2026.11.12

반도체

반도체 손인준
6154 / sjj@eugenefn.com

이미 많은 것이 반영된 주가

업종투자의견 **OVERWEIGHT**

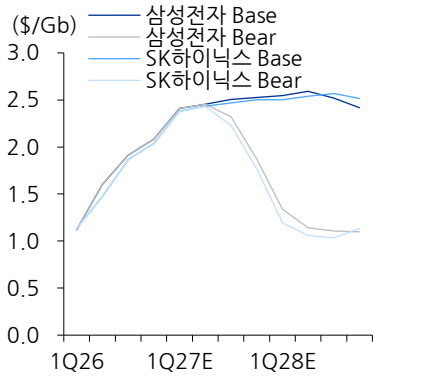
- **2018년 다운사이클을 대입한 가격 시나리오:** AI I CapEx 자금 조달 우려에 미국 중간선거에서 민주당이 압승한 데 따른 데이터센터 투자 지연 가능성까지 더해지며, 메모리 업황에 대한 시장의 불안이 커지고 있다. 당사는 메모리 쇼티지 장기화에 따른 업황 강세가 지속될 것으로 전망한다. 다만 실현 가능성은 매우 낮지만, 하이퍼스케일러의 오더컷 이후 급격한 다운사이클이 나타났던 2018년의 가격 흐름이 2027년부터 재현되는 상황을 가정했다. 2017~2018년 데이터센터발 메모리 슈퍼사이클 이후 DRAM은 4Q18부터, NAND는 2Q18부터 본격적인 가격 하락세에 진입했다. 이후 두 제품의 가격은 약 60% 하락한 뒤 반등했다. HBM 역시 범용 DRAM 가격 하락의 영향을 반영해, 2028년 계약가격은 전년 대비 약 50%, Blended ASP는 약 40% 하락하는 것으로 가정했다.

- **Bear Case에서도 DRAM OPm 70%, NAND OPm 50%:** DRAM이 3Q27부터, NAND가 2Q27부터 다운사이클에 진입하는 시나리오에서 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM 및 NAND 영업이익률은 4Q28 기준 각각 70%, 50% 수준으로 낮아질 전망이다. 영업이익에 연동되는 성과급 축소가 이익률 하락 폭을 완화할 것으로 예상한다. LTA 조건은 고객사별로 상이하지만, Floor Price에서도 과거 최고 수준을 웃도는 이익률을 확보할 수 있다는 Micron의 코멘트를 고려하면, 본 시나리오의 가격 수준은 LTA의 Floor Price에 근접할 것으로 추정한다. 참고로 2017~2018년 사이클 정점 당시 삼성전자의 DRAM과 NAND 영업이익률도 각각 70%, 50% 수준이었다.

- **극단적 시나리오가 이미 반영된 주가:** 이 경우 삼성전자와 SK하이닉스의 영업이익은 2027년 각각 562.8조원(+45%YoY), 422.7조원(+48%YoY), 2028년 각각 316.2조원(-44%YoY), 230.1조원(-46%YoY)으로 추정된다. 2028년 BPS는 각각 19.1만원, 126.5만원으로 현 주가와 유사한 수준이다. 양사의 밸류에이션 하단을 PBR 1배로 가정하면, 실현 가능성이 낮은 극단적 시나리오가 이미 주가에 상당 부분 반영된 것으로 판단한다.

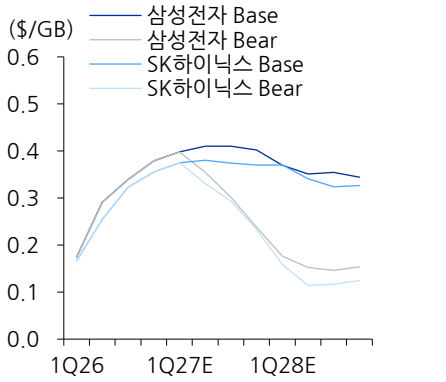
- **감지되는 수요 조정, 북미 CSP가 흡수:** 현재 메모리 수요의 취약한 고리는 스마트폰·PC 등 컨슈머 시장과 중국 시장이다. 스마트폰·PC 고객사들은 수익성 악화와 최종 수요 부진으로 메모리 구매력이 약화되고 있으며, 중국 하이퍼스케일러에서도 비용 부담과 공급망 병목에 따른 서버 구축 지연으로 일부 수요 조정이 감지된다. 다만, 북미 CSP는 여전히 수요 대비 공급 충족률이 낮아 이들 시장에서 조정된 물량을 모두 흡수하고 있다. AI 투자가 2028년부터 속도 조절에 들어서더라도, 관련 우려가 상당 부분 반영된 현 주가에서는 하방보다 상방 압력이 커질 것으로 판단한다. 또한, Anthropic의 IPO가 확정되면 장기 사이클에 대한 시장의 우려도 상당 부분 완화될 것으로 예상한다. 2028년부터 AI Labs의 메모리 직접 구매가 본격적으로 확대되면서, 쇼티지 장기화와 이에 따른 업황 강세가 이어질 전망이다. 극단적 우려를 반영한 현 주가를 비중 확대의 기회로 활용할 것을 권고한다

DRAM 가격 전망



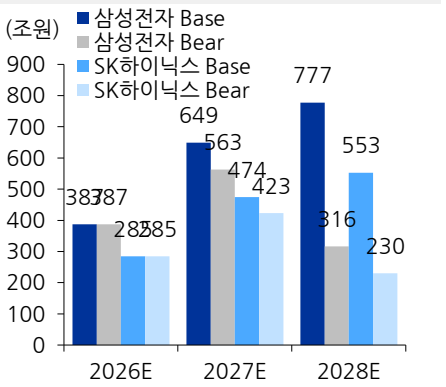
자료: Bloomberg, 유진투자증권

NAND 가격 전망



자료: Bloomberg, 유진투자증권

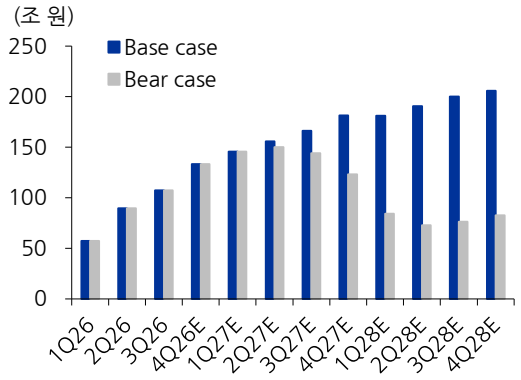
삼성전자, SK하이닉스 영업이익 추정치



자료: 유진투자증권

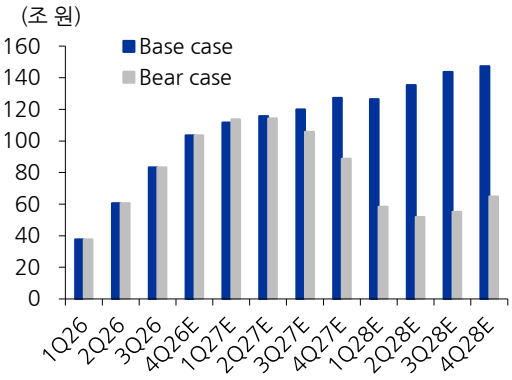
유진투자증권

삼성전자 영업이익 전망 (Base vs. Bear case)



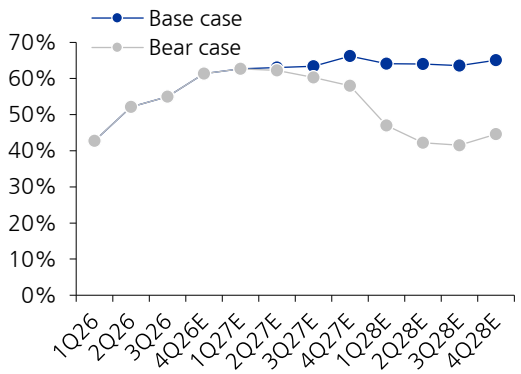
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 영업이익 전망 (Base vs. Bear case)



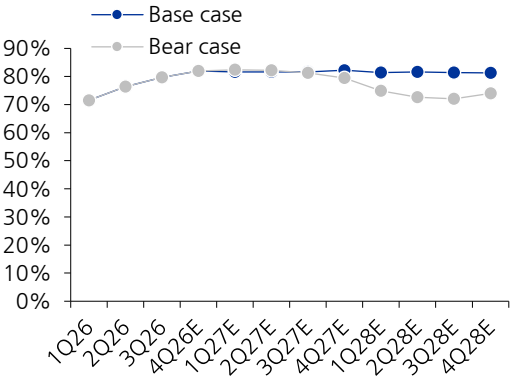
자료: 유진투자증권

삼성전자 영업이익률 전망 (Base vs. Bear case)



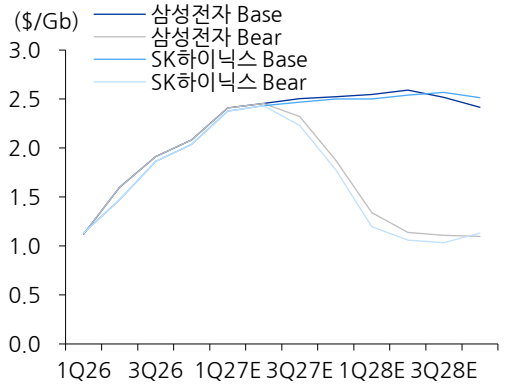
자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 영업이익률 전망 (Base vs. Bear case)



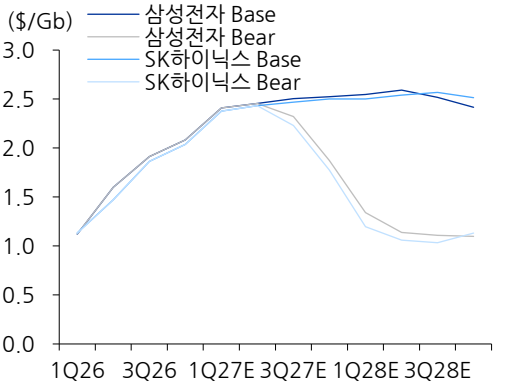
자료: 유진투자증권

DRAM 가격 전망



자료: 유진투자증권

NAND 가격 전망



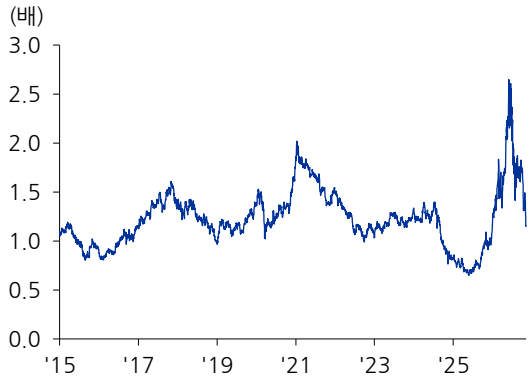
자료: 유진투자증권

삼성전자, SK 하이닉스 시나리오별 밸류에이션

구분	시나리오		2025	2026E	2027E	2028E
BPS (원)	Base	삼성전자	62,995	108,859	174,333	253,212
		SK 하이닉스	165,544	595,217	1,143,444	1,729,538
	Bear	삼성전자	62,995	110,602	167,515	191,014
		SK 하이닉스	165,544	595,217	1,079,576	1,265,313
PBR (배)	Base	삼성전자	1.90x	1.83x	1.14x	0.79x
		SK 하이닉스	3.90x	2.04x	1.06x	0.70x
	Bear	삼성전자	1.90x	1.80x	1.19x	1.04x
		SK 하이닉스	3.90x	2.04x	1.12x	0.96x
EPS (원)	Base	삼성전자	7,477	51,925	88,945	108,078
		SK 하이닉스	58,955	415,296	588,228	686,094
	Bear	삼성전자	7,477	53,907	79,209	45,097
		SK 하이닉스	58,955	415,296	524,359	285,737
PER (배)	Base	삼성전자	16.00x	3.83x	2.24x	1.84x
		SK 하이닉스	11.00x	2.92x	2.06x	1.77x
	Bear	삼성전자	16.00x	3.69x	2.51x	4.41x
		SK 하이닉스	11.00x	2.92x	2.31x	4.24x

자료: 유진투자증권

삼성전자 12MF PBR



자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 12MF PBR



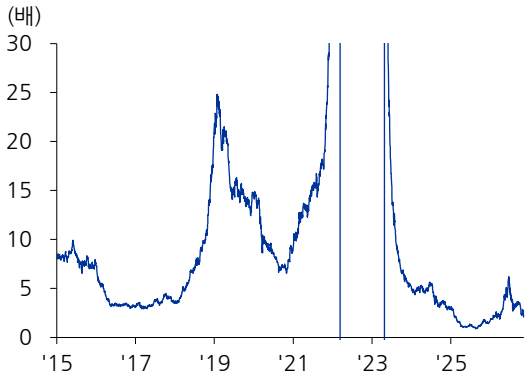
자료: 유진투자증권

삼성전자 12MF PER



자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 12MF PER



자료: 유진투자증권

삼성전자 사업부별 실적 추이 및 전망

(조원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	133.9	171.5	195.3	217.0	232.4	247.3	262.4	274.3	333.6	717.9	1016.3
QoQ/YoY(%)	43%	28%	14%	11%	7%	6%	6%	5%	11%	115%	42%
DS	81.7	127.5	147.1	180.6	192.6	206.6	219.4	238.8	130.2	536.9	857.5
Memory	74.8	120.8	140.7	173.1	184.7	198.3	210.2	227.9	104.1	509.4	821.1
DRAM	55.4	89.7	102.7	126.5	138.8	148.6	158.5	174.1	73.6	374.3	620.0
HBM	4.2	5.5	8.1	9.2	18.9	22.7	30.1	34.2	8.6	27.1	106.0
NAND	19.4	33.5	38.0	46.6	45.9	49.7	51.7	53.7	30.6	137.5	201.0
Foundry/LSI	6.9	6.7	6.4	7.5	7.9	8.3	9.2	11.0	26.0	27.5	36.4
DX	52.7	47.7	51.7	40.9	48.2	48.2	50.6	42.9	186.4	193.0	189.8
MX / Networks	38.1	33.2	37.7	26.8	34.2	34.0	36.5	29.0	129.1	135.8	133.8
VD / DA	14.6	14.5	13.9	14.1	14.0	14.2	14.0	13.8	57.3	57.1	56.1
SDC	6.7	7.5	8.0	9.0	6.9	8.5	9.5	10.4	29.6	31.1	35.3
Harman	3.8	4.6	4.3	4.6	3.8	4.4	4.4	4.8	15.9	17.2	17.4
영업이익	57.2	89.5	107.4	133.2	145.7	155.9	166.3	181.6	43.8	387.3	649.4
QoQ/YoY(%)	184%	57%	20%	24%	9%	7%	7%	9%	34%	785%	68%
DS	53.7	89.2	106.5	133.2	145.5	156.2	165.7	180.5	25.3	382.5	647.8
Memory	54.8	91.8	107.8	134.7	146.3	157.1	166.4	180.5	31.9	389.1	650.3
DRAM	43.1	68.4	80.2	100.3	112.4	120.3	128.5	141.6	29.6	291.9	502.8
HBM	2.4	2.5	4.9	5.4	14.1	17.2	23.5	26.8	2.8	15.1	81.6
NAND	11.7	23.4	27.6	34.4	33.9	36.8	37.9	38.9	2.3	97.2	147.6
Foundry/LSI	-1.1	-2.6	-1.3	-1.5	-0.8	-0.9	-0.8	0.0	-6.6	-6.6	-2.5
DX	3.0	-0.7	-0.8	-1.8	-0.8	-1.8	-1.5	-1.1	12.8	-0.4	-5.2
MX / Networks	2.8	-0.7	-0.6	-1.5	-1.0	-1.8	-1.4	-0.8	13.0	0.0	-5.0
VD / DA	0.1	0.0	-0.2	-0.3	0.2	0.1	-0.1	-0.4	-0.2	-0.4	-0.2
SDC	0.4	0.7	1.1	1.4	0.7	0.9	1.5	1.6	4.2	3.5	4.7
Harman	0.2	0.4	0.6	0.5	0.3	0.5	0.6	0.6	1.5	1.6	2.1
영업이익률	42.7%	52.2%	55.0%	61.4%	62.7%	63.0%	63.4%	66.2%	13.1%	54.0%	63.9%
DS	65.7%	69.9%	72.4%	73.8%	75.5%	75.6%	75.5%	75.6%	19.4%	71.2%	75.5%
Memory	73.2%	76.0%	76.6%	77.8%	79.2%	79.2%	79.2%	79.2%	30.6%	76.4%	79.2%
DRAM	77.7%	76.2%	78.1%	79.3%	81.0%	81.0%	81.0%	81.3%	40.2%	78.0%	81.1%
HBM	55.3%	46.5%	59.9%	58.2%	74.5%	75.8%	78.0%	78.4%	32.0%	55.9%	77.0%
NAND	60.5%	69.9%	72.8%	73.9%	73.8%	74.0%	73.4%	72.5%	7.5%	70.7%	73.4%
Foundry/LSI	-16.3%	-39.4%	-20.4%	-20.2%	-10.6%	-11.1%	-8.2%	-0.2%	-25.4%	-24.0%	-7.0%
DX	5.6%	-1.5%	-1.5%	-4.4%	-1.6%	-3.7%	-3.0%	-2.6%	6.9%	-0.2%	-2.7%
MX / Networks	7.4%	-2.1%	-1.6%	-5.7%	-2.9%	-5.4%	-3.9%	-2.7%	10.1%	0.0%	-3.8%
VD / DA	1.0%	-0.1%	-1.5%	-2.0%	1.4%	0.5%	-0.6%	-2.5%	-0.4%	-0.6%	-0.3%
SDC	5.6%	9.6%	13.2%	15.2%	9.6%	11.1%	15.7%	15.7%	14.2%	11.3%	13.4%
Harman	5.5%	7.7%	13.1%	10.6%	8.7%	11.8%	14.6%	11.8%	9.4%	9.3%	11.8%

자료: 유진투자증권

주요 가정

		1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,502	1,400	1,350	1,320	1,320	1,320	1,320	1,414	1,429	1,320
DRAM	출하량(Gb, M)	33,759	37,340	38,360	45,004	43,650	45,869	47,924	52,237	118,091	154,463	189,680
	QoQ/YoY	3%	11%	3%	17%	-3%	5%	4%	9%	9%	31%	23%
	ASP($/Gb)	1.12	1.60	1.91	2.08	2.41	2.45	2.32	1.87	0.44	1.71	2.25
	QoQ/YoY	91%	43%	20%	9%	16%	2%	-5%	-19%	22%	289%	31%
HBM	출하량(Gb, M)	1,978	2,414	3,259	3,584	4,301	4,946	6,183	6,740	4,893	11,235	22,170
	QoQ/YoY	13%	22%	35%	10%	20%	15%	25%	9%	6%	130%	97%
	ASP($/Gb)	1.46	1.51	1.78	1.91	3.33	3.48	3.69	3.84	1.25	1.71	3.62
	QoQ/YoY	12%	3%	18%	7%	75%	4%	6%	4%	-7%	37%	112%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	31,780	34,927	35,101	41,419	39,348	40,922	41,741	45,498	113,197	143,228	167,509
	QoQ/YoY	2%	10%	1%	18%	-5%	4%	2%	9%	9%	27%	17%
	ASP($/Gb)	1.10	1.60	1.92	2.10	2.31	2.33	2.12	1.58	0.41	1.71	2.07
	QoQ/YoY	101%	46%	20%	9%	10%	1%	-9%	-25%	28%	323%	21%
NAND	출하량(GB, M)	75,659	76,793	79,865	91,046	87,404	91,775	95,446	101,321	272,099	323,363	375,946
	QoQ/YoY	9%	2%	4%	14%	-4%	5%	4%	6%	2%	19%	16%
	ASP($/GB)	0.17	0.29	0.34	0.38	0.40	0.35	0.30	0.24	0.08	0.30	0.32
	QoQ/YoY	86%	67%	17%	12%	5%	-11%	-15%	-21%	-8%	278%	6%
스마트폰	출하량(M)	59	60	61	53	60	66	60	54	240	233	240
	QoQ/YoY	-3%	3%	1%	-13%	12%	11%	-10%	-9%	7%	-3%	3%
	ASP($)	345	279	335	281	346	319	360	327	286	311	337
	QoQ/YoY	41%	-19%	20%	-16%	23%	-8%	13%	-9%	-3%	9%	9%

자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
매출액	**52,576**	**79,319**	**104,615**	**126,235**	**136,750**	**141,903**	**146,935**	**154,644**	**97,142**	**362,746**	**580,232**
QoQ(%)	60%	51%	32%	21%	8%	4%	4%	5%			
YoY(%)	198%	257%	328%	285%	160%	79%	40%	23%	47%	273%	60%
DRAM	40,852	58,168	78,045	99,280	108,317	110,997	115,570	122,040	76,323	276,345	456,925
HBM	7,257	7,626	9,770	13,897	22,022	22,977	25,790	27,771	28,094	38,551	98,559
NAND	11,727	21,101	25,241	26,956	28,433	30,906	31,364	32,603	20,394	85,026	123,307
영업이익	**37,610**	**60,543**	**83,334**	**103,470**	**111,590**	**115,769**	**119,874**	**127,179**	**47,206**	**284,958**	**474,412**
QoQ(%)	96%	61%	38%	24%	8%	4%	4%	6%			
YoY(%)	405%	557%	632%	440%	197%	91%	44%	23%	101%	504%	66%
DRAM	30,379	45,698	64,286	83,096	90,270	92,290	96,110	102,643	44,341	223,458	381,313
HBM	4,434	4,246	5,988	9,404	17,263	17,973	20,528	22,145	17,631	24,071	77,909
NAND	7,235	14,845	19,081	20,375	21,320	23,479	23,764	24,536	2,742	61,535	93,099
영업이익률(%)	**71.5%**	**76.3%**	**79.7%**	**82.0%**	**81.6%**	**81.6%**	**81.6%**	**82.2%**	**48.6%**	**78.6%**	**81.8%**
DRAM(%)	74.4%	78.6%	82.4%	83.7%	83.3%	83.1%	83.2%	84.1%	58.1%	80.9%	83.5%
HBM(%)	61.1%	55.7%	61.3%	67.7%	78.4%	78.2%	79.6%	79.7%	62.8%	62.4%	79.0%
NAND(%)	61.7%	70.4%	75.6%	75.6%	75.0%	76.0%	75.8%	75.3%	13.4%	72.4%	75.5%

자료: 유진투자증권

SK 하이닉스 주요 가정

		1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
원/달러		1,465	1,502	1,430	1,340	1,320	1,320	1,320	1,320	1,415	1,434	1,320
DRAM	출하량(Gb, M)	**24,603**	**26,335**	**29,265**	**36,374**	**34,500**	**34,552**	**35,453**	**36,962**	**92,273**	**116,576**	**141,467**
	QoQ/YoY	-3%	7%	11%	24%	-5%	0%	3%	4%	24%	26%	21%
	ASP($/Gb)	**1.13**	**1.47**	**1.86**	**2.04**	**2.38**	**2.43**	**2.47**	**2.50**	**0.58**	**1.68**	**2.45**
	QoQ/YoY	62%	30%	27%	9%	17%	2%	1%	1%	32%	186%	46%
HBM	출하량(Gb, M)	**3,583**	**3,654**	**4,203**	**5,547**	**5,215**	**5,267**	**5,583**	**5,598**	**12,043**	**16,987**	**21,662**
	QoQ/YoY	11%	2%	15%	32%	-6%	1%	6%	0%	84%	41%	28%
	ASP($/Gb)	**1.38**	**1.39**	**1.63**	**1.87**	**3.20**	**3.30**	**3.50**	**3.76**	**1.65**	**1.60**	**3.45**
	QoQ/YoY	-20%	1%	17%	15%	71%	3%	6%	7%	12%	-3%	115%
범용 DRAM	출하량(Gb, M)	**21,020**	**22,681**	**25,062**	**30,826**	**29,285**	**29,285**	**29,871**	**31,364**	**80,230**	**99,589**	**119,805**
	QoQ/YoY	-5%	8%	11%	23%	-5%	0%	2%	5%	18%	24%	20%
	ASP($/Gb)	**1.09**	**1.48**	**1.91**	**2.07**	**2.23**	**2.28**	**2.28**	**2.28**	**0.43**	**1.69**	**2.27**
	QoQ/YoY	99%	36%	28%	9%	8%	2%	0%	0%	24%	297%	34%
NAND	출하량(GB, M)	**48,054**	**55,161**	**54,630**	**56,670**	**57,472**	**61,590**	**63,546**	**66,723**	**184,956**	**214,514**	**249,330**
	QoQ/YoY	-11%	15%	-1%	4%	1%	7%	3%	5%	12%	16%	16%
	ASP($/GB)	**0.17**	**0.25**	**0.32**	**0.35**	**0.37**	**0.38**	**0.37**	**0.37**	**0.08**	**0.28**	**0.37**
	QoQ/YoY	73%	53%	27%	10%	6%	1%	-2%	-1%	-9%	258%	34%

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

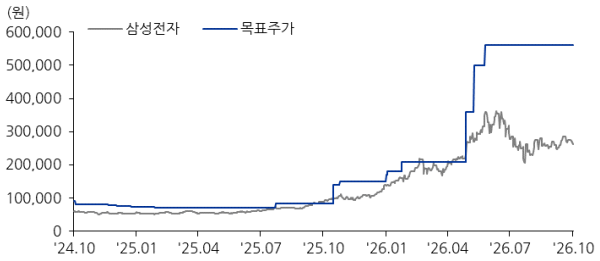
(2026.09.30 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-11-01	Buy	82,000	1년	-32.1	-28.4
2024-11-27	Buy	80,000	1년	-32.5	-30.6
2024-12-09	Buy	77,000	1년	-29.5	-27.1
2024-12-30	Buy	75,000	1년	-27.5	-23.6
2025-01-08	Buy	75,000	1년	-28.0	-25.2
2025-02-03	Buy	72,000	1년	-19.5	-2.2
2025-05-02	Buy	72,000	1년	-16.9	-2.2
2025-07-09	Buy	72,000	1년	-9.1	-2.2
2025-07-29	Buy	84,000	1년	-7.7	16.8
2025-08-01	Buy	84,000	1년	-7.2	16.8
2025-10-22	Buy	140,000	1년	-28.4	-25.6
2025-10-31	Buy	150,000	1년	-28.7	-7.4
2026-01-07	Buy	170,000	1년	-18.4	-18.4
2026-01-09	Buy	180,000	1년	-17.0	-9.8
2026-01-30	Buy	210,000	1년	-7.9	7.6
	담당자 변경				
2026-05-04	Buy	360,000	1년	-22.9	-17.8
2026-05-18	Buy	500,000	1년	-37.1	-27.9
2026-06-17	Strong Buy	530,000	1년	-37.3	-31.6
2026-07-06	Strong Buy	560,000	1년	-53.7	-47.1
2026-07-08	Strong Buy	560,000	1년	-53.9	-49.0
2026-07-28	Strong Buy	560,000	1년	-53.9	-49.0
2026-07-31	Strong Buy	560,000	1년	-53.6	-49.0
2026-08-18	Strong Buy	560,000	1년	-52.8	-49.0
2026-09-29	Strong Buy	560,000	1년	-51.7	-50.7

삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준



과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-11-27	Buy	240,000	1년	-31.4	-27.9
2024-12-09	Buy	220,000	1년	-14.0	2.5
2025-01-24	Buy	260,000	1년	-16.5	15.4
2025-04-25	Buy	260,000	1년	-7.8	15.4
2025-07-25	Buy	330,000	1년	-4.6	47.1
2025-10-22	Buy	560,000	1년	-7.1	-0.4
2025-10-30	Buy	690,000	1년	-11.6	10.7
2026-01-21	Buy	990,000	1년	-19.9	-13.0
2026-01-30	Buy	1,170,000	1년	-15.1	11.1
	담당자 변경				
2026-05-04	Buy	2,300,000	1년	-21.6	-14.1
2026-05-18	Buy	3,200,000	1년	-33.4	-25.6
2026-06-17	Strong Buy	3,700,000	1년	-51.1	-21.1
2026-07-28	Strong Buy	3,700,000	1년	-56.5	-49.5
2026-07-31	Strong Buy	3,700,000	1년	-56.4	-49.5
2026-08-18	Strong Buy	3,700,000	1년	-55.9	-49.5
2026-10-08	Strong Buy	3,700,000	1년	-64.2	-56.6

SK하이닉스(000660.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 손인준

