이 형성된다. 그 결과 가격은 단순히 생산원가를 기준으로 결정되기보다, 제품이 만들어내는 가치와 효용을 중심으로 결정된다.

## 반도체

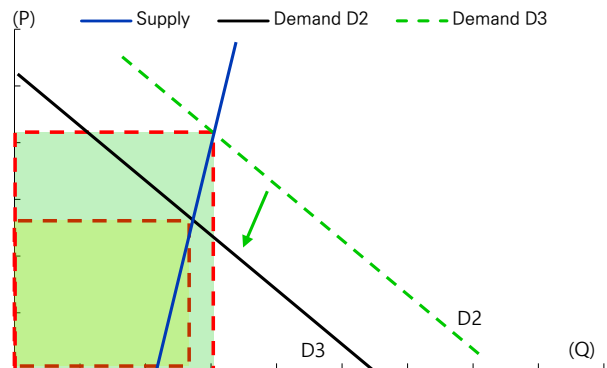
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 14] 비탄력적 공급(S), 수요(D) 증가 = P 상승



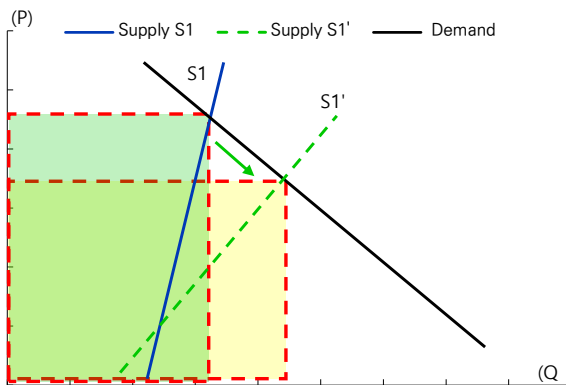
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 15] 비탄력적 공급(S), 수요(D) 둔화 = P 하락



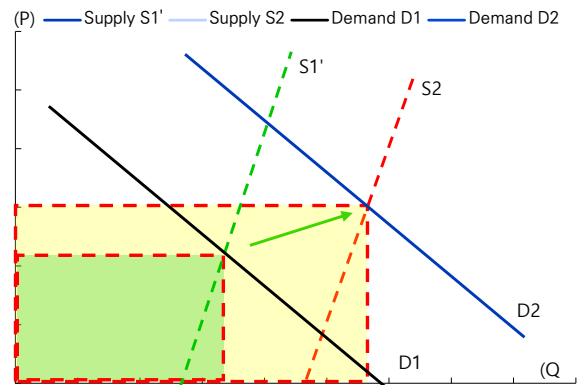
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 16] 공급(S) 탄력적으로 바뀜 = P 하락



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 17] 비탄력적공급증가(S), 수요증가(D)=슈퍼사이클



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 18] 산업의 구조적 변화와 기업가치 재평가 관련 주요 이론 정리

구분	이론/학자	핵심 개념	구조적 변화와 연결
기술 혁신	Joesph Schumpeter	창조적 파괴	기술 혁신이 기존 산업 질서를 붕괴시키고 새로운 구조를 형성
산업 경쟁	Michael Porter	산업 구조론	진입 장벽·경쟁 강도 변화가 산업 수익성과 안정성을 결정
기술 전환	Michael Tushman & Anderson	기술적 불연속성	급격한 기술 변화가 산업 구조와 기업 생존 조건을 재편
기업 가치	Michael Jensen	성장 기회와 기업가치	멀티플은 현재 실적보다 미래 성장 기대를 반영
자산 가격	Eugene Fama & French	위험·성장 요인 모델	시장 평가는 실적뿐 아니라 구조적 위험과 기대에 의해 결정

자료: 교보증권 리서치센터

## 2. 밸류에이션 확장의 시작, 구조적변화

### 2-1) 구조적변화, 전고점과는 다른 P와 Q로 프리미엄 타당

이번 AI 반도체 사이클은 P와 Q의 관점에서 비교 분석을 하고자 한다. 이번 사이클은 단순한 호황을 넘어, 과거 호황기의 폭발적인 성장 공식을 그대로 답습하면서도 AI인프라 투자로 인한 더욱 강력한 수요와 가격 측면에서는 하방 경직성을 보유하고 있다. 이로 인해 기간과 강도면에서 이전 기록을 경신하고 있어 과거 데이터는 현재의 밸류에이션 프리미엄이 결코 과도하지 않음을 증명한다.

[도표 19] 2000 년도부터 사이클별 ROE

구간	연도	삼성전자 ROE	SK 하이닉스 ROE
1. 전통적 메모리 업사이클	2004~2006	24.36	36.09
2. 조정,과잉 국면	2007~2009	11.79	-23.23
3. 모바일, 클라우드 업사이클	2010~2014	18.58	18.11
4. 서버 업사이클	2017~2018	19.95	37.67
5. 코로나 기반 비정상 업사이클	2020~2022	13.47	9.99
<b>6. AI 슈퍼사이클 26~30 년 ROE 전망</b>	<b>2026F~2030F</b>	<b>23.40%</b>	<b>44.40%</b>
<b>5 년 평균 COE</b>		<b>8.60%</b>	<b>10.85%</b>
<b>적정 PBR</b>		<b>2.72 배</b>	<b>4.09 배</b>

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 20] 메모리 업사이클 질적 변화 비교

구분	2004 년	2017~2018 년	AI 사이클(현재)
핵심 수요	PC 교체 수요, 기업 IT 투자	클라우드·서버 증설	AI 가속기(GPU/ASIC)
메모리 유형	DDR1~DDR2	DDR4 중심	HBM+DDR5
수요 증가	비교적 선형	선형적 증가	폭발적
공급 반응	빠름	빠름	느림
주요 병목	웨이퍼 생산능력	웨이퍼 생산능력	패키징+HBM 공정
가격 움직임	급등 후 급락	급등 후 급락	고점 유지
사이클 길이	짧음	짧음	장기화

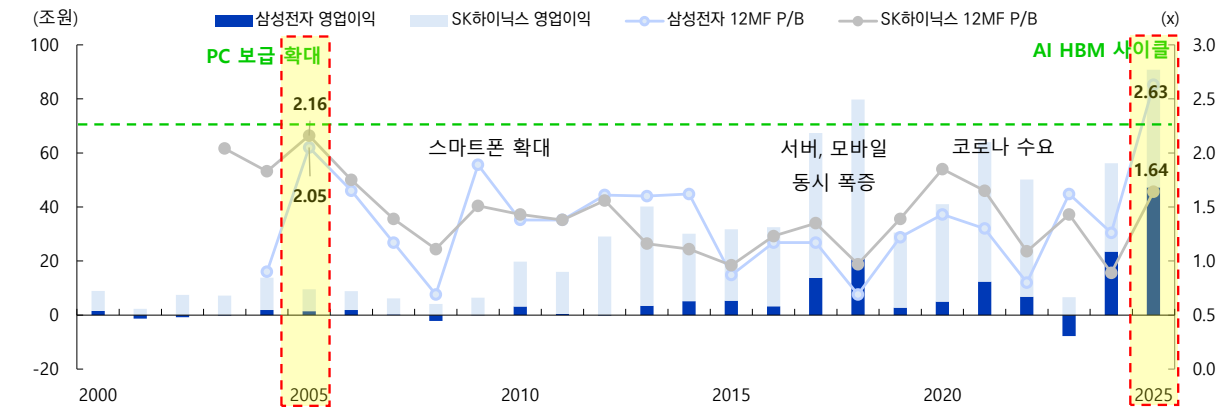
자료: 교보증권 리서치센터.



## 반도체

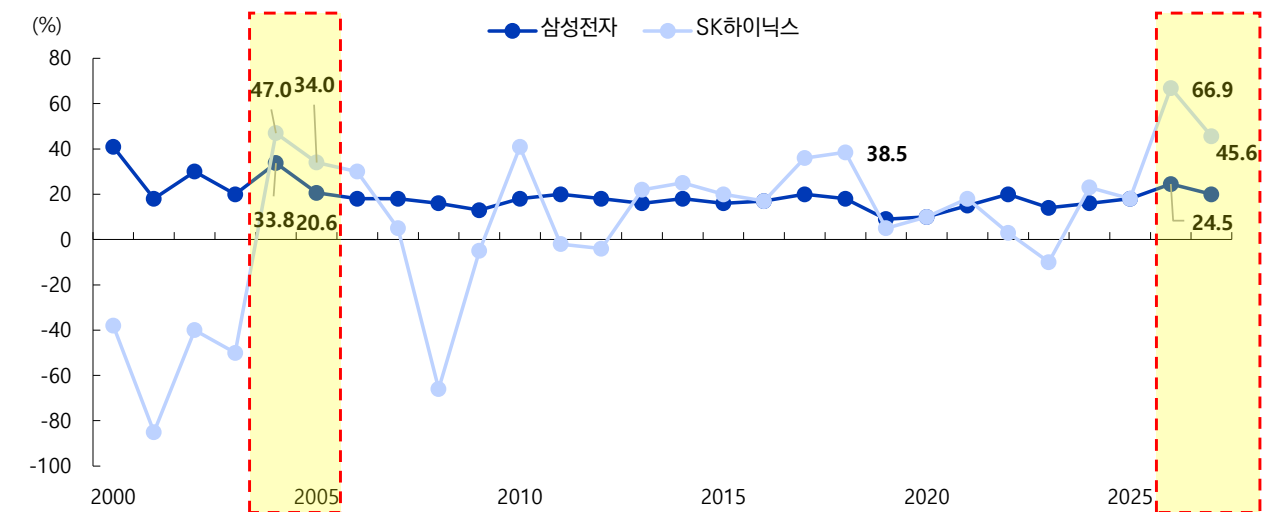
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 21] 삼성전자, SK하이닉스 역사적 영업이익 PBR 추이



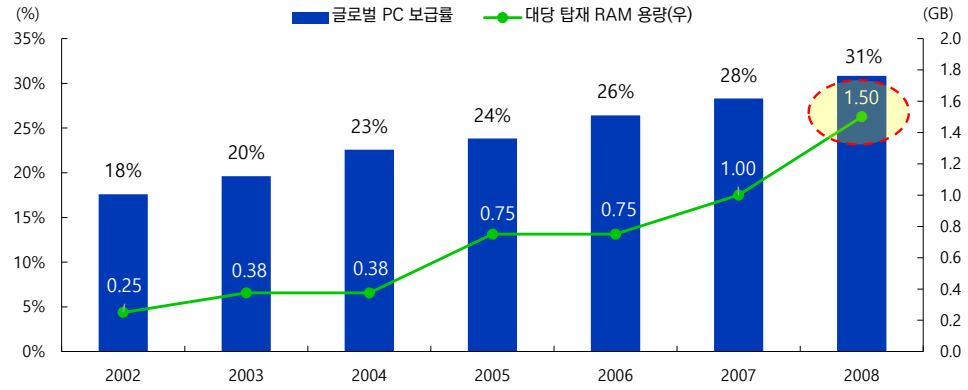
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 22] 삼성전자, SK하이닉스 역사적 ROE 추이



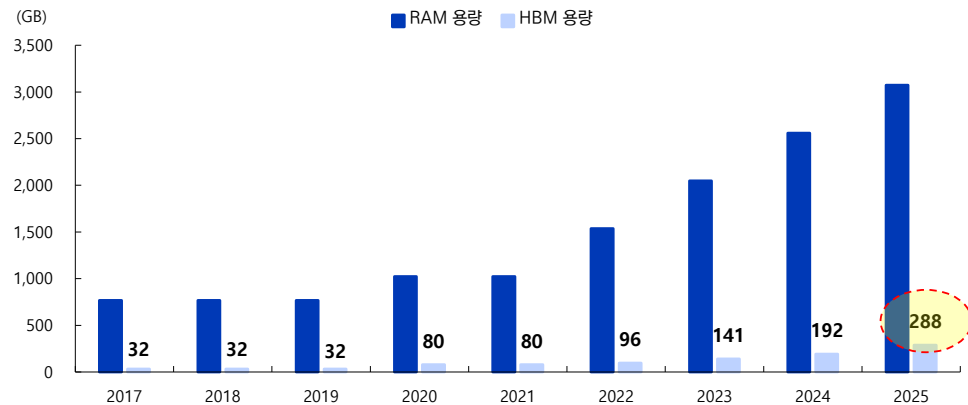
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 23] 전세계 PC 보급률과 대당 탑재 RAM 용량



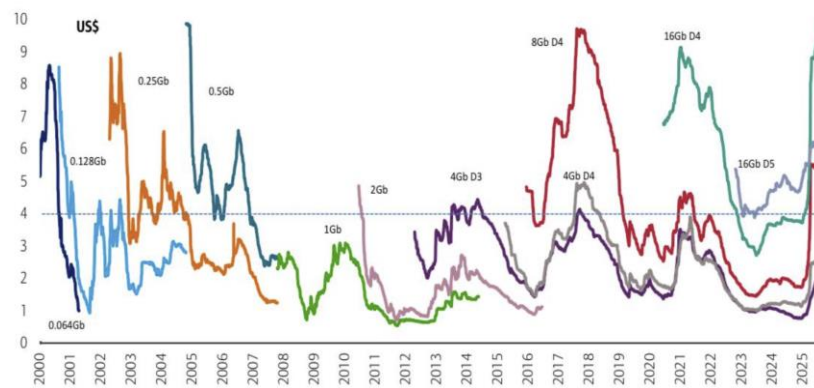
자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 24] 2017~2025년 AI 서버 대당 탑재 RAM, HBM 용량



자료: 교보증권 리서치센터  
 주: 인텔 AI 서버 1~5세대 기준

[도표 25] 2000년부터 DRAM 가격 추이



자료: 교보증권 리서치센터.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

## 2-2) 구조적변화\_①높은 수요

최근 SW 기업의 주가하락은 AI가 기존 소프트웨어를 대체·잠식할 것이라는 공포를 확산시키고 있지만 결론적으로 높아진 테크주들의 피로감에서 시작된 차익실현의 빌미라고 판단한다. 2025년 1월에 있었던 딥시크 사태는 AI 버블 붕괴의 신호가 아니라, AI가 실험 단계를 넘어 전 산업으로 확산되는 성숙 국면에 진입했음을 시장이 받아들이는 과정이었다. 중국 AI 스타트업 딥시크가 2025년 1월 20일에 R1 모델을 공개했고, 1월 27일에는 iOS App Store에서 다운로드 수 1위에 오르며 글로벌 AI 경쟁 판도를 흔들었던 사태는 LLM의 메모리·연산 효율을 획기적으로 개선한 기술 혁신이 촉발한 시장의 과잉 해석에서 출발했다. 시장은 이를 AI 모델 수익화 지연과 AI 설비투자 피크아웃 가능성으로 연결하며 단기적 불안을 반영했으나, 논의가 진전될수록 결론은 명확해졌다. AI 효율화는 인프라 수요 축소가 아니라 적용 범위의 확장을 의미하며, AI 경쟁 구도가 비용 절감 국면이 아닌 패권 경쟁 국면에 있다는 점이 재확인된 것이다.

SaaSpocalypse역시 버블이 붕괴가 아닌 AI 진화가 여는 초대형 시장을 확인하는 기회가 될 것이다. 금년 2월에 있었던 SaaSpocalypse는 결국 AI는 소프트웨어를 대체하지 않으며 도구에서 노동으로 확장되는 물리적 AI의 시대에 서막을 예고하고 있다. 이번 시장 붕괴의 결정적인 트리거는 Anthropic이 출시한 Claude Cowork용 플러그인 도구이었으며 이는 법률, 영업 및 마케팅, 재무 및 회계, 데이터 분석, 생산성 및 검색 등 기업의 핵심 부서 업무에 초점을 맞추고 있다. 단순히 텍스트 질문에 답하는 챗봇에서, 로컬 파일과 브라우저를 넘나들며 직접 노동을 수행하는 에이전트로 진화했다고 판단하고 있다.

이에 NVIDIA CEO 젠슨 황은 1)인공일반지능(AGI)은 기존 소프트웨어 도구와의 협업이 필수적이 될 것이라고 했다. SAP, ServiceNow, Synopsys와 같은 기존의 정밀하고 결정론적인 소프트웨어를 대체하기보다 이를 활용하는 방향으로 진화할 가능성이 크다. 또한 2)물리적 AI는 현실 세계의 인과관계를 이해하고, 실제로 움직이며 작업을 수행하는 지능으로 진화하면서 관련시장의 급격한 성장을 예상했다. 차세대 AI의 핵심을 ‘물리적 AI’와 인과관계(Causality)의 이해로 규정했다. 현재 LLM은 도미노 효과를 데이터 패턴으로 학습할 뿐, 실제 물리적 접촉과 중량, 중력의 상호작용을 이해하지는 못한다. 지금까지 IT 산업이 망치나 드라이버 같은 ‘도구’를 판매하는 1조 달러 규모의 시장이었다면, AI가 자율주행차와 같이 ‘노동(Labor)’을 제공하는 단계로 진입할 경우, 그 TAM은 전 세계 경제 규모에 해당하는 100조 달러 수준으로 현재보다 100배 이상 확대될 수 있음을 언급했다.

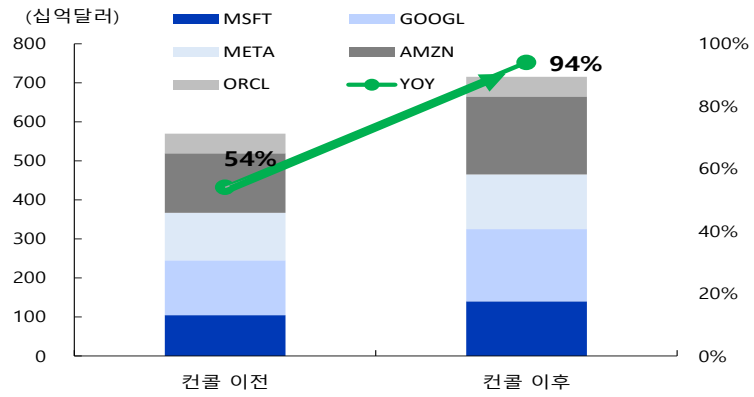


최근 주요 CSP들의 컨퍼런스콜에서 확인된 CAPEX 가이드는 상향 조정되는 흐름이다. 실제로 글로벌 Gen AI 기반 챗봇 전체 시장 규모는 2023년 151백만 달러에서 2033년 1,714백만 달러로 10년 만에 약 11배 이상 팽창할 전망이다. CAGR은 27.5%에 달하며, 특히 클라우드 기반 시장(27.8%)이 성장을 주도하며 인프라 자산 축적 국면을 가속화하고 있다.

현재의 AI 투자가 '전쟁'에 비유되는 이유는 승기를 잡은 기업이 없이 시장 점유율의 급격한 지각변동이 나타나고 있기 때문이다. 1)투자에서 조금이라도 뒤처지는 기업은 언제든지 시장 지위를 상실할 수 있음을 시사한다. 2025년 1월 기준 69%에 달했던 ChatGPT의 독점적 점유율은 불과 1년 만인 2026년 1월 45%까지 급락했다. 반면 Gemini는 15%에서 25%로, Claude는 2%에서 15%로 점유율을 대폭 확대하며 선두권을 맹추격 중이다. 상위 5개 CSP가 2026년 설비투자를 전년 대비 90% 이상 늘린다고 실적 발표에서 밝힌 이유도 바로 여기에 있다. 2)모델의 성능을 결정짓는 파라미터 규모의 팽창 속도는 더욱 파괴적으로 하드웨어 인프라 수요를 이끌 것이다. 전체 모델의 파라미터 합계는 2025년 2월 1,082B에서 2026년 1월 8,253B로 약 7.6배 급증했다. 특히 Grok-xx가 2025년 9월 기준 파라미터 비중의 31%를 점유하는 등 후발 주자들의 기술적 물량 공세가 거세지고 있다. 이러한 '체급 키우기' 경쟁은 필연적으로 막대한 하드웨어 인프라 수요를 수반한다.

순다르 피차이 구글 CEO는 AI 기술의 급격한 발전 속에서 '과잉 투자'로 인한 비효율보다 '과소 투자'로 인한 기술 경쟁력 상실이 훨씬 더 치명적임을 강조했다. 인프라 구축에 수조 원의 막대한 비용이 투입되더라도, 이는 수십 년에 한 번 도래하는 거대한 기술적 전환기에 대응하기 위한 필수적인 '보험'과 같다고 역설했다. 설령 단기적으로 일부 자원 낭비가 발생하더라도, 미래 기술 주도권을 상실했을 때 치러야 할 기회비용과 시장 도태 위험이 압도적으로 크기 때문에 따라서 공격적인 선제 투자를 지속하는 것이 장기적 지속 가능성을 확보하기 위한 가장 안전하고 확실한 전략이다. 전략적 후퇴가 불가능한 환경에서 공격적인 설비투자는 기업들의 유일한 생존 전략이다.

[도표 26] 주요 CSP 업체들 4Q25 실적발표이후 CAPEX 투자 변화



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 27] 주요 CSP 업체들 경영진 CapEx 코멘트

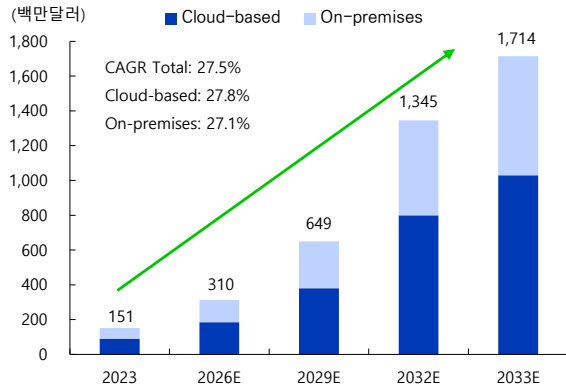
기업	'26 년 CapEx	향후 전망/코멘트
MSFT	\$97~100B	AI/클라우드 수요 지속을 전제로 CapEx 유지, 확대 기대 언급
GOOGL	\$175~185B	광고, 클라우드, AI 인프라 확대 기반의 높은 투자 유지 전망
META	\$115~135B	장기 AI 인프라 및 Reality Labs 투자 전략 지속될 가능성 언급
AMZN	\$200B	AWS, AI 인프라 추가 확대 언급, 투자 확대 지속 가능성 논의

자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

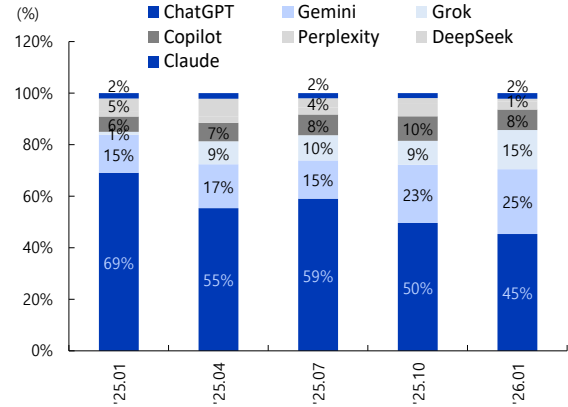
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 28] 글로벌 Gen AI 기반 챗봇 시장 규모



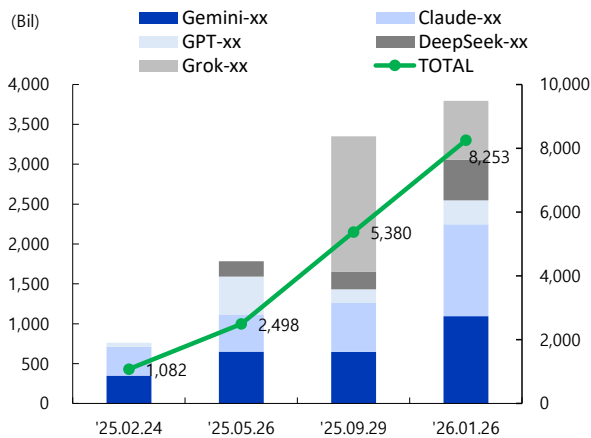
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 29] Gen AI 시장 점유율(Mobile APP DAU, US)



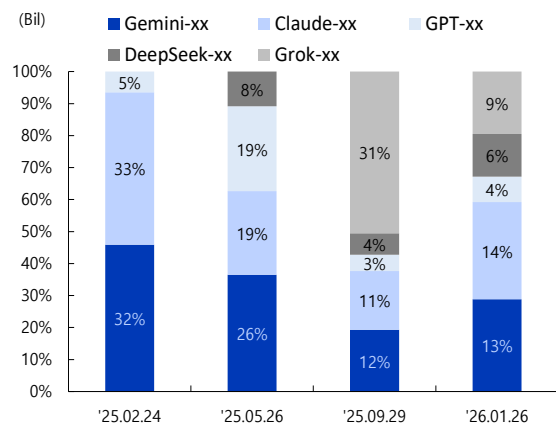
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] 토큰 기준 AI Model 랭킹



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 31] 토큰 기준 AI Model 랭킹



자료: 교보증권 리서치센터

## 2-3) 구조적변화

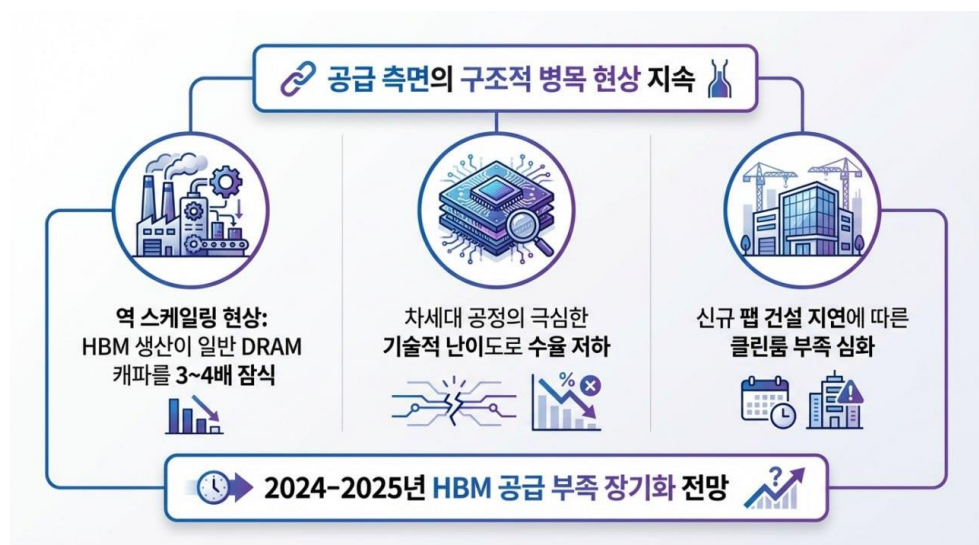
### ②공급부족, 기술 장벽과 캐파 잠식이 만든 가격

현재의 메모리 시장은 가장 결정적인 변화는 가격의 방어 기제에 있다. 이번 메모리 슈퍼사이클을 과거와 구분 짓는 가장 결정적인 요인은 공급의 구조적 제약에 있다고 판단한다. 과거에는 수요가 늘어나면 공급사들이 설비를 증설해 가격을 떨어뜨리는 패턴이 반복되었으나, AI 시대의 메모리 산업은 '역 스케일링'과 '기술적 난이도'라는 이중 장벽에 가로막혀 있다. HBM4 등 차세대 공정의 기술적 난이도와 클린룸 공간 부족은 공급사들이 원해도 물량을 빨리 늘릴 수 없게 만든다. 이는 빠지지 않는 가격(Sticky Price)을 형성하여, 이익의 하방 경직성을 강력하게 지지한다.

이러한 공급 제약 속에 인텔 CEO 립부 탄은 메모리 칩 부족 현상이 최소 2028년까지 지속될 것이라고 경고하며 위기감을 더하고 있다. AI 인프라의 폭발적인 확장이 기존 PC와 스마트폰용 메모리 물량까지 흡수하는 이른바 '메모리 블랙홀' 현상을 야기하고 있기 때문이다. 특히 엔비디아의 차세대 루빈 플랫폼 등 고성능 신제품 출시가 이어짐에 따라 수급 불균형은 더욱 심화될 것으로 보인다.

엔비디아의 빌 달리 수석 과학자가 2021년과 2022년 GTC 등의 컨퍼런스에서 정의한 메모리 벽(Memory Wall)이란 AI 모델의 파라미터가 2년마다 240배씩 폭증하는 소프트웨어의 성장 속도를 하드웨어의 메모리 용량 및 대역폭 발전이 2년마다 2배로 늘어나 따라가지 못해 시스템 전체의 성능이 제한되는 현상을 의미한다. [도표36]를 통해 하드웨어와 소프트웨어 간의 극심한 성장 불균형을 수치로 증명하며, 산업의 병목 현상이 2019년을 기점으로 연산 능력에서 메모리 및 대역폭으로 완전히 전환되었음을 강조하였다.

[도표 32] HBM 공급제약의 3대 핵심요인



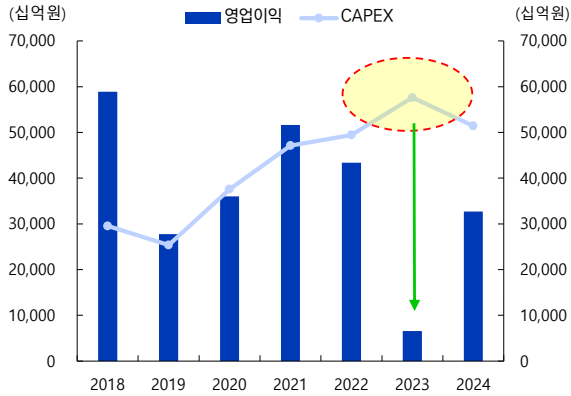
자료: 교보증권 리서치센터.



## 반도체

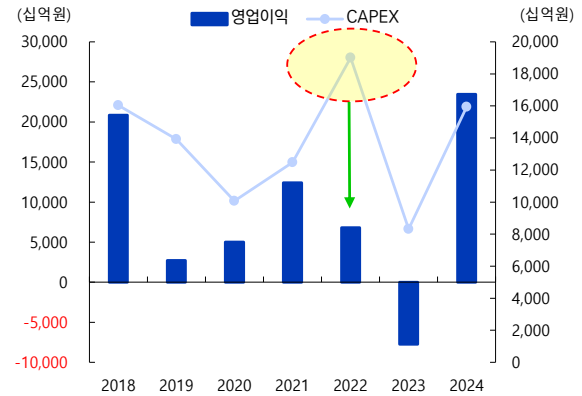
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 33] 삼성전자 CapEx, 영업이익 추이



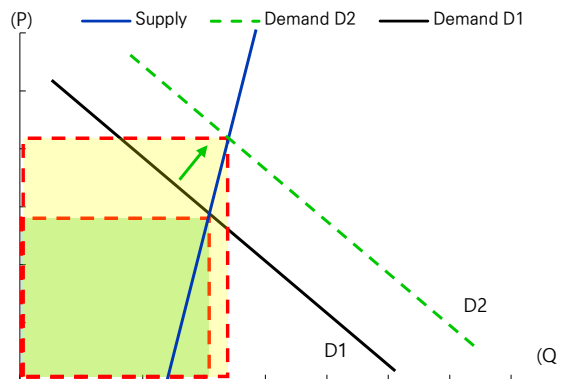
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 34] SK 하이닉스 CapEx, 영업이익 추이



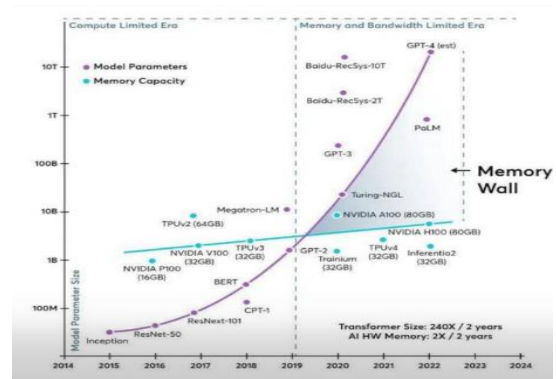
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 35] 비탄력적 공급으로 인한 가격 상승



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 거대해지는 모델, 메모리 부족현상

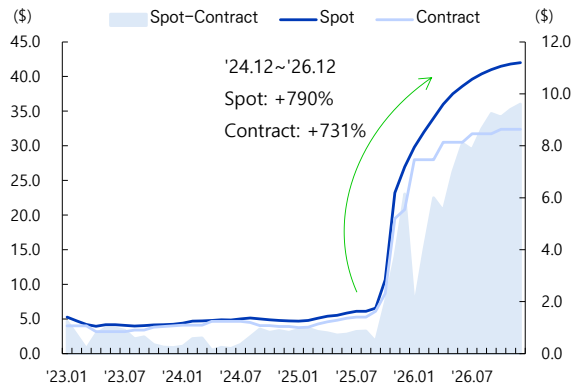


자료: NVIDIA, 교보증권 리서치센터

## 반도체

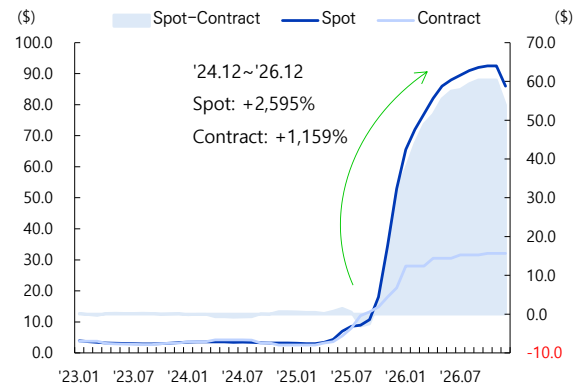
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 37] DDR5 16Gb(2Gb\*8) 가격 추이



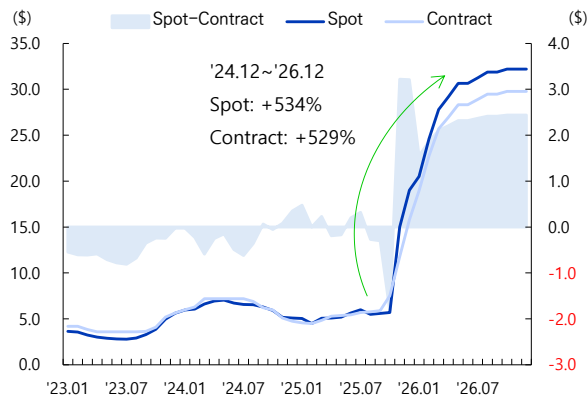
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 38] DDR4 16Gb(2Gb\*8) 가격 추이



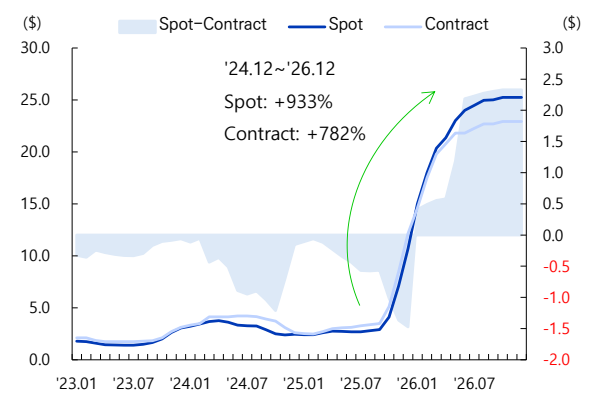
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 39] NAND 1Tb QLC 가격 추이



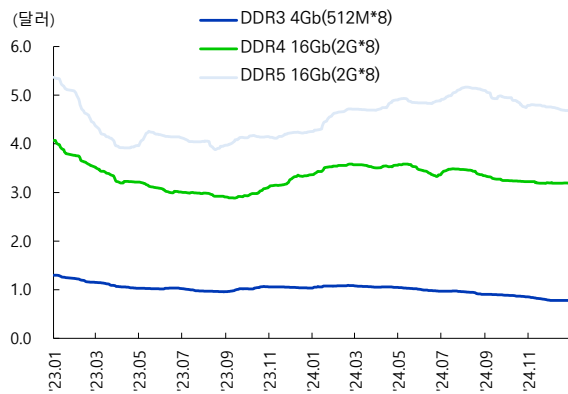
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 40] NAND 512Gb TLC 가격 추이



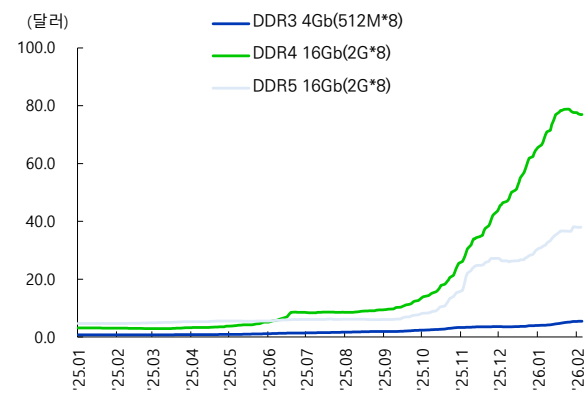
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 2023~2024년 DRAM 가격 추이



자료: DRAMexchange, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 2025년~현재 DRAM 가격 추이



자료: DRAMexchange, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

메모리 시장에서 가장 치명적인 공급 제약 요인은 HBM 생산이 일반 DRAM 생산 능력을 잡아먹는(Cannibalization) 현상이다. HBM은 일반 DRAM 대비 웨이퍼 소모량이 극도로 많아 전체 비트 공급 성장을 저해한다. HBM은 성능을 위해 Die Size가 크고, TSV 공정 등 복잡한 과정을 거치며 웨이퍼 당 생산 가능한 칩의 수가 적다. HBM3E 12단 제품을 생산하는 데 투입되는 웨이퍼 1장당 비트 산출량은 Commodity DRAM 웨이퍼의 약 3분의 1 수준에 불과하다. 차세대 공정인 HBM4로 넘어가는 시점에는 이 격차가 거의 4배까지 벌어질 것으로 전망된다. 즉, HBM 생산을 위해 웨이퍼 1장을 투입할 때마다, 시장에서는 일반 DRAM 4장 분량의 공급이 사라지는 효과가 발생한다.

이러한 생산 비효율성에도 불구하고 AI 수요를 맞추기 위해 제조사들은 울며 겨자 먹기로 HBM 라인을 늘리고 있으며 이는 일반 DRAM의 캐파잠식을 일으킨다. 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 3사의 전체 DRAM 웨이퍼 생산 능력 중 HBM이 차지하는 비중은 2022년 5% 미만에서 2025년 말 약 20%까지 급증했다. 나아가 2027년 말에는 이 비중이 약 35%에 달할 것으로 예측된다. 이는 전체 DRAM 생산 능력의 3분의 1 이상이 생산 효율이 극히 낮은 HBM에 할당된다는 의미로, 결과적으로 일반 DRAM(DDR5, LPDDR5)의 공급 부족을 심화시키는 이중 부족 사태를 초래한다. HBM4는 12단 이상의 적층과 미세 공정이 필수적이다. 칩 하나만 불량이라도 전체 패키지를 폐기해야 하는 적층 공정의 특성상 수율 손실은 뼈아프다. 또한 선단 공정(1b, 1c)에서 EUV레이어 수가 급증하며 공정 복잡도가 높아지고 있어, 신규 진입자가 단기간에 수율을 잡는 것은 불가능에 가깝다.

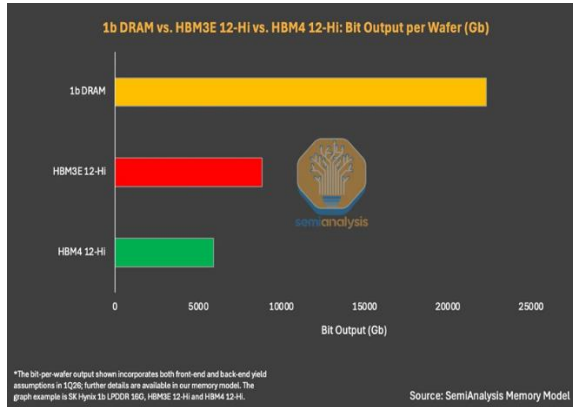
HBM은 세대가 거듭될수록 공정 난이도가 기하급수적으로 높아지며, 이는 경쟁사들의 진입을 막는 거대한 해자 역할을 하고 있다. 최근 SemiAnalysis의 분석에 따르면, HBM4의 기술적 장벽은 실제 시장 점유율의 지각 변동으로 이어지고 있다. 엔비디아의 차세대 'Rubin' 세대 HBM 공급망에서 마이크론의 점유율은 사실상 0%로 전망되며, 현재 엔비디아가 마이크론의 HBM을 주문하고 있다는 징후조차 확인되지 않고 있다. 이는 HBM4의 기술적 요구사항을 충족하는 것이 메이저 업체에게도 얼마나 어려운 과제인지를 보여준다.

물리적 공간의 한계. 기술이 있어도 장비를 들여놓을 공간이 없다. 팬데믹 이후 불황기에 공급사들이 보수적인 투자 기조를 유지하면서 신규 팹 건설이 지연되었고, 이는 현재 '클린룸 부족'이라는 물리적 한계로 돌아왔다. 현재 진행 중인 주요 증설 프로젝트(삼성 P4, SK 하이닉스 M15X/용인, 마이크론 A3/Idaho)들은 빨라야 2027년 중후반에나 유의미한 웨이퍼 산출이 가능하다. 당장 2026년 내내 공급사들은 제한된 기존 공간 안에서 쥐어짜기식으로 생산해야 하며, 이는 공급 증가율을 물리적으로 제한한다.

## 반도체

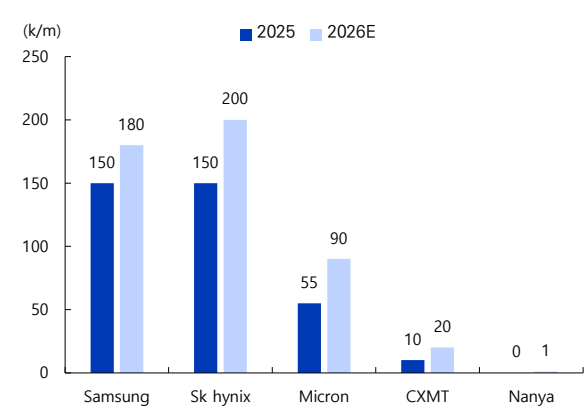
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 43] 기술이 진보할수록 낮아지는 출하량



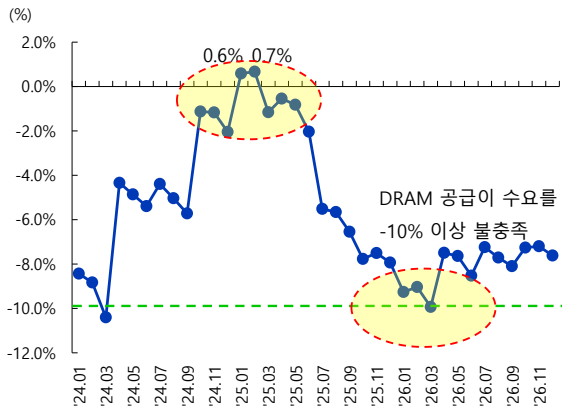
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 주요 공급 업체별 TSV capa



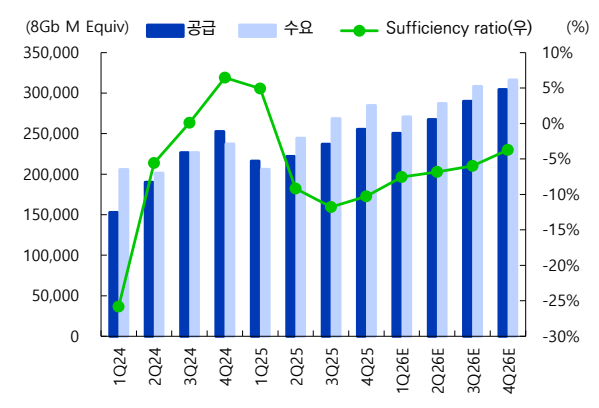
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 1Q24~4Q26 DRAM 공급 충족률



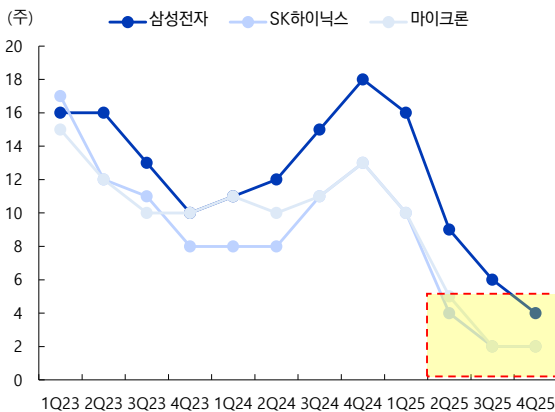
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 46] 1Q24~4Q26 NAND 공급 충족률



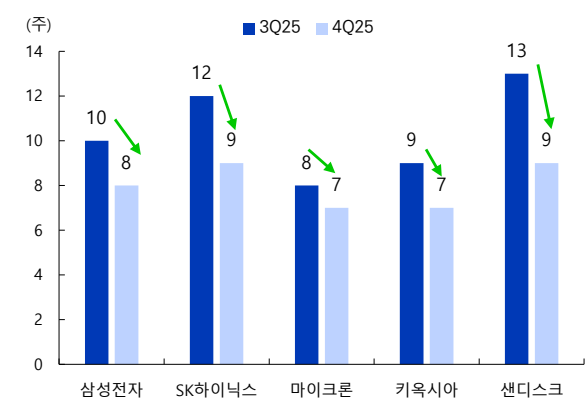
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 47] 1Q23~현재 DRAM 공급 업체 재고 수준



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 48] NAND 공급 업체 재고 수준

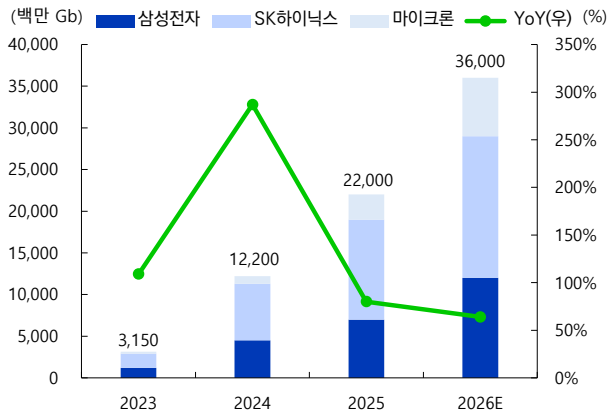


자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

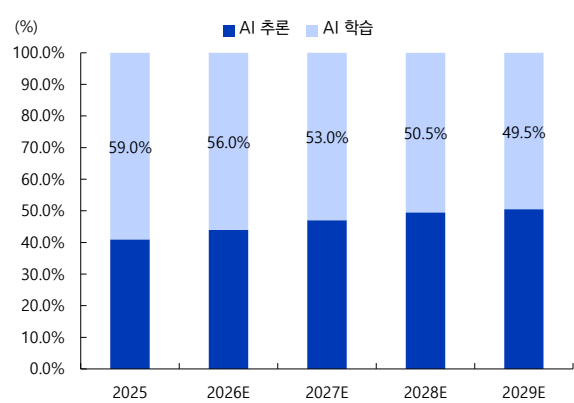
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 49] 공급 업체별 HBM 출하량



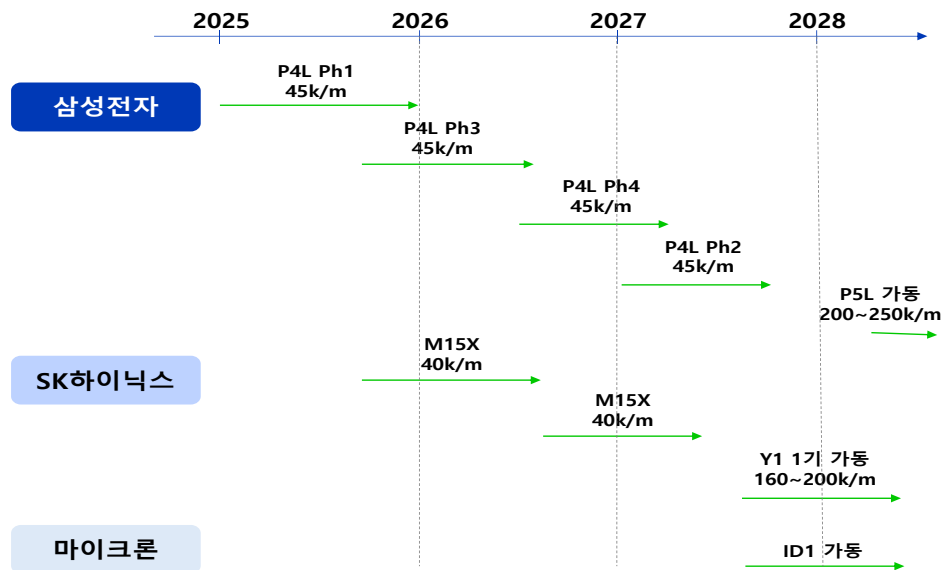
자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 50] AI 추론, AI 학습 칩 출하량 비중



자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 51] HBM 공급제약의 3 대 핵심요인



자료: 교보증권 리서치센터.

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 52] HBM3e, HBM4 공급 업체별 양산 타임라인

Product	Brand	2023				2024				2025				2026			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
HBM3e	삼성전자						24GB										
								36GB									
	SK 하이닉스					24GB											
								36GB									
										48GB							
HBM3e	마이크론					24GB											
								36GB									
HBM4	삼성전자													36GB			
	SK 하이닉스													36GB			
															48GB		
HBM4	마이크론													36GB			
																48GB	

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터

[도표 53] CSP 주요 ASIC 양산 타임라인

CSP	AI Chip	2025				2026				2027			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Google	TPU v7 Training				HBM3e								
	TPU v7 Training								HBM3e				
AWS	Trainium v2.5				HBM3e								
	Trainium v3							HBM3e					
MS	Maia v2					HBM3e							
	Maia v3									HBM4			
Meta	MTIA v2				HBM3e								
	MTIA v3								HBM3e				

자료: TrendForce, 교보증권 리서치센터



## 2-4) 구조적변화 ③수급

슈퍼 유동성의 파도가 한국 메모리 반도체를 향하고 있다. 시장 외부의 수급 요인 또한 밸류에이션 확장을 뒷받침한다. 글로벌 유동성(M2)의 폭발적 증가는 성장 잠재력이 높은 한국 반도체 시장으로 자금을 밀어 넣고 있다. 특히 코스피 내 삼성전자와 SK하이닉스의 시총 비중 확대(38.5%)는 패시브 자금의 기계적 매수를 유발하며, 수급적으로 주가를 부양하는 강력한 버팀목이 되고 있다.

글로벌 유동성 확대와 'Buy Korea'의 시작되고 있다. 가장 먼저 주목해야 할 점은 글로벌 유동성(M2)의 폭발적인 증가다. 첨부된 [도표53] 글로벌 유동성 그래프에 따르면 지난 5년간 미국(+18%), 유로존(+13%), 중국(+41%) 등 주요 경제권의 통화 공급량이 지속적으로 우상향하고 있다. 미국이 국채 발행을 늘리며 유동성을 공급하는 구간에서, 풀린 자금은 성장 잠재력이 높은 신흥국 시장으로 유입되는 경향을 보인다. 이러한 자금 흐름은 이미 성과로 나타나고 있다. '주요 국가 올해 수익률 현황은 한국은 +18.1%의 수익률을 기록하며 브라질, 일본, 미국을 제치고 1위를 차지했다. 이는 글로벌 자금이 미국 빅테크 쏠림에서 벗어나, 반도체 업황 턴어라운드 기대되는 한국 시장으로 강하게 유입되고 있음을 시사한다.

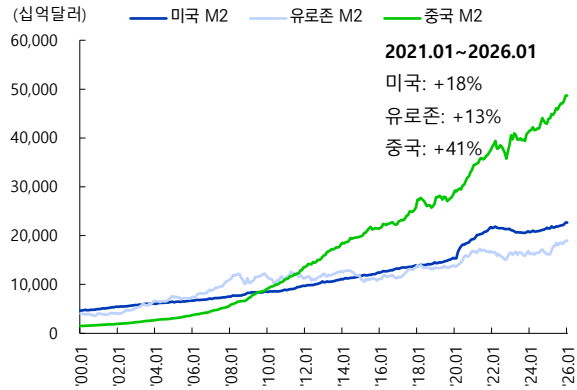
코스피 내 비중 확대로 패시브 자금의 '강제 매수' 효과가 두드러지고 있다. 한국 시장으로 유입된 자금은 구조적으로 삼성전자와 SK하이닉스를 매수할 수밖에 없는 환경이다. [도표56] 코스피 시가총액 VS 삼성전자·SK하이닉스 시가총액 비중 차트를 보면, 현재 두 기업의 합산 시가총액 비중은 38.5%에 달한다. 이는 20년 평균(20.2%)이나 5년 평균(25.8%)을 훨씬 상회하는 수치다. 일각에서는 쏠림 현상을 우려하지만, 수급 관점에서는 강력한 호재다. 외국인 투자자들이 코스피 지수를 추종하는 패시브 펀드나 ETF를 매수할 때, 시총 비중이 커진 두 종목을 과거보다 더 많이 담아야만 인덱스를 추종할 수 있다. 즉, 한국 시장으로 자금이 들어올수록 두 기업에 대한 기계적인 매수세가 유입되는 선순환 구조가 형성된 것이다.

2월 조정은 기회, '하드웨어'의 시간은 온다. 2월은 전통적으로 수익률이 낮거나 마이너스를 기록하는 달이었으나, 3월부터는 본격적인 반등세가 나타나는 경향이 뚜렷하다. 현재의 지지부진한 흐름은 계절적 요인일 가능성이 높으며, 이는 오히려 3월 랠리를 대비한 매수 기회로 해석된다. 1)DeepSeek 사태와 데자뷔가 연상된다. 최근 미국 SaaS 기업들의 주가 하락으로 기술주 전반의 심리가 위축된 바 있다. 그러나 '딥시크와 유사한 주가 추이를 보이는 S&P500' 차트는 현재 상황이 과거 딥시크 이슈 당시의 일시적 충격 후 반등 패턴과 매우 유사함을 보여준다. 2)Long Hardware, Short Software: 결정적으로 '롱 하드웨어 숏 소프트웨어' 차트는 시장의 색깔이 바뀌고 있음을 증명한다. 소프트웨어 섹터는 하락세인 반면, 반도체 하드웨어는 상승 추세를 유지하며 디커플링 되고 있다. 이는 AI 거품론이 소프트웨어를 강타할 때, 실질적인 인프라인 '메모리 반도체'의 건재함을 반증하는 것이다.

## 반도체

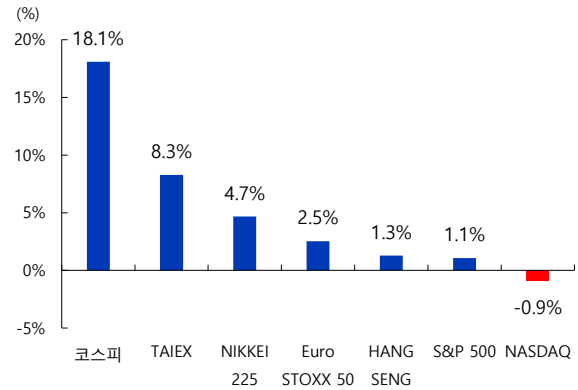
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 54] 2000년~현재 주요국 M2 추이



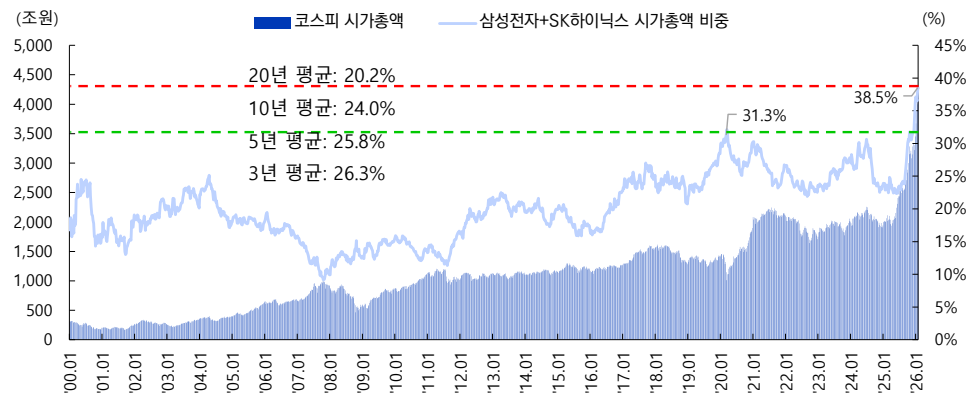
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 55] 2026년 주요국 증시 YTD 수익률



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 56] 코스피 시가총액 VS 삼성전자 SK 하이닉스 시가총액 비중

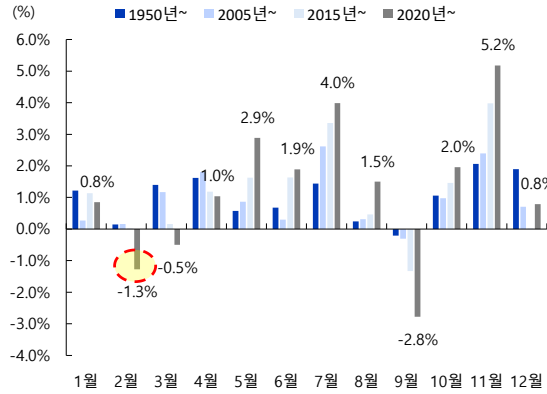


자료: 교보증권 리서치센터.

## 반도체

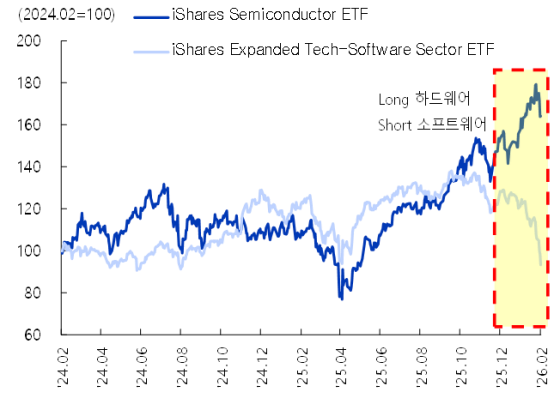
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 57] 역사적으로 2월 수익률 부진



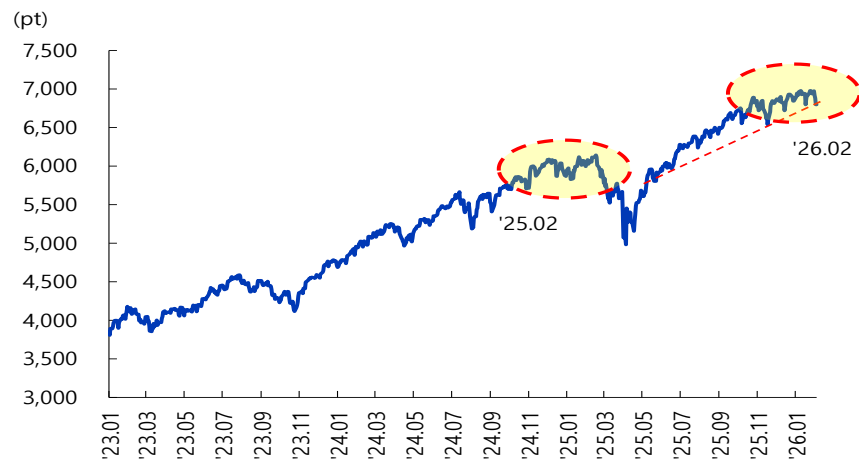
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 58] 롱 하드웨어 숏 소프트웨어



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 59] 답시크와 유사한 주가추이를 보이는 S&P500



자료: 교보증권 리서치센터.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

### 3. 결론, 밸류에이션 확장의 시작

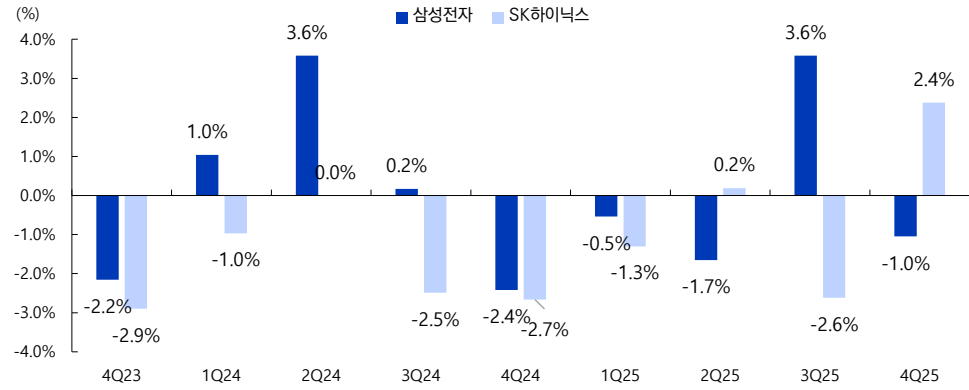
#### 3-1) 변동성에서 피어나는 고점 논쟁,

#### 그러나 밸류에이션 확장에 따른 주가 상승 지속할 것

구조적 호황 속에서도 주가는 일직선으로 오르지 않는다. 폭발적인 주가 상승은 필연적으로 차익 실현 욕구를 자극하며 높은 변동성을 동반한다. 주가가 출렁일 때마다 시장은 "이제 끝물이 아닌가?"라는 고점 논쟁을 반복할 것이다. 이는 과거 사이클의 학습 효과에 따른 자연스러운 현상이지만, 이번 사이클의 본질인 구조적 변화를 간과한 공포일 가능성이 크다.

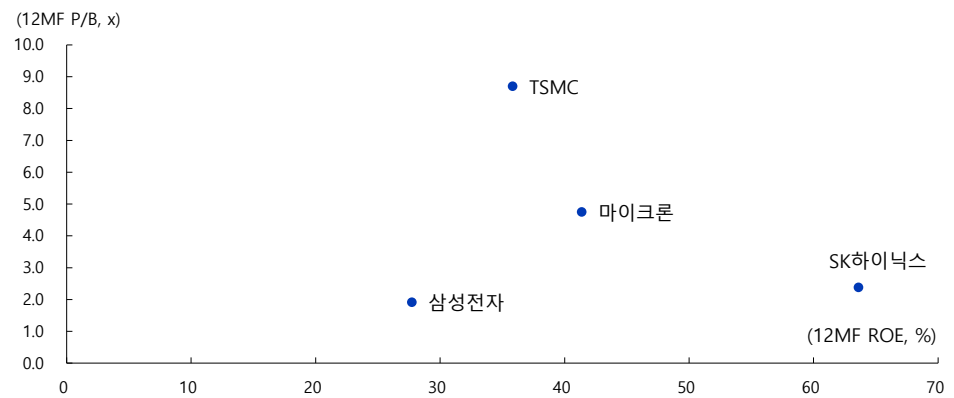
결론적으로 고점 논쟁은 단기적 노이즈에 불과하며, 밸류에이션 확장에 따른 주가 상승 추세는 지속될 것이다. 이번 슈퍼사이클은 2027년, 길게는 2028년까지 이어질 더 크고 더 긴 사이클이다. 단순한 사이클의 고점을 논하기보다, AI 시대의 필수 인프라로서 메모리 반도체가 재평가 받는 밸류에이션 확장이라는 거대한 파도에 올라타야 할 시점이다.

[도표 60] 2024~2025년 삼성전자, SK하이닉스 실적 발표 당일 주가 변동폭



자료: 교보증권 리서치센터

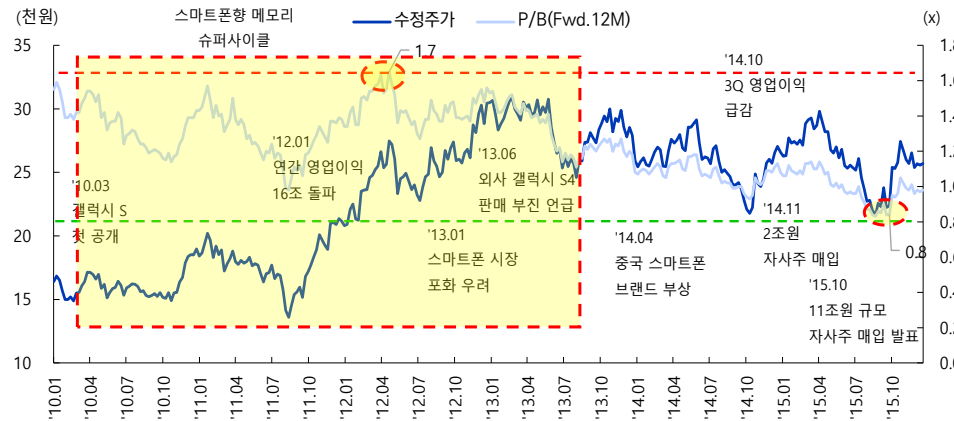
[도표 61] 2026년 메모리 3사+TSMC 12MF ROE, P/B



자료: 교보증권 리서치센터

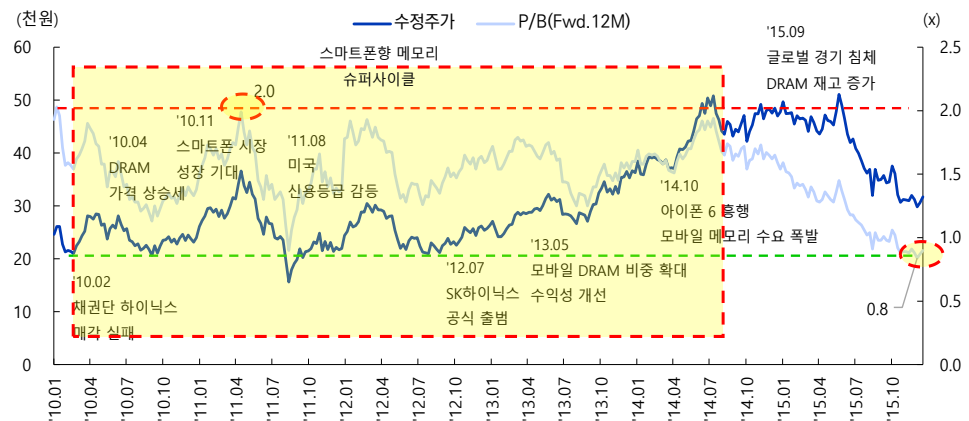
## 참조: 기업별 주가 추이 및 이슈

[도표 62] 2010~2015년 삼성전자 이슈 및 12MF P/B



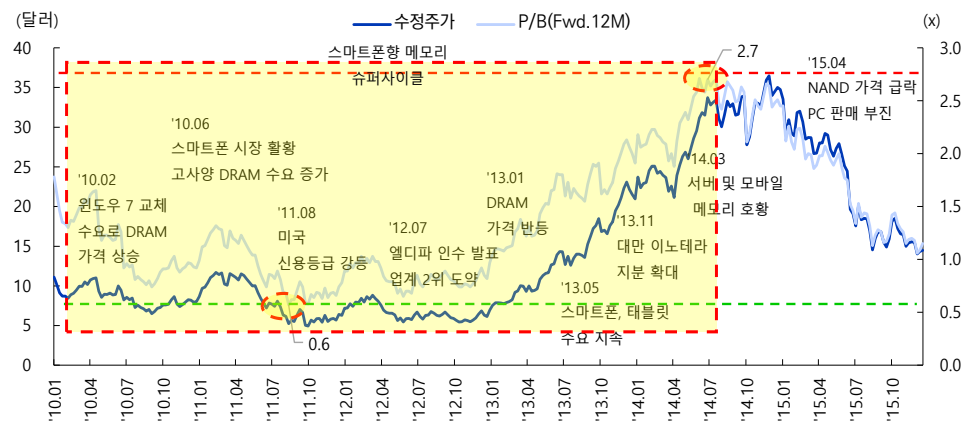
자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 63] 2010~2015년 SK 하이닉스 이슈 및 12MF P/B



자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 64] 2010~2015년 마이크론 이슈 및 12MF P/B



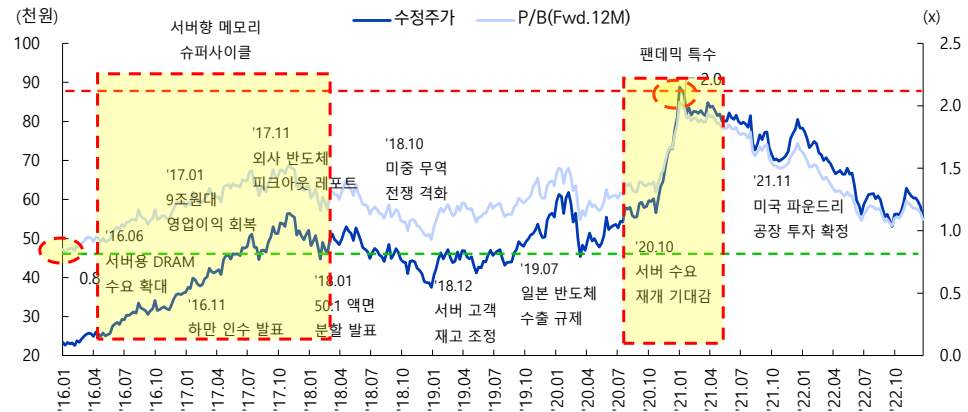
자료: 교보증권 리서치센터.



## 반도체

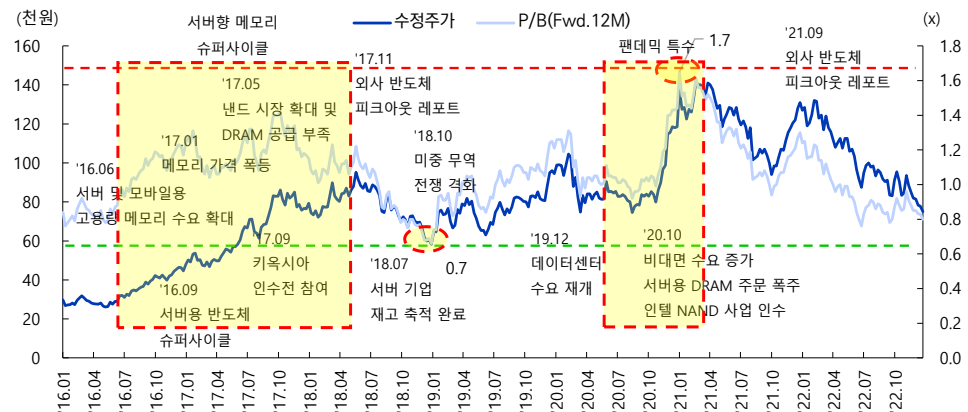
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 65] 2016~2022년 삼성전자 이슈 및 12MF P/B



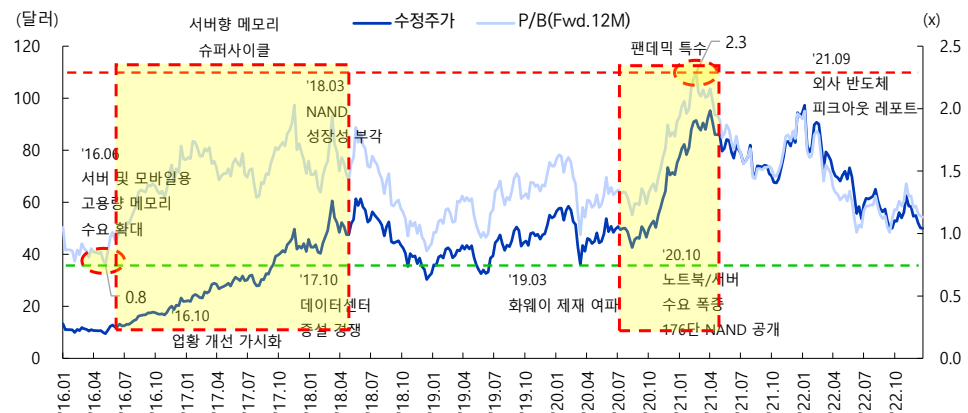
자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 66] 2016~2022년 SK 하이닉스 이슈 및 12MF P/B



자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 67] 2016~2022년 마이크론 이슈 및 12MF P/B

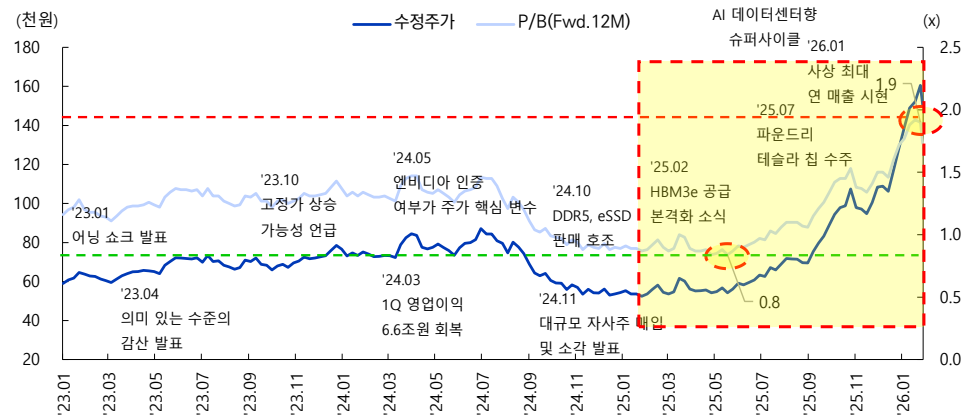


자료: 교보증권 리서치센터.

## 반도체

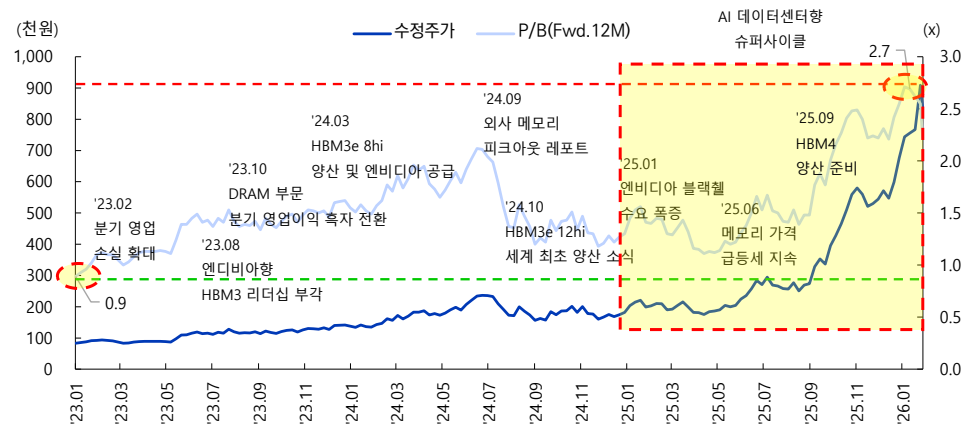
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 68] 2023년~현재 삼성전자 이슈 및 12MF P/B



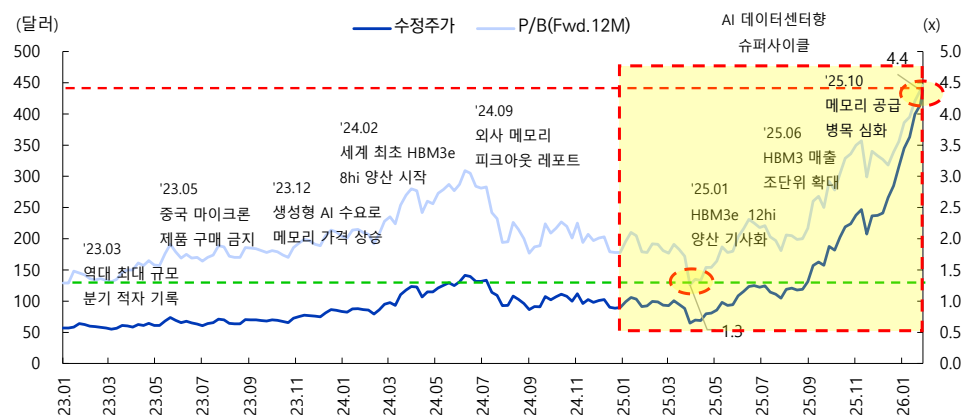
자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 69] 2023년~현재 SK 하이닉스 이슈 및 12MF P/B



자료: 교보증권 리서치센터.

[도표 70] 2023년~현재 마이크론 이슈 및 12MF P/B



자료: 교보증권 리서치센터.



## 기업분석

### 종목명

삼성전자	005930.KS	원스톱 메모리 솔루션
SK하이닉스	000660.KS	기대되는 주주가치 증대

# 삼성전자

## 005930

Feb 11, 2026

Buy

유지

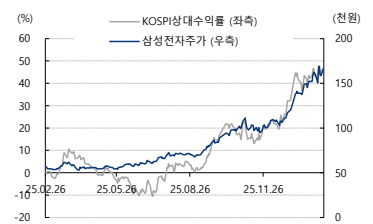
TP 220,000 원

유지

## Company Data

현재가(02/09)	166,400 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	169,100 원
52 주 최저가(보통주)	53,000 원
KOSPI (02/09)	5,298.04p
KOSDAQ (02/09)	1,127.55p
자본금	8,975 억원
시가총액	10,790,280 억원
발행주식수(보통주)	591,964 만주
발행주식수(우선주)	81,597 만주
평균거래량(60 일)	2,968.7 만주
평균거래대금(60 일)	46,019 억원
외국인지분(보통주)	51.19%
주요주주	
삼성생명보험 외 15 인	19.82%
국민연금공단	7.75%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.7	131.8	209.9
상대주가	3.6	40.4	47.5



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com


**KYOBO** 교보증권

## 원스톱 메모리 솔루션

## 메모리와 파운드리 공정 역량의 시너지

**HBM4 기술력 회복, 더 이상 디스카운트 요인 없다:** 고객사 인증을 완료하였으며 2월말부터 제품을 양산 출하할 전망. 동사는 4nm 파운드리 및 6세대(1c · 11nm급)를 결합해 HBM4를 차별화하는 승부를 던지며 업계 유일의 공정 조합을 채택. 동사의 HBM4 데이터 처리속도는 초당 11.7Gbps로 JEDEC의 표준을 넘어서 HBM시장에서 동사의 영향력은 확대될것. 금번 컨콜에서도 올해 HBM 매출은 전년 대비 3배로 대폭 개선될 것이라 밝힘.

**DRAM&NAND 쌍끌이:** AI확산에 따라 메모리 공급부족은 여전히 현재 진행중이며 DRAM 뿐 아닌 NAND제조사들도 가격 인상에 가세하고 있음. 메모리 가격의 상승과 동사의 글로벌 최대 Capa 강점을 통해 가격 수혜가 이어질 것.

**파운드리 경쟁력강화의 원년:** 4nm FinFET 공정이 적용된 HBM4 베이스 다이는 출하되었으며 2027년 2nm →2029년에는 1.4 nm 공정이 적용될 예정. 2026년은 AI와 HPC를 중심으로 YoY+130% 증가한 수주 확보가 예상되며 선단공정 기술을 중심으로 2nm 수주와 가동률 상승을 통해 2027년 흑자전환을 앞두고 경쟁력 강화의 원년이 될 전망.

## 투자의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지

1Q26 매출액은 108.8조원(YoY+38%, QoQ+16%) 영업이익 31.7조원(YoY+43%, QoQ+38%, OPM+29%)으로 전망. [DRAM] B/G-2%, ASP+43%, 영업이익 25.4조원(OPM +70%) [NAND] B/G-2%, ASP+42%, 영업이익 2.5조원(OPM +19%) 추정. 투자의견 BUY, 목표주가 220,000원 유지.

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	258,935	300,871	333,569	468,289	478,739
YoY(%)	-14.3	16.2	10.9	40.4	2.2
영업이익(십억원)	6,567	32,726	43,577	155,365	169,570
OP 마진(%)	2.5	10.9	13.1	33.2	35.4
순이익(십억원)	15,487	34,451	45,061	124,994	139,615
EPS(원)	2,225	5,433	7,233	20,410	22,821
YoY(%)	-75.2	144.1	33.1	182.2	11.8
PER(배)	35.3	9.8	16.6	8.2	7.3
PCR(배)	9.2	4.1	7.8	3.3	3.2
PBR(배)	1.5	0.9	1.9	2.1	1.7
EV/EBITDA(배)	10.0	3.6	8.8	5.1	4.2
ROE(%)	4.1	9.0	10.8	25.3	22.6

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 1] 삼성전자 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F
<b>매출액</b>	<b>79,141</b>	<b>74,566</b>	<b>86,062</b>	<b>93,800</b>	<b>108,851</b>	<b>113,974</b>	<b>123,047</b>	<b>122,417</b>	<b>333,568.6</b>	<b>468,289.0</b>
% YoY	10.0%	0.7%	8.8%	23.8%	37.5%	52.8%	43.0%	30.5%	10.9%	40.4%
% QoQ	4.4%	-5.8%	15.4%	9.0%	16.0%	4.7%	8.0%	-0.5%		
<b>1. DS</b>	25,100	27,900	33,100	44,000	57,930	64,870	72,023	73,120	130,100	267,943
<b>2. SDC</b>	6,594	7,018	8,595	9,501	6,932	8,127	7,921	8,672	31,709	31,652
<b>3. DX</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-
3-1) MX / Networks	37,014	29,254	34,126	29,300	33,616	30,386	32,011	29,336	129,694	125,350
3-2) VD / DA	14,543	14,130	13,903	14,800	14,417	14,466	14,311	14,657	57,375	57,850
<b>4. Harman</b>	3,400	3,800	4,000	4,600	3,545	3,687	3,990	4,040	15,800	15,261
<b>Others</b>	-7511	-7535	-7662	-8401	-7589	-7561	-7209	-7409	-	-
									31,110	29,767
<b>영업이익</b>	<b>6,685</b>	<b>4,676</b>	<b>12,166</b>	<b>20,100</b>	<b>31,691</b>	<b>38,030</b>	<b>43,039</b>	<b>42,605</b>	<b>43,627.4</b>	<b>155,365.1</b>
% YoY	40.0%	42.2%	39.2%	39.8%	42.8%	41.8%	45.3%	0.0%	710.5%	256.1%
% QoQ	38.8%	40.6%	37.8%	38.6%	37.7%	38.8%	42.4%	0.0%		
<b>1. DS</b>	1,100	400	7,010	16,400	27,885	33,510	37,926	37,944	24,910	137,265
<b>2. SDC</b>	510	531	1,223	2,043	438	1,002	1,406	1,518	4,306	4,364
<b>3. DX</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-
3-1) MX / Networks	3,417	2,140	3,502	1,300	2,338	2,304	2,590	2,392	10,359	9,623
3-2) VD / DA	200	300	-	600	-	145	286	73	-	504
			100						200	
<b>4. Harman</b>	300	500	400	300	313	490	407	271	1,500	1,481
<b>Others</b>	1158	805	131	657	717	580	423	407	2,752	2,128
<b>영업이익률</b>	<b>8.4%</b>	<b>6.3%</b>	<b>14.1%</b>	<b>21.4%</b>	<b>29.1%</b>	<b>33.4%</b>	<b>35.0%</b>	<b>34.8%</b>	<b>13.1%</b>	<b>33.2%</b>
<b>1. DS</b>	4%	1%	21%	37%	48%	52%	53%	52%	19.1%	51.2%
<b>2. SDC</b>	7.7%	7.6%	14.2%	21.5%	6.3%	12.3%	17.8%	17.5%	13.6%	13.8%
<b>3. DX</b>	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
3-1) MX / Networks	9.2%	7.3%	10.3%	4.4%	7.0%	7.6%	8.1%	8.2%	8.0%	7.7%
3-2) VD / DA	1.4%	2.1%	-0.7%	-4.1%	0.0%	1.0%	2.0%	0.5%	-0.3%	0.9%
<b>4. Harman</b>	8.8%	13.2%	10.0%	6.5%	8.8%	13.3%	10.2%	6.7%	9.5%	9.7%
<b>Others</b>	-15.4%	-10.7%	-1.7%	-7.8%	-9.5%	-7.7%	-5.9%	-5.5%	-8.8%	-7.1%

자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 2] 삼성전자 주요 추정 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F
<b>DRAM 출하량(백만 Gb)</b>	<b>24,256</b>	<b>28,050</b>	<b>27,775</b>	<b>28,331</b>	<b>27,764</b>	<b>29,430</b>	<b>31,784</b>	<b>32,738</b>	<b>108,411</b>	<b>121,715</b>
% QoQ	6%	16%	-1%	2%	-2%	6%	8%	3%	4%	12%
% YoY	-8%	2%	0%	23%	14%	5%	14%	16%	0%	0%
<b>DRAM ASP(달러/Gb)</b>	<b>0.37</b>	<b>0.38</b>	<b>0.43</b>	<b>0.63</b>	<b>0.90</b>	<b>1.04</b>	<b>1.11</b>	<b>1.14</b>	<b>0.45</b>	<b>1.05</b>
% QoQ	-20%	2%	13%	48%	43%	15%	7%	3%	18%	132%
% YoY	21%	3%	9%	36%	143%	175%	160%	81%	0%	0%
<b>NAND 출하량(백만 GB)</b>	<b>54,782</b>	<b>71,710</b>	<b>76,765</b>	<b>67,016</b>	<b>65,817</b>	<b>67,816</b>	<b>73,382</b>	<b>84,466</b>	<b>270,273</b>	<b>291,481</b>
% QoQ	-7%	31%	7%	-13%	-2%	3%	8%	15%	2%	8%
% YoY	-24%	4%	19%	14%	20%	-5%	-4%	26%	0%	0%
<b>NAND ASP(달러/GB)</b>	<b>0.07</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>	<b>0.14</b>	<b>0.15</b>	<b>0.16</b>	<b>0.17</b>	<b>0.08</b>	<b>0.15</b>
% QoQ	-14%	0%	5%	25%	42%	12%	7%	5%	-4%	96%
% YoY	2%	-15%	-16%	13%	87%	109%	113%	79%	0%	0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 삼성전자 목표주가 산정

비고	(단위: 원, 배)
26F BPS	79,910
Target P/B 26~30F ROE 23.4%와 5년 평균 COE 8.6%적용	2.7
<b>Target Price(원)</b>	<b>220,000</b>
전일종가(원)	166,100
UP SIDE	32%

자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

### [삼성전자 005930]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	258,935	300,871	333,569	468,289	478,739
매출원가	180,389	186,562	202,200	248,068	246,880
매출총이익	78,547	114,309	131,369	220,221	231,859
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	39.4	47.0	48.4
판매비와관리비	71,980	81,583	87,792	64,856	62,290
영업이익	6,567	32,726	43,577	155,365	169,570
영업이익률 (%)	2.5	10.9	13.1	33.2	35.4
EBITDA	45,234	75,357	76,741	181,315	189,889
EBITDA Margin (%)	17.5	25.0	23.0	38.7	39.7
영업외손익	4,439	4,804	6,104	4,884	9,423
관계기업손익	888	751	751	751	751
금융수익	16,100	16,703	6,791	9,470	14,528
금융비용	-12,646	-12,986	-1,815	-2,240	-2,717
기타	97	335	377	-3,098	-3,139
법인세비용차감전순이익	11,006	37,530	49,681	160,249	178,993
법인세비용	-4,481	3,078	4,620	35,255	39,378
계속사업순이익	15,487	34,451	45,061	124,994	139,615
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15,487	34,451	45,061	124,994	139,615
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	13.5	26.7	29.2
비배지분순이익	1,014	830	1,086	3,011	3,364
지배지분순이익	14,473	33,621	43,975	121,983	136,251
지배순이익률 (%)	5.6	11.2	13.2	26.0	28.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3,350	16,845	14,545	14,545	14,545
포괄순이익	18,837	51,296	59,605	139,539	154,159
비배지분포괄이익	992	1,248	1,450	3,395	3,751
지배지분포괄이익	17,846	50,048	58,155	136,144	150,408

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	44,137	72,983	66,968	125,195	163,668
당기순이익	15,487	34,451	45,061	124,994	139,615
비현금항목의 가감	36,520	42,947	30,170	51,070	44,669
감가상각비	35,532	39,650	30,797	23,921	18,580
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-888	-751	-751	-751	-751
기타	1,875	4,048	124	27,900	26,840
자산부채의 증감	-5,459	-1,568	-8,453	-22,945	6,539
기타현금흐름	-2,410	-2,848	190	-27,924	-27,154
투자활동 현금흐름	-16,923	-85,382	-39,725	-60,311	-43,371
투자자산	6,092	1,075	21	21	21
유형자산	-57,611	-51,406	-35,984	-56,547	-39,583
기타	34,596	-35,051	-3,762	-3,785	-3,809
재무활동 현금흐름	-8,593	-7,797	-5,756	-4,685	-4,685
단기차입금	2,145	5,871	5,871	5,871	5,871
사채	-1,220	-1,365	-1,365	-1,365	-1,365
장기차입금	355	405	405	405	405
자본의 증가(감소)	0	0	-6	0	0
현금배당	-9,864	-10,889	-9,811	-9,588	-9,588
기타	-9	-1,820	-851	-9	-9
현금의 증감	19,400	-15,375	25,367	64,265	119,723
기초 현금	49,681	69,081	53,706	79,072	143,337
기말 현금	69,081	53,706	79,072	143,337	263,060
NOPLAT	9,241	30,042	39,524	121,185	132,264
FCF	-15,163	19,699	28,251	67,643	119,540

자료: 삼성전자, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	195,937	227,062	264,261	359,077	474,791
현금및현금성자산	69,081	53,706	79,072	143,337	263,060
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	58,276	78,106	79,927
재고자산	51,626	51,755	57,379	66,898	59,842
기타유동자산	31,949	68,356	69,534	70,736	71,961
비유동자산	259,969	287,470	291,048	322,405	342,429
유형자산	187,256	205,945	211,132	243,758	264,760
관계기업투자금	11,767	12,592	13,322	14,051	14,781
기타금융자산	8,913	11,757	11,757	11,757	11,757
기타비유동자산	52,033	57,176	54,838	52,839	51,131
자산총계	455,906	514,532	555,310	681,482	817,220
유동부채	75,719	93,326	99,699	111,110	117,411
매입채무 및 기타채무	53,550	61,523	62,867	68,406	68,836
차입금	7,115	13,173	19,044	24,915	30,787
유동성채무	1,309	2,207	1,365	1,365	1,365
기타유동부채	13,746	16,424	16,424	16,424	16,424
비유동부채	16,509	19,014	18,344	17,696	17,073
차입금	0	7	411	816	1,221
사채	538	15	-1,350	-2,714	-4,079
기타비유동부채	15,971	18,993	19,282	19,594	19,931
부채총계	92,228	112,340	118,043	128,806	134,484
지배지분	353,234	391,688	425,846	538,241	664,904
자본금	898	898	892	892	892
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	404,677	517,072	643,735
기타자본변동	99	-1,725	-1,725	-1,725	-1,725
비배지분	10,444	10,504	11,421	14,435	17,832
자본총계	363,678	402,192	437,267	552,676	682,736
총차입금	12,686	19,330	23,615	28,754	33,906

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,225	5,433	7,233	20,410	22,821
PER	35.3	9.8	16.6	8.2	7.3
BPS	52,002	57,663	63,223	79,910	98,715
PBR	1.5	0.9	1.9	2.1	1.7
EBITDAPS	6,659	11,094	11,393	26,919	28,192
EV/EBITDA	10.0	3.6	8.8	5.1	4.2
SPS	43,374	50,399	56,349	79,108	80,873
PSR	1.8	1.1	2.1	2.1	2.1
CFPS	-2,232	2,900	4,194	10,043	17,747
DPS	1,444	1,446	1,446	1,446	1,446

#### 재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-14.3	16.2	10.9	40.4	2.2
영업이익 증가율	-84.9	398.3	33.2	256.5	9.1
순이익 증가율	-72.2	122.5	30.8	177.4	11.7
수익성					
ROIC	4.0	11.7	14.5	39.7	39.0
ROA	3.2	6.9	8.2	19.7	18.2
ROE	4.1	9.0	10.8	25.3	22.6
안정성					
부채비율	25.4	27.9	27.0	23.3	19.7
순차입금비율	2.8	3.8	4.3	4.2	4.1
이자보상배율	7.1	36.2	39.8	117.4	109.1



# SK하이닉스

## 000660

Feb 11, 2026

Buy

유지

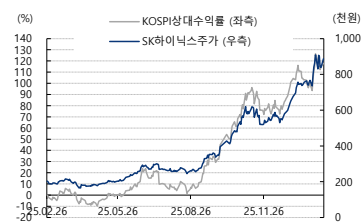
TP 1,200,000 원

상향

## Company Data

현재가(02/09)	887,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	909,000 원
52 주 최저가(보통주)	164,800 원
KOSPI (02/09)	5,298.04p
KOSDAQ (02/09)	1,127.55p
자본금	36,577 억원
시가총액	6,457,381 억원
발행주식수(보통주)	71,270 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	479.5 만주
평균거래대금(60 일)	39,085 억원
외국인지분(보통주)	52.86%
주요주주	
에스케이스퀘어 외 7 인	20.07%
국민연금공단	7.35%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	19.2	245.8	336.9
상대주가	3.2	109.5	108.0



IT 최보영

3771-9724, 20190031@iprovest.com


**KYOBO** 교보증권

## 기대되는 주주가치 증대

### 기대되는 주주가치 증대 & 기술 리더십

**주주가치 증대:** SK하이닉스는 4Q25 실적발표에서 추가 배당, 자사주 소각 등 시장 기대 이상의 주주환원을 시행했으며 2026년에도 다양한 방법으로 주주환원을 시행할 것이라고 밝힘. 미국 주식예탁증서(ADR) 상장과 관련해서는 확정된 사항은 없다며 신중한 입장을 유지. 그러나 3월 주주총회를 앞두고 글로벌 투자자들은 ADR상장과 자사주 추가 매입소각을 통한 기업가치 제고를 소통하고 있음. TSMC의 경우 ADR상장시점 전 YTD 약 300%의 주가 급등이 있었던 사례를 보았을 때 관련 모멘텀도 기대됨. ADR상장시 기대되는 효과는 1)글로벌 투자자 접근성 확대 2)기업 투명성 향상 3)경쟁 메모리 업체와 밸류에이션 격차 해소를 기대할 수 있을 것.

**기술리더십과 강렬한 쇼티지효과:** HBM4는 양산을 시작했으며 1분기 내 고객사에 공급을 시작해 압도적인 시장 점유율을 지속할 것. 1b기반으로 요구 성능을 구현했으며 Advanced MR-MUF로 HBM3e만큼의 수율을 확보해 나갈 것. 차세대 낸드 스토리지 HBF(High Bandwidth Flash)는 낸드플래시를 적층해서 만든 제품으로 샌디스크와 MOU를 체결했으며 향후 JEDEC 승인을 받고 표준화된 생태계에서 기술 선도를 이끌 것. DRAM&NAND는 쇼티지 효과로 지속적인 가격 상승세 예상.

### 투자의견 BUY, 목표주가 1,200,000원 상향

1Q26 매출액 38.9조원(YoY +120%, QoQ +18%), 영업이익 24.6조원(YoY +230%, QoQ +8.4%, OPM +63%)으로 전망. [DRAM] B/G -1%, ASP +21%, 영업이익 20.8조원(OPM +71%) [NAND] B/G -3%, ASP+25%, 영업이익 3.7조원(OPM +42%)으로 지속적인 가격상승이 이루어질 것. 동사의 목표주가를 1,200,000원으로 상향 조정.

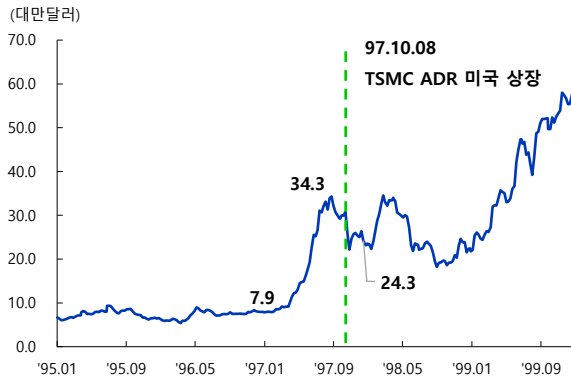
### Forecast earnings & Valuation

	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	32,766	66,193	97,147	184,876	202,920
YoY(%)	-26.6	102.0	46.8	90.3	9.8
영업이익(십억원)	-7,730	23,467	47,206	122,105	135,505
OP 마진(%)	-23.6	35.5	48.6	66.0	66.8
순이익(십억원)	-9,138	19,797	43,569	104,592	115,459
EPS(원)	-12,517	27,182	59,823	143,611	158,531
YoY(%)	적전	흑전	120.1	140.1	10.4
PER(배)	-11.3	6.4	10.9	6.2	5.6
PCR(배)	17.4	3.4	4.6	2.1	2.0
PBR(배)	1.9	1.7	4.1	2.9	1.9
EV/EBITDA(배)	21.2	3.8	8.1	4.4	3.4
ROE(%)	-15.6	31.1	45.9	62.4	41.8

## 반도체

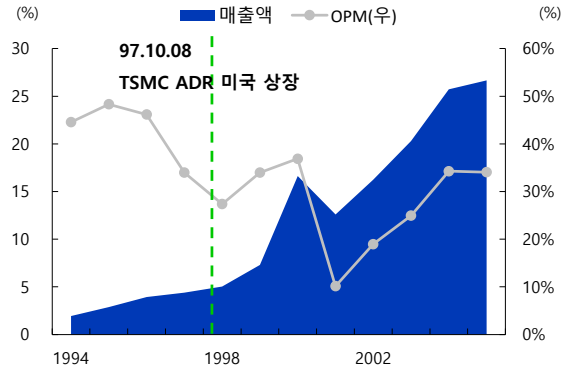
반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 1] TSMC ADR 상장 전후 주가추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] TSMC ADR 상장 전후 실적 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F
<b>매출액</b>	<b>17,639.1</b>	<b>22,232.0</b>	<b>24,449.0</b>	<b>32,827.0</b>	<b>38,832.6</b>	<b>43,858.3</b>	<b>49,356.0</b>	<b>52,829.4</b>	<b>97,147.1</b>	<b>184,876.2</b>
% YoY	41.9%	35.4%	39.1%	66.1%	120.2%	97.3%	101.9%	60.9%	46.8%	90.3%
% QoQ	-10.8%	26.0%	10.0%	34.3%	18.3%	12.9%	12.5%	7.0%		
DRAM	14,188.1	16,624.3	18,917.8	24,875.4	29,381.5	33,635.9	37,436.8	40,102.3	74,605.6	140,556.4
NAND	3,216.4	4,428.0	5,113.8	7,433.2	8,859.7	9,616.6	11,372.3	12,191.2	20,191.4	42,039.7
<b>영업이익</b>	<b>7,440.5</b>	<b>9,212.9</b>	<b>11,383.0</b>	<b>19,170.0</b>	<b>24,581.9</b>	<b>28,545.3</b>	<b>33,048.2</b>	<b>35,928.5</b>	<b>47,206.4</b>	<b>122,103.9</b>
% YoY	157.8%	68.5%	61.9%	137.2%	230.4%	209.8%	190.3%	87.4%	101%	159%
% QoQ	3.2%	-1.8%	12.4%	25.4%	8.4%	2.8%	2.9%	1.6%		
DRAM	7,661.6	9,143.3	11,161.5	16,666.5	20,860.8	24,217.9	27,703.2	30,076.7	44,632.9	102,858.6
NAND	0.0	-221.4	153.4	2,155.6	3,721.1	4,327.5	5,345.0	5,851.8	2,087.7	19,245.3
<b>영업이익률</b>	<b>42%</b>	<b>41%</b>	<b>47%</b>	<b>58%</b>	<b>63%</b>	<b>65%</b>	<b>67%</b>	<b>68%</b>	<b>49%</b>	<b>66%</b>
DRAM	54.0%	55.0%	59.0%	67.0%	71.0%	72.0%	74.0%	75.0%	59.8%	73.2%
NAND	0.0%	-5.0%	3.0%	29.0%	42.0%	45.0%	47.0%	48.0%	10.3%	45.8%

자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

[도표 4] SK하이닉스 주요 추정가정

(단위: 십억원)

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025P	2026F
DRAM	출하량 (백만 Gb)	19,117	23,593	24,518	25,302	25,049	26,552	27,880	28,995	92,530	108,477
	% QoQ	-9%	23%	4%	3%	-1%	6%	5%	4%		
	% YoY	13%	18%	26%	21%	31%	13%	14%	15%	20%	17%
	ASP (달러/Gb)	0.51	0.53	0.55	0.69	0.83	0.90	0.95	0.98	2.28	3.66
NAND	출하량 (백만 GB)	35,047	59,590	56,611	62,719	61,088	62,309	62,932	63,562	213,966	249,891
	% QoQ	-17%	70%	-5%	11%	-3%	2%	1%	1%		
	% YoY	-29%	24%	28%	49%	74%	5%	11%	1%	17%	17%
	ASP (달러/GB)	0.07	0.05	0.06	0.08	0.10	0.11	0.13	0.14	0.07	0.12
	% QoQ	-20%	-18%	17%	31%	25%	7%	18%	7%		
	% YoY	-2%	-31%	-24%	0%	57%	104%	105%	67%	-14%	81%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] SK하이닉스 목표주가 산정

비고	(단위: 원, 배)
26F BPS	300,770
Target P/B	26~30F ROE 44.4%와 5년 평균 COE 10.85%적용
Target Price(원)	1,200,000
전일종가(원)	877,000
UP SIDE	37%

자료: 교보증권 리서치센터

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

### [SK하이닉스 000660]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	32,766	66,193	97,147	184,876	202,920
매출원가	33,299	34,365	38,457	53,878	55,313
매출총이익	-533	31,828	58,690	130,998	147,606
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	60.4	70.9	72.7
판매비와관리비	7,197	8,361	11,484	8,893	12,101
영업이익	-7,730	23,467	47,206	122,105	135,505
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	48.6	66.0	66.8
EBITDA	5,943	36,049	57,225	130,128	141,931
EBITDA Margin (%)	18.1	54.5	58.9	70.4	69.9
영업외손익	-3,928	418	3,989	5,447	7,745
관계기업손익	15	-38	63	71	77
금융수익	2,262	4,855	1,226	2,792	5,240
금융비용	-6,093	-5,708	-1,832	-1,949	-2,104
기타	-111	1,309	4,532	4,532	4,532
법인세비용차감전순이익	-11,658	23,885	51,196	127,552	143,250
법인세비용	-2,520	4,088	7,627	22,959	27,790
계속사업순이익	-9,138	19,797	43,569	104,592	115,459
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	43,569	104,592	115,459
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	44.8	56.6	56.9
비지배지분순이익	-25	8	18	43	48
지배지분순이익	-9,112	19,789	43,551	104,549	115,411
지배순이익률 (%)	-27.8	29.9	44.8	56.6	56.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	100	1,248	152	162	168
포괄순이익	-9,037	21,044	43,721	104,754	115,627
비지배지분포괄이익	-22	11	23	56	62
지배지분포괄이익	-9,015	21,033	43,697	104,698	115,565

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	4,278	29,796	43,157	81,544	116,133
당기순이익	-9,138	19,797	43,569	104,592	115,459
비현금항목의 가감	15,033	17,054	18,484	30,364	31,300
감가상각비	13,121	11,985	9,566	7,635	6,093
외환손익	332	352	0	0	0
지분법평가손익	0	0	-63	-71	-77
기타	1,579	4,716	8,982	22,801	25,284
자산부채의 증감	794	-5,600	-10,814	-31,447	-6,123
기타현금흐름	-2,411	-1,455	-8,082	-21,965	-24,504
투자활동 현금흐름	-7,335	-18,005	-19,388	-19,443	-19,506
투자자산	-19	-113	-3	-3	-3
유형자산	-8,325	-15,946	-18,337	-18,337	-18,337
기타	1,009	-1,946	-1,047	-1,102	-1,165
재무활동 현금흐름	5,697	-8,704	-712	48	756
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	1,861	2,141	2,462
장기차입금	6,969	-7,376	753	866	996
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-826	-826	-1,520	-1,522	-1,522
기타	-446	-502	-1,807	-1,437	-1,181
현금의 증감	2,610	3,618	23,677	62,661	97,922
기초 현금	4,977	7,587	11,205	34,882	97,543
기말 현금	7,587	11,205	34,882	97,543	195,465
NOPLAT	-6,059	19,450	40,174	100,126	109,217
FCF	83	10,487	21,041	58,364	91,183

자료: SK 하이닉스, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	30,468	42,279	78,661	176,831	282,645
현금및현금성자산	7,587	11,205	34,882	97,543	195,465
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	19,336	36,549	40,064
재고자산	13,481	13,314	19,540	37,186	40,815
기타유동자산	2,458	4,461	4,903	5,553	6,300
비유동자산	69,862	77,576	85,950	96,331	108,322
유형자산	52,705	60,157	68,929	79,632	91,876
관계기업투자금	1,367	1,941	1,944	1,947	1,951
기타금융자산	4,441	4,582	4,582	4,582	4,582
기타비유동자산	11,349	10,897	10,496	10,170	9,913
자산총계	100,330	119,855	164,611	273,162	390,966
유동부채	21,008	24,965	25,062	27,506	27,837
매입채무 및 기타채무	7,026	13,386	14,451	17,469	18,090
차입금	4,146	1,283	1,283	1,283	1,283
유동성채무	5,712	3,969	2,758	1,916	1,332
기타유동부채	4,125	6,327	6,570	6,837	7,132
비유동부채	25,819	20,974	23,596	26,658	30,223
차입금	10,121	5,022	5,775	6,642	7,638
사채	9,490	12,409	14,271	16,411	18,873
기타비유동부채	6,207	3,543	3,550	3,605	3,712
부채총계	46,826	45,940	48,658	54,164	58,060
자본총계	53,504	73,903	115,934	218,962	332,851
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,487	4,487	4,487
이익잉여금	46,729	65,418	107,449	210,476	324,366
기타자본변동	-2,269	-2,192	-2,192	-2,192	-2,192
비지배지분	-1	12	19	36	55
자본총계	53,504	73,916	115,954	218,998	332,906
총차입금	31,870	24,870	26,077	28,064	30,774

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	-12,517	27,182	59,823	143,611	158,531
PER	-11.3	6.4	10.9	6.2	5.6
BPS	73,495	101,515	159,250	300,770	457,211
PBR	1.9	1.7	4.1	2.9	1.9
EBITDAPS	8,164	49,517	78,605	178,746	194,959
EV/EBITDA	21.2	3.8	8.1	4.4	3.4
SPS	45,008	90,924	133,443	253,950	278,735
PSR	3.1	1.9	4.9	3.5	3.2
CFPS	114	14,405	28,902	80,170	125,251
DPS	1,200	2,204	2,204	2,204	2,204

#### 재무비율

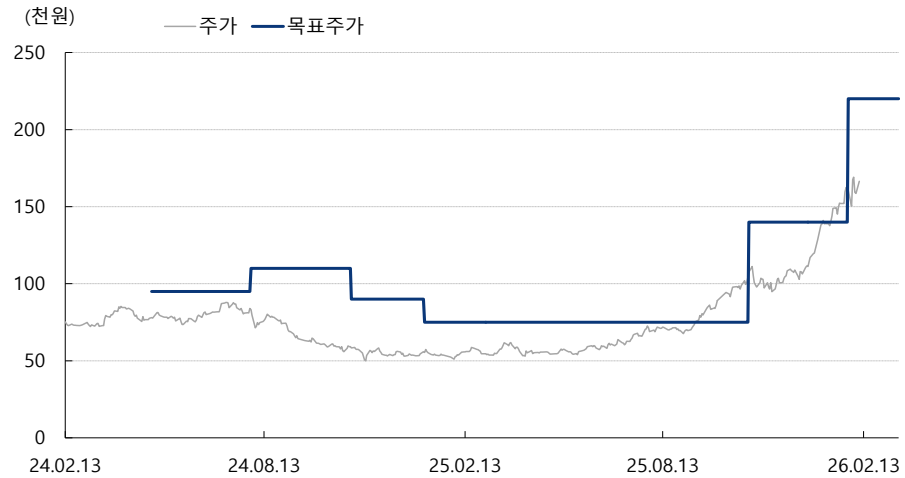
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-26.6	102.0	46.8	90.3	9.8
영업이익 증가율	적전	흑전	101.2	158.7	11.0
순이익 증가율	적전	흑전	120.1	140.1	10.4
수익성					
ROIC	-8.5	27.1	47.5	86.6	74.7
ROA	-8.9	18.0	30.6	47.8	34.8
ROE	-15.6	31.1	45.9	62.4	41.8
안정성					
부채비율	87.5	62.2	42.0	24.7	17.4
순차입금비율	31.8	20.7	15.8	10.3	7.9
이자보상배율	-5.3	17.4	33.2	79.4	80.0

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

삼성전자 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.05.09	매수	85,000	(17.14)	FALSE	2025.11.11	매수	140,000	(15.53)	FALSE
2023.07.28	매수	95,000	(27.50)	FALSE	2026.01.30	매수	220,000	(26.42)	FALSE
2023.09.26	매수	95,000	(27.67)	FALSE	2026.02.11	매수	220,000		FALSE
2023.11.10	매수	95,000	(25.42)	FALSE					
2024.02.01	매수	95,000	(19.11)	FALSE					
2024.05.02	매수	95,000	(17.11)	FALSE					
2024.08.01	매수	110,000	(38.90)	FALSE					
2024.11.01	매수	90,000	(39.09)	FALSE					
2025.01.07	매수	75,000	(27.68)	FALSE					
2025.02.03	매수	75,000	(13.83)	FALSE					
2025.10.31	매수	140,000	(26.87)	FALSE					

자료: 교보증권 리서치센터

### Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자\_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4	2.9	0.7	0.0

[ 업종 투자의견 ]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[ 기업 투자기간 및 투자등급 ] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

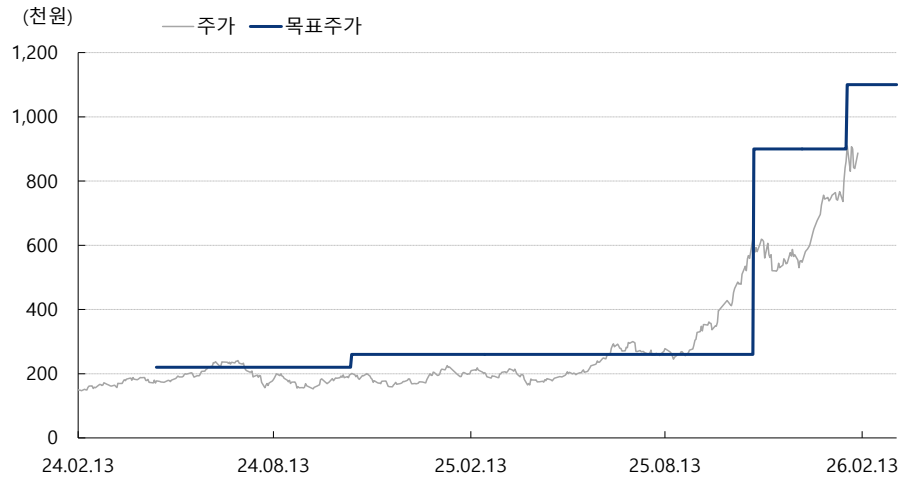
Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

## 반도체

반도체 고점논쟁의 종말, 밸류에이션 확장의 시대

SK 하이닉스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2023.05.09	매수	110,000	(0.36)	FALSE	2025.11.11	매수	900,000	(29.77)	FALSE
2023.07.27	매수	160,000	(25.83)	FALSE	2026.01.30	매수	1,100,000	(21.14)	FALSE
2023.09.26	매수	160,000	(25.08)	FALSE	2026.02.11	매수	1,200,000		FALSE
2023.10.27	매수	160,000		FALSE					
2023.01.26	매수	190,000		FALSE					
2024.04.26	매수	220,000	(4.64)	FALSE					
2024.07.26	매수	220,000	(11.81)	FALSE					
2024.10.25	매수	260,000	(29.23)	FALSE					
2025.01.24	매수	260,000	(26.60)	FALSE					
2025.03.25	매수	260,000	(6.58)	FALSE					
2025.11.04	매수	900,000	(34.50)	FALSE					

자료: 교보증권 리서치센터

## Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

## 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항

기준일자\_2025.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.4	2.9	0.7	0.0

### [ 업종 투자의견 ]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

### [ 기업 투자기간 및 투자등급 ]

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)  
**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하