

반도체

데이터센터의 투자 여력 충분

빅테크의 투자 지속 가능성 우려는 과도

북미 하이퍼스케일러들은 AI 수요에 대응하기 위해 28년까지도 투자 규모를 지속적으로 확대할 것으로 전망된다. Capex 확대에 따라 FCF의 순유출 우려로 투자 지속성에 대한 의문도 상존한다. 이에 당사는 **대규모 수주잔고와 현금 보유를 근거로 28년까지는 Capex 규모를 유지에 무리가 없다는 결론**을 내렸다.

대표적인 빅테크의 주요 사업 전망과 재무상태를 기반으로 추정컨데, 각사 클라우드 매출액의 4배 이상의 수주잔고를 확보하고 있기에 외형 성장률과 이익률 달성은 가능할 전망이다. 따라서 **영업현금흐름이 견조할 것으로 추정되기에 FCF의 순유출 규모와 순부채 부담이 시장의 예상에 크게 벗어나지 않을 것으로 보인다**.

DRAM 위주의 메모리 초호황 지속 전망

27년 DRAM 수요 성장률은 +27.6%로 26년(+27.8%)에 이어 고성장이 유지될 전망이다. 사상 최대 수준의 증설에도 생산량 증가율은 27년 +24.4%, 28년 +24.0%로 수요 성장률을 지속 하회해, **공급초과율은 27년(-3.8%), 28년(-4.6%)까지 부족 폭이 확대될 것으로 전망되며 가격 상승 사이클이 전개될 것으로 판단한다**.

27년 NAND 수요 성장률은 +16.0%로 26년(+19.4%) 대비 둔화되는 반면, 신규 Capa 투입(27년 +117K, 28년 +118K)으로 27F/28F 생산량 증가율은 +25.7%/+27.0%로 수요 성장률을 상회할 것으로 추정된다. 이에 **따라 NAND는 2Q27까지 가격 강세를 유지한 후 3Q27부터 하락 국면 진입할 것으로 예상한다**.

투자의견: 삼성전자, SK하이닉스 저점 비중확대 권고

삼성전자(목표주가 37만원): 중장기적으로 주목하는 동사의 핵심 경쟁력은 **파운드리와 메모리 사업의 풀스택 제조 역량**이다. HBM4의 베이스다이 내재화에서 그 가능성을 확인했다. 파운드리 사업은 27년부터 본격화될 테슬라향 2nm 공급을 시작으로 글로벌 파운드리 최선단 공정 독점 구도에서의 점유율 확대여지가 크다.

동사의 3Q26F/4Q26F/27F 영업이익은 각각 120조원/393조원/559조원으로 추정된다. **26년 주주환원 수익률은 보통주 6.8~9.5%, 우선주 9.1~12.7%로 예상한다**.. 올해는 시작일 뿐이다. 27년부터 3년간 FCF 합계는 보수적으로 보아도 600조원 이상으로 추정되는 만큼 환원율이 동일하다면 이론상 환원재원은 10배다.

SK하이닉스(목표주가 280만원): 동사는 18년 키옥시아 지분투자 및 일부(62조원) 회수, 20년 인텔의 NAND 사업부 인수(10조원), 26년 역대 최대 규모(43조원)의 나스닥 ADR 발행 등 **본업뿐 아니라 자본시장 전략에서도 성과를 축적해 왔다**. 글로벌 수준의 주주환원 정책까지 더해진다면 기업 위상이 한층 강화될 것으로 기대한다.

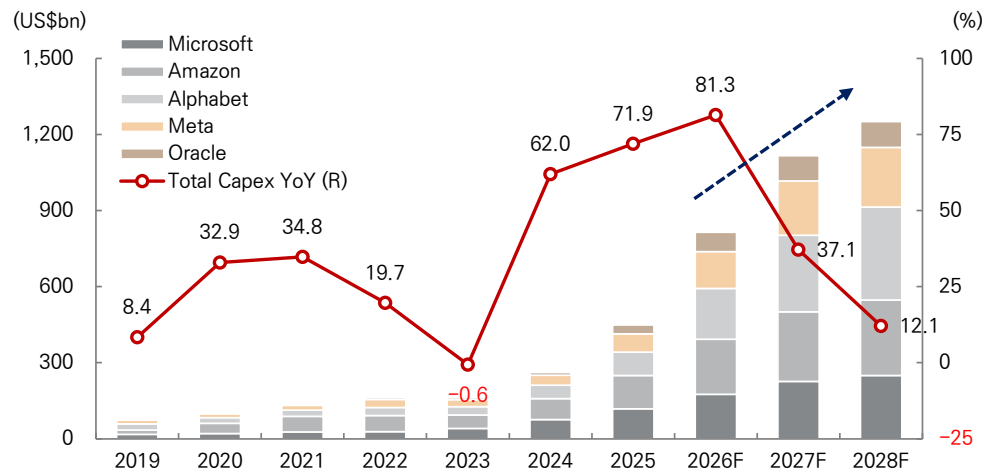
당사가 추정하는 주주환원의 규모는 40조원 내외다. 동사의 26년 FCF는 180조원, 순현금은 173조원까지 누적될 것으로 추정한다. 안전자산 성격의 현금 100조원을 유보하더라도 70~80조원 규모의 가용 재원이 남는다. 이중 절반을 환원하는 것은 충분히 가능하다는 판단이다. **현주가 기준 배당수익률은 최대 3.9%까지 기대된다**.

빅테크의 투자 지속 가능성 우려는 과도

북미 하이퍼스케일러들은 AI 수요에 대응하기 위해 26년 Capex 규모를 계획에 비해 상향했으며, 28년까지도 투자 규모를 지속적으로 확대할 것으로 전망된다. Capex 확대에 따라 FCF의 순유출 우려로 투자 지속성에 대한 의문도 상존한다. 이에 **당사는 대규모 수주잔고와 현금 보유를 근거로 28년까지는 Capex 규모를 유지에 무리가 없다는 결론을 내렸다.**

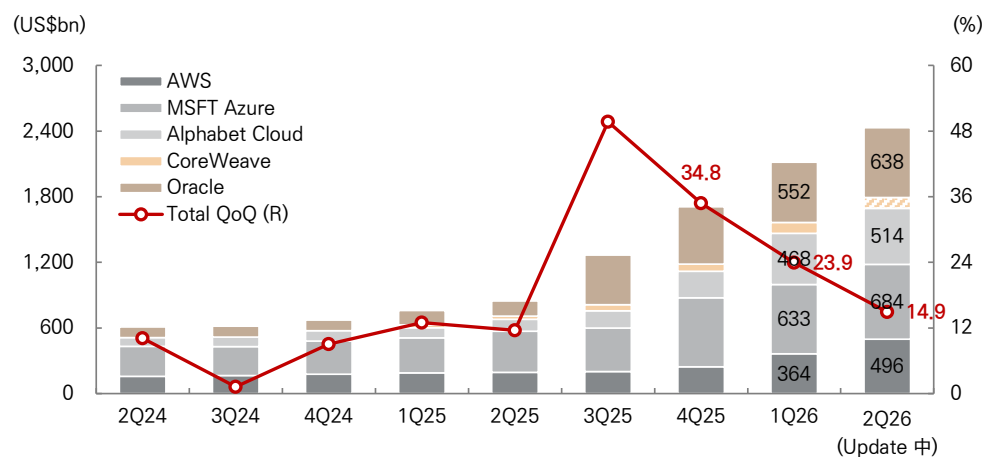
대표적인 4개사(마이크로소프트, 메타, 알파벳, 아마존)의 주요 사업 전망과 재무상태를 기반으로 추정컨데, 각사 클라우드 매출액의 4배 이상의 수주잔고를 확보하고 있기에 외형 성장률과 이익률 달성은 가능할 전망이다. 따라서 **영업현금흐름이 견조할 것으로 추정되기에 FCF의 순유출 규모와 순부채 부담이 시장의 예상에 크게 벗어나지 않을 것으로 보인다.**

그림 1. 하이퍼스케일러 Capex 추이 및 전망



자료: 각 사, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 하이퍼스케일러 수주잔고(RPO) 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

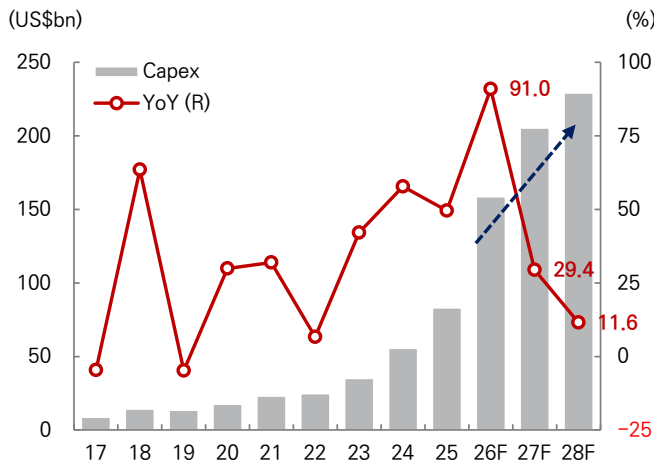
마이크로소프트

마이크로소프트의 CY26 Capex 계획은 기존 \$190B에서 \$175B(YoY +48.6%)로 하향되었으나, 데이터센터 내용연수 연장(15년→25년)으로 일부 리스가 Finance에서 Operating Lease로 재분류돼 Capex 집계에서 빠진 회계 차원의 효과다. **3Q26 Capex는 \$50B 이상(QoQ +21.2%)으로 제시했고, 2년 내 데이터센터 용량 2배 확대 계획도 재확인했다.**

28년까지 Capex 증가가 이어져도 견조한 OCF(영업현금흐름)으로 인해 동사 FCF의 적자 전환 가능성은 낮다고 판단한다. 또한, **2Q26말 Operating Lease 부채 제외 순현금은 \$36.5B로, 예상대로 FCF 흑자가 유지되는 한 재무적 부담은 제한적일 것으로 판단한다.** 따라서, 28년까지의 Capex의 연속적 증가에도 크게 무리가 없을 것으로 보인다.

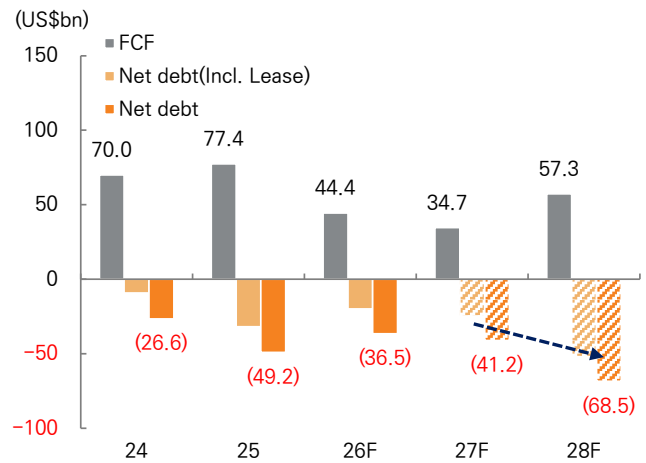
견조한 OCF는 Intelligent Cloud 사업부의 성장과 수익성에 기반한다. CY26 클라우드 매출액은 \$159B(YoY +31.7%)로 전망되며, 27~28년에도 YoY +33% 수준 성장, 41%대 OPM 유지는 무리가 없어 보인다. **28년까지 외형 성장의 근거는 대규모 수주잔고(RPO)다. 2Q26말 기준 RPO는 \$684B(QoQ +8.1%)로 높았던 기저에도 잔고가 순증했다.**

그림 3. 마이크로소프트 Capex 전망



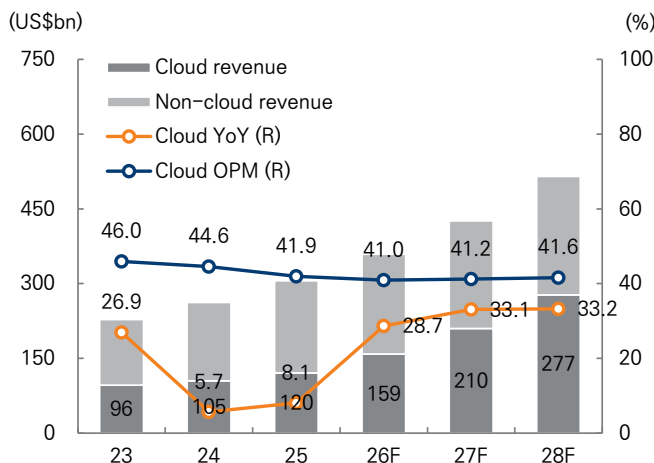
자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 마이크로소프트 FCF, 순부채 전망



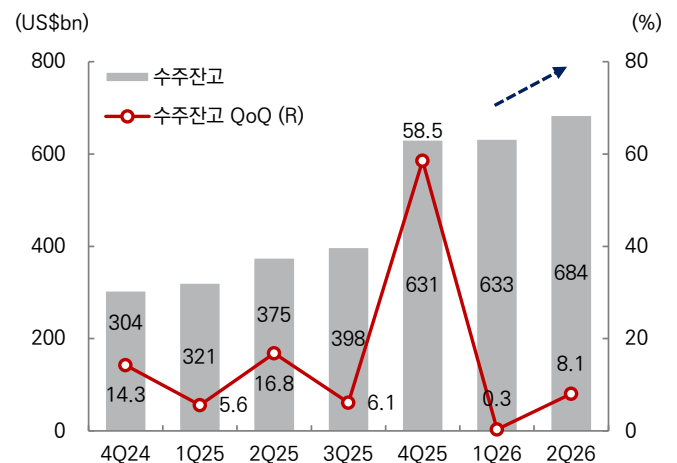
자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 마이크로소프트 매출액 및 OPM 전망



자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 마이크로소프트 RPO(수주잔고) 추이



자료: 마이크로소프트, 미래에셋증권 리서치센터

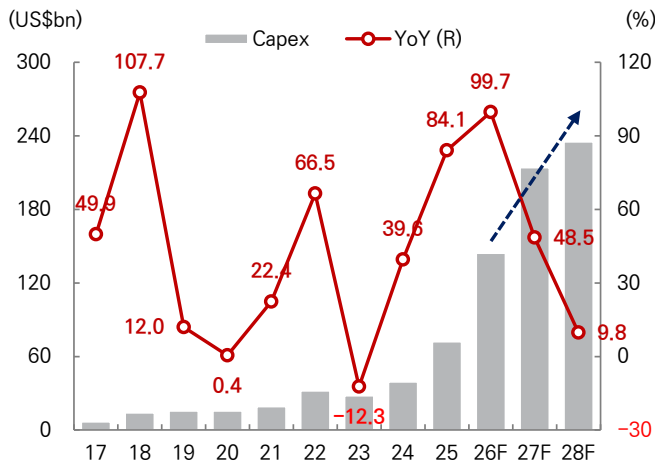
메타

메타의 26년 예상 Capex는 \$130~145B로 기존 가이드스(\$125~145B) 대비 목표치 하단 이 상향되었다. 동사는 26~27년간 데이터센터 용량 최대화를 목표로 데이터센터 및 네트워크 인프라 투자 확대 의지를 밝혔다. 따라서 **향후 Capex는 27년(YoY +48.5%)의 높은 증가율을 보인 이후, 28년 (YoY +9.8%)까지 증가세가 이어질 전망이다.**

다만 동사의 경우, Capex 규모가 예상 OCF를 초과할 것으로 보여 올해 FCF는 소폭의 적자로 전환할 것으로 예상하며, 27년/28년 FCF는 각각 \$33.7B/\$14.7B의 적자가 이어질 전망이다. 이에 따라 **Lease를 포함한 순부채는 27년 \$75.8B에서 28년 \$110.4B까지 확대될 것으로 추정된다.** 이에 **재무적인 부담이 불가피할 것으로 예상된다.**

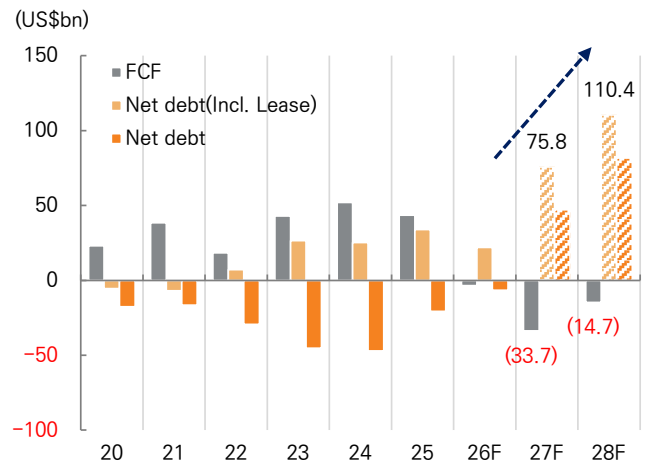
그러나 26년(YoY +26.3%) 성장에 이어, 27~28년에도 19% 전후의 성장과 34%대 OPM으로 실적 안정성은 유지될 것으로 보인다. **광고 노출횟수 증가와 ASP 상승이 동반되며 ARPP(고객당 매출액)도 2Q26까지 YoY +23의 성장을 지속하고 있고, AI 광고 자동화 도구(Advantage+)의 ARR이 \$75B를 돌파하는 등 AI 기반 실적 개선이 본격화되고 있다.**

그림 7. 메타 Capex 전망



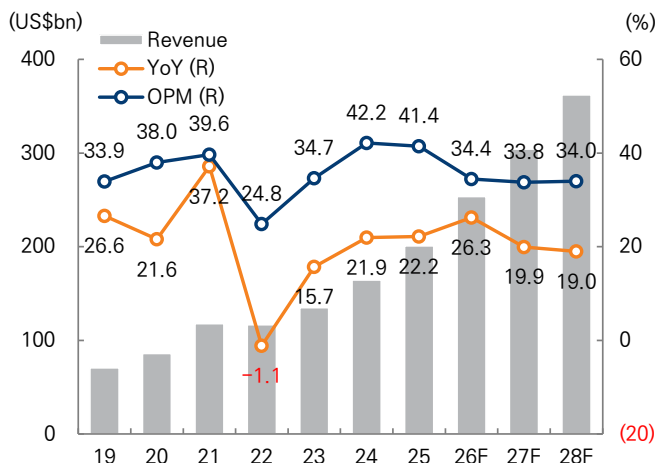
자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 메타 FCF, 순부채 전망



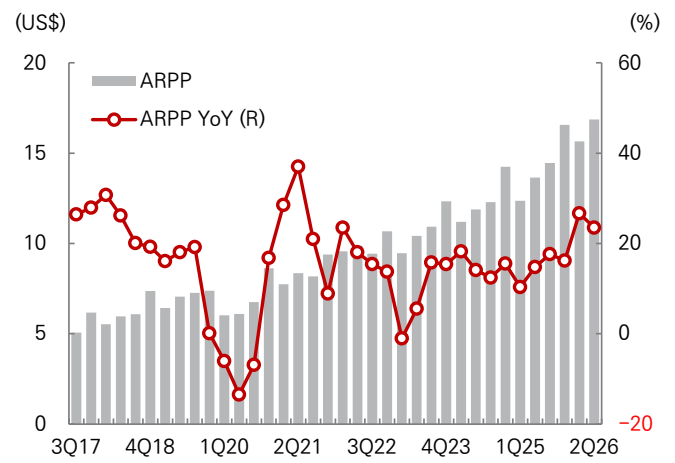
자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 메타 전사 매출액 및 OPM 전망



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 메타 고객당 매출액(ARPP) 추이



자료: 메타, 미래에셋증권 리서치센터

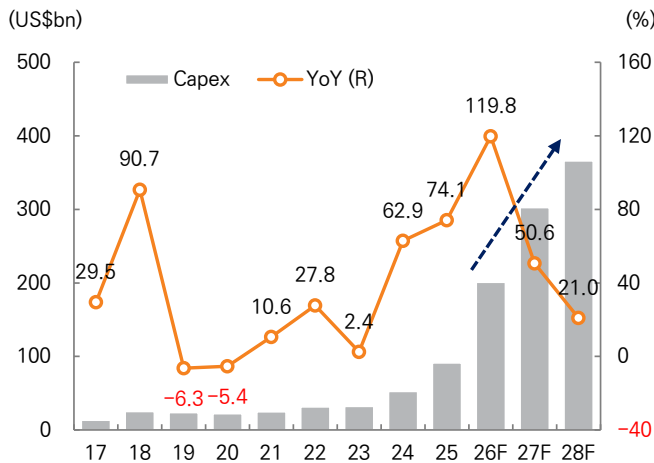
알파벳

알파벳의 26년 예상 Capex는 \$195~205B로 기존 가이드스(\$180~190B)에 8%가량 추가 상향되었다. 수요 증가에 대응하기 위해 데이터센터 인도 시점을 앞당긴 것이 주요 원인이다. 27년에 대한 Capex도 정량적 목표치는 부재했으나, 큰 폭의 증가 가능성을 언급했다. 시장의 Capex 기대치는 27F/28F 각각 YoY +50.6%/+21.0%의 상승을 전망하고 있다.

동사의 FCF는 2Q26를 시작으로 \$5.6B 규모의 적자로 전환되기 시작했다. 현재 순현금은 \$129B 규모로 현재의 FCF 전망을 기준으로 27년까지는 견조한 재무구조를 유지할 수 있다. 28년 이후 영업 성과에 따라 추가적인 자본조달이 필요할 수는 있겠으나, 견조한 OCF를 바탕으로 자본 조달에는 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

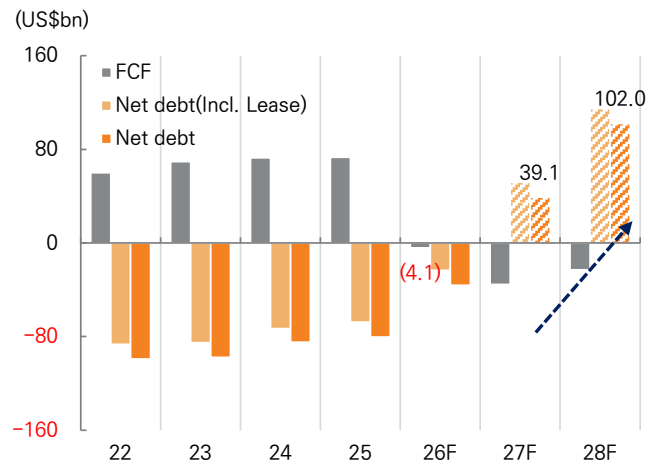
견조한 OCF는 Google Cloud 사업부의 성장과 수익성에 기반한다. 26년 클라우드 매출액은 \$159B(YoY +31.7%)로 전망되며, 27F/28F에도 +59.3%/+45.5% 수준의 고속 성장이 전망된다. 28년까지 외형 성장의 근거는 대규모 수주잔고(RPO)다. 2Q26말 기준 동사의 RPO는 \$514B(QoQ +9.9%)로 26년 예상 매출액(\$106B)의 5배에 해당하는 규모다.

그림 11. 알파벳 Capex 전망



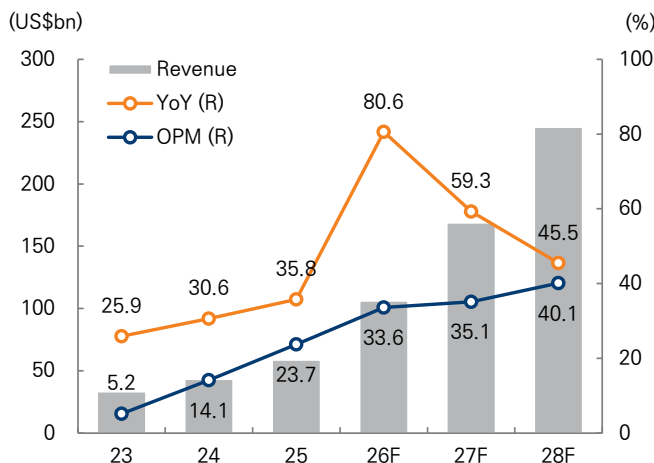
자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 알파벳 FCF, 순부채 전망



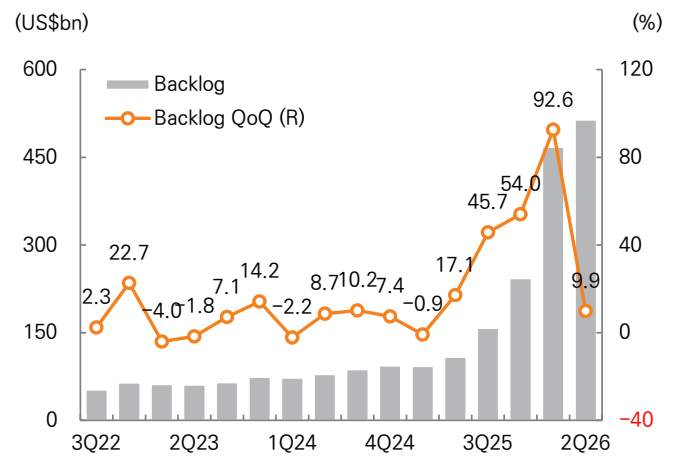
자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 알파벳 클라우드 실적 전망



자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 알파벳 클라우드 수주잔고



자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

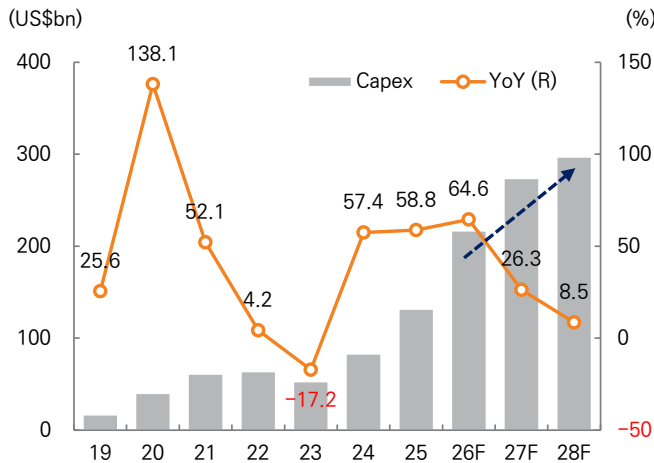
아마존

아마존의 26년 예상 Capex는 \$220B로 기존 전망(\$200B) 대비 10% 상향되었다. 메모리 가격 상승의 영향을 반영했다. **이 정도 투자 규모로도 26년 수요를 모두 충족할 데이터 센터 용량이 부족함을 밝혔으며 27년에도 상황이 지속될 것으로 전망했다.** 시장의 Capex 기대치는 27F/28F 각각 YoY +26.3%/+8.5%로 상승이 지속될 것으로 전망하고 있다.

동사의 FCF는 1Q26부터 적자로 전환되었으며, 27년까지는 연중 적자가 지속될 것으로 전망한다. 28년 부터는 OCF의 본격적 증가로 흑자전환 가능성이 있다. **서버 투자의 손익분기 도달이 평균 3년 미만이며, AI 컴퓨팅 대부분이 최소 5년으로 계약되어 있다는 점**을 고려하면 투자 이후 4년차 부터는 본격적인 FCF 창출이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

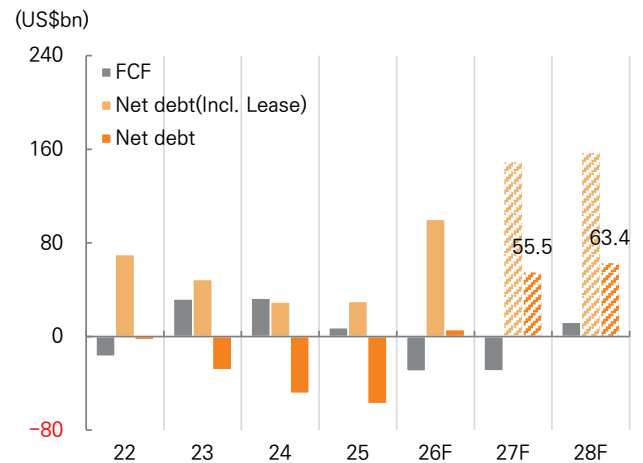
AWS의 2Q26 매출액(\$42.2B)은YoY +36.8%로 1Q22 이래 최대 성장률과, 39.4%의 높은 영업이익률을 기록했다. 28년까지 연 30% 이상의 성장률과 40%에 달하는 이익률을 달성할 것으로 예상되고 있다. **수주잔고는 \$496B(QoQ +36.3%)로 증가해 사실상 28년까지의 매출액을 대부분 수주했다고 볼 수 있는 규모다.**

그림 15. 아마존 Capex 전망



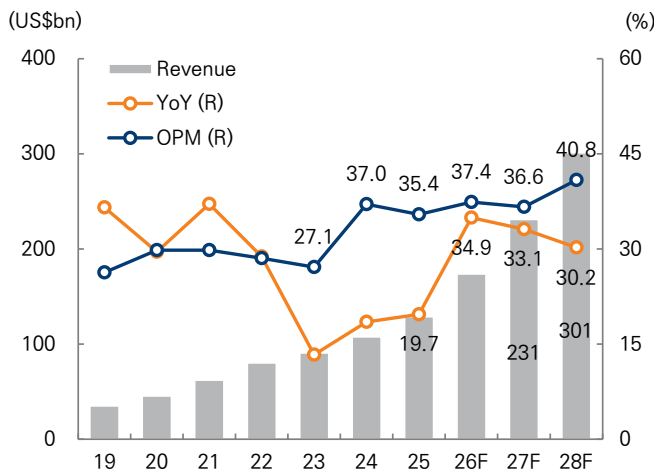
자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 아마존 FCF, 순부채 전망



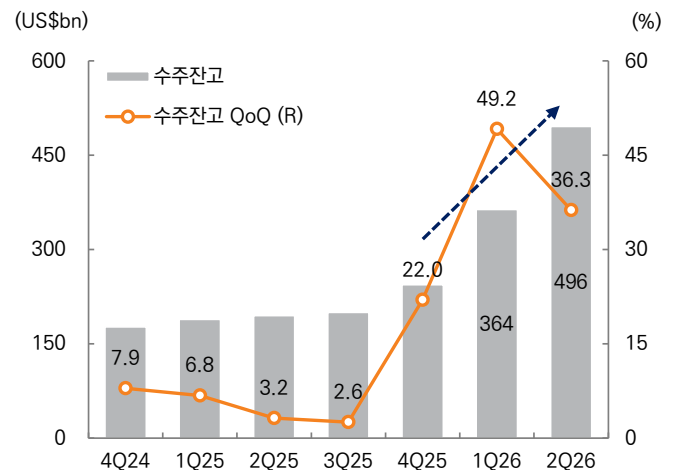
자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 아마존 AWS 실적 전망



자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 아마존 수주잔고



자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

DRAM 위주의 메모리 초호황 지속 전망

DRAM: 28년까지 우호적 수급 환경 전망

27년 DRAM 수요 Bit growth는 +27.6%로 26년(+27.8%)에 이어 고성장이 유지될 전망이다. 성장의 축은 서버다. 26년 데이터센터 설립 본격화에 따라 27년 서버 세트빌드는 YoY +17%로 성장률이 확대되고, 서버 대당 DRAM 탑재량도 26년 평균 900GB에서 27년 1TB 수준으로 증가하며 27년 서버 DRAM Bit growth는 +32.1%에 달할 전망이다.

스마트폰은 DRAM 수급 난조에 따른 생산 감소 및 가격 인상에 따른 수요 둔화로 올해 들어 -16.7%의 역성장이 예상되나, 향후 추가 하향조정은 실질적으로 제한될 것으로 보이며, 27년에도 10억대 수준(YoY -2.0%)의 규모는 유지될 전망이다. 최저 수량 유지와 탑재량 증가(13.6GB→17.8GB)로 27년 모바일 DRAM Bit growth는 +27.0%가 기대된다.

HBM은 메모리 수급 불균형을 더욱 심화시킬 전망이다. 현재 HBM4의 27년 가격 협상이 진행 중이며, 기존 대비 약 2배 전후의 가격 상승이 기대된다. 현재는 컨벤셔널 DRAM 대비 낮은 수익성으로 HBM 생산 확대가 제한적이나, 가격 인상 이후 본격적인 HBM 비중 확대가 예상된다. HBM은 컨벤셔널 대비 전환비율이 3배 이상으로 Capa 잠식 효과도 크다.

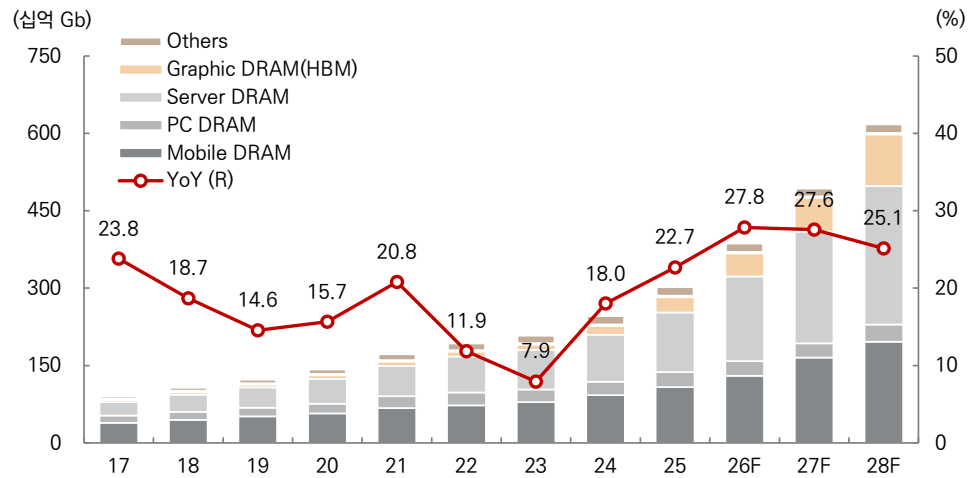
장기 관점에서 공급부족은 28년까지 이어질 것으로 전망한다. 27년 DRAM 업계 Capa 순 증은 +340K(삼성전자 P4 +85K, SK하이닉스 M15X/Y1 +80K, 마이크론 +55K, CXMT +60K), 28년에는 +370K(P5 +90K, Y1 +90K 등)로 사상 최대 수준의 증설이 이어진다. 그럼에도 생산 B/G는 27년 +24.4%, 28년 +24.0%로 수요 B/G를 지속 하회할 전망이다.

한편, 중국 CXMT의 Capa는 26년 298K에서 28년 390K로 늘어나며 점유율 확대가 예상되는 상황이다. 그러나 전체 DRAM 수요에서 서버 및 그래픽이 27년 57.3%, 28년 59.7%로 절대다수를 차지하는데, 이 응용 분야는 중국의 진입이 상대적으로 어려운 부분이다. 중국발 공급 확대가 시장 수급에 미치는 영향은 컨슈머용 일부에 국한될 것으로 판단한다.

28년에도 수요는 견조할 것으로 전망한다. 28년 수요 B/G는 +25.1%로, 서버 DRAM +24.2%(대당 탑재량 1.0TB→1.2TB), HBM +50.8%에 더해 스마트폰 출하 회복(+3.8%)과 PC DRAM의 반등(+19.1%)이 가세할 전망이다. 이에 따라 공급초과율은 26 → 27 → 28년 기준 -1.4% → -3.8% → -4.6%로 오히려 부족 폭이 확대될 것으로 전망한다.

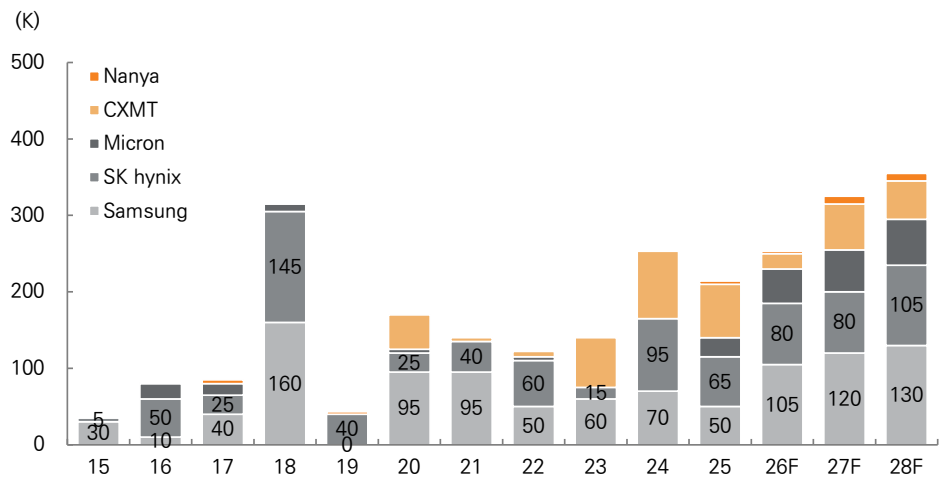
이러한 수급 전망은 계속해서 DRAM 현물 시황에 반영되고 있다. DRAM 현물가격은 AA 영업일 연속으로 상승세를 지속하고 있다. 또한, 16Gb DDR4/DDR5 계약가격은 26년 7월 대비 27년말까지 각각 +43%/+38% 추가 상승할 것으로 전망된다. DRAM은 27~28년에 걸쳐 가격 강세가 유지되는, 이례적으로 긴 상승 사이클이 전개될 것으로 판단한다.

그림 19. DRAM 수요 추이 및 전망



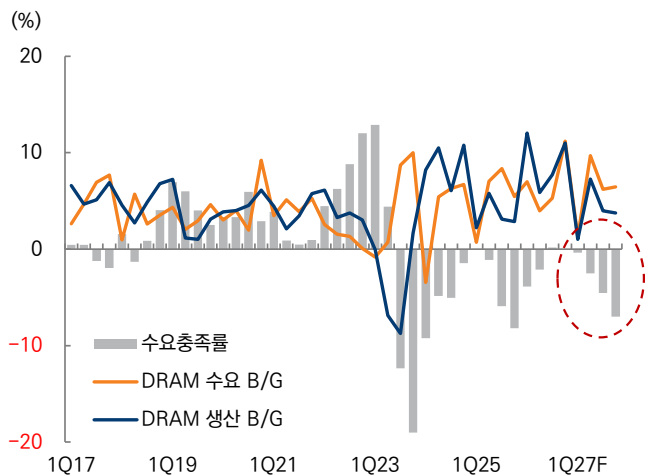
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. DRAM 신규 Wafer Capa 규모 추정



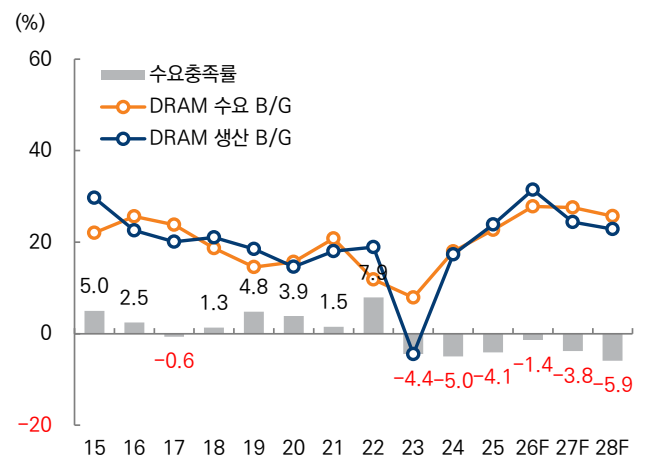
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. DRAM 공급과잉률 추이 및 전망(분기별)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. DRAM 공급과잉률 추이 및 전망(연간)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. DRAM 수요 전망

DRAM 수요	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
전체 DRAM 수요 (십억 Gb)	89.1	92.6	97.5	108.5	109.9	120.5	128.0	136.2	388	495	619
Mobile DRAM	29.7	28.5	33.1	38.9	37.0	40.6	42.1	45.7	130	165	196
PC DRAM	7.0	7.1	7.0	7.5	7.3	6.5	6.6	7.3	29	28	33
Server DRAM	37.6	41.3	40.7	44.1	47.1	53.5	57.1	58.7	164	216	269
Graphic DRAM	10.1	10.9	12.1	13.1	14.2	15.5	17.7	19.7	46	67	101
수요 Bit growth (%)	7.0	4.0	5.3	11.2	1.3	9.7	6.2	6.5	27.8	27.6	25.1
Mobile DRAM	-1.4	-4.2	16.3	17.5	-5.0	9.9	3.8	8.5	20.5	27.0	18.7
PC DRAM	-13.2	1.1	-0.6	6.1	-2.9	-10.8	1.2	11.6	-3.0	-3.5	19.1
Server DRAM	17.2	9.8	-1.6	8.6	6.6	13.6	6.8	2.8	41.9	32.1	24.2
Graphic DRAM	30.7	7.5	10.9	8.3	8.0	9.3	14.3	11.7	51.1	44.9	50.8
응용별 Bit 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Mobile DRAM	33.3	30.7	33.9	35.9	33.6	33.7	32.9	33.6	33.6	33.4	31.7
PC DRAM	7.9	7.7	7.2	6.9	6.6	5.4	5.1	5.4	7.4	5.6	5.3
Server DRAM	42.2	44.6	41.7	40.7	42.8	44.4	44.6	43.1	42.2	43.7	43.4
Graphic DRAM	11.4	11.8	12.4	12.1	12.9	12.8	13.8	14.5	11.9	13.6	16.3
Set 수량 (백만개)											
Smartphone Production	284	254	241	266	245	239	259	280	1,045	1,024	1,063
PC Shipments	56	58	53	48	47	51	55	56	216	208	214
Server	6	6	6	6	6	7	7	7	23	27	29
Graphic	72	68	75	78	74	70	77	80	292	301	313
수량 성장률 (%)											
Smartphone	-15.8	-10.5	-5.3	10.5	-7.9	-2.1	8.4	8.0	-16.7	-2.0	3.8
PC	-10.1	4.0	-8.4	-9.5	-3.4	8.4	9.5	0.5	-12.2	-3.5	2.7
Server	6.2	0.8	3.1	-5.6	4.6	12.7	11.2	-3.2	13.0	17.1	8.0
Graphic	-12.6	-6.0	10.4	4.7	-5.2	-6.0	10.4	4.7	-0.1	3.0	4.0
대당 탑재량 (GB)											
Mobile	11.4	12.2	14.9	16.1	16.6	18.4	18.0	18.1	13.6	17.8	20.1
PC	14.1	14.5	14.9	16.8	15.6	16.0	16.5	18.6	15.0	16.7	18.1
Server	833	908	867	996	1,015	1,023	983	1,043	900	1,016	1,168
Graphic	17.7	20.2	20.3	21.0	23.9	27.8	28.8	30.7	19.8	27.9	40.4
탑재량 증가율 (%)											
Mobile DRAM	13.6	6.7	22.5	7.8	3.2	11.1	-2.0	0.1	45.2	31.0	13.0
PC DRAM	-7.2	2.9	2.7	12.5	-7.2	2.7	2.8	12.6	9.7	11.2	8.0
Server DRAM	10.4	9.0	-4.5	15.0	1.9	0.8	-4.0	6.2	25.5	12.9	15.0
Graphic DRAM	49.7	14.4	0.5	3.4	13.9	16.2	3.5	6.7	51.3	40.7	45.0

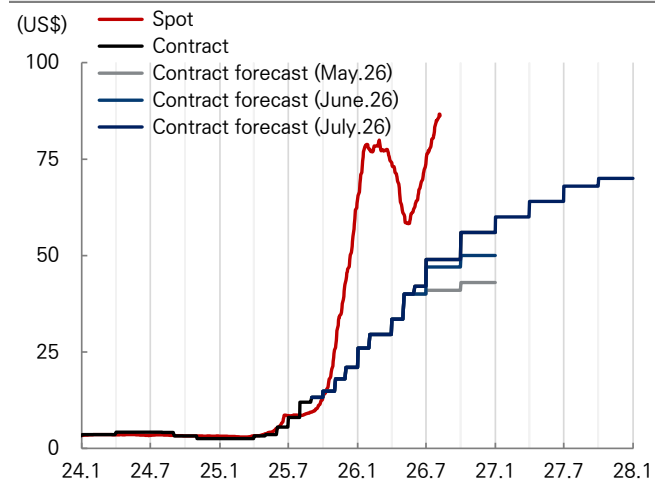
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 2. DRAM 공급 전망

DRAM 공급	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
Supply/Demand Balance (%)	-3.9	-2.1	0.2	-0.0	-0.3	-2.5	-4.6	-7.0	-1.4	-3.8	-4.6
전체 DRAM 생산 (십억 Gb)	85.7	90.7	97.7	108.4	109.5	117.5	122.1	126.7	382.5	475.8	590.2
Samsung	28.7	32.8	36.3	40.2	43.2	44.6	46.1	48.9	138.0	182.7	227.7
SK hynix	26.2	27.5	29.3	32.5	31.1	35.6	36.0	35.7	115.5	138.3	169.0
Micron	19.8	19.6	20.8	23.7	23.2	23.9	25.8	27.2	83.9	100.1	122.6
CXMT	8.4	8.1	8.4	8.8	8.9	10.1	10.7	11.2	33.6	40.9	53.2
Nanya	1.2	1.3	1.3	1.5	1.3	1.3	1.5	1.6	5.4	5.8	6.8
생산 Bit growth (%)	12.0	5.9	7.7	11.0	1.0	7.3	4.0	3.7	31.4	24.4	24.0
Samsung	3.5	14.5	10.5	11.0	7.4	3.1	3.4	6.0	23.0	32.4	24.6
SK hynix	18.7	4.6	6.9	10.8	-4.4	14.5	1.1	-0.7	37.6	19.7	22.2
Micron	16.6	-1.2	6.6	13.5	-2.1	3.3	7.7	5.7	37.4	19.3	22.5
CXMT	18.7	-4.3	3.7	4.5	2.1	12.4	6.5	4.3	36.5	21.5	30.1
Nanya	-4.6	11.0	-3.3	19.4	-14.5	1.1	13.8	3.5	23.8	6.8	17.8
Wafer capa (K/month)	1,995	2,074	2,164	2,221	2,319	2,397	2,466	2,546	2,114	2,432	2,802
Samsung	640	670	720	750	805	815	835	855	695	828	958
SK Hynix	565	585	605	615	635	655	665	695	593	663	768
Micron	345	360	375	385	395	403	425	440	366	416	476
CXMT	290	300	300	300	310	340	350	360	298	340	390
Nanya	63	65	65	65	65	65	70	75	65	69	79
Wafer capa 증가율 (%)	1.5	4.0	4.3	2.6	4.4	3.4	2.9	3.2	11.0	15.1	15.2
Samsung	-1.5	4.7	7.5	4.2	7.3	1.2	2.5	2.4	7.1	19.1	15.7
SK Hynix	3.7	3.5	3.4	1.7	3.3	3.1	1.5	4.5	13.4	11.8	15.8
Micron	1.5	4.3	4.2	2.7	2.6	2.0	5.5	3.5	10.2	13.5	14.4
CXMT	3.6	3.4	0.0	0.0	3.3	9.7	2.9	2.9	14.4	14.3	14.7
Nanya	1.6	3.2	0.0	0.0	0.0	0.0	7.7	7.1	11.7	6.6	14.5
Capa 순증가 규모 (K)	44	74	95	57	108	83	69	80	270	340	370
Samsung	0	25	50	30	55	25	20	20	105	120	130
P4	0	15	20	20	20	25	20	20	55	85	40
P5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	90
SK hynix	25	20	25	10	20	20	10	30	80	80	105
M15X	5	15	10	10	20	20	0	0	40	40	15
Y1	0	0	0	0	0	0	10	30	0	40	90
Micron	5	15	15	10	10	8	22	15	45	55	60
CXMT	10	10	0	0	20	20	10	10	20	60	50
Nanya	1	2	0	0	0	0	5	5	3	10	10

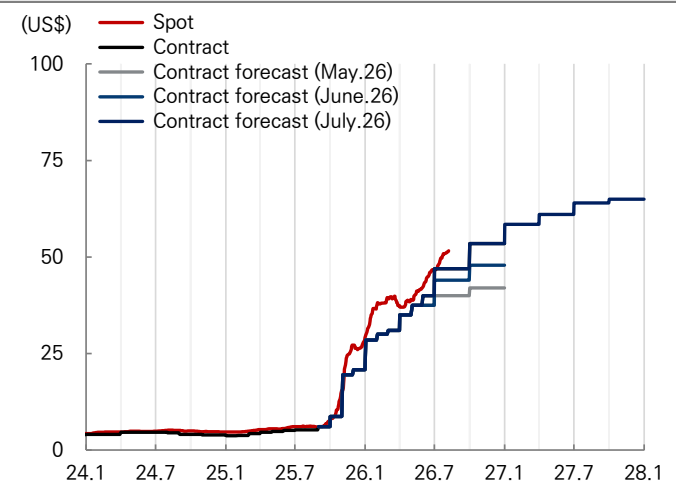
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. DRAM DDR4 현물가격 및 계약가격 전망



자료: DRAMeXchange, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. DRAM DDR5 현물가격 및 계약가격 전망



자료: DRAMeXchange, 미래에셋증권 리서치센터

NAND: 27년 하반기 수급 완화, 28년이 변곡점

27년 NAND 수요 Bit growth는 +16.0%로 26년(+19.4%) 대비 성장률은 둔화될 것으로 전망하고 있다. 27년 엔터프라이즈 SSD Bit growth 역시 +34.3%(26년 +79.1%)로 완화될 전망이다. 현재 강한 수요 일부에 데이터센터 비축분이 선제적으로 반영되어 있다는 기저 가정이 있는 것으로 보인다. 다만 일 년 이상 이후 전망이므로 변동 가능성도 상존한다.

28년에도 수요 성장은 +21.6%로 지속될 것으로 추정한다. 다만, 신규 응용의 부상이나 기존 고성장 응용(데이터센터)의 초과 성장 보다는, 27년까지 약세가 전망되는 Set 수요의 회복이 28년 수요 성장의 주요 원동력일 것으로 판단한다. 28년 스마트폰과 클라이언트 SSD의 수량 성장이 각각 +3.8%/+0.4%(27F -2.0%/-9.4%)로 회복할 것으로 전망된다.

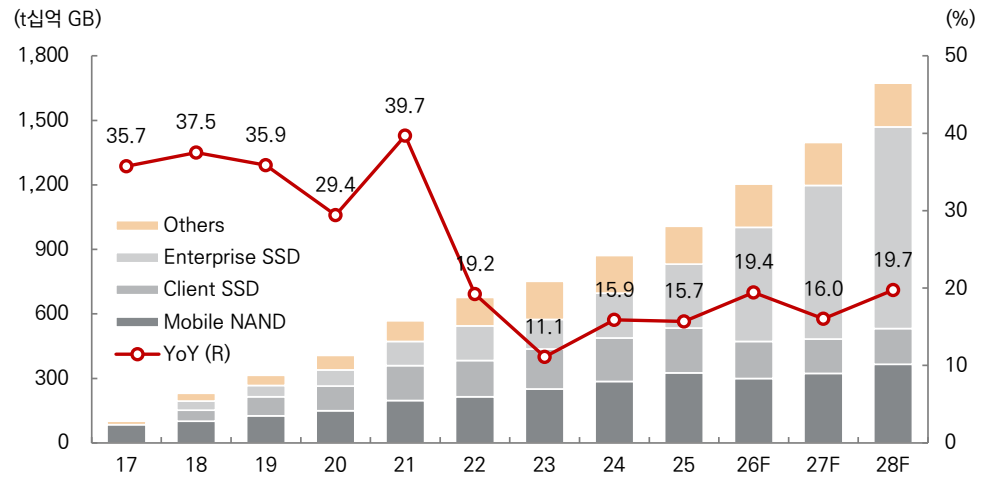
엔터프라이즈 SSD의 경우, 빅테크 Capex가 올해부터 급증한 만큼 수량이 26년 +43.2%, 27년 +15.7%의 성장 이후, 28년 부터는 Capex 성장을 완화와 함께 SSD 수량도 +11.5%로 하향 안정화되고, 탑재량 위주의 Bit growth를 이뤄낼 것으로 예상된다. AI 인퍼런스 적용에 따른 막대한 데이터 생성은 SSD Bit 성장을 지속시킬 전망이다.

공급 측면에서는 27년 +117K(삼성전자 시안 +10K, 키옥시아 K2 +32K, SK하이닉스 대련 +25K, YMTC +50K 등)의 신규 Wafer Capa 투입이 예상된다. 28년에도 +198K(삼성전자 +50K, 키옥시아 +50K, SK하이닉스 +40K, YMTC +30K 등)로 확대될 전망이다. 이에 따라 27F/28F 생산 B/G는 +25.7%/+32.5%로 수요 성장율을 상회할 것으로 추정된다.

한편, 중국 YMTC의 Capa는 26년 183K에서 28년 302K로 업계에서 가장 가파르게 확대될 전망이다. DRAM과 달리 NAND는 기술 격차가 상대적으로 크지 않아 중국발 공급이 컨슈머향을 중심으로 실질적인 수급 부담으로 작용할 수 있다. 다만 높은 신뢰성이 요구되는 엔터프라이즈 SSD 영역의 진입은 아직 제한적일 것으로 예상된다.

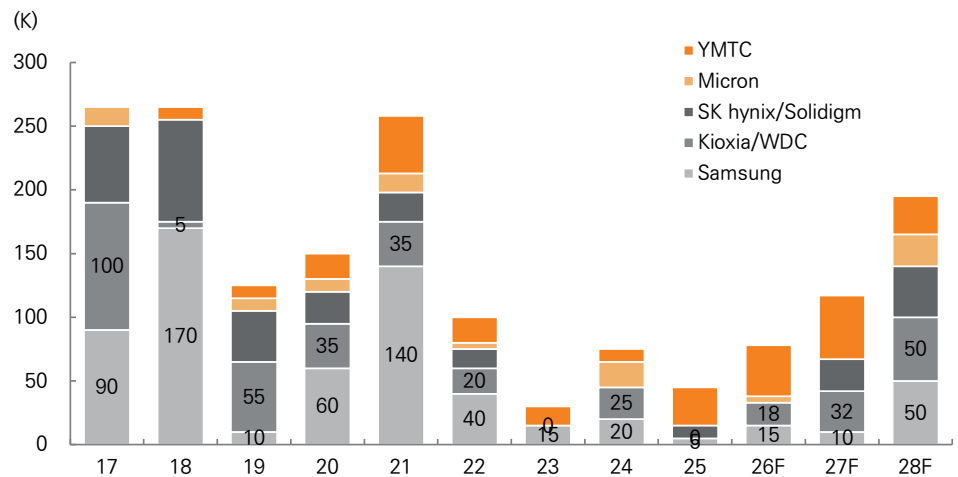
27년 하반기부터 약화될 수급 전망에 대해서는 이미 NAND 가격 전망(3Q27 -9.4%, 4Q27 -15.4%)에 반영되고 있다는 판단이다. 결국 NAND는 2Q27까지 가격 강세를 유지한 후 3Q27부터 하락 국면에 진입하되, 하락의 폭과 기간은 업계의 실제 증설 집행 강도와 AI 데이터센터향 엔터프라이즈SSD 수요의 지속성이 결정할 것으로 판단한다.

그림 25. NAND 수요 추이 및 전망



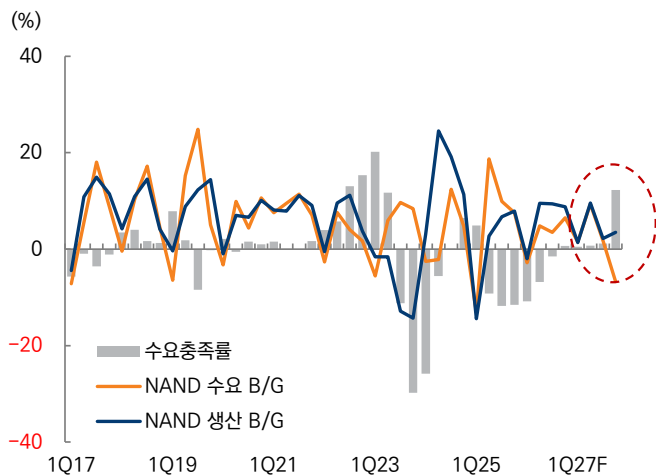
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. NAND 신규 Wafer Capa 규모 추정



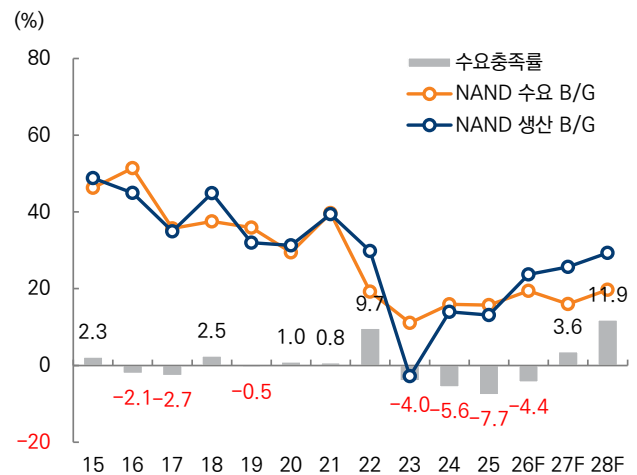
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. DRAM 공급과잉률 추이 및 전망(분기별)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. DRAM 공급과잉률 추이 및 전망(연간)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. NAND 수요 전망

NAND 수요	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
전체 NAND 수요 (bn GB)	280.8	294.3	304.6	324.3	329.1	359.9	366.3	341.6	1,204	1,397	1,673
Mobile NAND	74.7	67.7	71.5	85.2	74.8	73.3	82.1	93.4	299	324	365
SSD	163.6	181.0	182.8	176.5	209.3	241.6	235.2	188.1	704	874	1,104
Client SSD	49.1	47.1	40.5	35.4	33.5	37.1	43.2	46.2	172	160	167
Enterprise SSD	114.5	133.8	142.4	141.1	175.8	204.6	192.0	142.0	532	714	937
수요 Bit growth (%)	-2.8	4.8	3.5	6.5	1.5	9.4	1.8	-6.7	19.4	16.0	19.7
Mobile NAND	-21.0	-9.3	5.5	19.1	-12.1	-2.1	12.1	13.7	-8.0	8.2	12.9
SSD	16.5	10.6	1.0	-3.5	18.6	15.5	-2.7	-20.0	39.1	24.2	26.3
Client SSD	-11.4	-4.1	-14.1	-12.5	-5.4	10.7	16.6	6.8	-17.7	-7.1	4.3
Enterprise SSD	34.7	16.9	6.4	-0.9	24.6	16.4	-6.2	-26.1	79.1	34.3	31.3
응용별 Bit 비중 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Mobile NAND	26.6	23.0	23.5	26.3	22.7	20.4	22.4	27.3	24.8	23.2	21.8
SSD	58.3	61.5	60.0	54.4	63.6	67.1	64.2	55.1	58.5	62.6	66.0
Client SSD	17.5	16.0	13.3	10.9	10.2	10.3	11.8	13.5	14.3	11.4	10.0
Enterprise SSD	40.8	45.5	46.7	43.5	53.4	56.8	52.4	41.6	44.2	51.1	56.0
Set 수량 (백만개)											
Smartphone Production	284	254	241	266	245	239	259	280	1,045	1,024	1,063
SSD	93	93	85	79	76	82	88	87	350	334	342
Client SSD	77	76	68	62	56	61	68	70	283	256	256
Enterprise SSD	16	17	17	17	19	21	20	17	67	77	86
수량 성장률 (%)											
Smartphone Production	-15.8	-10.5	-5.3	10.5	-7.9	-2.1	8.4	8.0	-16.7	-2.0	3.8
SSD	1.9	-0.4	-7.7	-7.6	-4.2	8.7	7.6	-1.1	-0.3	-4.6	2.5
Client SSD	-2.6	-1.1	-10.4	-9.2	-8.7	7.9	12.0	3.1	-7.0	-9.4	-0.2
Enterprise SSD	30.9	3.1	4.8	-1.2	11.7	11.0	-5.2	-15.4	43.2	15.7	11.5
대당 탑재량 (GB)											
Mobile NAND	229	232	257	281	268	266	281	295	255	285	299
SSD	1,761	1,956	2,141	2,236	2,768	2,941	2,660	2,152	2,061	2,683	3,306
Client SSD	639	620	594	572	593	608	633	655	623	639	652
Enterprise SSD	7,157	8,112	8,230	8,250	9,202	9,650	9,550	8,350	8,140	9,449	10,867
탑재량 증가율 (%)											
Mobile NAND	-9.0	1.0	11.1	9.2	-4.5	-1.0	5.9	4.9	10.9	11.6	5.0
SSD	14.3	11.0	9.5	4.4	23.8	6.2	-9.5	-19.1	39.6	30.2	23.2
Client SSD	-9.0	-3.0	-4.1	-3.6	3.6	2.5	4.1	3.6	-11.5	2.6	2.0
Enterprise SSD	2.9	13.3	1.5	0.2	11.5	4.9	-1.0	-12.6	25.1	16.1	15.0

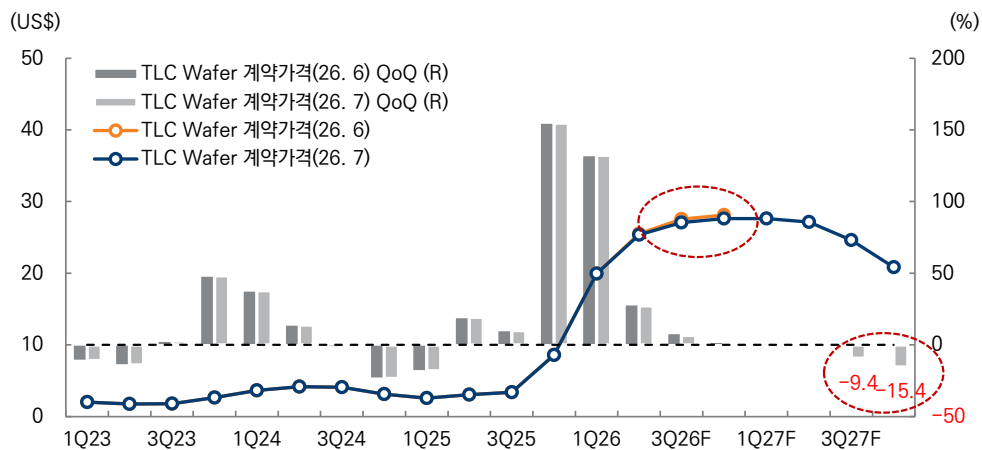
자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. NAND 공급 전망

NAND 공급	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F	2028F
Supply/Demand Balance (%)	-10.8	-6.8	-1.5	0.6	0.5	0.7	1.1	12.2	-4.4	3.6	9.8
전체 NAND 생산 (십억 GB)	251	274	300	326	331	362	370	383	1,151	1,447	1,837
Samsung	66	69	72	80	85	87	86	86	288	345	415
Kioxia/Sandisk	71	76	85	89	91	102	103	104	321	399	481
SK hynix	50	55	58	59	66	71	71	66	221	274	344
Micron	28	30	32	33	34	40	38	41	124	153	200
YMTC	35	44	53	64	54	62	72	86	196	274	396
생산 Bit growth (%)	-2.0	9.5	9.4	8.8	1.4	9.6	2.2	3.5	23.7	25.7	27.0
Samsung	5.2	4.2	4.0	11.8	6.3	2.2	-1.4	0.3	15.8	20.0	20.1
Kioxia/Sandisk	-5.7	7.4	11.4	5.7	1.3	12.2	1.7	0.1	20.9	24.5	20.5
SK hynix	-6.1	9.1	5.2	2.8	11.9	7.7	-0.8	-6.1	12.9	23.9	25.3
Micron	-4.3	9.6	6.1	2.9	3.4	15.0	-3.7	6.6	19.7	23.2	31.2
YMTC	0.3	24.2	21.8	19.6	-15.6	15.8	15.2	20.2	67.1	39.8	44.5
Wafer capa (K/month)	1,337	1,342	1,364	1,329	1,357	1,397	1,411	1,411	1,343	1,394	1,554
Samsung	375	365	340	310	320	320	320	320	348	320	340
Kioxia/Sandisk	400	405	418	418	405	420	420	420	410	416	436
SK hynix	235	235	235	230	245	250	250	250	234	249	279
Micron	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130	155
YMTC	160	170	200	200	220	240	250	250	183	240	302
Wafer capa 증가율 (%)	-2.1	0.4	1.6	-2.6	2.1	2.9	1.0	0.0	-0.9	3.8	11.4
Samsung	-6.3	-2.7	-6.8	-8.8	3.2	0.0	0.0	0.0	-16.3	-7.9	6.3
Kioxia/Sandisk	0.0	1.3	3.2	0.0	-3.1	3.7	0.0	0.0	2.6	1.5	4.8
SK hynix	-2.1	0.0	0.0	-2.1	6.5	2.0	0.0	0.0	0.5	6.4	12.1
Micron	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	19.2
YMTC	0.0	6.3	17.6	0.0	10.0	9.1	4.2	0.0	23.7	31.5	25.6
Capa 순증가 규모 (K)	7	15	62	0	67	40	10	0	84	117	118
Samsung	0	0	15	0	10	0	0	0	15	10	20
Kioxia/Sandisk	0	5	13	0	22	10	0	0	18	32	20
SK hynix	0	0	0	0	15	10	0	0	0	25	30
Micron	5	0	0	0	0	0	0	0	5	0	25
YMTC	0	10	30	0	20	20	10	0	40	50	20

자료: Trendforce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 29. 512Gb TLC Wafer 계약가격 전망

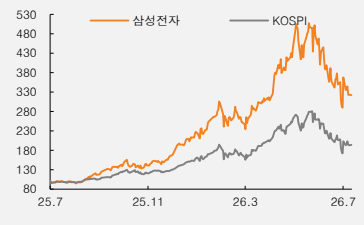


자료: DRAMeXchange, 미래에셋증권 리서치센터

Coverage update

투자의견(유지)	매수
목표주가(유지)	370,000원
현재주가(26/8/10)	230,000원
상승여력	60.9%

영업이익(26F,십억원)	392,521
Consensus 영업이익(26F,십억원)	391,130
EPS 성장률(26F,%)	608.0
MKT EPS 성장률(26F,%)	277.0
P/E(26F,x)	4.9
MKT P/E(26F,x)	6.1
KOSPI	6,299.66
시가총액(십억원)	1,344,644
발행주식수(백만주)	5,846
유동주식비율(%)	75.6
외국인 보유비중(%)	46.5
베타(12M) 일간수익률	1.23
52주 최저가(원)	67,600
52주 최고가(원)	362,500
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-19.3 38.7 220.3
상대주가	-4.2 16.7 63.2



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraesec.com

005930 · 반도체

삼성전자

비중확대의 적기

동사에 대한 **투자의견 '매수' 및 목표주가 37만원**을 유지한다. 차익 실현과 수급 부담으로 주가는 고점 대비 크게 하락했으나, 영업 환경과 산업 전망에는 유의미한 변화가 없다. 현 구간을 저점 비중확대의 기회로 판단한다. **현 주가 기준 12개월 선행 P/B와 P/E 배수는 각각 1.6배, 3.9배로 AI 사이클 이전 수준까지 낮아졌다.**

주요 하이퍼스케일러의 Capex는 3년이상 증가세를 이어갈 전망이다. FCF에 대한 우려는 상존하나, **이미 5개사의 합산 수주잔고가 연매출의 4배(\$2.4T)에 이르는 만큼 매출 성장과 수익성 유지는 무리가 없어 보인다. 이에 영업현금흐름은 견조할** 가능성이 높으며, FCF가 대규모 순유출로 전환할 위험은 낮다는 판단이다.

동사의 3Q26F/4Q26F/27F 영업이익은 각각 120조원/126조원/559조원으로 추정된다. DRAM ASP는 QoQ +15%/+5%/+22%로 상승세를 이어갈 것으로 전망한다. 범용 제품의 가격의 상승세는 완만해지겠지만, **HBM 가격 상승이 ASP 인상을 견인할** 것이다. NAND ASP는 +15%/+5%/+13%로 27년 조정 가능성을 반영했다.

중장기적으로 주목하는 동사의 핵심 경쟁력은 파운드리와 메모리 사업 간 시너지를 기반으로 한 풀스택 제조 역량이다. HBM4의 베이스다이 내재화에서 그 가능성을 확인했으며, 더 나아가 **메모리+로직 결합 제품뿐만 아니라 단일 고객에게 이중 제품을** 턴키로 공급하는 사업 영역으로의 확장도 잠재적으로 주목할 기대 요인이다.

비록 파운드리 사업은 대규모 투자 금액과 충분치 못한 수율로 적자상태를 지속하고 있으나, 27년부터 본격화될 **테슬라향 2nm 공급을 시작으로 양산 역량과 레퍼런스를 확보하게 된다면, 글로벌 파운드리 최선단 공정 독점 구도에서의 점유율 확대여**지가 크다. 동사는 테일러 팝 ph1에 이어 30년까지 ph2의 추가 가동을 예고했다.

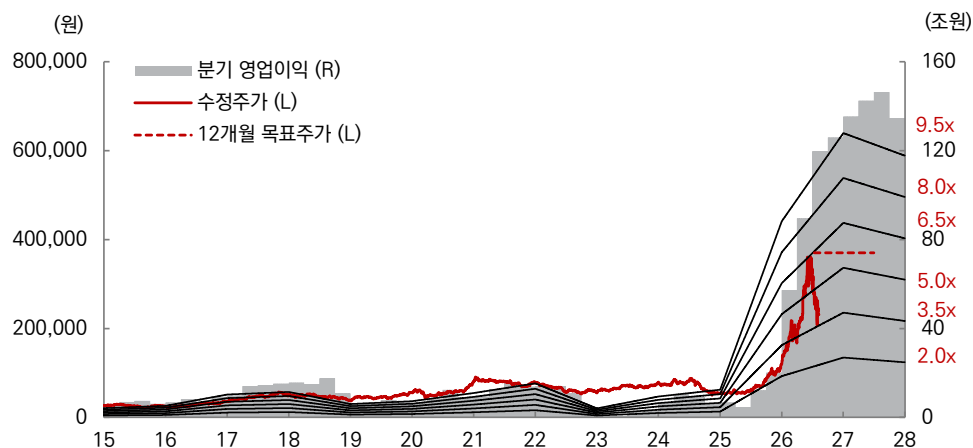
기대 주주환원수익률도 높아졌다. 24~26년 FCF 50% 주주환원 이행 시 26년 주주환원 수익률은 보통주 6.8~9.5%, 우선주 9.1~12.7%로 추정된다. 종전 대로라면 26년 온기 실적을 기반으로 환원하겠지만, **주가가 고점대비 39% 하락한 현시점이 주주환원의 당위성은 물론 수익률과 체감 효용도가 커지는 국면**이라는 판단이다.

올해는 시작일 뿐이다. 본격적 주주환원의 원년은 27년이 될 전망이다. 동사는 과거 9년간 3년마다 60조원의 FCF 가정을 기준으로 50%인 약 10조원/연(분기 약 370원)을 고정 배당해왔다. 그러나 **27년부터 3년간 FCF 합계는 보수적으로 보아도 600조원 이상으로 추정되는 만큼 환원율이 동일하다면 이론상 환원재원은 10배다.**

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	300,871	333,606	737,750	979,345	985,739
영업이익 (십억원)	32,726	43,601	392,521	558,926	490,159
영업이익률 (%)	10.9	13.1	53.2	57.1	49.7
순이익 (십억원)	33,621	44,261	309,973	447,624	412,014
EPS (원)	4,950	6,564	46,469	67,326	61,970
ROE (%)	9.0	10.8	53.3	48.5	32.8
P/E (배)	10.7	18.3	4.9	3.4	3.7
P/B (배)	0.9	1.9	2.0	1.4	1.1
배당수익률 (%)	2.7	1.4	5.2	7.6	7.6

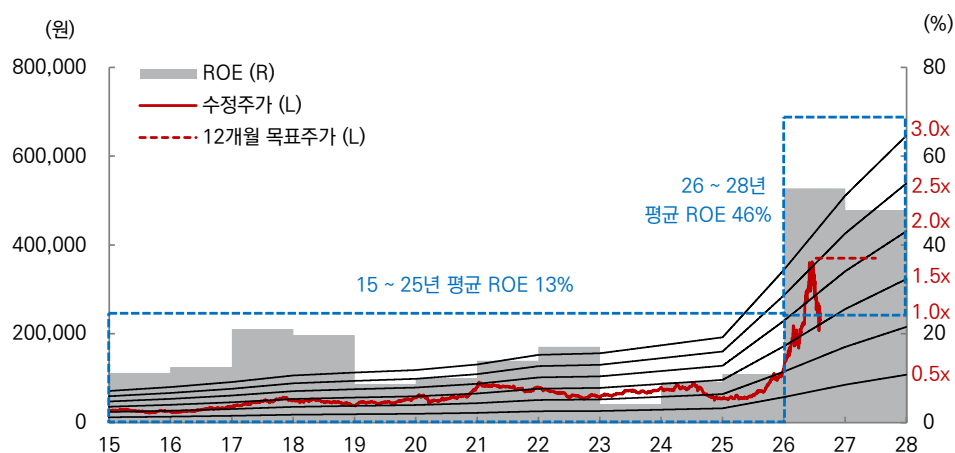
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 삼성전자 12개월 선행 P/E 밴드 vs 영업이익 (단기)



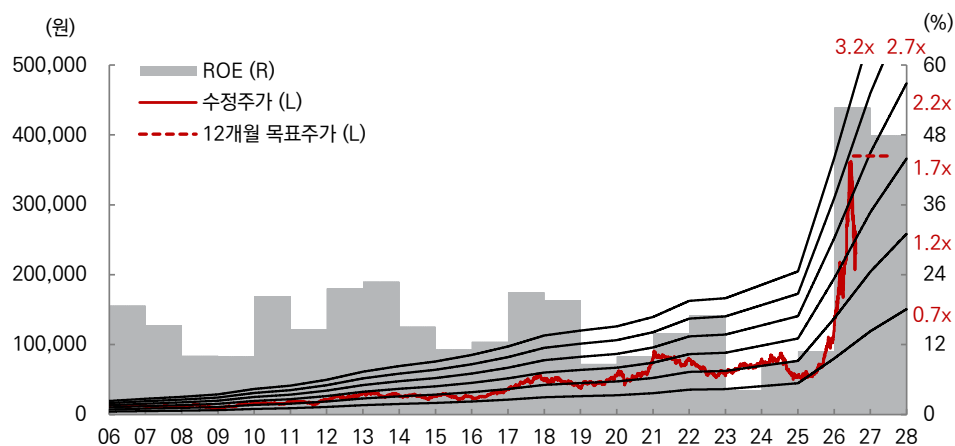
자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 vs ROE (단기)



자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 삼성전자 12개월 선행 P/B 밴드 vs ROE (장기)



자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 전사 부문별 실적 추이 및 전망

(원, 조원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
USD-KRW	1,464	1,502	1,553	1,555	1,524	1,524	1,524	1,524	1,363	1,422	1,518	1,524
QoQ/YoY	1.0	2.6	3.4	0.2	-2.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.3	6.7	0.4
매출액	133.9	171.5	212.9	219.5	234.7	244.2	257.6	242.8	300.9	333.6	737.7	979.3
DX	52.7	48.0	49.8	46.7	56.3	54.6	58.8	53.9	174.9	188.0	197.1	223.6
DS	81.7	127.5	158.3	166.0	176.2	185.3	193.2	182.4	111.1	130.1	533.5	737.0
SDC	6.7	7.5	7.7	9.3	7.0	8.6	9.2	10.0	29.2	29.8	31.2	34.9
Harman	3.8	4.6	4.5	4.6	3.6	5.5	5.2	4.6	14.3	15.8	17.6	19.0
QoQ/YoY	42.7	28.1	24.1	3.1	6.9	4.0	5.5	-5.8	16.2	10.9	121.1	32.7
DX	18.8	-8.8	3.7	-6.3	20.7	-3.1	7.8	-8.5	2.9	7.5	4.8	13.5
DS	85.7	56.0	24.2	4.8	6.2	5.2	4.2	-5.6	66.8	17.2	310.0	38.1
SDC	-29.5	12.0	2.6	20.9	-24.5	22.7	7.1	8.8	-5.9	2.3	4.5	12.0
Harman	-16.5	20.2	-1.2	0.7	-20.6	51.9	-5.3	-12.4	-0.8	10.6	11.2	8.0
영업이익	57.2	89.5	119.8	126.0	135.4	142.5	146.4	134.6	32.7	43.6	392.5	558.9
DX	3.0	-0.8	1.0	0.3	2.8	2.5	3.0	2.2	12.4	12.9	3.5	10.4
DS	53.7	89.2	117.2	123.4	131.3	137.9	141.2	129.9	15.1	24.9	383.5	540.3
SDC	0.4	0.7	1.2	1.8	0.9	1.5	1.8	2.1	3.7	4.1	4.0	6.2
Harman	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	1.3	1.5	1.5	1.7
QoQ/YoY	185.1	56.4	33.8	5.2	7.5	5.2	2.8	-8.1	398.3	33.2	800.3	42.4
DX	122.2	TTR	TTB	-64.0	701.0	-8.2	16.6	-26.3	-13.5	3.3	-73.0	200.7
DS	227.0	66.2	31.4	5.3	6.4	5.0	2.4	-8.0	TTB	64.7	1,442.6	40.9
SDC	-81.5	93.0	66.4	53.0	-49.2	67.8	15.5	17.7	-32.9	10.3	-2.6	55.7
Harman	-30.6	80.2	3.6	0.6	-17.4	41.9	-4.5	-10.6	11.4	17.1	-5.1	18.2
영업이익률	42.8	52.2	56.3	57.4	57.7	58.3	56.8	55.5	10.9	13.1	53.2	57.1
DX	5.6	-1.7	1.9	0.7	4.9	4.6	5.0	4.0	7.1	6.8	1.8	4.7
DS	65.7	70.0	74.0	74.3	74.5	74.4	73.1	71.2	13.6	19.1	71.9	73.3
SDC	5.4	9.3	15.1	19.2	12.9	17.6	19.0	20.6	12.8	13.8	12.9	17.9
Harman	5.8	8.7	9.1	9.1	9.5	8.9	8.9	9.1	9.2	9.7	8.3	9.1
EBITDA	69.6	102.5	132.7	139.1	148.8	156.3	160.3	148.9	75.4	90.5	443.9	614.3
DX	4.2	0.5	2.2	1.5	4.0	3.7	4.2	3.4	16.7	17.3	8.4	15.3
DS	63.9	99.4	127.5	133.9	142.2	149.1	152.5	141.6	49.9	63.6	424.8	585.3
SDC	1.0	1.4	1.8	2.4	1.5	2.1	2.4	2.7	6.4	6.8	6.6	8.7
Harman	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	1.9	2.1	2.0	2.3
QoQ/YoY	115.4	47.3	29.5	4.8	7.0	5.0	2.6	-7.1	66.6	20.1	390.4	38.4
DX	64.8	-88.4	348.0	-28.4	156.2	-5.7	11.3	-18.7	-10.6	4.1	-51.8	82.5
DS	141.0	55.6	28.2	5.0	6.1	4.8	2.3	-7.2	227.1	27.6	567.5	37.8
SDC	-60.7	31.7	29.5	34.9	-36.6	40.5	11.0	13.2	-28.1	6.1	-3.2	32.2
Harman	-21.8	49.4	0.8	0.5	-13.0	29.8	-3.5	-8.2	9.1	12.7	-3.1	12.2
Capex	11.2	16.8	18.2	25.9	23.9	24.1	24.1	24.4	53.6	52.7	72.1	96.6
DS	10.2	15.4	16.6	24.2	22.5	22.5	22.5	22.5	46.3	47.5	66.3	90.1
SDC	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.9	4.8	2.8	2.7	2.9
Others	0.5	0.7	0.9	1.1	0.8	0.9	0.9	1.0	2.5	2.4	3.2	3.6
QoQ/YoY	-44.9	49.6	8.1	42.9	-7.9	1.1	0.0	1.0	1.0	-1.9	37.0	33.9
DS	-46.2	51.1	7.7	45.7	-6.7	0.0	0.0	0.0	-4.3	2.6	39.7	35.9
SDC	-11.7	19.0	-5.1	6.1	-17.1	25.0	0.0	20.0	102.7	-42.2	-5.0	10.0
Others	-42.2	54.7	30.3	19.6	-28.1	13.5	0.0	11.9	7.5	-6.1	32.7	12.9
FCF	58.4	85.7	114.5	113.2	124.9	132.1	136.2	124.5	21.7	37.9	371.8	517.7
DS	53.7	84.0	110.9	109.8	119.7	126.5	130.0	119.0	3.6	16.2	358.5	495.2
SDC	0.5	0.7	1.1	1.7	0.9	1.4	1.6	1.8	1.6	4.0	3.9	5.8
Others	4.2	1.0	2.5	1.7	4.4	4.2	4.6	3.6	16.6	17.7	9.4	16.8

Note: Capex는 C/F가 아닌 발표(자산인식) 기준, FCF = EBITDA - Capex,

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. DS 부문 실적

(조원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	81.7	127.5	158.3	166.0	176.2	185.3	193.2	182.4	111.1	130.1	533.5	737.0
DRAM	54.6	88.0	109.9	113.8	122.8	130.4	134.4	130.0	54.4	74.4	366.3	517.6
NAND	20.1	32.8	41.0	44.0	45.3	47.9	49.1	42.9	30.1	29.7	137.9	185.2
Foundry/LSI	6.9	6.7	7.4	8.2	8.2	7.0	9.6	9.5	26.6	26.0	29.2	34.3
QoQ/YoY	85.7	56.0	24.2	4.8	6.2	5.2	4.2	-5.6	66.8	17.2	310.0	38.1
DRAM	95.3	61.0	24.9	3.5	7.9	6.2	3.1	-3.3	89.8	36.8	392.3	41.3
NAND	119.6	63.1	24.8	7.3	2.9	5.8	2.6	-12.7	94.5	-1.3	364.9	34.2
Foundry/LSI	1.1	-4.0	11.0	11.4	-0.6	-14.6	37.4	-1.4	18.4	-2.1	12.2	17.2
영업이익	53.7	89.2	117.2	123.4	131.3	137.9	141.2	129.9	15.1	24.9	383.5	540.3
DRAM	43.2	70.4	90.6	94.1	101.8	107.7	110.4	104.8	16.8	30.4	298.3	424.7
NAND	11.9	21.0	27.5	29.8	30.2	31.3	31.2	25.7	3.5	2.0	90.2	118.5
Foundry/LSI	-1.4	-2.2	-0.9	-0.6	-0.6	-1.2	-0.5	-0.6	-5.3	-7.6	-5.1	-2.8
QoQ/YoY	227.0	66.2	31.4	5.3	6.4	5.0	2.4	-8.0	TTB	64.7	1,442.6	40.9
DRAM	170.7	63.1	28.7	3.9	8.1	5.8	2.5	-5.1	TTB	80.4	881.8	42.4
NAND	354.6	76.9	30.9	8.4	1.1	3.9	-0.4	-17.5	TTB	-42.1	4,311.0	31.3
Foundry/LSI	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR	RR
영업이익률	65.7	70.0	74.0	74.3	74.5	74.4	73.1	71.2	13.6	19.1	71.9	73.3
DRAM	79.0	80.0	82.4	82.7	82.9	82.6	82.1	80.6	31.0	40.8	81.4	82.0
NAND	59.0	64.0	67.1	67.8	66.6	65.4	63.5	60.0	11.8	6.9	65.4	64.0
Foundry/LSI	-20.0	-33.3	-12.4	-6.8	-7.3	-16.6	-4.7	-6.4	-19.9	-29.1	-17.4	-8.2
EBITDA	63.7	99.2	127.3	133.7	142.0	148.8	152.3	141.3	49.2	62.8	424.0	584.4
DRAM	47.4	74.8	95.2	99.0	106.7	112.8	115.5	110.1	27.2	44.6	316.4	445.1
NAND	14.8	23.9	30.2	32.5	33.1	34.3	34.1	28.6	13.5	13.1	101.4	130.2
Foundry/LSI	1.5	0.6	1.9	2.2	2.2	1.7	2.6	2.6	8.4	5.1	6.1	9.1
Capex	10.2	15.4	16.6	24.2	22.5	22.5	22.5	22.5	46.3	47.5	66.3	90.1
DRAM	5.6	7.7	8.3	8.8	11.0	11.0	11.0	11.0	18.4	20.5	30.4	44.2
NAND	2.5	3.9	4.1	7.7	5.7	5.7	5.7	5.7	13.0	12.8	18.2	22.9
Foundry/LSI	2.0	3.9	4.1	7.7	5.8	5.8	5.8	5.8	14.9	14.2	17.7	23.1

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 메모리 매출액 추정

(십억개, US\$, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
USD-KRW	1,464	1,502	1,553	1,555	1,524	1,524	1,524	1,524	1,363	1,422	1,518	1,524
QoQ/YoY	1.0	2.6	3.4	0.2	-2.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.3	6.7	0.4
DRAM												
매출액 (US\$bn)	37.3	58.6	70.8	73.2	80.6	85.6	88.2	85.3	39.8	52.3	239.9	339.6
QoQ/YoY	93.4	57.0	20.8	3.3	10.1	6.2	3.1	-3.3	81.8	31.2	359.1	41.6
출하량 (십억Gb)	27.0	29.7	31.3	30.7	32.7	34.3	35.1	35.2	88.8	96.1	118.6	137.3
QoQ/YoY	1.0	10.0	5.4	-1.7	6.5	5.0	2.3	0.1	13.0	8.3	23.3	15.8
ASP (US\$)	1.38	1.98	2.27	2.38	2.46	2.49	2.51	2.43	0.45	0.54	2.02	2.47
QoQ/YoY	91.5	42.8	14.6	5.2	3.4	1.2	0.8	-3.4	60.8	21.1	272.2	22.3
NAND												
매출액 (US\$bn)	13.8	21.9	26.4	28.3	29.7	31.4	32.2	28.2	22.1	20.9	90.3	121.5
QoQ/YoY	117.4	59.0	20.8	7.1	5.0	5.8	2.6	-12.7	86.4	-5.4	332.7	34.6
출하량 (십억GB)	83.0	83.4	87.5	89.3	93.7	101.2	109.3	106.1	298.1	301.6	343.2	410.4
QoQ/YoY	8.0	0.4	5.0	2.0	5.0	8.0	8.0	-3.0	11.0	1.2	13.8	19.6
ASP (US\$)	0.17	0.26	0.30	0.32	0.32	0.31	0.29	0.27	0.07	0.07	0.26	0.30
QoQ/YoY	101.3	58.4	15.0	5.0	0.0	-2.0	-5.0	-10.0	67.9	-6.4	280.2	12.5

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

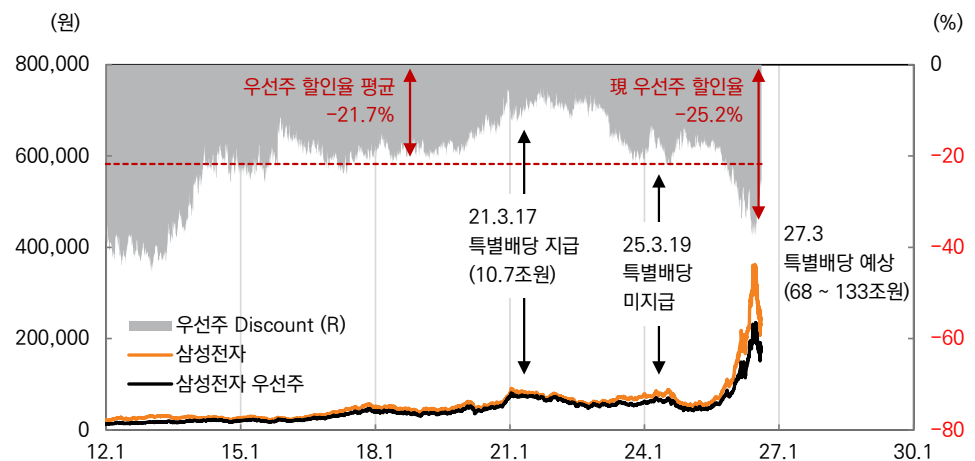
표 8. 삼성전자 주주환원 규모 추정

(조원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F				
									Base	Scn. I	Scn. II	Scn. III	Scn. IV
지배주주순이익	43.9	21.5	26.1	39.2	54.7	14.5	33.6	44.3	310.0	310.0	310.0	310.0	310.0
영업현금흐름	67.0	45.4	65.3	65.1	62.2	44.1	73.0	85.3	364.0	364.0	364.0	364.0	364.0
(Capex)	29.6	25.4	37.6	47.1	49.4	57.6	51.4	47.5	78.6	78.6	78.6	78.6	78.6
(M&A)									0.0	0.0	0.0	50.0	50.0
FCF	37.5	20.0	27.7	18.0	12.8	-13.5	21.6	37.8	285.4	285.4	285.4	285.4	235.4
FCF 주주환원율 (%)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
정규배당 재원	18.7	10.0	13.8	9.0	6.4	-6.7	10.8	18.9	142.7	142.7	142.7	142.7	117.7
정규배당 지급액	9.6	9.6	9.6	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
특별배당 재원 (누적)	9.1	9.5	13.8	-0.8	-4.2	-20.8	1.0	8.3	133.2	133.2	133.2	133.2	108.2
소각목적 자사주 매입액	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	6.6	0.0	0.0	42.9	0.0	0.0
특별배당 지급액	0.2	0.0	10.7	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3	68.5	133.3	90.2	133.3	108.4
총 배당지급액	9.8	9.6	20.3	9.8	9.8	9.8	9.8	11.1	78.3	143.1	100.0	143.1	118.2
배당성향 (%)	22.3	44.7	78.0	25.0	17.9	67.8	29.2	25.1	25.3	46.2	32.2	46.2	38.1
보통주	8.6	8.5	17.9	8.6	8.6	8.6	8.6	9.8	68.7	125.7	88.1	125.7	103.8
우선주	1.2	1.2	2.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	9.6	17.5	11.8	17.5	14.4
총 주주환원액	10.7	9.6	20.3	9.8	9.8	9.8	11.6	17.7	78.3	143.1	142.9	143.1	118.2
총 주주환원율	24.3	44.7	78.0	25.0	17.9	67.8	34.6	40.0	25.3	46.2	46.1	46.2	38.1
누적 FCF 대비 환원율	28.5	35.3	47.7	54.5	63.8	170.5	53.9	49.4	31.2	50.0	50.0	50.0	50.0
기말주식수 (백만주)													
보통주	5,970	5,970	5,970	5,970	5,970	5,970	5,970	5,920	5,846	5,846	5,697	5,846	5,846
(자사주)	0	0	0	0	0	0	33	92	82	82	82	82	82
우선주	823	823	823	823	823	823	823	816	802	802	752	802	802
(자사주)	0	0	0	0	0	0	5	14	0	0	0	0	0
EPS (원)	6,024	3,166	3,841	5,777	8,057	2,131	4,950	6,563	46,451	46,451	48,067	46,451	46,451
수정 DPS (원)													
보통주	1,416	1,416	2,994	1,444	1,444	1,444	1,446	1,668	11,920	21,800	15,700	21,800	18,000
우선주	1,417	1,417	2,995	1,445	1,445	1,445	1,447	1,669	11,920	21,800	15,700	21,800	18,000
연평균 수정주가 (원)									(현재가)				
보통주	46,830	46,583	57,153	79,156	63,935	67,457	71,610	71,448	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
우선주	38,148	37,996	49,780	72,033	58,195	56,442	58,790	57,355	172,000	172,000	172,000	172,000	172,000
연평균 배당수익률 (%)													
보통주	3.0	3.0	5.2	1.8	2.3	2.1	2.0	2.3	5.2	9.5	6.8	9.5	7.8
우선주	3.7	3.7	6.0	2.0	2.5	2.6	2.5	2.9	6.9	12.7	9.1	12.7	10.5
기말 순현금	83.6	88.7	103.7	105.3	108.0	82.8	97.3	104.3	332.9	332.9	332.9	332.9	332.9

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 삼성전자 우선주 할인율 추이



자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	333,606	737,750	979,345	985,739
매출원가	202,236	206,557	242,970	325,702
매출총이익	131,370	531,193	736,375	660,037
판매비와관리비	87,769	138,671	177,449	169,878
조정영업이익	43,601	392,521	558,926	490,159
영업이익	43,601	392,521	558,926	490,159
비영업손익	5,880	13,948	32,793	54,486
금융손익	3,987	6,573	16,114	25,740
관계기업등 투자손익	683	245	0	0
세전계속사업손익	49,481	406,469	591,719	544,645
계속사업법인세비용	4,275	95,567	142,915	131,546
계속사업이익	45,207	310,902	448,804	413,099
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	45,207	310,902	448,804	413,099
지배주주	44,261	309,973	447,624	412,014
비지배주주	946	929	1,179	1,085
총포괄이익	51,291	323,813	448,804	413,099
지배주주	49,904	320,195	443,789	408,483
비지배주주	1,387	3,618	5,015	4,616
EBITDA	90,528	443,939	614,279	550,123
FCF	37,793	266,174	406,482	360,012
EBITDA 마진율 (%)	27.1	60.2	62.7	55.8
영업이익률 (%)	13.1	53.2	57.1	49.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.3	42.0	45.7	41.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	85,315	344,784	500,082	470,891
당기순이익	45,207	310,902	448,804	413,099
비현금수익비용가감	52,396	143,030	182,041	165,657
유형자산감가상각비	43,606	47,872	51,808	56,419
무형자산상각비	3,321	3,546	3,546	3,546
기타	5,469	91,612	126,687	105,692
영업활동으로인한자산및부채의변동	-9,614	-30,226	-4,075	-2,173
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2,535	-65,964	-12,662	-6,752
재고자산 감소(증가)	-3,591	-68,975	-13,035	-6,951
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3,257	15,917	3,229	1,722
법인세납부	-7,137	-85,440	-142,915	-131,546
투자활동으로 인한 현금흐름	-68,512	-169,388	-112,431	-121,854
유형자산처분(취득)	-47,372	-78,553	-93,599	-110,879
무형자산감소(증가)	-4,617	-2,549	-2,000	-2,000
장단기금융자산의 감소(증가)	-9,056	-91,032	-16,831	-8,976
기타투자활동	-7,467	2,746	-1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-13,478	-12,821	-80,796	-114,954
장단기금융부채의 증가(감소)	5,909	2,900	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9,897	-7,380	-80,796	-114,954
기타재무활동	-9,490	-8,341	0	0
현금의 증가	4,151	156,454	303,444	232,264
기초현금	53,706	57,856	214,311	517,755
기말현금	57,856	214,311	517,755	750,019

자료: 삼성전자, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	247,685	658,356	1,008,805	1,266,135
현금 및 현금성자산	57,856	214,311	517,755	750,019
매출채권 및 기타채권	58,609	137,109	151,624	159,364
재고자산	52,637	123,138	136,173	143,125
기타유동자산	78,583	183,798	203,253	213,627
비유동자산	319,257	369,169	412,825	467,558
관계기업투자등	13,772	32,218	35,629	37,448
유형자산	215,305	242,907	284,699	339,158
무형자산	29,481	28,484	26,939	25,393
자산총계	566,942	1,027,525	1,421,630	1,733,693
유동부채	106,411	225,806	247,514	259,091
매입채무 및 기타채무	34,405	80,487	89,007	93,551
단기금융부채	18,752	20,737	20,737	20,737
기타유동부채	53,254	124,582	137,770	144,803
비유동부채	24,210	48,864	53,253	55,594
장기금융부채	6,487	7,401	7,401	7,401
기타비유동부채	17,723	41,463	45,852	48,193
부채총계	130,622	274,670	300,768	314,685
지배주주지분	424,313	739,379	1,106,207	1,403,268
자본금	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	402,136	701,116	1,067,944	1,365,004
비지배주주지분	12,007	13,476	14,655	15,740
자본총계	436,320	752,855	1,120,862	1,419,008

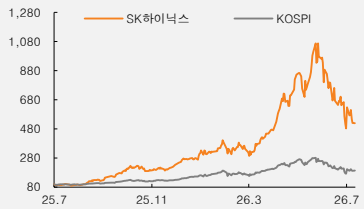
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	18.3	4.9	3.4	3.7
P/CF (x)	8.3	3.4	2.4	2.6
P/B (x)	1.9	2.0	1.4	1.1
EV/EBITDA (x)	7.7	2.6	1.4	1.1
EPS (원)	6,564	46,469	67,326	61,970
CFPS (원)	14,474	68,050	94,883	87,049
BPS (원)	63,976	113,180	168,353	213,033
DPS (원)	1,668	11,920	17,500	17,500
배당성향 (%)	21.6	22.1	22.5	24.4
배당수익률 (%)	1.4	5.2	7.6	7.6
매출액증가율 (%)	10.9	121.1	32.7	0.7
EBITDA증가율 (%)	20.1	390.4	38.4	-10.4
조정영업이익증가율 (%)	33.2	800.3	42.4	-12.3
EPS증가율 (%)	32.6	608.0	44.9	-8.0
매출채권 회전율 (회)	7.0	8.6	7.8	7.3
재고자산 회전율 (회)	6.4	8.4	7.6	7.1
매입채무 회전율 (회)	15.9	9.5	7.6	9.4
ROA (%)	8.4	39.0	36.6	26.2
ROE (%)	10.8	53.3	48.5	32.8
ROIC (%)	13.2	85.9	101.0	78.4
부채비율 (%)	29.9	36.5	26.8	22.2
유동비율 (%)	232.8	291.6	407.6	488.7
순차입금/자기자본 (%)	-23.1	-45.9	-59.4	-63.9
조정영업이익/금융비용 (x)	72.0	339.6	477.3	418.6

투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	2,800,000원
현재주가(26/8/10)	1,420,000원
상승여력	97.2%

영업이익(26F, 십억원)	268,072
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	266,376
EPS 성장률(26F, %)	518.2
MKT EPS 성장률(26F, %)	277.0
P/E(26F, x)	3.9
MKT P/E(26F, x)	6.1
KOSPI	6,299.66
시가총액(십억원)	1,037,299
발행주식수(백만주)	730
유동주식비율(%)	75.1
외국인 보유비중(%)	50.8
베타(12M) 일간수익률	1.82
52주 최저가(원)	245,000
52주 최고가(원)	2,919,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-34.9	62.1	453.6
상대주가	-22.7	36.4	182.1



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraesec.com

000660 · 반도체

SK하이닉스

역사적 업적의 연속

동사에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가 280만원(상승여력 2배)을 유지한다. 차익 실현과 시장 수급적 어려움 등으로 고점 대비 51% 하락했으나, **영업 환경과 산업 전망을 고려하면 과대 낙폭 구간이라 판단한다**. 현 주가 기준 12개월 선행 P/B와 P/E 배수는 각각 1.8배, 3.5배로 AI 이전의 밸류에이션 수준까지 하락했다.

전주 언론 보도를 통해 동사의 손자회사인 솔리다임의 Pre-IPO 및 미국시장 상장 가능성이 회자되었다. 동사는 아직 미확정 상태임을 공시했다. 이를 자회사 중복상장의 케이스로 인식하는 의견도 있으나, **당사는 금번 이슈를 M&A 투자금 회수 및 후속 투자재원 확충의 성격으로 접근하는 것이 타당하다는 판단이다**.

동사는 금년 1/28 솔리다임의 모회사이자 동사의 자회사인 SK hynix NAND Product Solutions에 대해 최대 \$10B 규모의 출자를 약정했다. SK 지주사를 비롯해 이노베이션, 텔레콤도 총 \$1.1B 규모를 출자했다. **솔리다임의 지분을 매각해 투자금을 모집할 경우 약 \$15B 규모의 미국 내 투자 여력이 확보되는 것이다**.

솔리다임의 일부 지분 출회가 동사의 기업가치에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망한다. 솔리다임 SSD의 경우 QLC 위주로 **서버용 엔터프라이즈 고성능 SSD는 대부분 본사의 TLC 기반 설계 및 생산 기술에 기반한다**. 인텔 NAND 사업부 인수 당시 솔루션 부분을 먼저 취득함으로써 컨트롤러 설계 역량의 내재화도 성공했다.

동사는 18년 키옥시아 지분투자 및 수익금 일부(62조원) 회수, 20년 인텔의 NAND 사업부 인수(10조원) 및 PMI, 26년 역대 최대 규모(43조원)의 나스닥 ADR 발행 등 본업뿐 아니라 자본시장 전략에서도 입지전적인 성과를 축적해 왔다. **글로벌 수준의 주주환원 정책까지 더해진다면 기업 위상이 한층 강화될 것으로 기대한다**.

주주환원에 대해서는 다수 언론에 보도 형식으로 회자되고 있으나, 감안할 점은 1) **특별 주주환원 규모 산정의 공식 기간은 27년말**이라는 점과, 2) **현 시점 고점대비 51%의 하락으로 자사주 매입 등 환원의 적기**라는 것, 그리고 3) **환원의 규모가 클수록 향후 현금 창출 능력에 대한 자신감의 크기로 받아들여질 것**이라는 사실이다.

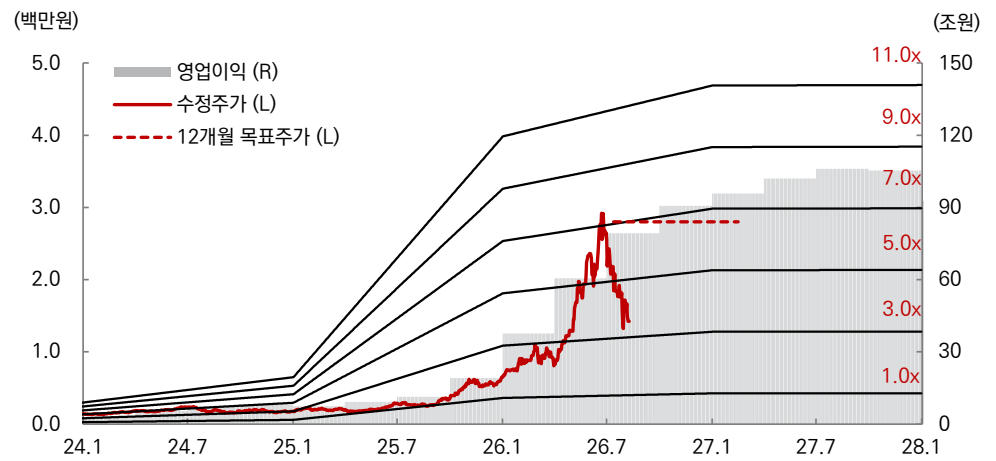
당사가 추정하는 주주환원의 규모는 40조원 내외다. 동사의 26년 FCF는 180조원, 순현금은 173조원까지 누적될 것으로 추정한다. 안전자산 성격의 현금 100조원을 유보하더라도 70~80조원 규모의 가용 재원이 남는다. 이중 절반을 환원하는 것은 충분히 가능하다는 판단이다. **현주가 기준 배당수익률은 최대 3.9%까지 기대된다**.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	66,193	97,147	346,856	517,324	518,190
영업이익 (십억원)	23,467	47,206	268,072	409,049	397,928
영업이익률 (%)	35.5	48.6	77.3	79.1	76.8
순이익 (십억원)	19,789	42,919	263,385	317,509	317,948
EPS (원)	27,182	58,955	364,482	434,650	435,252
ROE (%)	31.1	44.2	103.9	58.4	37.1
P/E (배)	6.4	11.0	3.9	3.3	3.3
P/B (배)	1.7	3.9	2.7	1.5	1.0
배당수익률 (%)	1.3	0.5	0.3	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

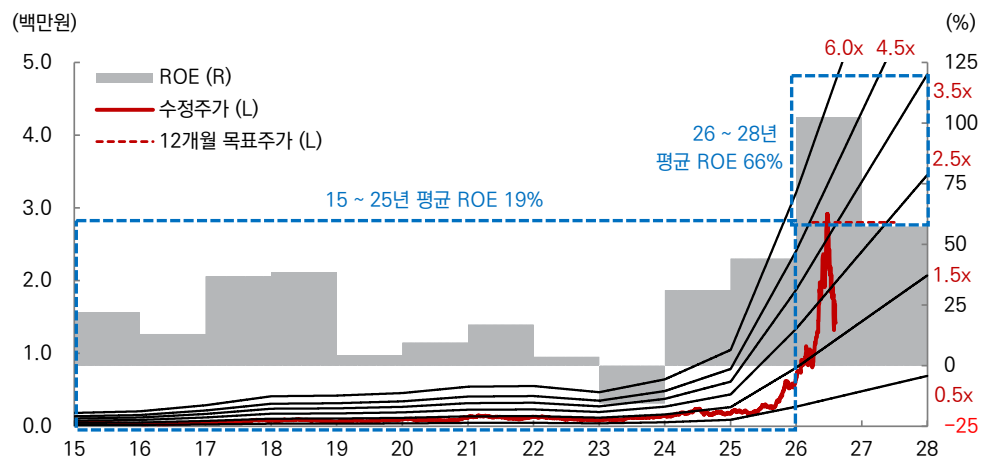
자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. SK하이닉스 12개월 선행 P/E 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(원, 조원, %)

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
USD-KRW	1,464	1,502	1,553	1,555	1,524	1,524	1,524	1,524	1,363	1,422	1,518	1,524
QoQ/YoY	1.0	2.6	3.4	0.2	-2.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.3	6.7	0.4
매출액	52.6	79.3	100.6	114.4	120.5	128.6	134.2	134.0	66.2	97.1	346.9	517.3
DRAM	41.0	57.7	74.9	85.5	90.8	97.1	101.0	99.9	45.2	75.2	259.2	388.8
NAND	11.3	21.3	25.4	28.5	29.4	31.2	32.8	33.8	19.0	20.1	86.4	127.2
Others	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	2.0	1.8	1.3	1.4
QoQ/YoY	60.2	50.9	26.8	13.7	5.4	6.7	4.4	-0.1	102.0	46.8	257.0	49.1
DRAM	64.4	40.8	29.7	14.1	6.2	6.9	4.1	-1.2	116.1	66.6	244.4	50.0
NAND	53.0	88.6	19.3	12.5	2.9	6.1	5.3	3.0	98.4	5.9	329.5	47.1
Others	-42.1	7.8	3.0	3.0	-5.0	5.0	3.0	3.0	-11.9	-11.6	-28.3	6.5
영업이익	37.6	60.5	79.3	90.6	95.7	102.0	106.0	105.3	23.5	47.2	268.1	409.0
DRAM	32.0	46.8	61.8	70.6	74.9	79.8	82.8	81.6	21.0	45.3	211.1	319.2
NAND	5.6	14.0	17.5	20.1	20.8	22.1	23.2	23.7	2.6	2.4	57.2	89.8
QoQ/YoY	96.2	61.0	30.9	14.3	5.6	6.5	3.9	-0.7	TTB	101.2	467.9	52.6
DRAM	85.8	46.2	32.1	14.3	6.1	6.6	3.8	-1.5	2,777.6	115.3	365.9	51.2
NAND	146.7	148.9	24.6	14.7	3.8	6.4	4.6	2.4	TTB	-8.9	2,296.3	57.1
영업이익률	71.5	76.3	78.8	79.3	79.4	79.3	79.0	78.6	35.5	48.6	77.3	79.1
DRAM	78.0	81.0	82.5	82.5	82.5	82.2	82.0	81.7	46.6	60.2	81.5	82.1
NAND	50.0	66.0	68.9	70.3	70.9	71.1	70.6	70.2	13.8	11.9	66.2	70.7
EBITDA	41.3	64.6	83.6	95.4	100.9	107.6	112.1	111.9	36.0	61.1	285.0	432.5
DRAM	33.1	47.9	62.9	71.8	76.2	81.3	84.5	83.4	25.3	49.9	215.8	325.3
NAND	5.7	14.1	17.5	20.1	20.9	22.2	23.2	23.8	2.8	2.6	57.4	90.0
Capex	7.3	15.4	15.4	13.1	17.9	17.9	17.9	17.9	23.9	33.5	51.2	71.7
FCF(EBITDA-Capex)	34.0	49.2	68.2	82.3	82.9	89.7	94.2	94.0	12.1	27.6	233.7	360.8

Note: Capex는 C/F가 아닌 발표(자산인식) 기준, FCF = EBITDA - Capex,

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. SK하이닉스 주요 제품별 추정치

	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F
USD-KRW	1,464	1,502	1,553	1,555	1,524	1,524	1,524	1,524	1,363	1,422	1,518	1,524
QoQ/YoY	1.0	2.6	3.4	0.2	-2.0	0.0	0.0	0.0	4.4	4.3	6.7	0.4
DRAM												
매출액 (US\$bn)	28.0	40.0	48.3	55.0	59.6	63.7	66.3	65.5	33.0	52.9	171.2	255.1
QoQ/YoY	62.7	42.8	20.7	14.0	8.4	6.9	4.1	-1.2	107.0	60.2	223.7	49.0
출하량 (bnGb)	26.6	28.9	30.9	32.8	34.3	36.0	37.2	37.3	79.0	96.2	119.2	144.8
QoQ/YoY	0.9	8.7	7.1	6.2	4.4	4.9	3.5	0.1	14.9	21.8	23.9	21.5
ASP (US\$/Gb)	1.05	1.39	1.56	1.67	1.74	1.77	1.78	1.76	0.42	0.55	1.44	1.76
QoQ/YoY	61.3	31.4	12.6	7.3	3.9	1.9	0.5	-1.3	80.1	31.5	161.2	22.7
NAND												
매출액 (US\$bn)	7.7	14.2	16.3	18.3	19.3	20.4	21.5	22.2	13.9	14.1	56.5	83.4
QoQ/YoY	51.4	83.9	15.4	12.4	5.0	6.1	5.3	3.0	90.5	1.5	299.8	47.6
출하량 (bnGB)	50.6	58.7	60.4	63.5	64.7	66.7	70.2	72.3	179.6	196.3	233.2	274.0
QoQ/YoY	-12.0	16.0	3.0	5.0	2.0	3.0	5.3	3.0	2.1	9.3	18.8	17.5
ASP (US\$/GB)	0.15	0.24	0.27	0.29	0.30	0.31	0.31	0.31	0.08	0.07	0.24	0.30
QoQ/YoY	72.1	58.5	12.0	7.0	3.0	3.0	0.0	0.0	86.5	-7.2	236.6	25.6

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. SK하이닉스 배당 시나리오

(원, 조원, %, %pt)

(조원)	2024	2025	2026F			
			Base	Scn 1	Scn 2	Scn 3
지배주주순이익	19.8	42.9	260.8	260.8	260.8	260.8
영업현금흐름	29.8	53.4	224.2	224.2	224.2	224.2
Capex	15.9	27.5	44.3	44.3	44.3	44.3
FCF	13.9	25.9	179.9	179.9	179.9	179.9
FCF 주주환원율 (%)	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
배당재원	6.9	12.9	90.0	90.0	90.0	90.0
정규배당	1.5	2.1	1.1	1.1	1.1	1.1
특별배당 재원(누적)	5.4	10.9	99.0	99.0	99.0	99.0
자사주매입/소각액	0.1	0.7	1.2	40.0	20.0	0.0
특별배당	0.0	0.0	2.2	2.2	20.0	38.9
총 배당지급액	1.5	2.1	3.2	3.2	21.1	40.0
배당성향 (%)	7.7	4.8	1.2	1.2	8.1	15.3
총 주주환원액	1.6	2.8	4.5	43.2	41.1	40.0
기말주식수 (백만주)						
보통주	728	728	730	702	716	730
(자사주)	-39	-38	-4	-4	-4	-4
우선주	0	0	0	0	0	0
(자사주)	0	0	0	0	0	0
수정 DPS (₩)						
보통주	2,204	3,000	4,449	4,627	29,473	54,795
연평균 수정주가 (₩)						
보통주	179,077	309,114	1,420,000	1,420,000	1,420,000	1,420,000
연평균 배당수익률 (%)						
보통주	1.23	0.97	0.31	0.33	2.08	3.86

자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	97,147	346,856	517,324	518,190
매출원가	38,456	52,080	68,702	80,534
매출총이익	58,691	294,776	448,622	437,656
판매비와관리비	11,484	26,703	39,573	39,728
조정영업이익	47,206	268,072	409,049	397,928
영업이익	47,206	268,072	409,049	397,928
비영업손익	3,260	75,160	6,055	17,755
금융손익	-429	1,315	5,158	9,665
관계기업등 투자손익	-565	-27	0	0
세전계속사업손익	50,466	343,232	415,104	415,683
계속사업법인세비용	7,518	79,681	97,379	97,515
계속사업이익	42,948	263,551	317,725	318,168
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42,948	263,551	317,725	318,168
지배주주	42,919	263,385	317,509	317,948
비지배주주	29	167	216	220
총포괄이익	43,017	264,576	317,725	318,168
지배주주	42,984	264,475	317,604	318,047
비지배주주	33	101	121	121
EBITDA	61,136	285,216	432,887	429,750
FCF	25,854	206,303	271,290	273,968
EBITDA 마진율 (%)	62.9	82.2	83.7	82.9
영업이익률 (%)	48.6	77.3	79.1	76.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	44.2	75.9	61.4	61.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	53,373	250,560	336,509	348,970
당기순이익	42,948	263,551	317,725	318,168
비현금수익비용가감	18,838	70,472	100,248	103,861
유형자산감가상각비	13,099	16,302	22,996	30,980
무형자산상각비	831	842	842	842
기타	4,908	53,328	76,410	72,039
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-2,881	-28,655	-5,054	-1,021
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5,584	-42,776	-10,903	-2,203
재고자산 감소(증가)	-1,059	-35,246	-8,561	-1,729
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	980	5,519	1,707	345
법인세납부	-5,891	-71,698	-97,379	-97,515
투자활동으로 인한 현금흐름	-48,054	-91,034	-75,782	-77,773
유형자산처분(취득)	-27,374	-44,243	-65,218	-75,001
무형자산감소(증가)	-1,058	-808	-800	-800
장단기금융자산의 감소(증가)	-13,315	-40,481	-9,763	-1,972
기타투자활동	-6,307	-5,502	-1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-1,445	13,148	4	-4,785
장단기금융부채의 증가(감소)	2,475	10,660	3,272	661
자본의 증가(감소)	4,467	-443	0	0
배당금의 지급	-1,681	-804	-3,267	-5,446
기타재무활동	-6,706	3,735	-1	0
현금의 증가	3,719	169,927	259,940	266,252
기초현금	11,205	14,924	184,851	444,791
기말현금	14,924	184,851	444,791	711,042

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	69,458	371,193	660,606	932,812
현금 및 현금성자산	14,924	184,851	444,791	711,042
매출채권 및 기타채권	18,289	63,718	74,675	76,888
재고자산	14,289	49,785	58,346	60,075
기타유동자산	21,956	72,839	82,794	84,807
비유동자산	106,650	145,695	189,448	233,744
관계기업투자등	1,321	4,602	5,394	5,553
유형자산	77,503	105,869	148,091	192,113
무형자산	4,049	4,019	3,977	3,934
자산총계	176,108	516,888	850,054	1,166,556
유동부채	37,379	107,685	125,189	128,725
매입채무 및 기타채무	9,283	32,341	37,902	39,026
단기금융부채	13,623	24,918	28,190	28,851
기타유동부채	14,473	50,426	59,097	60,848
비유동부채	18,062	22,421	23,626	23,869
장기금융부채	16,051	15,416	15,416	15,416
기타비유동부채	2,011	7,005	8,210	8,453
부채총계	55,441	130,106	148,815	152,594
지배주주지분	120,516	386,541	700,783	1,013,285
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	8,954	8,510	8,510	8,510
이익잉여금	106,577	370,997	685,238	997,741
비지배주주지분	151	240	456	676
자본총계	120,667	386,781	701,239	1,013,961

예상 주당가치 및 valuation (요약)

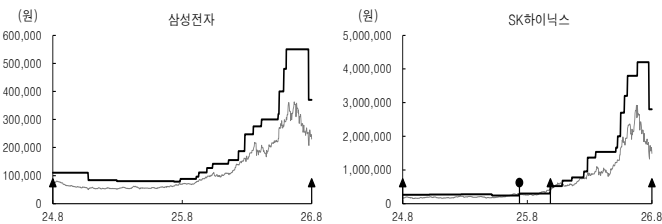
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	11.0	3.9	3.3	3.3
P/CF (x)	7.7	3.1	2.5	2.5
P/B (x)	3.9	2.7	1.5	1.0
EV/EBITDA (x)	7.8	2.9	1.3	0.7
EPS (원)	58,955	364,482	434,650	435,252
CFPS (원)	84,870	462,235	572,180	577,732
BPS (원)	167,604	529,496	959,674	1,387,471
DPS (원)	3,000	4,500	7,500	7,500
배당성향 (%)	4.9	1.2	1.7	1.7
배당수익률 (%)	0.5	0.3	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	46.8	257.0	49.1	0.2
EBITDA증가율 (%)	69.6	366.5	51.8	-0.7
조정영업이익증가율 (%)	101.2	467.9	52.6	-2.7
EPS증가율 (%)	116.9	518.2	19.3	0.1
매출채권 회전율 (회)	6.2	8.5	7.5	6.9
재고자산 회전율 (회)	7.0	10.8	9.6	8.8
매입채무 회전율 (회)	15.0	8.2	6.4	6.8
ROA (%)	29.0	76.1	46.5	31.6
ROE (%)	44.2	103.9	58.4	37.1
ROIC (%)	45.7	168.2	178.5	136.9
부채비율 (%)	45.9	33.6	21.2	15.0
유동비율 (%)	185.8	344.7	527.7	724.7
순차입금/자기자본 (%)	-0.2	-54.7	-68.1	-73.4
조정영업이익/금융비용 (x)	51.1	362.3	481.4	462.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성전자 (005930)					2026.07.29	매수	2,800,000	-	-
2026.07.29	매수	370,000	-	-	2026.06.25	매수	4,200,000	-49.93	-36.36
2026.05.27	매수	550,000	-44.49	-34.09	2026.05.27	매수	3,800,000	-37.91	-23.18
2026.05.20	매수	480,000	-38.13	-37.60	2026.05.18	매수	3,200,000	-41.11	-35.88
2026.05.07	매수	400,000	-30.00	-26.00	2026.05.07	매수	2,700,000	-31.07	-26.81
2026.05.04	매수	320,000	-16.88	-16.88	2026.04.28	매수	2,000,000	-29.66	-19.95
2026.03.18	매수	300,000	-32.55	-24.67	2026.04.23	매수	1,660,000	-24.28	-22.17
2026.02.23	매수	275,000	-29.93	-20.73	2026.02.23	매수	1,540,000	-35.84	-20.52
2026.01.30	매수	247,000	-31.01	-23.04	2026.01.30	매수	1,370,000	-35.82	-30.73
2026.01.12	매수	187,000	-19.63	-13.16	2026.01.19	매수	956,000	-18.37	-9.94
2025.12.15	매수	155,000	-21.84	-9.03	2025.12.15	매수	782,000	-15.38	-3.32
2025.10.31	매수	142,000	-27.74	-21.76	2025.11.17	매수	680,000	-19.03	-13.68
2025.10.15	매수	127,000	-21.89	-18.03	2025.10.29	매수	520,000	13.77	19.23
2025.09.22	매수	111,000	-21.22	-14.95	2025.10.29	매수	520,000	0.19	0.19
2025.09.15	매수	96,000	-17.24	-16.15	2025.10.13	매수	520,000	-8.35	2.88
2025.08.01	매수	88,000	-19.69	-14.32	2025.07.14	중립	300,000	-2.47	42.67
2025.07.14	매수	78,000	-13.28	-6.92	2025.04.25	매수	244,000	-4.68	21.72
2025.02.03	매수	80,000	-28.59	-20.25	2025.01.24	매수	277,000	-29.61	-21.12
2024.11.14	매수	84,000	-35.00	-30.60	2024.10.24	매수	270,000	-31.75	-16.48
2024.05.16	매수	110,000	-34.12	-20.18	2024.07.25	매수	260,000	-31.80	-23.19

SK하이닉스 (000660)

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK하이닉스, 삼성전자 을(들) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.