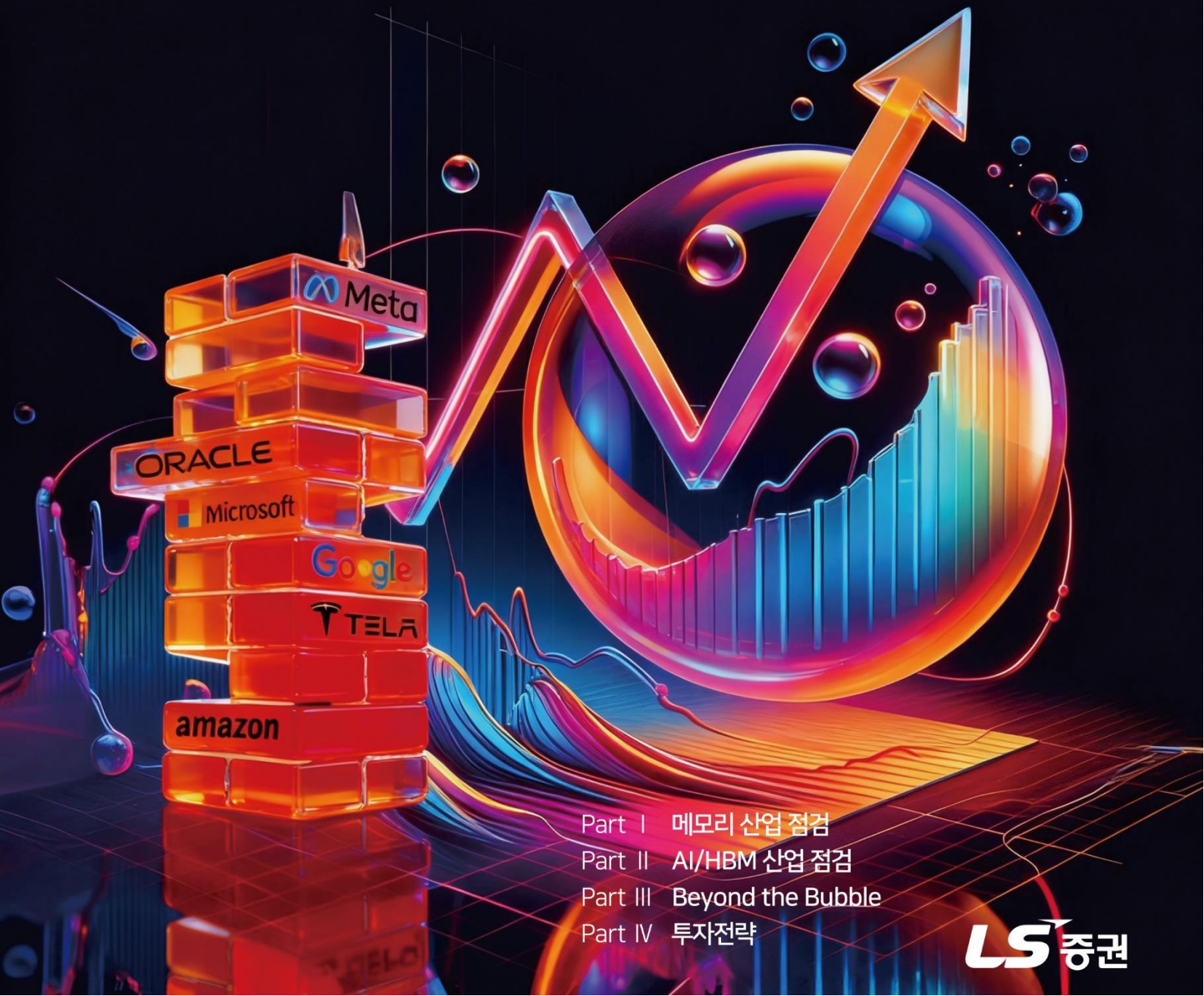
| Industry In depth | 반도체 소부장 | Overweight | 2025. 12. 8 |

Beyond the Bubble

2026년 반도체 연간 전망



Part Ⅰ 메모리 산업 점검
Part Ⅱ AI/HBM 산업 점검
Part Ⅲ Beyond the Bubble
Part Ⅳ 투자전략

LS증권

LS증권 **차용호**입니다.

반도체 업종에 대해 **Overweight** 투자의견을 제시합니다.

메모리 산업은 HBM과 더불어 범용 메모리에서도 호황이 나타나고 있습니다.
부진한 B2C 수요와 CXMT의 Capa 증설 재개 리스크를 염두해야겠지만 아직은 상승장을 온전히 누려야하는 구간이라 판단합니다.

빅테크 업체들은 AI버블 우려는 제한적이라 판단합니다. 오히려 전력 및 Powershell 부족과 마이크로소프트의 보수적인 투자 기조가 AI투자 과열을 방지해줄 요인으로 작용할 것 입니다.

취약한 연결 고리는 네오클라우드 업체들로부터 나타나고 있습니다. 하지만 네오클라우드 업체들의 AI산업 내 존재감은 무시할 수 없을 정도로 커졌기 때문에 시스템 리스크의 확산 방지를 위한 정부의 지원을 예상합니다.

구글이 엔비디아에 대항할 유력한 경쟁자로 부상하고 있습니다. 하지만 구글의 경쟁력은 HW, NW, SW 전반에 걸친 Full-Stack 접근으로 기업들의 도입을 위해서는 복잡한 셈법이 필요할 것입니다.

구글을 AI경쟁의 승자로 평가하기엔 이르며 오히려 딥시크 사례처럼 경쟁 재개의 촉매로 작용할 것으로 전망합니다.
HBM산업에는 제한된 공급자들 속 수요 다변화로 공급자의 협상력이 향상되는 요인으로 작용할 것입니다

업종 내 당사 커버리지 최선호주로 **삼성전자, SK하이닉스, 유니셈**을 제시하는 한편
관심 종목으로는 **하나머티리얼즈, 코미코**, **해외 종목**으로는 **Celestica, Lumentum**을 제시합니다.

금번 자료가 현명한 투자의 밑거름이 되기를 바랍니다.

감사합니다.

반도체/소부장
Analyst **차용호**
yonghocha@ls-sec.co.kr

자료는 크게 **4 가지 Part** 로 구성했습니다.

[Part I. 메모리 산업 점검]

DRAM 산업은 제한된 공급 증가가 예상되며 유례없는 호황을 누리고 있습니다. 메모리 가격 급등으로 B2C 수요 약세에 대한 우려가 존재하지만, 아직까지는 B2B 수요 강세가 업황을 주도하고 있습니다.
NAND 산업은 HDD 공급 부족으로 인한 QLC e-SSD 대체 수요가 강하게 나타나고 있습니다. 대부분의 메모리 공급업체들은 DRAM 투자에 집중하며, NAND 산업은 전환투자에 집중할 것으로 예상합니다.

[Part II. AI/HBM 산업 점검]

AI Chip 산업 에서는 ASIC 점유율 확대와 Rack Scale 제품 경쟁 심화를 중심으로 견조한 성장세가 지속될 것입니다. 엔비다의 Rubin 시리즈의 출하가 예정되어있는 3Q26 중요한 시기로 판단됩니다.
HBM 산업에서는 삼성전자가 범용 DRAM Capa 확대에 집중하며, 공급자 우위의 시장을 전망합니다. 또한 HBM 수요 중 엔비디아의 비중이 25 년 64%→26 년 55%으로 축소되며 수요 다변화가 이루어질 것입니다.

[Part III. Beyond the Bubble]

빅테크 업체들에 대한 AI Bubble 우려는 제한적이라 판단합니다. 주요 우려로는 ①예상 대비 늦은 AI 수익성 창출과 ②부채발행으로 인한 현금흐름 대비 과도한 Capex 이 존재합니다. 하지만 구글 클라우드는 흑자 전환까지 15 년의 세월이 소요되었으며, 과거 대비 빅테크 업체들의 기초 체력도 높아져있기 때문입니다. 또한 AI 투자 과열을 방지해줄 요인으로 전력/Powershell 부족과 마이크로소프트의 보수적인 투자 기조가 존재합니다.

실제 취약한 고리는 네오클라우드 업체들이 판단됩니다. AI 산업 내 네오클라우드 업체들의 비중은 무시할 수 없는 수준이며, CDS 프리미엄이 급등하며 우려를 확산하고 있습니다. 하지만 산업 전반의 시스템 리스크 확산을 방지하기 위해 정부 차원이 지원이 예상됩니다.

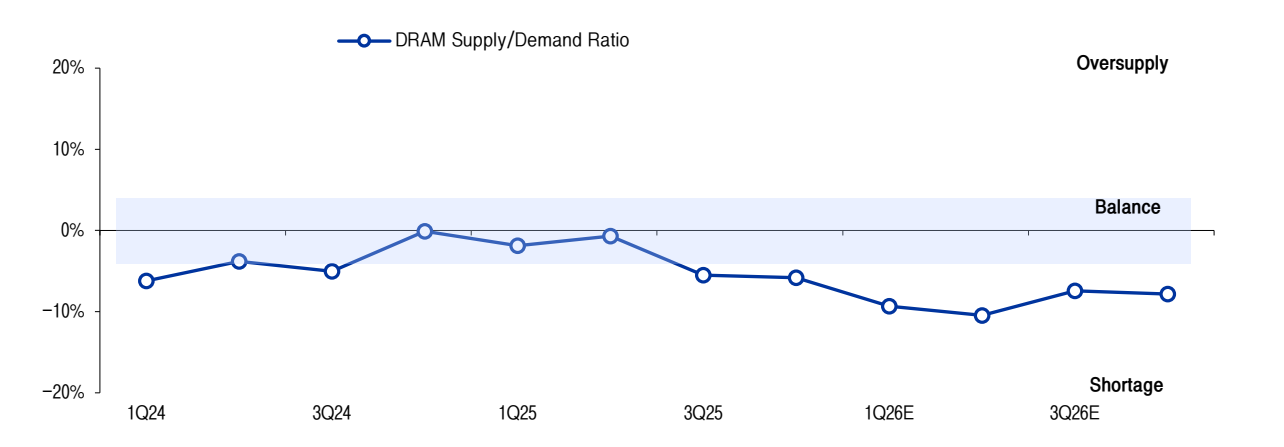
구글이 Gemini 3.0 과 TPU 외부 판매 확대로 엔비디아에 대항할 유력한 경쟁자로 부상하고 있습니다. 구글의 경쟁력은 HW, NW, SW 전반에 걸친 Full-Stack 접근으로 기업들의 도입을 위해서는 복잡한 셈법이 필요할 것입니다.
구글을 AI 경쟁의 승자로 평가하기엔 이르며 오히려 딥시크 사례처럼 경쟁 재개의 촉매로 작용할 것으로 전망합니다.
HBM 산업에는 제한된 공급자들 속 수요 다변화로 공급자의 협상력이 향상되는 요인으로 작용할 것입니다.

[Part IV. 투자전략]

반도체 산업에 대한 Overweight 투자 의견을 유지합니다. 주요 리스크로는 부진한 B2C 수요와 CXMT 의 Capa 증설 재개가 존재하지만 아직은 상승장을 온전히 누려야하는 구간이 판단합니다. 소부장은 제한된 Capex 로 인해 대형주 대비 부진한 주가 흐름을 보이고 있지만 결국 Capex 상향 모멘텀이 나타날 것입니다.
당사 커버리지 최선호주는 **삼성전자, SK 하이닉스, 유니셈**, 관심 종목은 **하나머티리얼즈, 코미코**를 제시합니다.

Key Charts

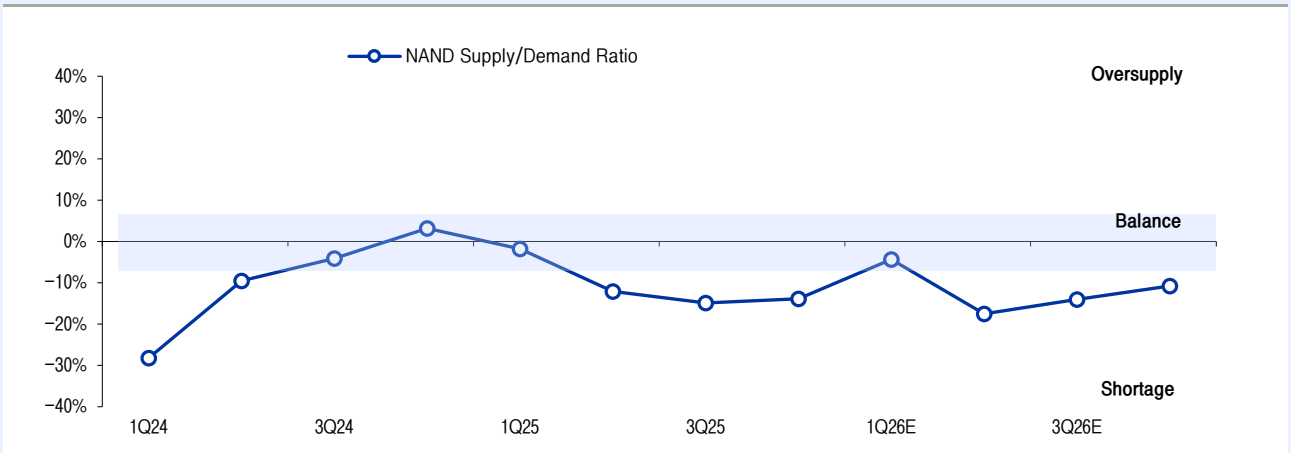
DRAM 수급 전망



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

- **DRAM 은 Server 향 수요 강세가 지속되며 제한된 Capa 증가로 역대급 호황을 맞이함**
- **4Q26 까지 공급자 우위가 지속될 것으로 예상하며, 아직 상승 Cycle 의 초입이라 판단됨**

NAND 수급 전망

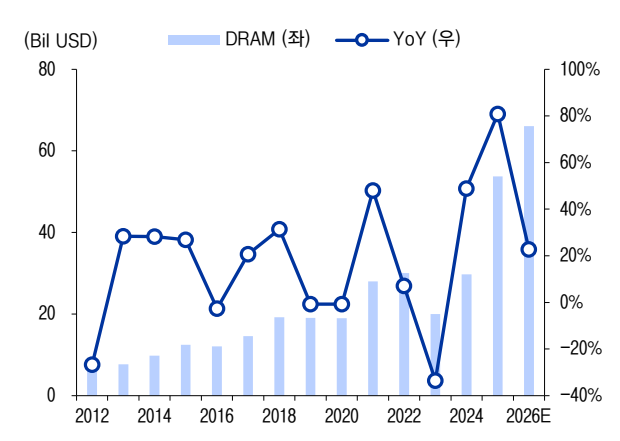


자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

- **NAND 는 HDD 공급 부족으로 QLC e-SSD 에 대한 대체 수요가 강력하게 발생하고 있음**
- **QLC 를 제외한 수요는 부진이 지속되며 삼성전자가 TLC 제품에 대한 감산을 확대할 전망**

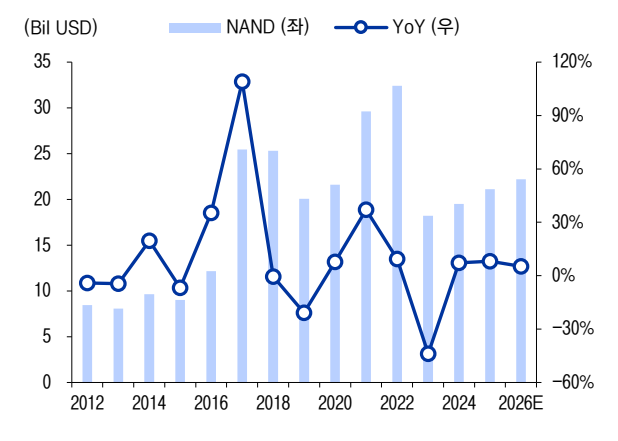
Key Charts

DRAM Capex 추이 및 전망 추이



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

NAND Capex 추이 및 전망 추이



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

- **2026 년 DRAM Capex 는 +23%YoY 증가할 전망이지만 신규 인프라 위주의 퍼스트 쉘 전략이 주요하게 작용할 것으로 예상**
- **2025 년 NAND Capex 는 +5%YoY 증가할 전망이며 삼성전자의 V9 전환 투자와 NAND 사업만을 영위하는 Kioxi 의 투자 위주일 것으로 예상**

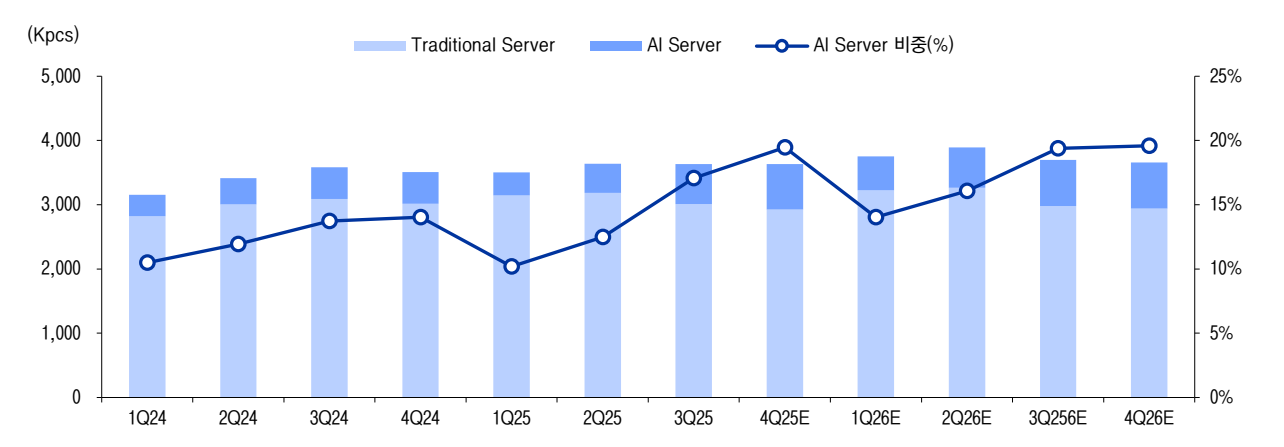
AI Chip 분기별 출하량 추이 및 전망

자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

- **2026 년 AI Chip 출하량은 20,065K 로 +33%YoY 증가할 것으로 전망**
- **엔비디아의 Rubin 시리즈가 3Q26 부터 본격적으로 램프 업될 것으로 예상**

Key Charts

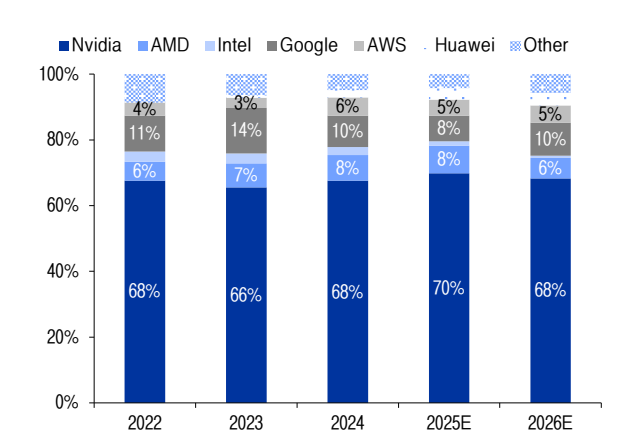
전체 Server 중 AI Server 출하량 비중



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

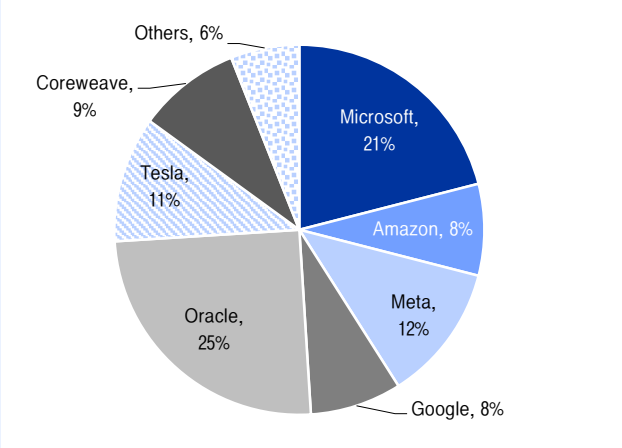
- **2026 년 AI Server 출하량은 2,586K 로 +21%YoY 증가할 것으로 전망**
- **2026 년 전체 Server 시장 내 AI Server 의 시장 규모는 75%로 비중이 지속 확대될 것으로 예상**

AI Server Chip 점유율 추이 및 전망



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

2026 년 Nvidia Server Rack 수요 비중

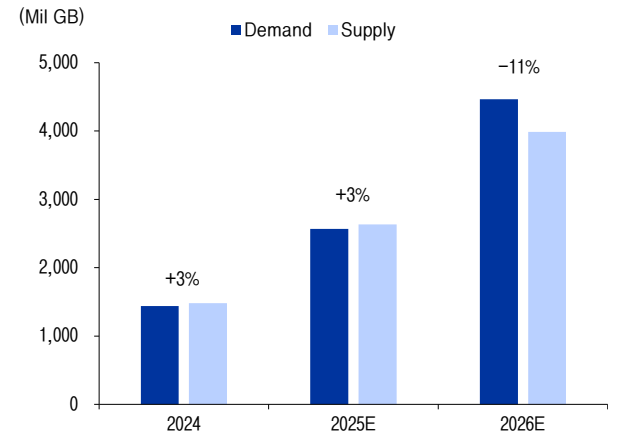


자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

- **2026 년 AI Server 내 점유율은 엔비디아 68%로 선두 업체의 지위를 지속할 것으로 예상**
- **엔비디아의 GB/VR, AMD 의 MI400 과 같은 High-end Rack Scale 시장의 경쟁 심화 전망**

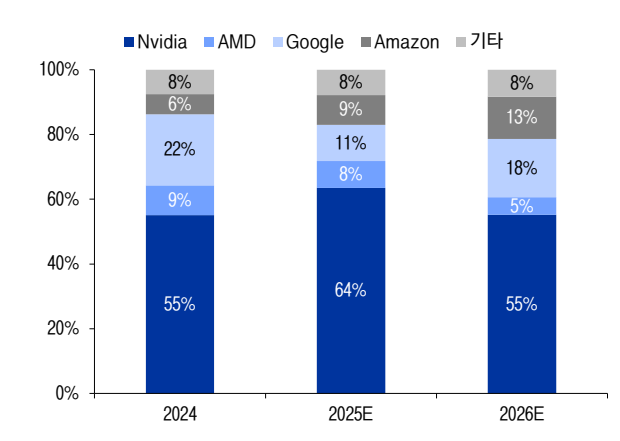
Key Charts

HBM 연간 수급 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

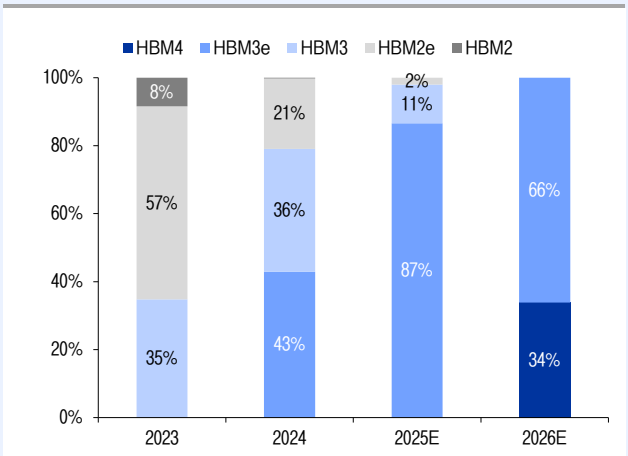
HBM 연간 실수요 점유율



자료: LS증권 리서치센터

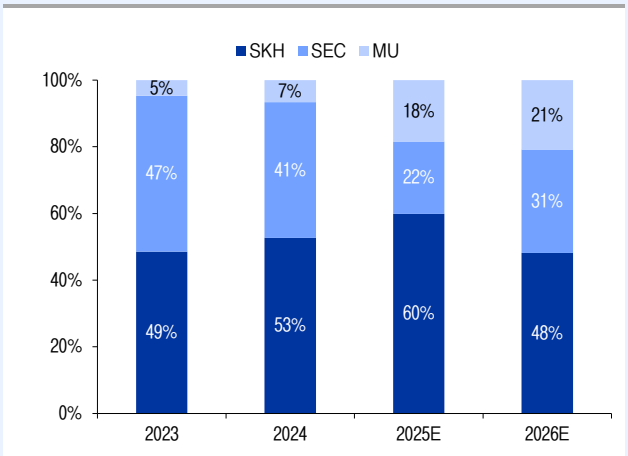
- **2026 년 HBM 수급은 -11%로 공급 부족으로 공급자 우위의 시장을 전망**
- **HBM 수요는 엔비디아의 비중이 25 년 64%→26 년 55%로 축소됨에 따라 다변화될 것으로 예상**

HBM 제품별 생산 비중(Bit Shipment 기준)



자료: LS증권 리서치센터

HBM Bit Shipment 기준 점유율

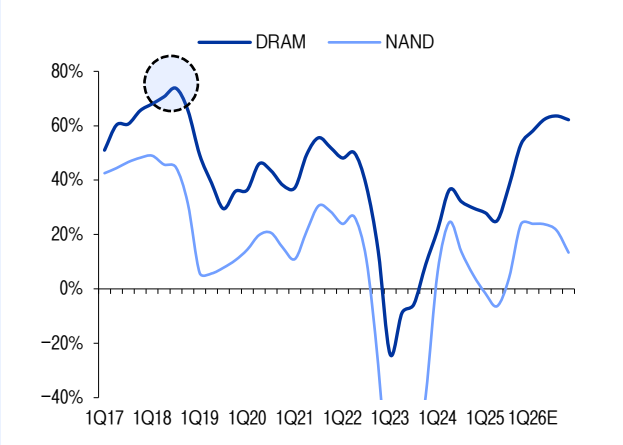


자료: LS증권 리서치센터

- **2026 년 HBM4 출하 비중은 34%로 HBM3e 가 66%를 차지하며 여전히 주류로 남을 것**
- **삼성전자의 범용 DRAM 우선 전략으로 SK 하이닉스의 점유율 하락은 기존 예상 대비 크지 않을 것**

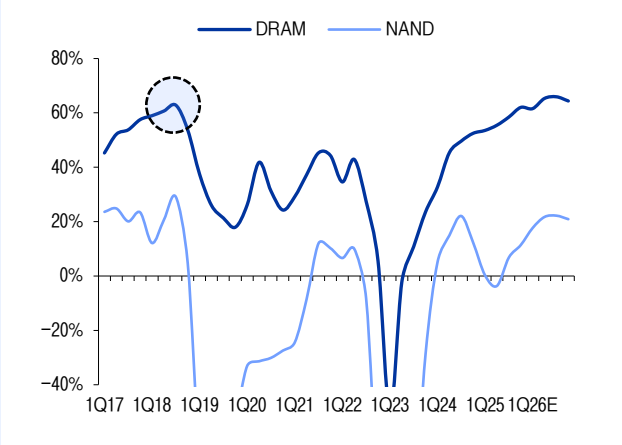
Key Charts

삼성전자 메모리 OPM 추이



자료: LS증권 리서치센터

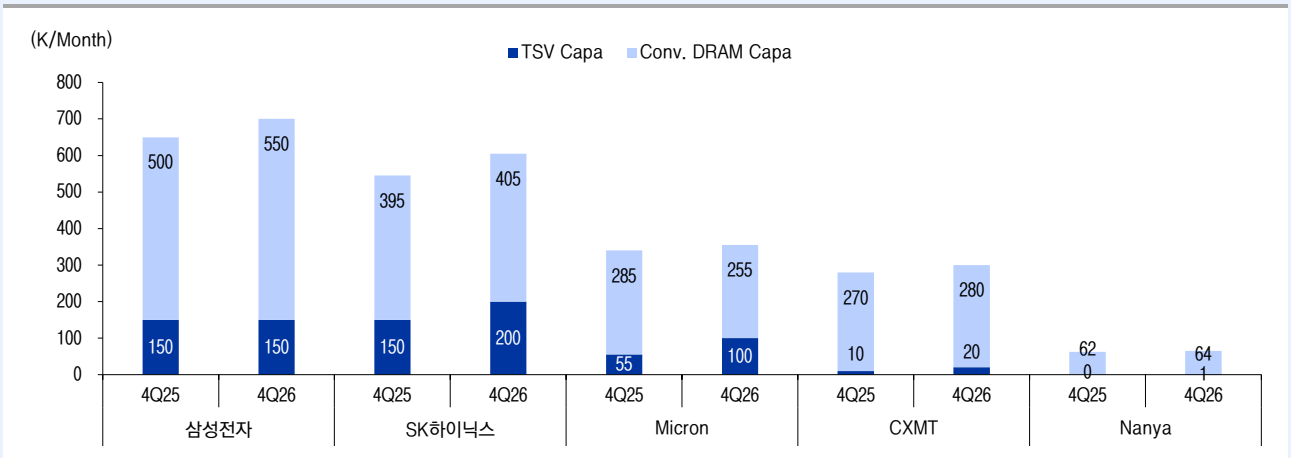
SK 하이닉스 메모리 OPM 추이



자료: LS증권 리서치센터

- **범용 DRAM 수익성이 HBM 을 상회함에 따라 공급업체별로 전략 차별화가 이루어지고 있음**
- **공급업체들은 높은 Capex 와 낮은 수율의 HBM 을 Capa 확대할 요인이 적어지고 있기 때문**

DRAM 및 TSV Capa 전망

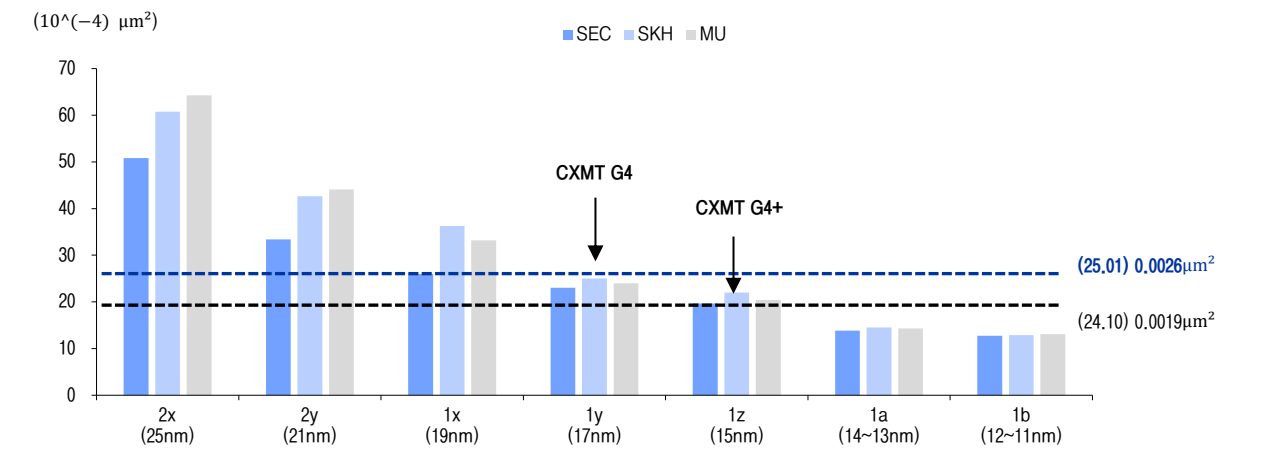


자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

- **삼성전자는 범용 DRAM 과 차세대 제품인 HBM4 에 집중하며 실리를 추구하고 있음**
- **SK 하이닉스와 마이크론은 HBM 최대 고객사인 엔비디아향 납품을 위해 HBM Capa 확장이 지속될 것**

Key Charts

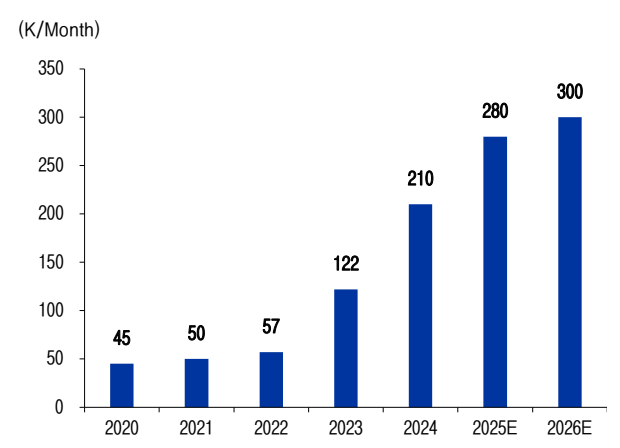
중국 DRAM 수출 규제 내역



자료: 당사 추정, LS증권 리서치센터

- **2025 년 1 월 미국의 상향 조정된 반도체 장비 수출 규제가 효과를 발휘하기 시작함**
- **2026 년 범용 메모리의 호황과 절제된 Capex 가 가능한 것은 CXMT 의 Capa 증설이 둔화되었기 때문**

CXMT Capa 추이 및 전망



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

제 3 기 반도체 투자 기금 주요 용처

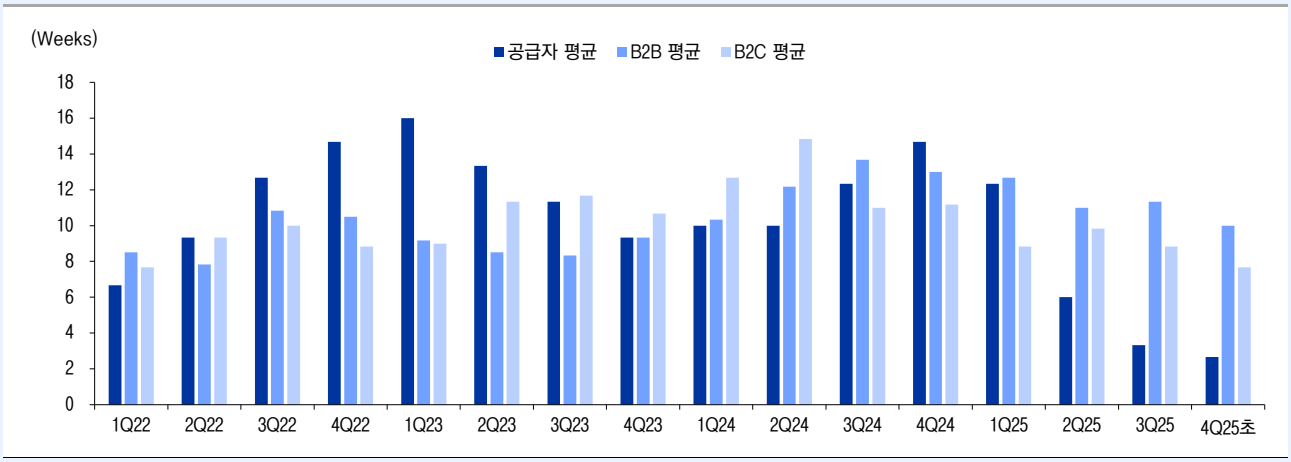
분야	주요 내용
핵심 장비 및 소재	서방이 규제하는 노광, 식각 장비와 PR 등 포함
고급 패키징	SMIC 및 YMTC 와 같은 회사에 대한 지연 지속.
AI Chip	GPU, HBM 등 컴퓨팅 파워 관련 분야 중심.

자료: LS증권 리서치센터

- **중국은 병목 현상으로 작용하고 있는 반도체 장비를 내재화하기 위해 노력 중**
- **중국의 장비 내재화가 성공하여 CXMT 의 Capa 증설이 재개되면, 메모리 공급 업체들의 Capex 도 상향 조정될 것**

Key Charts

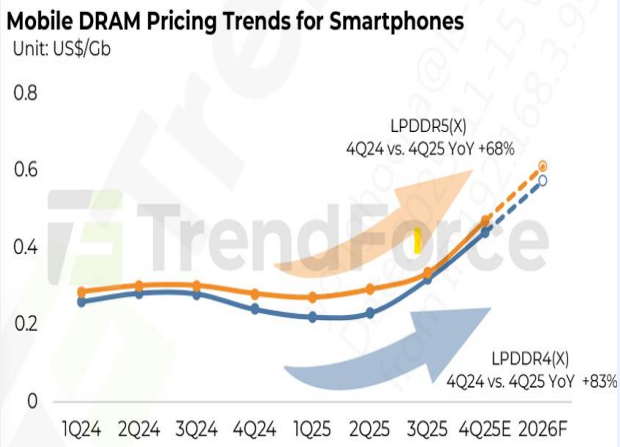
DRAM 재고 추이



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

- **4Q25 초 기준 DRAM 공급자들의 평균 재고는 2.7 주로 공급 부족이 심화되고 있음**
- **DRAM 구매 업체들의 재고도 축소되고 있으며 B2B 대비 B2C 업체들의 재고가 더 낮은 상황**

LPDDR 가격 추이 및 전망



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

Trendforce Set 출하량 전망치 조정 내역

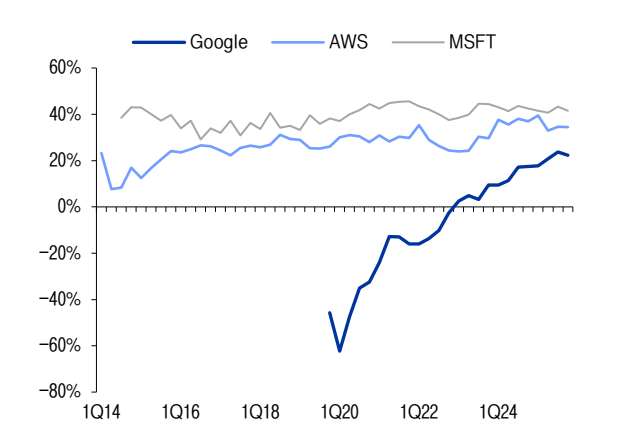
(단위: Mil Pcs)		2025		2026	
		수정	이전	수정	이전
스마트폰	생산량	1,243	1,229	1,218	1,230
	YoY	1.60%	0.50%	-2.00%	0.10%
노트북	생산량	182.8	180.0	178.5	183.0
	YoY	3.60%	3.50%	-2.40%	1.70%

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

- **B2C 중에서도 스마트폰 업체들은 낮은 재고를 보유하고 있어 높은 가격 인상을 수용해야 하는 상황**
- **Consumer 제품군은 높아진 BoM Cost 고객에게 전가하기 어려운 상황으로 수요 전망치 하향 조정의 요인으로 작용**

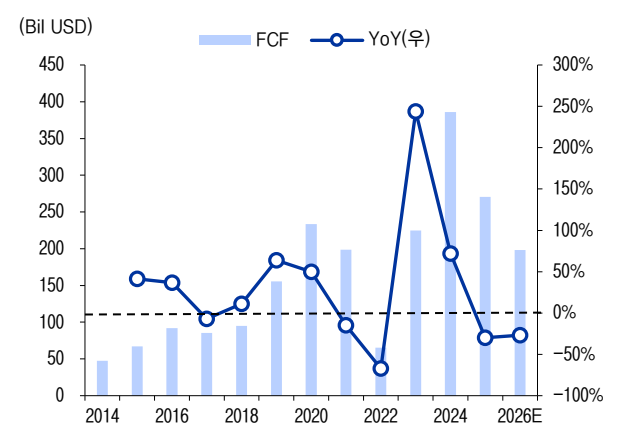
Key Charts

빅테크 업체별 Cloud 사업부 OP



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

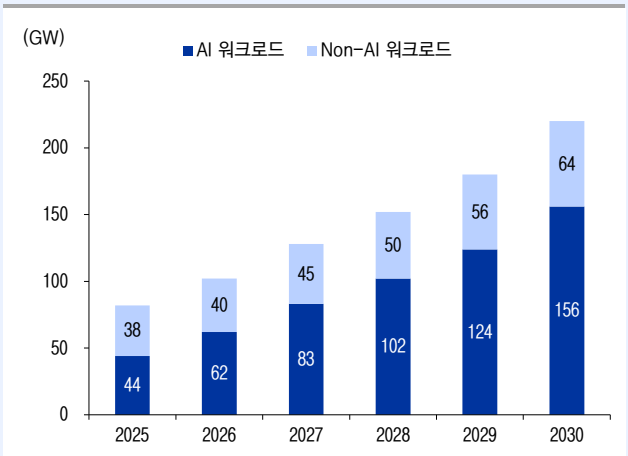
빅테크 합산 FCF



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

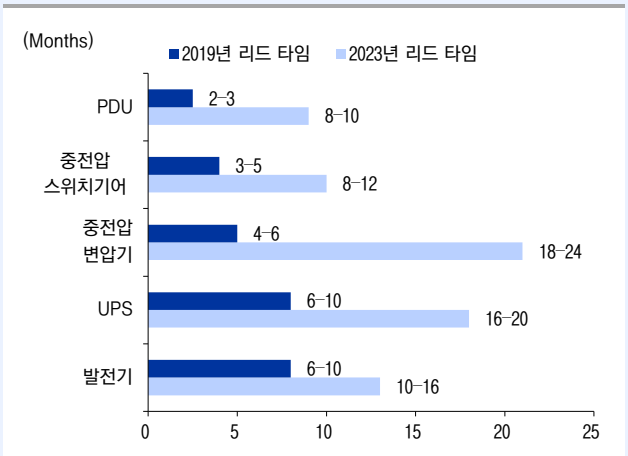
- **빅테크향 우려는 ①예상 대비 늦은 AI 수익성 창출, ②부채발행으로 인한 현금흐름 대비 과도한 Capex**
- **하지만 구글 클라우드의 흑자 전환까지는 15 년의 세월이 소요되었으며, 과거 대비 빅테크 업체들의 높아진 기초 체력은 Capex 를 감당할 수준이라 판단**

글로벌 데이터센터 전력 소모량 전망치



자료: McKinsey, LS증권 리서치센터

주요 데이터센터 전력기기 리드타임 변화

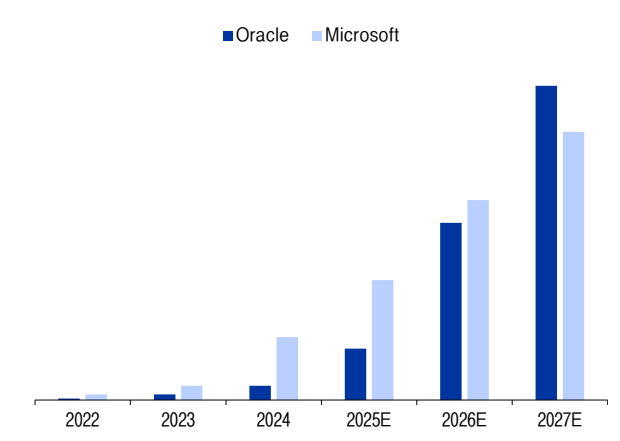


자료: McKinsey, LS증권 리서치센터

- **AI 투자에 대한 과열을 막아주는 요인 중 하나는 전력과 Powershell 부족**
- **AI 전력 수요가 급증하고 속 전력 공급의 증가는 제한적이며, 전력기기들의 리드 타임이 증가하고 있음**

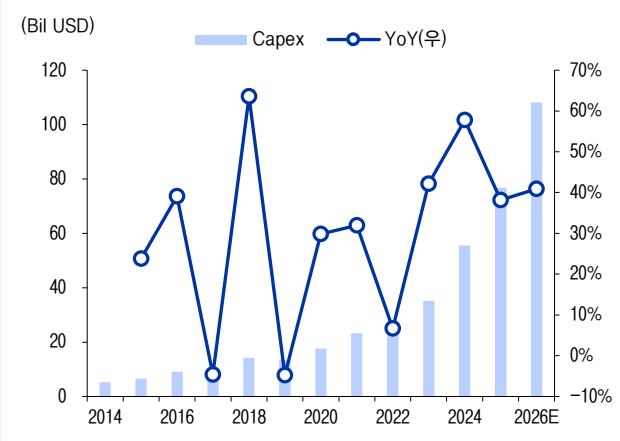
Key Charts

GPU 전력 Capa 추이 및 전망



자료: SemiAnalysis, LS증권 리서치센터

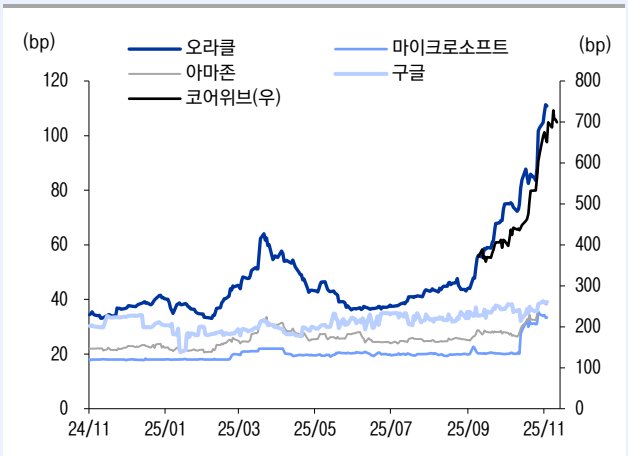
마이크로소프트 Capex 추이 및 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

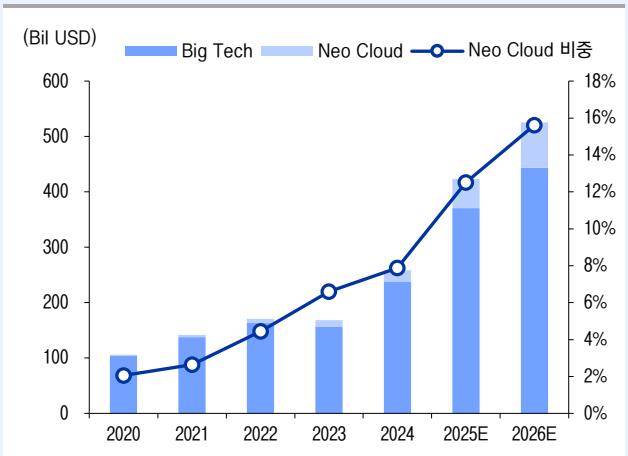
- **다른 요인은 Late Mover Advantage 와 분산을 강조하는 마이크로스프트의 보수적인 투자 기조**
- **가장 보수적인 마이크소프트의 Capex 도 2026 년에 +41%YoY 증가한다는 점에 주목해야 할 것**

빅테크와 네오클라우드 5yr CDS Premium 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Neo Cloud Capex 비중 추이 및 전망

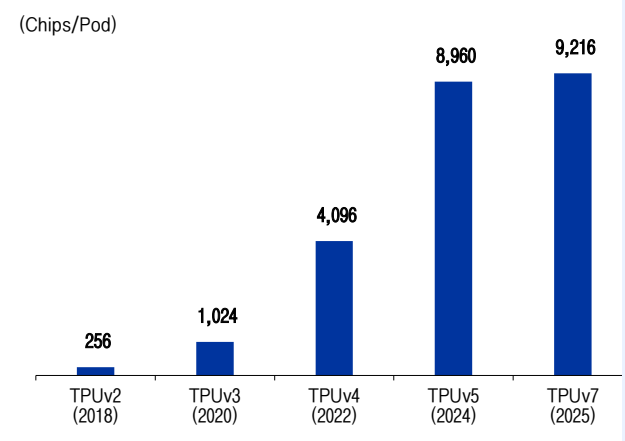


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

- **취약한 고리는 네오클라우드 업체이며, CDS 프리미엄이 급등하며 우려를 확산하고 있음**
- **하지만 AI 산업 내 네오클라우드 업체들의 비중은 무시할 수 없는 수준이며, 산업 전반의 시스템 리스크 확산을 방지하기 위해 정부 차원이 지원이 예상됨**

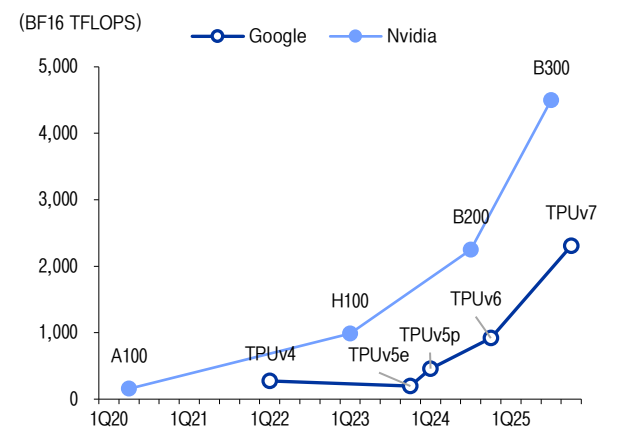
Key Charts

TPU 세대별 Pod Size



자료: LS증권 리서치센터

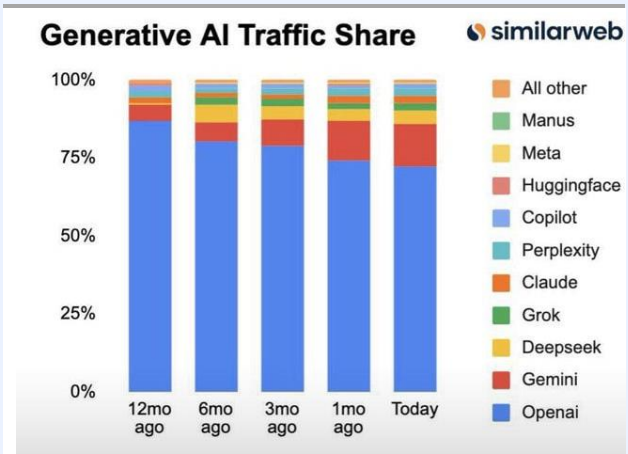
Google 과 Nvidia 의 Chip 성능 추이



자료: LS증권 리서치센터

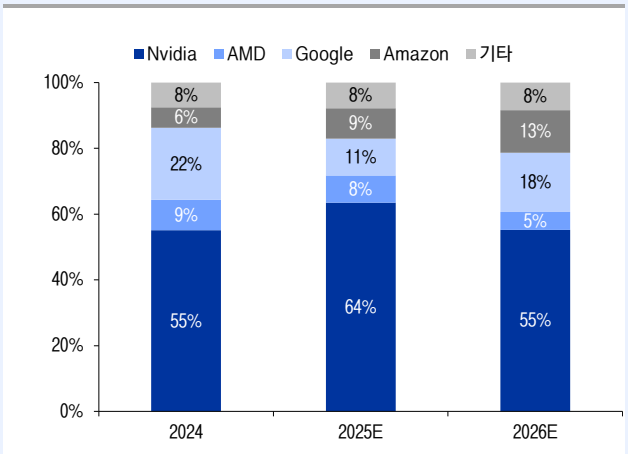
- **구글의 Gemini 3.0 과 TPU 외부 판매 확대로 엔비디아에 대항할 유력한 경쟁자로 부상하고 있음**
- **구글의 경쟁력은 HW, NW, SW 전반에 걸친 Full-Stack 접근으로 기업들의 도입을 위해서는 복잡한 셈법이 필요할 것**

생성형 AI 트래픽 점유율



자료: similarweb, LS증권 리서치센터

HBM 실수요 비중 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

- **다만, 구글을 AI 경쟁의 승자로 평가하기엔 이르며 오히려 딥시크 사례처럼 경쟁 재개의 촉매로 작용할 것**
- **HBM 산업에는 제한된 공급자들 속 수요 다변화로 공급자의 협상력이 향상되는 요인으로 작용할 것**

Industry In depth

반도체/소부장

Overweight

Beyond the Bubble

2026 년 반도체 연간 전망

LS 증권 리서치센터

Contents

Part I 메모리 산업 점검	15
Part II AI/HBM 산업 점검	32
Part III Beyond the Bubble	44
Part IV 투자전략	70

기업분석

삼성전자 (000660)	78
SK 하이닉스 (005930)	84
유니셈 (036200)	90
하나머티리얼즈 (166090)	94
코미코 (183300)	98
Celestica (NYSE: CLS)	102
Lumentum (NASDAQ: LITE)	106

Part I

메모리 산업 점검

메모리 산업 점검

DRAM 산업

재고

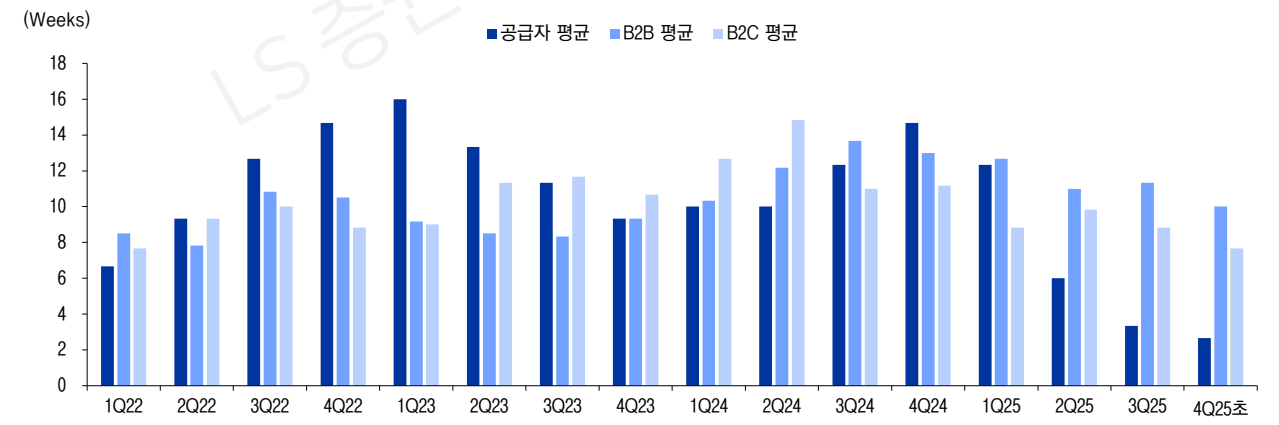
Trendforce에 따르면 4Q25초 DRAM 공급자 재고 평균은 3.3주→2.7주로 추가적인 감소가 이루어졌다. 3Q25말 대비 SK하이닉스와 Micron은 2주의 낮은 재고 수준을 유지하였으며, 비교적 재고가 높던 삼성전자는 6주→4주로 축소되었다. 구매 업체들도 재고 확보에 어려움이 증가하고 있어, 평균 DRAM 재고가 10.1주→8.8주로 추가적으로 감소하였다. 따라서 구매 업체들은 높은 가격 인상을 수용해야 한다. B2B에서는 미국 대비 중국 CSP업체들이 낮은 협상력으로 인해 더 높은 가격 인상을 수용해야 하는 상황이다. B2C 수요에서는 NB 및 PC 업체들 대비 스마트폰 업체들이 빠른 교체 주기 및 엄격한 재고 관리로 인해 낮은 재고를 보유하고 있어 협상에 불리한 입장이다.

표1 DRAM 재고 일수

(Weeks)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25초
Sellers	Samsung	11	12	15	18	16	9	6	4
	SK hynix	8	8	11	13	10	4	2	2
	Micron	11	10	11	13	11	5	2	2
Buyers	PC OEM	11~17	12~29	11~17	10~15	9~13	13~16	11~14	10~13
	Major Module Houses	11~17	11~17	10~14	10~16	8~13	8~12	8~12	7~10
	US Hyperscaler	8~12	10~14	12~15	13~15	13~16	11~14	11~14	10~13
	China Hyperscaler	10~12	11~13	13~15	12~13	12~14	11~13	12~14	10~12
	Enterprise	9~11	12~13	13~14	12~13	10~11	8~9	8~9	7~8
	Smartphone	10	10	6~8	8	5	4~6	3~5	2~4

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림1 DRAM 재고 평균 추이



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

공급

TrendForce에 따르면 DRAM 공급 업체들의 Wafer Input은 2025년 22,848K → 2025년 24,627K로 +8%YoY 증가할 것으로 예상된다. 역대급 호황을 겪고 있음에도 대부분의 공급 업체들이 Fab 공간을 HBM을 위한 전공정과 후공정에 할당함에 따라 추가적인 증설이 제한적인 상황이다. 삼성전자는 P4 Ph1 30K/m, Ph2~Ph4에 각각 45~50K/m의 증설이 가능한 공간이 있어 기존 전망치 대비 Wafer Input을 +2% 상향 조정하였다. 반면, SK하이닉스와 Micron은 Fab 공간이 모자라기 때문에 공격적인 증설을 하지 못하고 있다. 또한 CXMT도 2025년 1월 상향 조정된 미국의 수출 규제 효과가 작용하며 증설 속도가 기존 전망치 대비 부진한 상황이다.

표2 DRAM 생산업체 Wafer Input 변동 내역

(K sls/year)		기존(25.09)		변경		변동내역		%	
Company	Fab Name	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Samsung	Fab15	2,070	2,115	2,070	2,115	0	0	0%	0%
	Line 17(S3)	1,470	1,050	1,470	1,050	0	0	0%	0%
	P1L	1,380	1,440	1,380	1,440	0	0	0%	0%
	P2L	1,500	1,680	1,500	1,680	0	0	0%	0%
	P3L	1,320	1,230	1,320	1,260	0	30	0%	2%
	P4L	45	345	45	435	0	90	0%	26%
	TTL	7,785	7,860	7,785	7,980	0	120	0%	2%
SK Hynix	M14	2,040	1,800	2,040	1,800	0	0	0%	0%
	M15x	-	285	0	285	0	0	0%	0%
	M16	1,980	2,670	1,980	2,670	0	0	0%	0%
	Wuxi(C2)	2,250	2,280	2,250	2,280	0	0	0%	0%
	TTL	6,270	7,035	6,270	7,035	0	0	0%	0%
Micron	Dominion Fab6	240	240	240	240	0	0	0%	0%
	Fab15 (Inotera)	1,200	1,200	1,200	1,230	0	30	0%	3%
	OMT	2,550	2,715	2,550	2,715	0	0	0%	0%
	TTL	3,990	4,155	3,990	4,185	0	30	0%	1%
Nanya	Fab 3A_phase 1	693	774	693	774	0	0	0%	0%
PSMC	PC DRAM	117	120	117	120	0	0	0%	0%
	Foundry (DRAM)	387	420	387	420	0	0	0%	0%
	TTL	504	540	504	540	0	0	0%	0%
Winbond	Fab6 - specialty	111	90	111	90	0	0	0%	0%
	FabC	171	180	171	180	0	0	0%	0%
	TTL	282	270	282	270	0	0	0%	0%
JHICC	Jinjiang	204	273	204	273	0	0	0%	0%
CXMT	Hefei Phase1	1,200	1,200	1,200	1,200	0	0	0%	0%
	Hefei Phase2	990	1,200	990	1,200	0	0	0%	0%
	Beijing 1	360	360	360	360	0	0	0%	0%
	Beijing 2	570	720	570	810	0	90	0%	13%
	TTL	3,120	3,480	3,120	3,570	0	90	0%	3%
Global Total		22,848	24,387	22,848	24,627	0	240	0%	1%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

표3 DRAM 생산업체 Wafer Input Capa 현황

Company	Fab Name (K sls/month)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
Samsung	Fab15	175	175	170	170	170	175	175	185
	Line 17(S3)	140	130	120	100	95	90	85	80
	P1L	110	110	120	120	120	120	120	120
	P2L	110	120	130	140	140	140	140	140
	P3L	110	110	110	110	95	105	110	110
	P4L	0	0	5	10	10	25	45	65
	TTL	645	645	655	650	630	655	675	700
SK Hynix	M14	170	170	170	170	165	155	145	135
	M15x	0	0	0	0	5	20	30	40
	M16	145	160	170	185	200	220	230	240
	Wuxi(C2)	185	185	190	190	190	190	190	190
	TTL	500	515	530	545	560	585	595	605
Micron	Dominion Fab6	20	20	20	20	20	20	20	20
	Fab15 (Inotera)	100	100	100	100	100	100	105	105
	OMT	200	210	220	220	220	225	230	230
	TTL	320	330	340	340	340	345	355	355
Nanya	Fab 3A_phase 1	53	56	60	62	63	65	65	65
PSMC	PC DRAM	9	9	10	11	10	10	10	10
	Foundry (DRAM)	30	31	34	34	35	35	35	35
	TTL	39	40	44	45	45	45	45	45
Winbond	Fab6 - specialty	10	10	9	8	8	8	7	7
	FabC	13	14	15	15	15	15	15	15
	TTL	23	24	24	23	23	23	22	22
JHICC	Jinjiang	12	16	20	20	21	22	23	25
CXMT	Hefei Phase1	100	100	100	100	100	100	100	100
	Hefei Phase2	60	80	90	100	100	100	100	100
	Beijing 1	30	30	30	30	30	30	30	30
	Beijing 2	40	50	50	50	60	70	70	70
	TTL	230	260	270	280	290	300	300	300
Global Total		1,822	1,886	1,943	1,965	1,972	2,040	2,080	2,117

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서

수요

2026년 DRAM 주요 어플리케이션 중 B2B 수요는 Traditional Server에 대한 투자가 회복되며 성장세를 지속할 것으로 예상된다. 반면, B2C 수요는 DRAM 가격 급등으로 인해 BoM Cost 증가가 부담으로 작용하고 있다. AI를 제외한 글로벌 경제 상황이 어려운 상태가 지속되고 있어 Set 업체들이 고객들에게 가격 전가가 어려울 것이다. 따라서 NB -3%YoY, Mobile -3%YoY로 부진한 수요가 예상된다.

표4 Application 별 출하량 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
출하량 (백만대)	DeskTop	14	16	16	16	14	15	16	16	61	61
	Notebook	42	47	49	45	40	45	48	46	183	178
	Tablet	36	39	39	39	34	37	39	40	153	149
	Server	5	5	5	5	5	6	5	5	20	22
	Mobile	368	361	376	388	357	351	365	377	1,492	1,450
	Graphic	66	67	77	77	74	69	76	76	287	295
증가율 (%)	DeskTop	-11%	16%	-3%	-1%	-10%	9%	6%	0%	1%	0%
	Notebook	-4%	10%	5%	-7%	-13%	13%	8%	-6%	5%	-3%
	Tablet	-10%	8%	1%	-1%	-12%	6%	6%	2%	4%	-2%
	Server	-3%	4%	3%	4%	4%	3%	-8%	-1%	6%	7%
	Mobile	-3%	-2%	4%	3%	-8%	-2%	4%	3%	2%	-3%
	Graphic	-18%	2%	15%	0%	-4%	-7%	9%	0%	3%	3%

자료 TrendForce, LS증권 리서치센터

표5 Application 별 Contents/Box 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
용량 (MB)	DeskTop	12,354	12,838	13,304	13,751	13,589	14,122	14,635	15,127	12,773	14,061
	Notebook	13,383	13,700	14,050	14,343	14,762	15,111	15,497	15,821	13,554	14,961
	Tablet	6,108	6,234	6,381	6,557	6,625	6,862	7,144	7,484	6,176	6,881
	Server	698,587	714,233	746,656	771,521	867,298	920,856	938,072	974,779	716,643	902,649
	Mobile	8,996	9,077	9,875	10,181	10,577	11,315	11,712	11,969	9,321	11,136
	Graphic	13,897	14,869	13,100	12,511	18,706	21,102	19,552	20,538	13,222	19,490
증가율 (%)	DeskTop	0%	4%	4%	3%	-1%	4%	4%	3%	12%	10%
	Notebook	3%	2%	3%	2%	3%	2%	3%	2%	14%	10%
	Tablet PCs	2%	2%	2%	3%	1%	4%	4%	5%	9%	11%
	Server	13%	2%	5%	3%	12%	6%	2%	4%	20%	26%
	Mobile	4%	1%	9%	3%	4%	7%	4%	2%	17%	19%
	Graphic	39%	7%	-12%	-5%	50%	13%	-7%	5%	59%	47%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

2026년 DRAM 산업의 Bit Growth는 +25%YoY 증가할 것으로 전망한다. AI Server의 Graphic과 Traditional Server 수요 성장세가 대부분의 Bit Growth를 견인할 것이다. DRAM 가격 급등으로 인한 Set 수요 하향 조정은 High-End 대비 Low-End 제품군에서 더 크게 나타남에 따라 평균 Contents/Box Growth가 예상된다. 특히 2025년 아이폰17에서는 Pro Max 모델만 12GB 메모리를 탑재하였지만, 2026년 출시 예정인 아이폰18은 기본 모델에도 12GB 탑재될 것으로 기대된다.

표6 **Application 별 DRAM 수요 전망**

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
Demand (GB)	PC	936	1,062	1,120	1,091	978	1,116	1,234	1,231	4,210	4,559
	DeskTop	167	202	203	208	185	210	229	236	781	860
	Notebook	555	624	671	634	571	662	734	704	2,485	2,670
	Tablet	214	236	245	249	222	245	271	291	944	1,028
	Server	3,243	3,453	3,717	3,986	4,648	5,102	4,773	4,920	14,398	19,442
	Mobile	3,230	3,199	3,621	3,858	3,691	3,875	4,173	4,406	13,909	16,146
	Graphic	892	978	987	939	1,355	1,428	1,448	1,527	3,797	5,757
	Consumer & Others	381	382	388	428	389	390	395	437	1,579	1,610
	Total	8,682	9,074	9,834	10,303	11,060	11,910	12,023	12,522	37,892	47,515
증가율 (%)	PC	-5%	13%	5%	-3%	-10%	14%	11%	0%	17%	8%
	DeskTop	-11%	20%	1%	2%	-11%	13%	9%	3%	13%	10%
	Notebook	-2%	12%	8%	-6%	-10%	16%	11%	-4%	20%	7%
	Tablet	-8%	10%	4%	2%	-11%	10%	11%	7%	13%	9%
	Server	10%	6%	8%	7%	17%	10%	-6%	3%	27%	35%
	Mobile	1%	-1%	13%	7%	-4%	5%	8%	6%	19%	16%
	Graphic	15%	10%	1%	-5%	44%	5%	1%	6%	64%	52%
	Consumer & Others	-9%	0%	1%	11%	-9%	0%	1%	11%	2%	2%
	Total	4%	5%	8%	5%	7%	8%	1%	4%	24%	25%
비중 (%)	PC	11%	12%	11%	11%	9%	9%	10%	10%	11%	10%
	DeskTop	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	Notebook	6%	7%	7%	6%	5%	6%	6%	6%	7%	6%
	Tablet	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	Server	37%	38%	38%	39%	42%	43%	40%	39%	38%	41%
	Mobile	37%	35%	37%	37%	33%	33%	35%	35%	37%	34%
	Graphic	10%	11%	10%	9%	12%	12%	12%	12%	10%	12%
	Consumer & Others	4%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	3%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

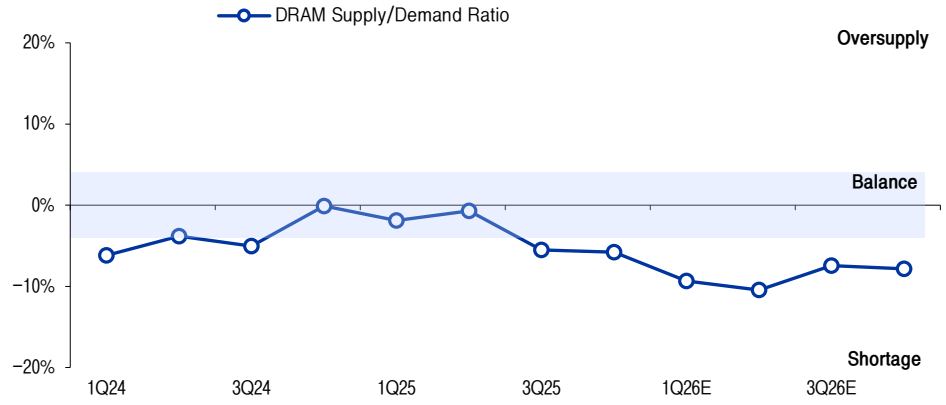
자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

수급 및 점유율

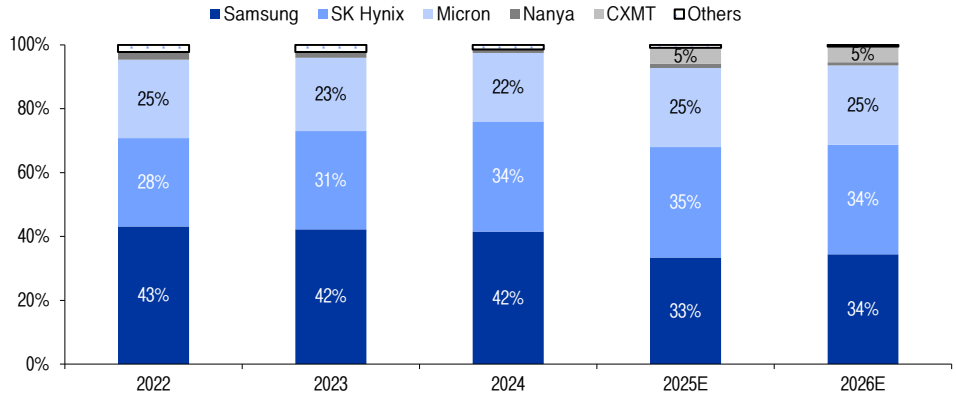
DRAM 수급은 4Q26까지 공급 부족이 지속될 것으로 전망한다. AI Server향 수요 증가와 공급 업체들의 Capa 증설 제약이 맞물리며 DRAM 산업은 역대급 호황을 겪고 있다. 삼성전자를 제외한 다른 공급 업체들은 신규 Capa 증설을 위한 Fab 공간에 제약이 있기 때문에 DRAM 호황 지속 기간은 삼성전자에게 달렸다고 해도 과언이 아닐 것이다. 다만, 삼성전자와 SK하이닉스의 M15X 투자가 공격적으로 진행될 경우, 공급 증가로 인한 가격 하락을 기대하며 구매 업체들이 재고 비축을 미룰 가능성이 존재한다. 또한 중국 내 장비 업체들의 자립화 성공으로 인해 CXMT가 Capa 증설을 재개할 경우, 주요 공급업체들이 점유율 방어를 위해 공격적인 투자를 진행할 가능성이 존재한다.

그림2 **DRAM 수급 전망**



자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

그림3 **DRAM 업체별 점유율 (매출액 기준)**

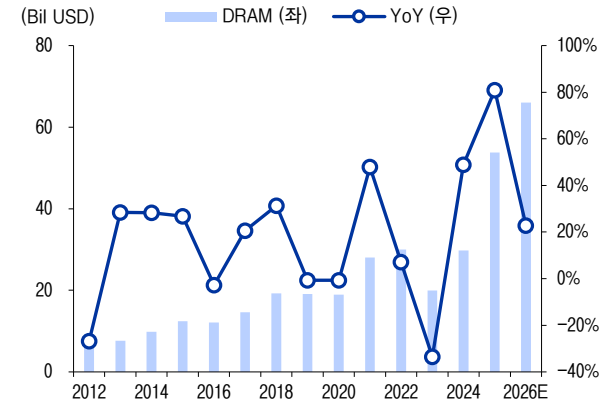


자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

Capex 전망

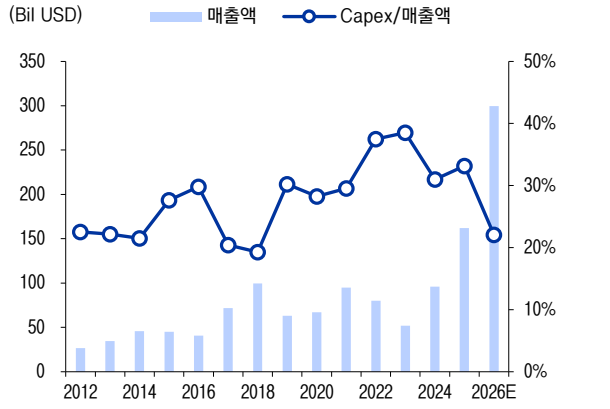
2026년 글로벌 DRAM 업체들의 Capex는 +23%YoY 증가한 $66.1Bil으로 사상 최대 규모를 달성할 것으로 예상한다. 하지만 대부분이 HBM 후공정과 신규 Fab을 위한 인프라 공사에 투자되며 실질적인 Capa 증가는 제한적일 것이다. 주요 인프라 공사는 삼성전자의 P5, SK하이닉스의 용인 1기, Micron의 아이다호 Fab 위주로 진행될 계획이다.

그림4 **Capex 추이 및 전망**



자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

그림5 **Capex/Revenue**



자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

표7 **업체별 DRAM Capex 현황**

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
금액 (Mil USD)	Samsung	4,139	7,000	9,336	8,184	8,000	12,000	11,700	10,000	13,500	18,000	21,000
	SK Hynix	4,743	4,251	5,757	5,469	4,500	7,950	6,758	4,000	6,400	17,500	21,900
	Micron	2,120	1,700	3,000	3,296	2,966	5,300	5,000	3,000	5,000	11,000	15,400
	CXMT	0	0	0	1,448	2,845	1,992	4,341	2,083	3,800	6,500	6,500
	Winbond	149	500	632	424	268	336	1,473	417	483	229	690
	Powerchip	80	70	100	70	60	48	55	42	40	42	42
	Nanya	693	967	393	177	288	403	695	424	503	502	500
	Inotera	200	140	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Others	0	0	0	22	27	19	15	11	9	20	25
	Total	12,124	14,628	19,218	19,090	18,954	28,048	30,036	19,977	29,734	53,793	66,057
	YoY	-3%	21%	31%	-1%	-1%	48%	7%	-33%	49%	81%	23%
비중	Samsung	34%	48%	49%	43%	42%	43%	39%	50%	45%	33%	32%
	SK Hynix	39%	29%	30%	29%	24%	28%	22%	20%	22%	33%	33%
	Micron	17%	12%	16%	17%	16%	19%	17%	15%	17%	20%	23%
	CXMT	0%	0%	0%	8%	15%	7%	14%	10%	13%	12%	10%
	Winbond	1%	3%	3%	2%	1%	1%	5%	2%	2%	0%	1%
	Powerchip	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Nanya	6%	7%	2%	1%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	1%
	Inotera	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Others	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

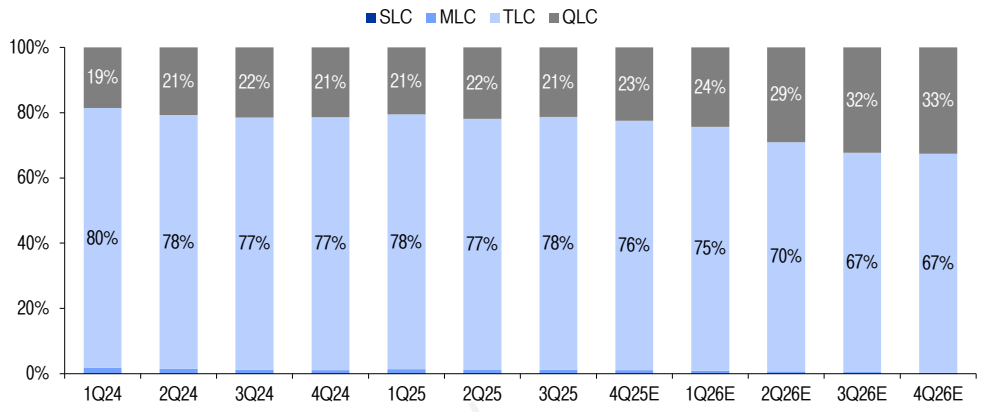
NAND 산업

공급

Trendforce에 따르면 NAND 공급업체들의 2026년 Wafer Input은 -2%YoY 감소한 16,203K로 예상된다. HDD의 공급 부족이 심화되면서 고용량 QLC 기반 e-SSD에 대체 수요가 급증하고 있다. 따라서 NAND 공급 업체들은 QLC위주의 Tech Node 전환 및 증설을 진행할 전망이다. QLC 비중은 4Q25 23% → 4Q26 33%로 크게 확대될 전망이다.

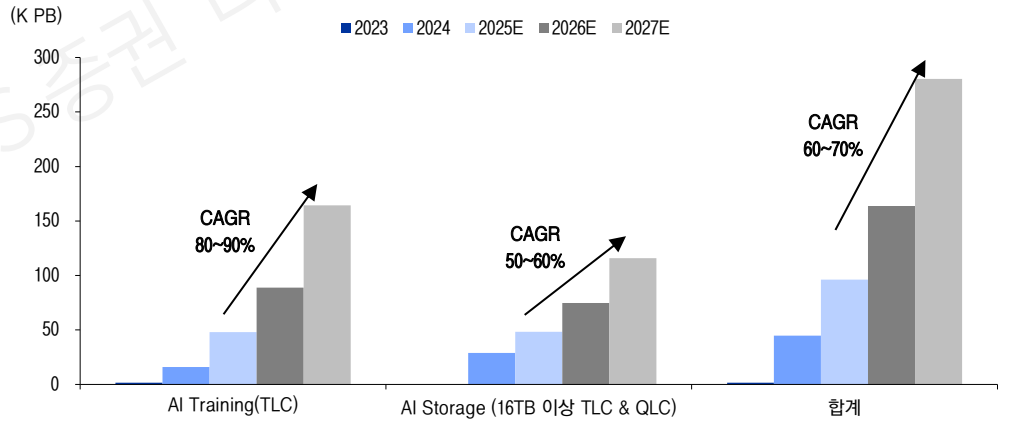
다만, QLC e-SSD를 제외한 수요는 여전히 부진이 지속됨에 따라 삼성전자는 Fab 12의 NAND Line을 DRAM으로 전환하기 위해 축소하고 있다. 반면, QLC 중심 제품군을 보유한 SK하이닉스의 솔리다임은 3Q25 85K/m→4Q25 95K/m로 Capa 확대를 할 전망이다. 주요 메모리 공급 업체들이 NAND보다는 DRAM 증설에 집중함에 따라 공급량 증가가 제한적일 것으로 예상한다.

그림6 **NAND 기술별 비중 추이 및 전망**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림7 **AI Server 용 고용량 eSSD 수요 전망**



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

표8 NAND 생산업체 Wafer Input 변동 내역

(K sls/year)		기존(25.09)		변경		변동내역		%	
Company	Fab Name	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
Samsung	Fab12	1,185	1,140	1,185	480	0	-660	0%	-58%
	Xian	780	720	780	720	0	0	0%	0%
	Xian2	780	720	780	720	0	0	0%	0%
	P1L - Pyeongtaek	1,200	1,140	1,200	1,140	0	0	0%	0%
	P2L - Pyeongtaek	780	810	780	810	0	0	0%	0%
	P3L - Pyeongtaek	240	240	240	240	0	0	0%	0%
	P4L - Pyeongtaek	18	180	18	180	0	0	0%	0%
	TTL	4,983	4,950	4,983	4,290	0	-660	0%	-13%
SK Hynix	M11	276	276	276	276	0	0	0%	0%
	M12	396	360	396	360	0	0	0%	0%
	M14	288	264	288	264	0	0	0%	0%
	M15	780	780	780	780	0	0	0%	0%
	Solidigm	1,020	1,020	1050	1,140	30	120	3%	12%
	TTL	2,760	2,700	2,790	2,820	30	120	1%	4%
KIOXIA /WDC	Yokkaichi Fab2(New)	960	960	960	960	0	0	0%	0%
	Yokkaichi Fab3(Partner)	720	720	720	720	0	0	0%	0%
	Yokkaichi Fab4(Alliance)	960	960	960	960	0	0	0%	0%
	Yokkaichi Fab5	720	720	720	720	0	0	0%	0%
	Yokkaichi Fab6	780	780	780	780	0	0	0%	0%
	Iwate Fab1 (K1)	660	690	660	690	0	0	0%	0%
	Iwate Fab1 (K2)	-	-	0	45	0	45	0%	0%
	TTL	4,800	4,830	4,800	4,875	0	45	0%	1%
Micron	Manassas	324	324	324	324	0	0	0%	0%
	Fab 10	516	516	516	516	0	0	0%	0%
	Fab7 (JV-Tech)	300	270	300	270	0	0	0%	0%
	Fab 10(Alpha)	420	480	420	480	0	0	0%	0%
	TTL	1,560	1,590	1,560	1,590	0	0	0%	0%
PSMC	P1/P2/P3	60	60	63	96	3	36	5%	60%
Winbond	Fab 6	144	132	150	180	6	48	4%	36%
MXIC	Fab 5	96	96	99	132	3	36	3%	38%
SMIC		48	36	51	60	3	24	6%	67%
YMTC	Wuhan 1	1,200	1,200	1,200	1,200	0	0	0%	0%
	Wuhan 2	570	765	570	720	0	-45	0%	-6%
	Wuhan 3	-	240	0	240	0	0	0%	0%
	TTL	1,770	2,205	1,770	2,160	0	-45	0%	-2%
Global Total		16,221	16,599	16,266	16,203	45	-396	0%	-2%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

표9 NAND 생산업체 Wafer Input Capa 현황

Company	Fab Name(K sls/month)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
Samsung	Fab12	100	100	100	95	70	60	30	0
	Xian	80	60	60	60	60	60	60	60
	Xian2	80	60	60	60	60	60	60	60
	P1L - Pyeongtaek	100	100	100	100	100	100	90	90
	P2L - Pyeongtaek	70	70	60	60	60	70	70	70
	P3L - Pyeongtaek	20	20	20	20	20	20	20	20
	P4L - Pyeongtaek	0	0	1	5	5	5	25	25
	TTL	450	410	401	400	375	375	355	325
SK Hynix	M11	23	23	23	23	23	23	23	23
	M12	33	33	33	33	30	30	30	30
	M14	24	24	24	24	22	22	22	22
	M15	65	65	65	65	65	65	65	65
	Solidigm	85	85	85	95	95	95	95	95
	TTL	230	230	230	240	235	235	235	235
KIOXIA /WDC	Yokkaichi Fab2(New)	80	80	80	80	80	80	80	80
	Yokkaichi Fab3(Partners)	60	60	60	60	60	60	60	60
	Yokkaichi Fab4(Alliance)	80	80	80	80	80	80	80	80
	Yokkaichi Fab5	60	60	60	60	60	60	60	60
	Yokkaichi Fab6	65	65	65	65	65	65	65	65
	Iwate Fab1 (K1)	55	55	55	55	55	55	60	60
	Iwate Fab1 (K2)	0	0	0	0	0	5	5	5
	TTL	400	400	400	400	400	405	410	410
Micron	Manassas	27	27	27	27	27	27	27	27
	Fab 10	43	43	43	43	43	43	43	43
	Fab7 (JV-Tech)	25	25	25	25	20	20	25	25
	Fab 10(Alpha)	35	35	35	35	40	40	40	40
	TTL	130	130	130	130	130	130	135	135
PSMC	P1/P2/P3	5	5	5	6	8	8	8	8
Winbond	Fab 6	11	11	13	15	15	15	15	15
MXIC	Fab 5	8	8	8	9	11	11	11	11
SMIC		4	4	4	5	5	5	5	5
YMTC	Wuhan 1	100	100	100	100	100	100	100	100
	Wuhan 2	40	40	50	60	60	60	60	60
	Wuhan 3	0	0	0	0	0	10	30	40
	TTL	140	140	150	160	160	170	190	200
Global Total		1,378	1,338	1,341	1,365	1,339	1,354	1,364	1,344

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

수요

NAND산업도 메모리 가격 급등으로 인해 B2C와 B2B 수요의 양극화가 나타날 것으로 예상된다. 다만, NAND 가격 상승분이 DRAM 대비 낮을 것으로 예상되기 때문에 메모리 가격 급등으로 인한 영향도 제한적일 것이다. 2026년 Enterprise SSD는 출하량 +25%YoY, Contents/Box +19%YoY 증가하며 고용량 중심의 수요 강세가 지속될 전망이다.

표10 Application 별 출하량 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
출하량 (백만대)	Mobile	368	361	376	388	357	351	365	377	1,492	1,450
	Tablet PCs	36	39	39	39	34	37	39	40	153	149
	Memory Card	75	59	42	40	50	52	53	54	216	209
	USB Flash Drives	32	31	22	19	18	17	23	22	104	80
	Solid State Drives	77	92	91	90	86	90	95	91	350	362
	PC SSD	67	80	79	78	72	75	80	77	303	303
	Enterprise SSD	10	12	13	12	14	16	15	14	47	59
	Game Console	6	10	9	12	9	8	8	11	37	36
	Others	38	45	45	45	37	43	45	46	172	171
증가율 (%)	Mobile	-3%	-2%	4%	3%	-8%	-2%	4%	3%	2%	-3%
	Tablet PCs	-10%	8%	1%	-1%	-12%	6%	6%	2%	4%	-2%
	Memory Card	-5%	-21%	-28%	-6%	26%	3%	2%	1%	-35%	-3%
	USB Flash Drives	19%	-3%	-29%	-14%	-5%	-6%	35%	-4%	-10%	-23%
	Solid State Drives	-11%	20%	0%	-2%	-5%	6%	5%	-4%	1%	3%
	PC SSD	-11%	19%	-1%	-2%	-8%	5%	7%	-3%	0%	0%
	Enterprise SSD	-5%	12%	1%	-1%	7%	5%	-2%	-3%	10%	25%
	Game Console	-63%	81%	-13%	33%	-23%	-17%	0%	47%	10%	-3%
	Others	-16%	18%	0%	2%	-18%	14%	5%	3%	9%	-1%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

표11 Application 별 Contents/Box 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
용량 (GB/Box)	Mobile	210	210	226	249	230	226	237	256	224	237
	Tablet PCs	230	237	246	255	253	261	270	280	242	267
	Memory Card	152	154	164	168	204	205	206	206	158	205
	USB Flash Drives	119	135	191	263	221	258	200	236	165	227
	Solid State Drives	1,246	1,381	1,569	1,554	1,526	2,015	1,946	1,828	1,445	1,834
	PC SSD	663	686	694	703	719	724	735	743	687	730
	Enterprise SSD	5,221	5,912	7,092	6,957	5,650	8,248	8,382	7,799	6,356	7,553
	Game Console	884	450	496	738	566	869	1,040	849	621	821
증가율 (%)	Mobile	-1%	0%	7%	10%	-8%	-2%	5%	8%	14%	6%
	Tablet PCs	2%	3%	4%	4%	-1%	3%	4%	4%	14%	10%
	Memory Card	-1%	2%	6%	2%	22%	0%	1%	0%	4%	30%
	USB Flash Drives	-11%	14%	41%	38%	-16%	16%	-22%	18%	-20%	37%
	Solid State Drives	0%	11%	14%	-1%	-2%	32%	-3%	-6%	21%	27%
	PC SSD	0%	3%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	3%	6%
	Enterprise SSD	0%	13%	20%	-2%	-19%	46%	2%	-7%	30%	19%
	Game Console	7%	-49%	10%	49%	-23%	53%	20%	-18%	-17%	32%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

2026년 NAND 산업의 Bit Growth는 +20%YoY를 기록할 것으로 전망한다. Consumer 제품군에 대한 수요 약세가 지속됨과 동시에 AI Server향 고용량 e-SSD 수요 강세가 나타남에 따라 NAND 산업 내 Enterprise SSD 수요 비중은 2025년 28% → 2026년 35%로 크게 증가할 것으로 예상된다. NAND 산업은 그 동안 낮은 Enterprise향 수요로 인해 오랜 수요 침체기를 겪어왔지만, 점차 산업 수요 구조가 DRAM과 유사해지고 있다. Server향 수요 성장세와 비중이 지속적으로 증가한다면 NAND 산업도 안정적인 수요 Bit Growth를 기대할 수 있을 것이다.

표12 Application 별 NAND 수요 전망

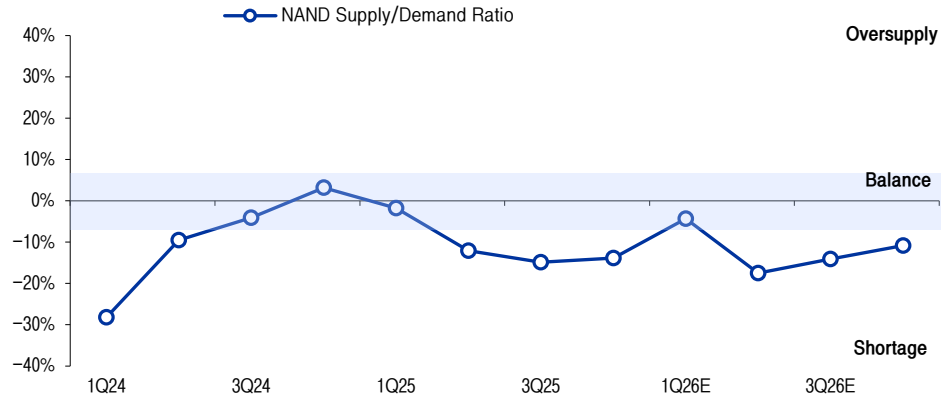
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
용량 (GB)	Mobile	77,281	75,949	84,690	96,634	82,309	79,336	86,317	96,341	334,554	344,302
	Tablet PCs	8,249	9,202	9,662	9,913	8,690	9,528	10,488	11,154	37,026	39,861
	Memory Card	11,372	9,109	6,969	6,698	10,288	10,630	10,936	11,093	34,148	42,947
	USB Flash Drives	3,805	4,197	4,201	4,994	3,981	4,379	4,593	5,192	17,197	18,144
	Solid State Drives	95,486	126,734	143,403	139,559	130,566	182,039	184,283	166,422	505,183	663,310
	PC SSD	44,320	54,605	54,751	54,547	51,462	54,194	58,559	57,233	208,222	221,448
	Enterprise SSD	51,166	72,129	88,653	85,012	79,103	127,845	125,724	109,189	296,960	441,862
	Game Console	5,046	4,662	4,489	8,861	5,240	6,641	7,985	9,561	23,058	29,427
	Others	18,812	22,582	24,910	30,106	23,720	27,179	30,066	35,837	96,410	116,802
	Total	220,050	252,435	278,324	296,766	264,795	319,733	334,667	335,599	1,047,575	1,254,793
증가율 (%)	Mobile	-4%	-2%	12%	14%	-15%	-4%	9%	12%	16%	3%
	Tablet PCs	-8%	12%	5%	3%	-12%	10%	10%	6%	19%	8%
	Memory Card	-5%	-20%	-23%	-4%	54%	3%	3%	1%	-32%	26%
	USB Flash Drives	5%	10%	0%	19%	-20%	10%	5%	13%	-28%	6%
	Solid State Drives	-11%	33%	13%	-3%	-6%	39%	1%	-10%	23%	31%
	PC SSD	-12%	23%	0%	0%	-6%	5%	8%	-2%	3%	6%
	Enterprise SSD	-11%	41%	23%	-4%	-7%	62%	-2%	-13%	43%	49%
	Game Console	-60%	-8%	-4%	97%	-41%	27%	20%	20%	-9%	28%
	Others	-3%	20%	10%	21%	-21%	15%	11%	19%	28%	21%
	Total	-10%	15%	10%	7%	-11%	21%	5%	0%	16%	20%
비중 (%)	Mobile	35%	30%	30%	33%	31%	25%	26%	29%	32%	27%
	Tablet PCs	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	3%
	Memory Card	5%	4%	3%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
	USB Flash Drives	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	1%
	Solid State Drives	43%	50%	52%	47%	49%	57%	55%	50%	48%	53%
	PC SSD	20%	22%	20%	18%	19%	17%	17%	17%	20%	18%
	Enterprise SSD	23%	29%	32%	29%	30%	40%	38%	33%	28%	35%
	Game Console	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
	Others	9%	9%	9%	10%	9%	9%	9%	11%	9%	9%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

수급 및 점유율

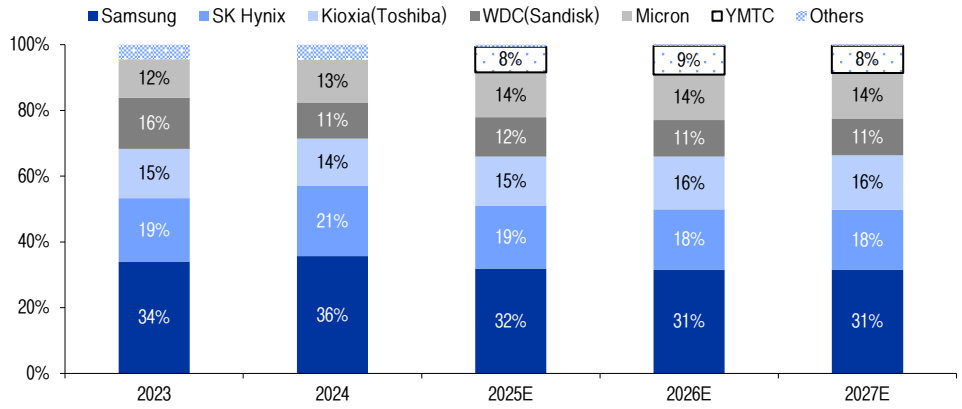
NAND 산업의 수급은 공급 업체들이 DRAM 중심의 Capa 확대를 하며, HDD 공급 부족으로 인한 QLC e-SSD 대체 수요가 지속되며 공급 부족이 지속될 것으로 전망한다. 다만, NAND 공급 업체들이 공급 확대보다는 수익성 개선에 집중하고 있기 때문에 HDD 공급 확대로 리드타임이 축소된다면, QLC e-SSD에 대한 대체 수요가 감소할 우려가 있다. HDD 공급량을 획기적으로 증가시킬 수 있는 HAMR(Heat-assisted magnetic recording) 기술이 적용된 제품이 점차 출시될 예정이다. Seagate는 30TB 용량을 양산 중이며, 26년 초 40TB, 27~28년 50TB 제품을 출시할 계획이며, WDC와 Toshiba는 27년 본격 양산할 것으로 예상된다.

그림8 **NAND 수급 전망**



자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

그림9 **NAND 업체별 점유율 (매출액 기준)**

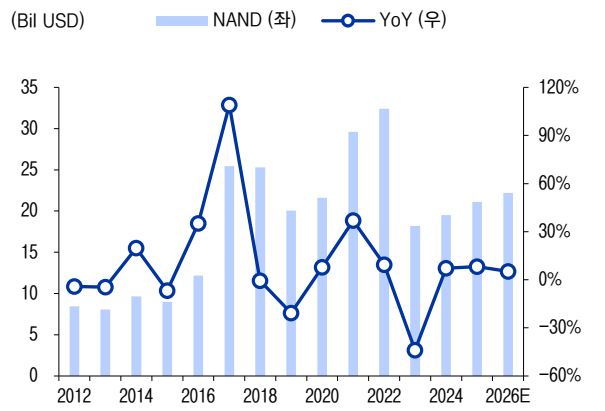


자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

Capex 전망

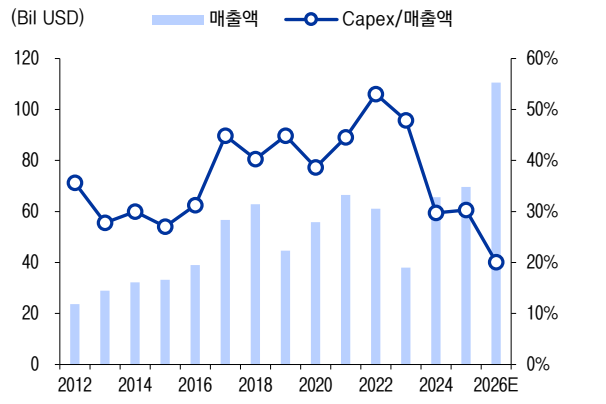
2026년 글로벌 NAND 업체들의 Capex는 $22.2Bil로 +5%YoY 소폭 증가할 전망이다. DRAM 사업을 함께 영위하는 기업들은 NAND에 대한 보수적인 투자 기조를 보이며, 일부 전환 투자가 중심일 것이다. 반면, NAND 사업만을 영위하는 Kioxia와 YMTC는 NAND 가격 상승으로 인해 타 공급 업체들 대비 공격적인 투자를 진행할 것으로 예상한다.

그림10 Capex 추이 및 전망



자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

그림11 Capex/Revenue



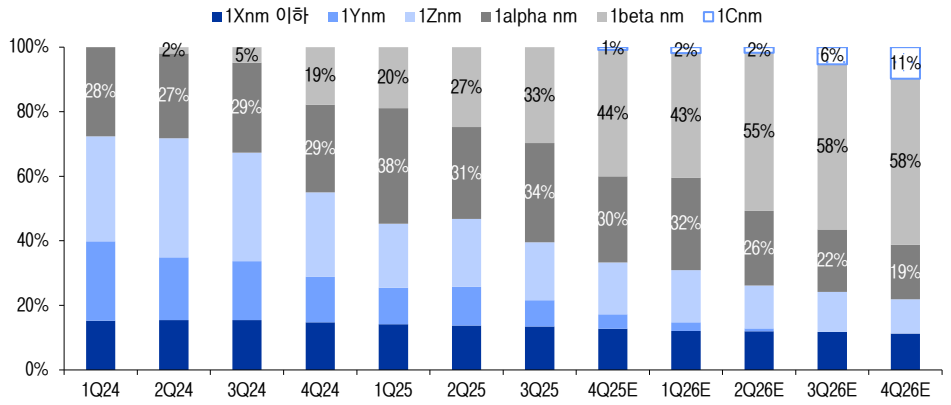
자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

표13 업체별 NAND Capex 현황

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
금액 (Mil USD)	Samsung	4,498	11,735	8,567	7,800	7,900	11,200	12,200	10,000	9,500	9,000	7,000
	SK Hynix	1,472	4,245	4,882	4,000	3,000	4,000	4,450	2,000	1,800	2,200	2,400
	Kioxia/WDC	3,452	5,110	5,852	4,050	3,800	3,700	4,650	1,800	2,300	3,200	4,500
	Micron	2,750	4,350	6,000	2,200	2,100	3,100	4,800	2,000	1,800	1,600	2,600
	Solidigm				2,000	900	1,100	795	1,100	1,100	1,200	1,200
	YMTC					3,900	6,500	5,500	1,300	3,000	3,900	4,500
	Total	12,172	25,440	25,300	20,050	21,600	29,600	32,395	18,200	19,500	21,100	22,200
	YoY	35%	109%	-1%	-21%	8%	37%	9%	-44%	7%	8%	5%
비중	Samsung	37%	46%	34%	39%	37%	38%	38%	55%	49%	43%	32%
	SK Hynix	12%	17%	19%	20%	14%	14%	14%	11%	9%	10%	11%
	Kioxia/WDC	28%	20%	23%	20%	18%	13%	14%	10%	12%	15%	20%
	Micron	23%	17%	24%	11%	10%	10%	15%	11%	9%	8%	12%
	Solidigm	0%	0%	0%	10%	4%	4%	2%	6%	6%	6%	5%
	YMTC					18%	22%	17%	7%	15%	18%	20%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

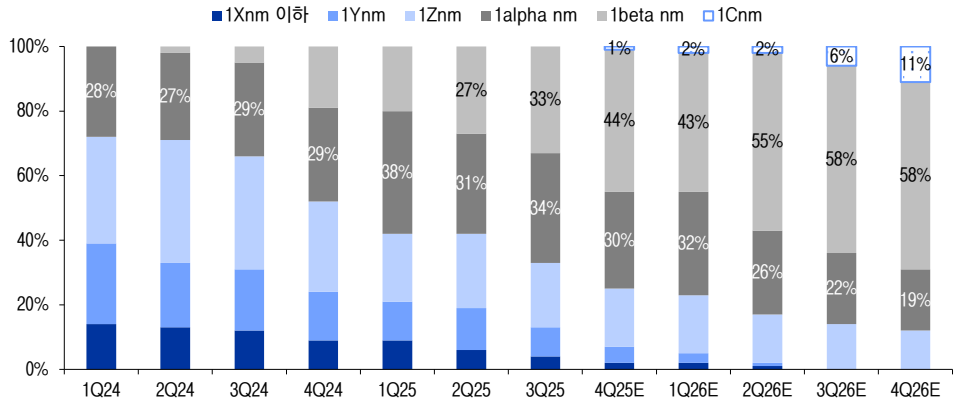
자료: TrendForce, LS증권 리서치센터

그림12 DRAM Tech Node 추이 및 전망



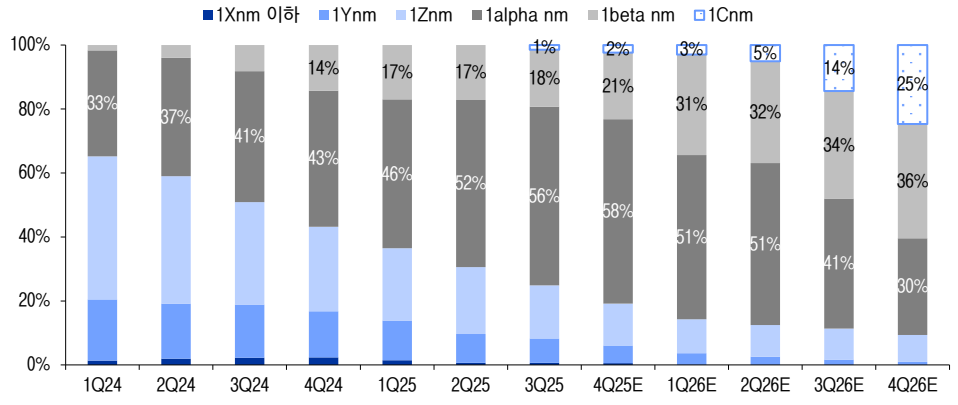
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림13 삼성전자 Tech Node 추이 및 전망



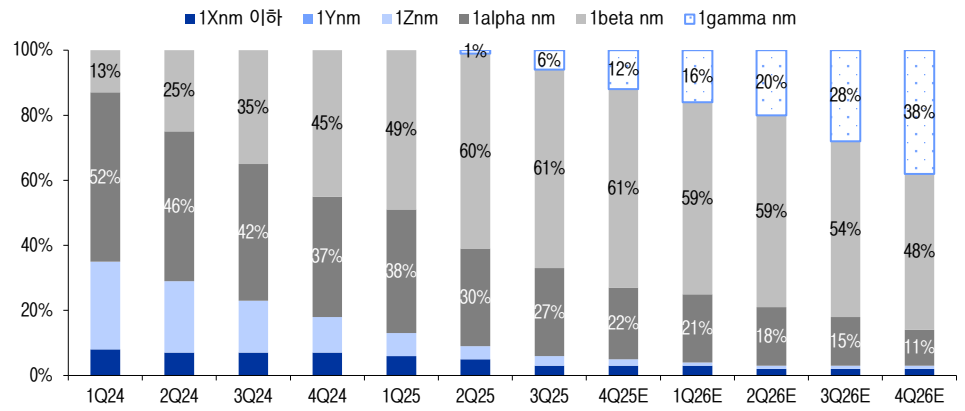
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림14 SK 하이닉스 Tech Node 추이 및 전망



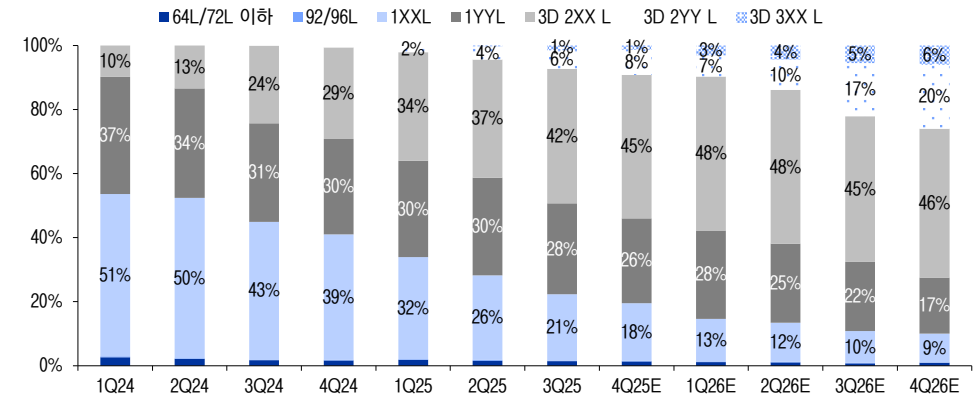
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림15 **Micron Tech Node 추이 및 전망**



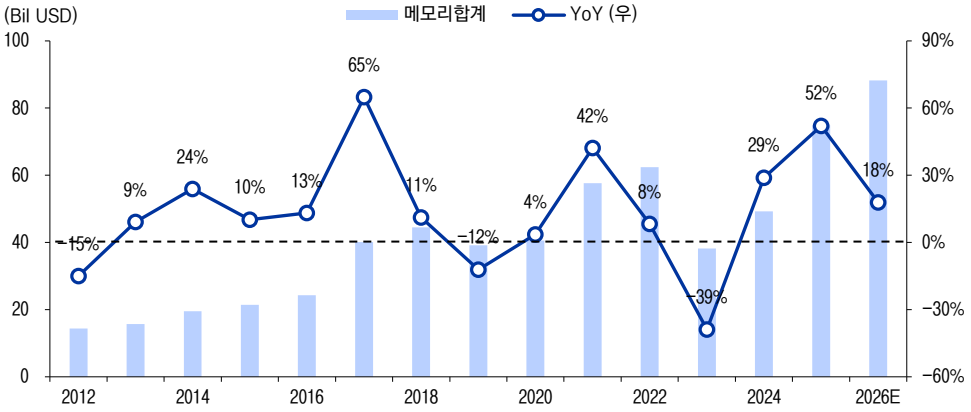
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림16 **NAND Tech Node 추이 및 전망**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림17 **주요 메모리 업체 Capex 투자 추이 및 전망**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

Part II

AI/HBM 산업 점검

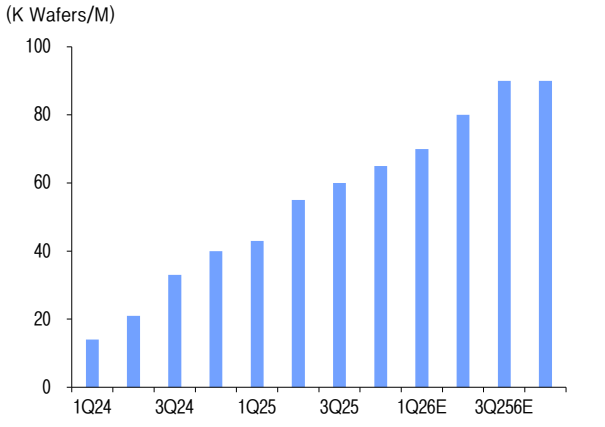
AI 산업 점검

AI 산업 점검

CoWoS Capa Update

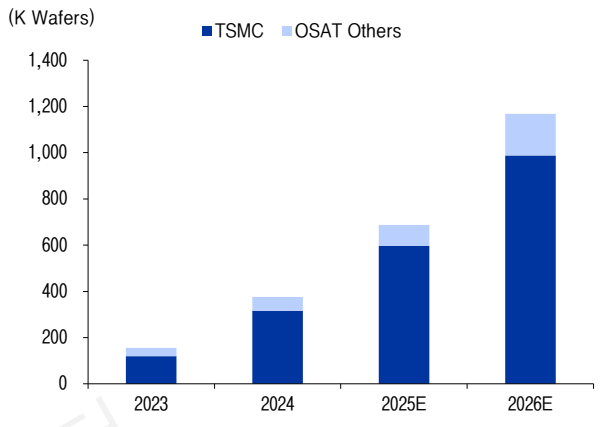
TSMC의 CoWoS Capa는 AI Chip 수요 지속에 따라 4Q25 65K/m → 4Q26 90K/m로 증가할 것으로 예상되었지만, 추가적인 수요로 인해 4Q26 100K/m까지 추가 확대가 이루어진 것으로 파악된다. CoWoS 내 수요 비중은 Broadcom이 Google향 TPU와 OpenAI향 ASIC 물량 확대로 25년 12% → 26년 19% 가장 많이 증가할 것으로 예상된다. 반면, AWS의 Trainium/Inferentia는 일부 프로젝트 지연과 Anthropic의 TPU 채택으로 인해 Marvell과 Al Chip의 CoWoS 수요 비중이 축소될 것이다.

그림18 TSMC CoWoS 분기 Capa 추이 및 전망



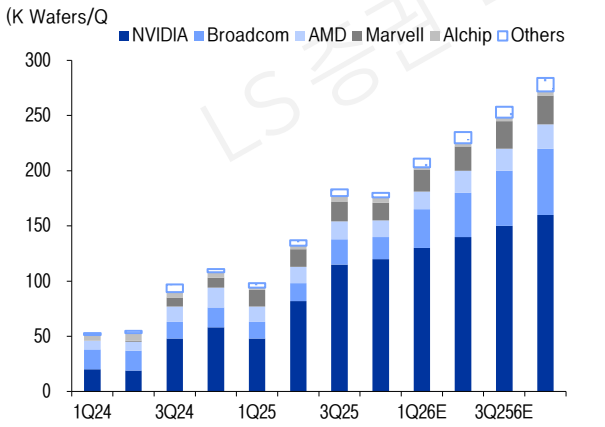
자료: LS증권 리서치센터

그림19 전체 CoWoS Capa 연간 추이 및 전망



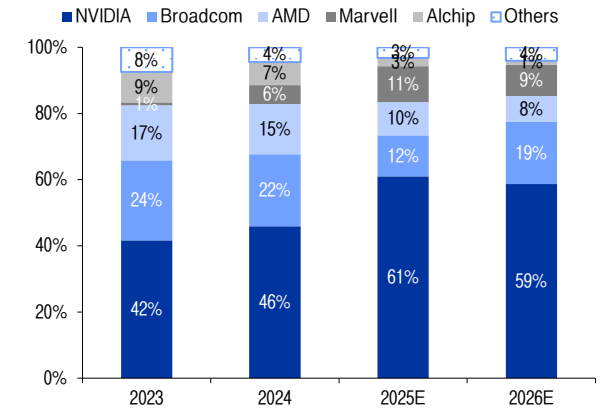
자료: LS증권 리서치센터

그림20 CoWoS Capa 고객사별 수요 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림21 CoWoS Capa 고객사별 수요 비중



자료: LS증권 리서치센터

AI Chip

2026년 글로벌 AI Chip 출하량은 20,065K로 +33%YoY 증가할 것으로 전망된다. 업체별로는 엔비디아의 점유율이 25년 53%→26년 51%로 축소되지만, 외부 판매 업체들 중에서는 압도적인 점유율을 유지할 것으로 예상된다. AMD는 MI400부터 Helios Rack을 중심으로 Rack Scale 경쟁력을 갖추겠지만, 3Q25부터 출하하기 때문에 26년보다는 27년의 점유율을 기대해야 할 것이다.

Google은 TPU의 클라우드 판매뿐만 아니라 온 프레미스 판매까지 언급이되며 2026년에도 +40%YoY의 견조한 성장률이 예상된다. Anthropic에 이은 Meta 고객사 확보 여부에 따라 출하량 전망치가 추가 상향 조정될 가능성이 존재한다. 반면, AWS는 Inferentia v3가 지연되면서 Trainium 중심의 출하를 계획 중이며, Anthropic의 TPU 채택으로 이어졌다. Huawei도 2026년 +63%YoY의 높은 출하량 성장이 예상되지만, HBM 물량 확보 혹은 HiBL의 수율에 따라 출하량 전망치가 하향 조정될 가능성이 존재한다.

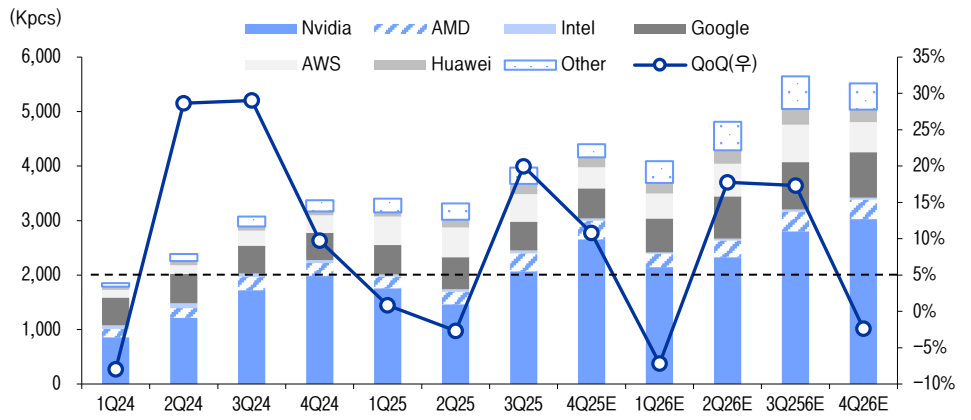
LS증권 리서치센터

표14 AI Chip 출하 전망

Shipment(Unit: Kpcs)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q256E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Nvidia	1,758	1,465	2,067	2,657	2,143	2,325	2,803	3,025	5,775	7,947	10,295
AMD	209	226	328	338	247	309	359	361	818	1,101	1,275
Intel	44	49	54	44	27	35	41	32	269	191	135
Google	540	590	530	550	620	775	868	837	2,055	2,210	3,100
AWS	520	545	505	390	460	598	690	552	900	1,960	2,300
Huawei	80	140	190	180	192	250	288	230	290	590	960
Other	253	298	300	244	399	522	601	478	582	1,095	2,000
TTL	**3,404**	**3,313**	**3,974**	**4,403**	**4,088**	**4,814**	**5,649**	**5,515**	**10,689**	**15,094**	**20,065**
Portion(%)											
Nvidia	52%	44%	52%	60%	52%	48%	50%	55%	54%	53%	51%
AMD	6%	7%	8%	8%	6%	6%	6%	7%	8%	7%	6%
Intel	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%
Google	16%	18%	13%	12%	15%	16%	15%	15%	19%	15%	15%
AWS	15%	16%	13%	9%	11%	12%	12%	10%	8%	13%	11%
Huawei	2%	4%	5%	4%	5%	5%	5%	4%	3%	4%	5%
Other	7%	9%	8%	6%	10%	11%	11%	9%	5%	7%	10%
TTL	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
QoQ/YoY(%)											
Nvidia	-11%	-17%	41%	29%	-19%	9%	21%	8%	107%	38%	30%
AMD	-14%	8%	45%	3%	-27%	25%	16%	1%	42%	35%	16%
Intel	-15%	11%	10%	-19%	-39%	30%	15%	-20%	20%	-29%	-29%
Google	9%	9%	-10%	4%	13%	25%	12%	-4%	16%	8%	40%
AWS	60%	5%	-7%	-23%	18%	30%	15%	-20%	214%	118%	17%
Huawei	14%	75%	36%	-5%	7%	30%	15%	-20%	383%	103%	63%
Other	20%	18%	1%	-19%	64%	31%	15%	-20%	406%	88%	83%
TTL	**1%**	**-3%**	**20%**	**11%**	**-7%**	**18%**	**17%**	**-2%**	**84%**	**41%**	**33%**

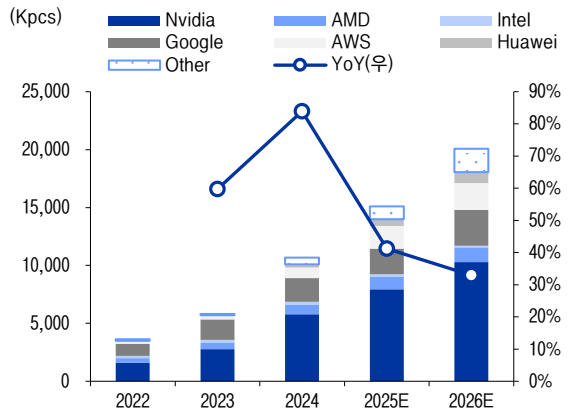
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림22 AI Chip 분기별 출하량 추이 및 전망



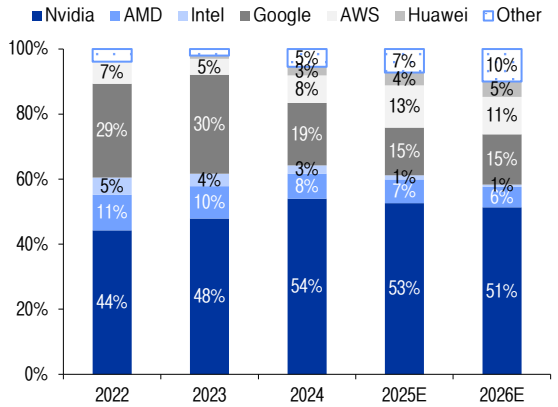
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림23 AI Chip 연간 출하량 추이 및 전망



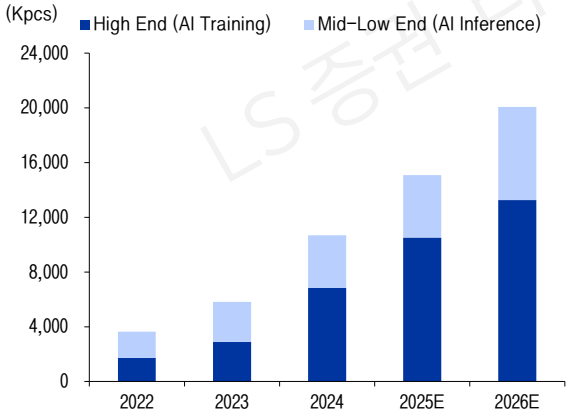
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림24 AI Chip 연간 점유율 추이 및 전망



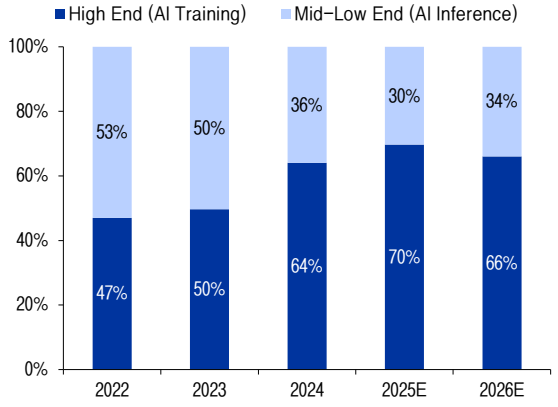
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림25 AI Chip 종류별 연간 출하량 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

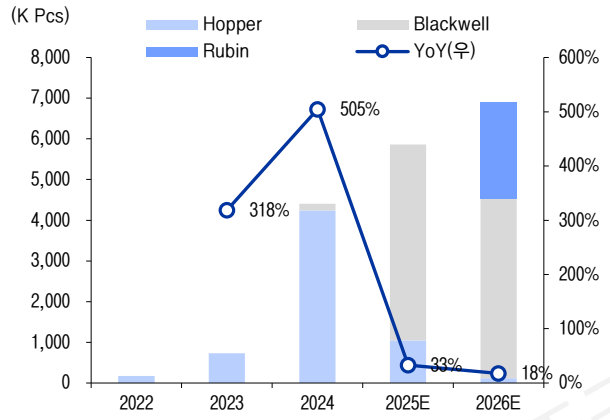
그림26 AI Chip 종류별 연간 출하량 비중 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

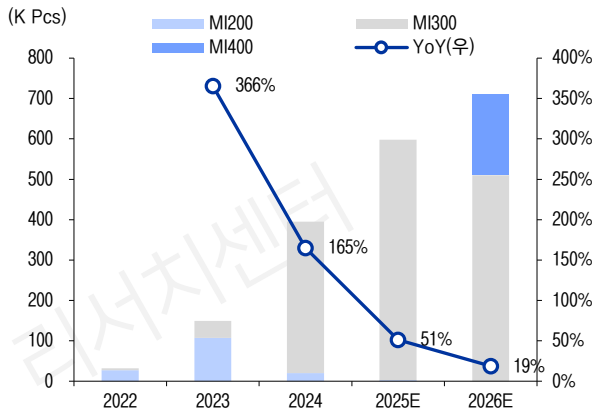
LS 증권 리서치센터

그림27 엔비디아 HBM 탑재 AI Chip 출하량



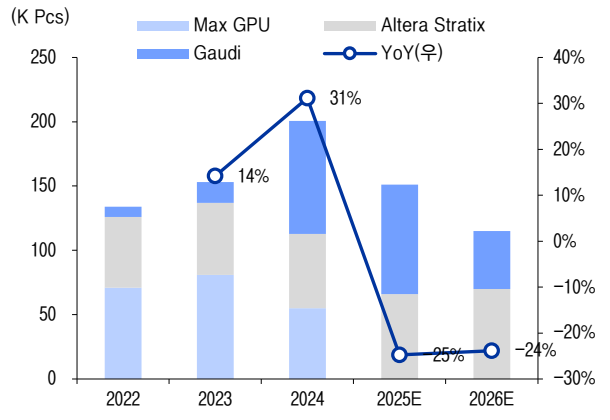
자료: LS증권 리서치센터

그림28 AMD HBM 탑재 AI Chip 출하량



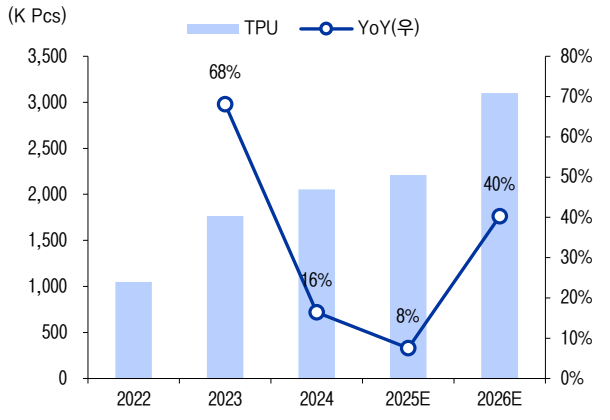
자료: LS증권 리서치센터

그림29 인텔 HBM 탑재 AI Chip 출하량



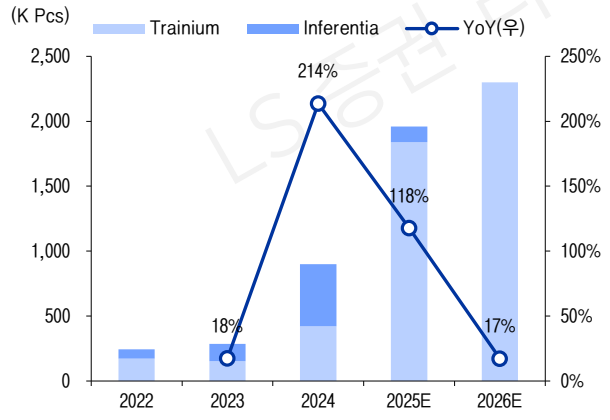
자료: LS증권 리서치센터

그림30 Google HBM 탑재 AI Chip 출하량



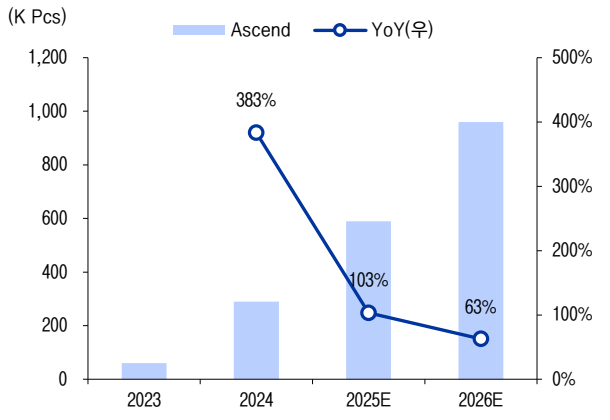
자료: LS증권 리서치센터

그림31 AWS HBM 탑재 AI Chip 출하량



자료: LS증권 리서치센터

그림32 Huawei HBM 탑재 AI Chip 출하량



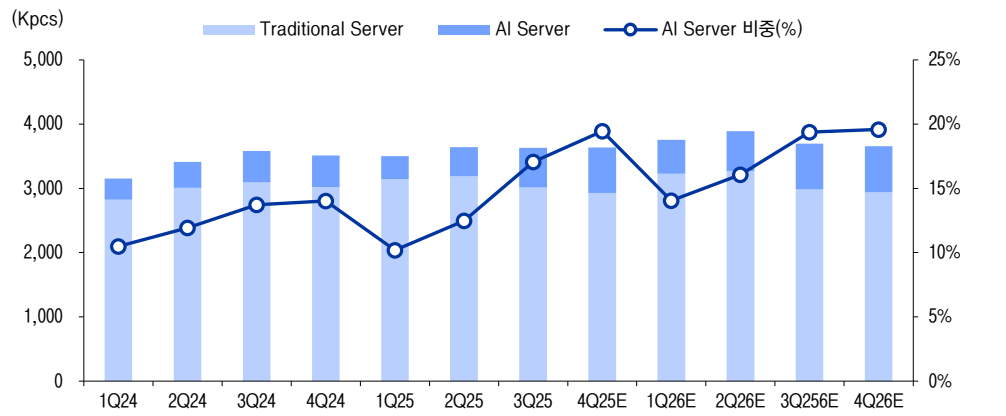
자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

AI Server

2026년 AI Server 출하량은 2,586K로 +21%YoY 증가하며 전체 Server 출하량 중 비중은 17%로 확대될 것으로 전망한다. AI Server 시장 규모는 +31%YoY 증가한 $399Bil USD에 달하며 전체 Server 시장 중 75%로 비중이 확대될 것으로 예상된다. 엔비디아의 GB/VR, AMD의 MI400과 같은 High-end Rack Scale 제품군이 확대됨에 따라 AI Server 당 ASP는 +9%YoY 증가한 $154.2K에 달할 것이다.

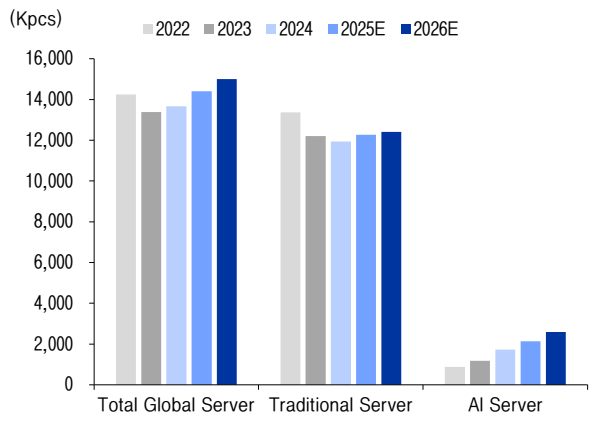
그림33 **전체 Server 중 AI Server 출하량 비중**



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

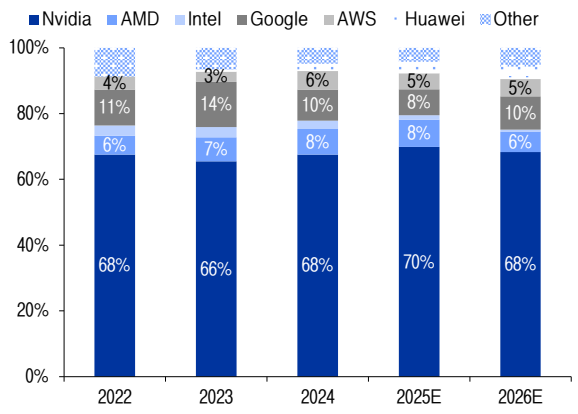
엔비디아가 주도하고 있는 Rack Scale 제품군에 AMD, Qualcomm, AWS 등의 기업들이 참가하며 경쟁이 심화되고 있다. 엔비디아의 Rack 수요 내 네오클라우드 업체들의 비중이 2025년 30%(Oracle 23%, CoreWeave 7%)→2026년 34%(Oracle 25%, CoreWeave 9%)으로 확대되었다는 점도 주목해야 할 것이다. 또한 Others로 표기되어 있는 Nebius, IREN 등의 소규모 네오클라우드 업체들의 수요 비중도 크게 증가할 것으로 예상한다.

그림34 **Server 출하량 추이 및 전망**



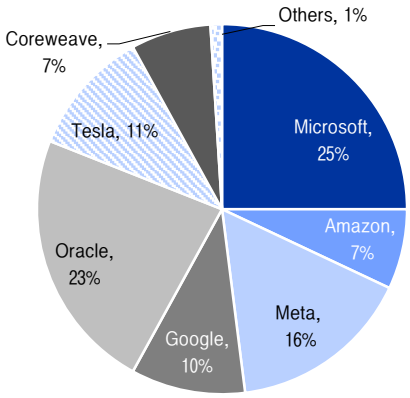
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림35 **AI Server Chip 점유율 추이 및 전망**



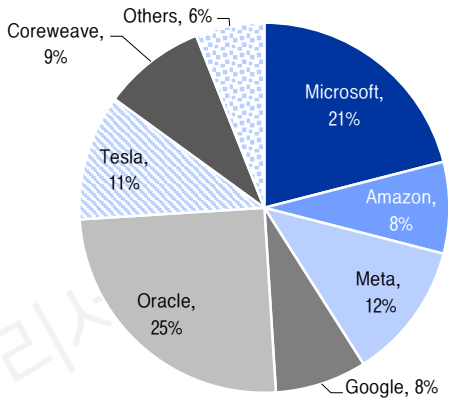
자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림36 2025 년 Nvidia Server Rack 수요 비중



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

그림37 2026 년 Nvidia Server Rack 수요 비중



자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서

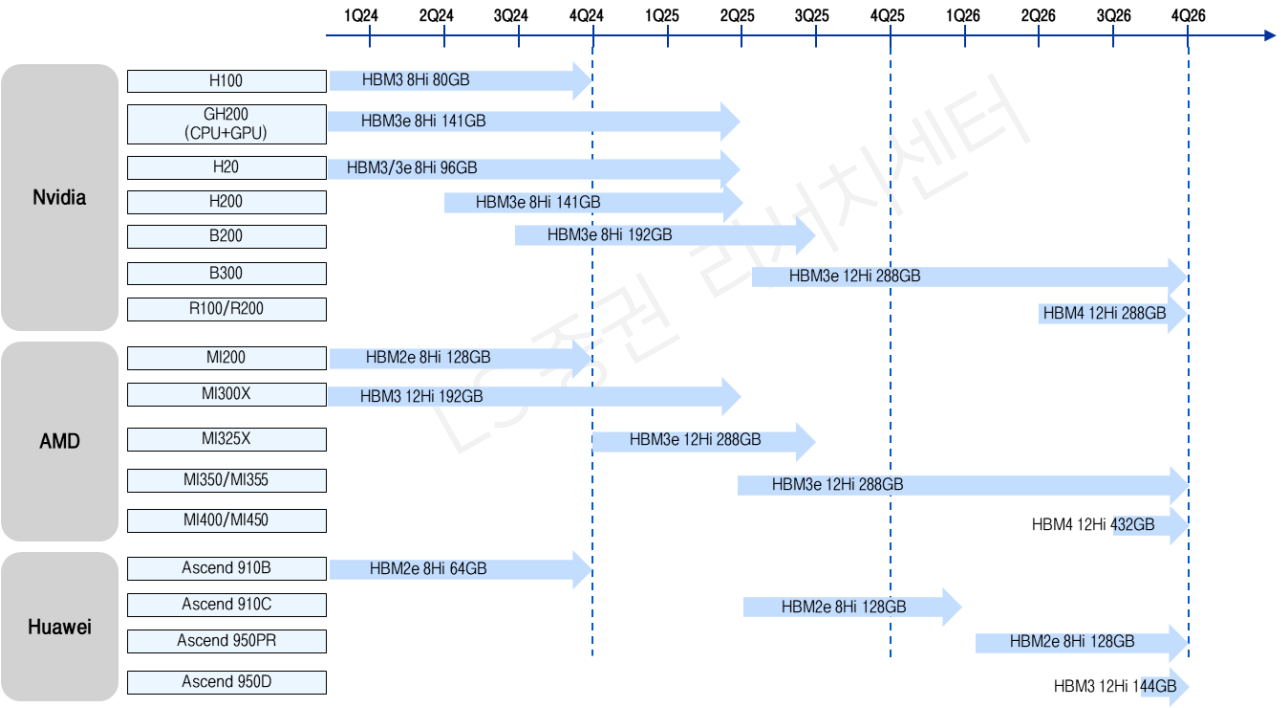
표15 AI Server 출하 전망

(단위: Kpcs) Server Market	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q256E	4Q26E	2024	2025E	2026E
Total Global Server	**3,503**	**3,640**	**3,632**	**3,635**	**3,754**	**3,892**	**3,699**	**3,657**	**13,663**	**14,410**	**15,002**
QoQ/YoY(%)	0%	4%	0%	0%	3%	4%	-5%	-1%	2%	5%	4%
AI Server	**357**	**454**	**620**	**707**	**527**	**625**	**717**	**716**	**1,723**	**2,138**	**2,586**
QoQ/YoY(%)	-27%	27%	37%	14%	-25%	19%	15%	0%	46%	24%	21%
AI Server 비중(%)	**10%**	**12%**	**17%**	**19%**	**14%**	**16%**	**19%**	**20%**	**13%**	**15%**	**17%**
By Supplier Shipment											
NVIDIA	218	293	443	539	375	422	468	501	1,164	1,494	1,766
AMD (inl. Xilinx)	34	39	52	52	32	40	46	44	134	178	162
Intel (inl. Altera)	7	8	8	7	3	4	5	4	43	30	16
Google	41	45	40	42	53	62	79	67	164	167	260
AWS	30	30	24	21	23	36	41	36	96	104	136
Huawei	8	16	25	25	20	26	30	24	39	75	99
Other	19	23	26	22	21	36	48	42	83	91	147
TTL	357	454	620	707	527	625	717	716	1,723	2,138	2,586
By Supplier Portion											
NVIDIA	61%	65%	72%	76%	71%	67%	65%	70%	68%	70%	68%
AMD (inl. Xilinx)	9%	9%	8%	7%	6%	6%	6%	6%	8%	8%	6%
Intel (inl. Altera)	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	3%	1%	1%
Google	11%	10%	6%	6%	10%	10%	11%	9%	10%	8%	10%
AWS	8%	6%	4%	3%	4%	6%	6%	5%	6%	5%	5%
Huawei	2%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%	2%	4%	4%
Other	5%	5%	4%	3%	4%	6%	7%	6%	5%	4%	6%
TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

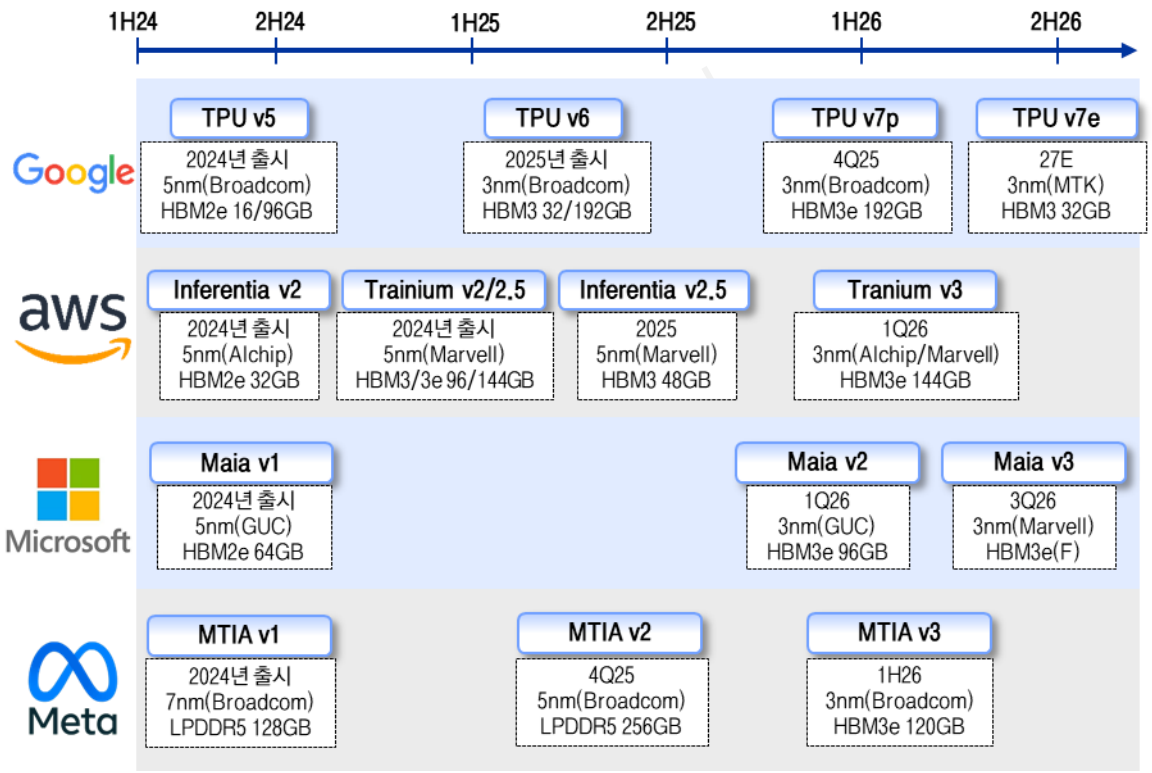
AI Chip 및 HBM Roadmap

그림38 주요 AI Chip 업체별 로드맵



자료: LS증권 리서치센터

그림39 주요 ASIC 업체별 로드맵



자료: LS증권 리서치센터

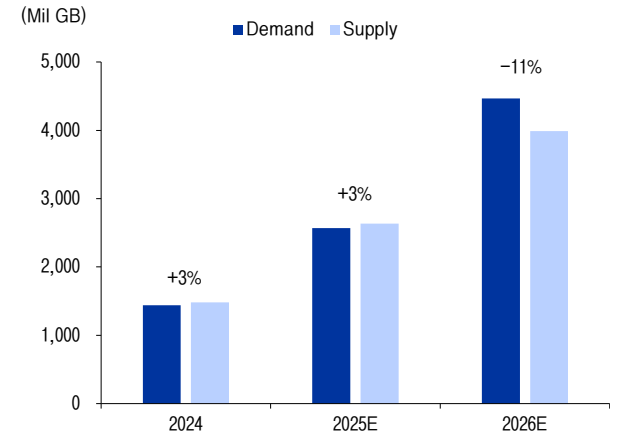
HBM 산업 점검

HBM 수급 전망

HBM 수급 및 수요 전망

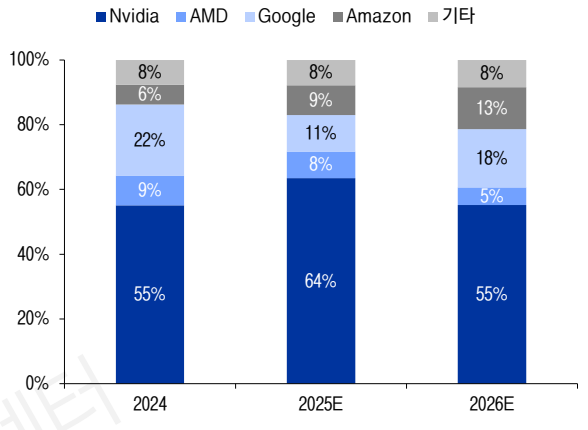
수급 및 수요: 2026년 HBM의 수급은 -11%로 공급 부족을 전망한다. 2026년 실수요 대비 재고 축적 수요를 보수적인 10%(23~24년 40%, 25년 30%)를 가정해도 공급 부족이 예상된다. 실제로는 HBM 수요 업체들도 공급 부족에 대비해 더 강한 재고 축적 수요를 진행할 가능성이 높으며, 공급자 우위의 시장이 형성되었다. HBM수 요는 강한 AI Chip 성장세로 인해 +74%YoY 증가한 4.5Bil GB(35.7Bil Gb)에 달할 것이다. 또한 엔비디아의 HBM 수요 비중이 25년 64%→26년 55%으로 축소될 것으로 전망한다. 이는 엔비디아 이외 업체들의 Contents/Box와 출하 성장률이 엔비디아를 상회할 것으로 예상되기 때문이다.

그림40 HBM 연간 수급 추이 및 전망



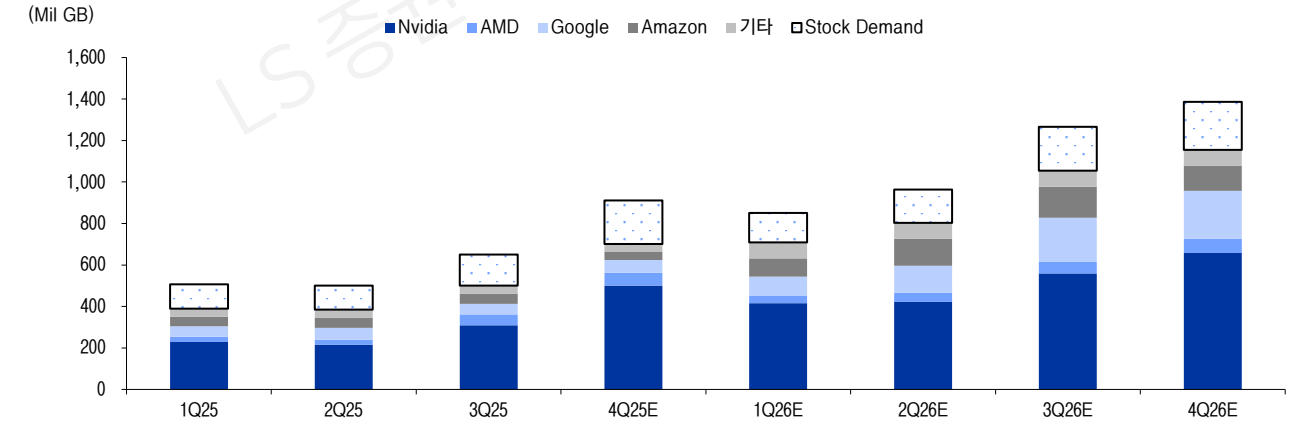
자료: LS증권 리서치센터

그림41 HBM 연간 실수요 점유율



자료: LS증권 리서치센터

그림42 HBM 분기별 수요 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

표16 **HBM 수요 모델**

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
CoWoS Capa (K/m)	TSMC	43	55	60	65	70	80	90	100	669	1020
	OSAT Others	6	6	7	8	10	15	15	20	81	180
	Total	**49**	**61**	**67**	**73**	**80**	**95**	**105**	**120**	**750**	**1200**
CoWoS Demand (K/m)	Nvidia	27	25	31	44	34	35	56	79	381	612
	AMD	4	4	6	7	4	6	7	8	60	74
	Google	8	8	8	9	13	17	24	27	98	241
	Amazon	6	7	6	5	6	7	9	7	72	85
	기타	10	10	10	10	15	15	15	15	120	180
	Total	**54**	**54**	**61**	**74**	**72**	**80**	**110**	**135**	**730**	**1,192**
AI Chip Shipment (K pcs)	Nvidia	1,467	1,144	1,363	1,902	1,486	1,493	1,954	2,286	5,876	7,218
	AMD	187	195	297	311	221	275	322	330	991	1,148
	Google	540	590	530	550	690	815	1,078	1,182	2,210	3,765
	Amazon	520	545	505	390	460	598	690	552	1,960	2,300
	기타	600	600	600	600	810	810	810	810	2,400	3,240
	Total	**3,314**	**3,074**	**3,295**	**3,753**	**3,667**	**3,991**	**4,853**	**5,160**	**13,437**	**17,671**
AI Chip Shipment (%)	Nvidia	44%	37%	41%	51%	41%	37%	40%	44%	44%	41%
	AMD	6%	6%	9%	8%	6%	7%	7%	6%	7%	6%
	Google	16%	19%	16%	15%	19%	20%	22%	23%	16%	21%
	Amazon	16%	18%	15%	10%	13%	15%	14%	11%	15%	13%
	기타	18%	20%	18%	16%	22%	20%	17%	16%	18%	18%
	Total	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
Contents/Box (GB)	Nvidia	156	188	226	264	280	282	286	288	213	285
	AMD	128	125	181	196	161	164	173	203	165	177
	Google	96	96	96	113	134	160	198	197	100	177
	Amazon	90	92	96	96	190	216	216	216	93	211
	기타	64	64	64	64	96	96	96	96	64	96
	Total	**153**	**163**	**197**	**243**	**232**	**241**	**261**	**269**	**191**	**253**
HBM Demand (Mil GB)	Nvidia	229	216	308	501	416	421	559	658	1,254	2,055
	AMD	24	24	54	61	36	45	56	67	163	203
	Google	52	57	51	62	92	130	213	233	222	668
	Amazon	47	50	48	37	87	129	149	119	182	485
	기타	38	38	38	38	78	78	78	78	154	311
	CoWoS Demand	**390**	**385**	**500**	**700**	**709**	**803**	**1,055**	**1,155**	**1,975**	**3,723**
	Stock Buffer	117	115	150	210	142	161	211	231	593	745
	Total Demand	**507**	**500**	**650**	**911**	**851**	**964**	**1,266**	**1,386**	**2,568**	**4,467**
HBM Demand (%)	Nvidia	59%	56%	62%	72%	59%	52%	53%	57%	64%	55%
	AMD	6%	6%	11%	9%	5%	6%	5%	6%	8%	5%
	Google	13%	15%	10%	9%	13%	16%	20%	20%	11%	18%
	Amazon	12%	13%	10%	5%	12%	16%	14%	10%	9%	13%
	기타	10%	10%	8%	5%	11%	10%	7%	7%	8%	8%
	Total Demand	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

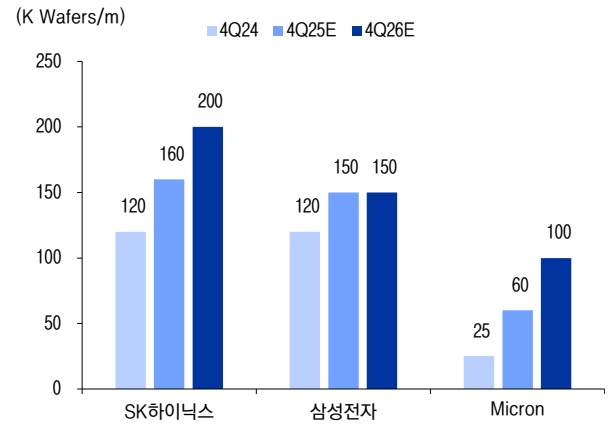
자료: LS증권 리서치센터 / 주: Stock Demand은 CoWoS Demand 대비 25년 30%, 26년 20% 가정

HBM 공급 전망

공급: 2026년 HBM 공급량은 +51%YoY증가한 4.0Bil GB(31.9Bil Gb)로 전망한다. 범용메모리 업황의 역대급 호황으로 인해 공급업체들은 HBM Capa 확대에 대한 의지가 크지 않다. 또한 범용 메모리의 호황이 HBM 가격 협상에 유리하게 작용했다.

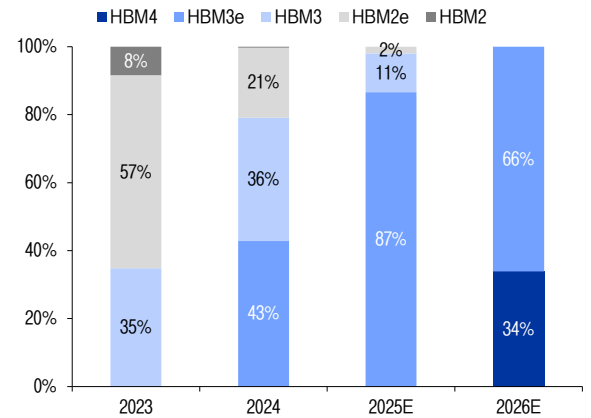
범용 메모리 호황으로 인해 가장 극적으로 전략이 바뀐 기업은 삼성전자이다. 삼성전자는 HBM 시장 내 점유율보다는 수익성이 더 높은 범용 메모리와 차세대 HBM4에만 집중하여 TSV(HBM) Capa가 4Q25 150K/m→4Q26 150K/m 동일할 것으로 예상한다. 반면, 삼성전자를 제외한 공급업체들은 주요 HBM 고객사인 엔비디아향 공급 물량을 위해 SK하이닉스 4Q25 160K/m→4Q26 200K/m, 4Q25 60K/m→4Q26 100K/m 증가할 것으로 전망한다. 다만, 낮은 기저와 수율 개선의 여력이 큰 삼성전자의 2026년 HBM Bit Growth가 +116%YoY로 가장 클 것으로 예상한다.

그림43 TSV Capa 분기별 추이 및 전망



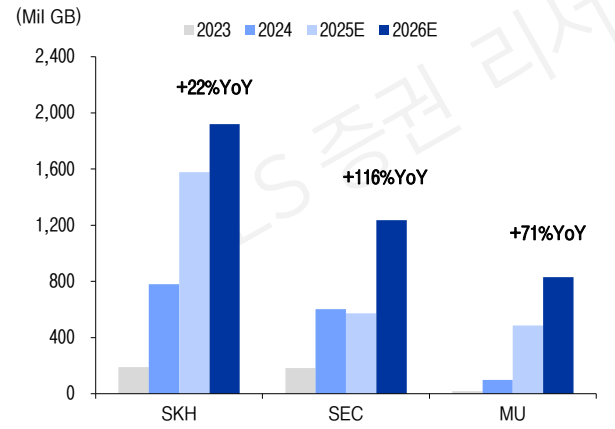
자료: LS증권 리서치센터

그림44 HBM 제품별 생산 비중(Bit Shipment 기준)



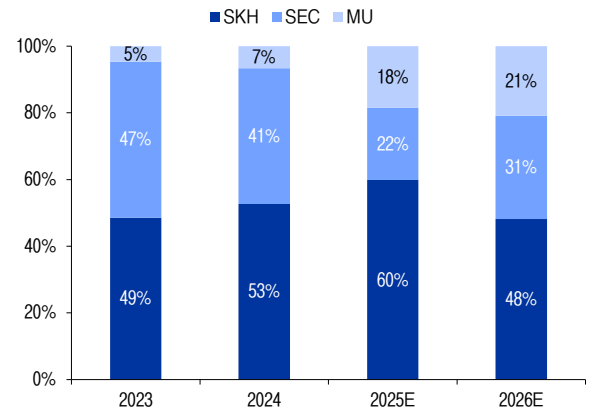
자료: LS증권 리서치센터

그림45 HBM Bit Shipment 공급자별 전망



자료: LS증권 리서치센터

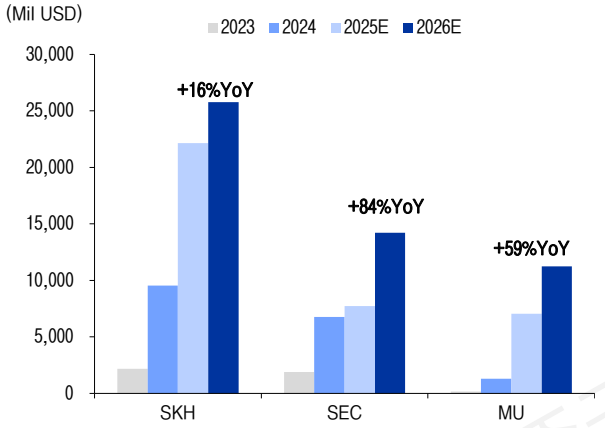
그림46 HBM Bit Shipment 기준 점유율



자료: LS증권 리서치센터

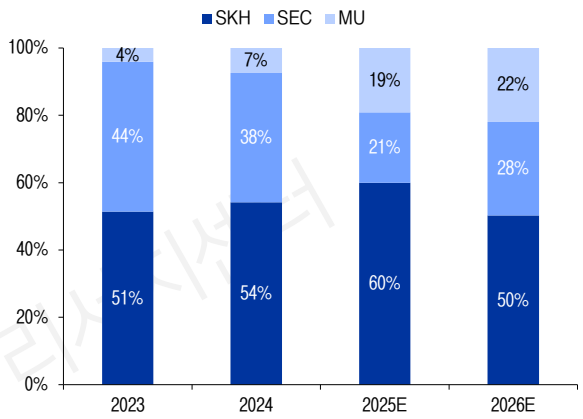
LS증권 리서치센터

그림47 HBM 매출액 공급자별 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림48 HBM 매출액 기준 점유율



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표17 HBM 공급 모델

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
TSV Capa (K/m)	SKH	130	140	150	160	180	180	190	200	1,740	2,250
	SEC	130	140	150	150	150	150	150	150	1,710	1,800
	MU	35	50	50	60	70	75	80	100	585	975
	Total	295	330	350	370	400	405	420	450	4,035	5,025
TSV Capa (%)	SKH	44%	42%	43%	43%	45%	44%	45%	44%	43%	45%
	SEC	44%	42%	43%	41%	38%	37%	36%	33%	42%	36%
	MU	12%	15%	14%	16%	18%	19%	19%	22%	14%	19%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Supply Bit (Mil GB)	SKH	326	386	419	447	474	471	476	501	1,578	1,921
	SEC	77	100	182	212	269	286	335	346	572	1,236
	MU	86	124	125	151	174	189	208	258	486	829
	Total	490	611	726	809	917	946	1,019	1,105	2,635	3,986
Supply Bit (%)	SKH	67%	63%	58%	55%	52%	50%	47%	45%	60%	48%
	SEC	16%	16%	25%	26%	29%	30%	33%	31%	22%	31%
	MU	18%	20%	17%	19%	19%	20%	20%	23%	18%	21%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Supply ASP ($/Gb)	SKH	1.68	1.74	1.78	1.79	1.58	1.67	1.72	1.74	1.76	1.68
	SEC	1.44	1.68	1.73	1.76	1.34	1.44	1.46	1.49	1.69	1.44
	MU	1.76	1.79	1.82	1.85	1.60	1.69	1.71	1.75	1.81	1.69
	Total	1.66	1.74	1.77	1.80	1.52	1.60	1.63	1.66	1.75	1.61
Supply Revenue (Mil USD)	SKH	4,400	5,387	5,963	6,406	6,000	6,284	6,540	6,953	22,156	25,777
	SEC	895	1,347	2,510	2,986	2,884	3,299	3,914	4,118	7,738	14,215
	MU	1,212	1,780	1,828	2,229	2,230	2,553	2,849	3,609	7,050	11,240
	Total	6,507	8,514	10,301	11,621	11,114	12,135	13,302	14,680	36,944	51,231
Supply Revenue (%)	SKH	68%	63%	58%	55%	54%	52%	49%	47%	60%	50%
	SEC	14%	16%	24%	26%	26%	27%	29%	28%	21%	28%
	MU	19%	21%	18%	19%	20%	21%	21%	25%	19%	22%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: LS증권 리서치센터

Part III

Beyond the Bubble

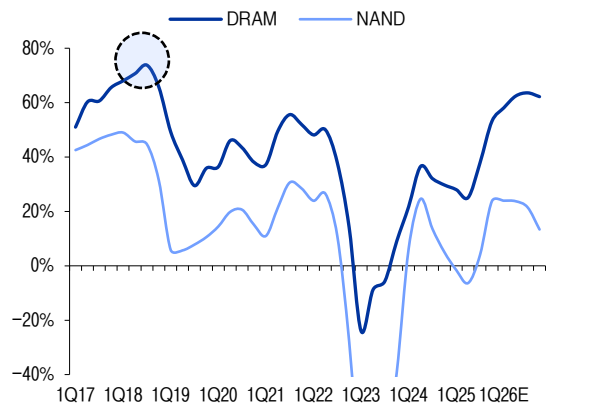
메모리 전략

대형주: 삼성전자 범용 DRAM 레버리지 우위

Conventional DRAM 급등으로 인한 기업별 전략 차별화

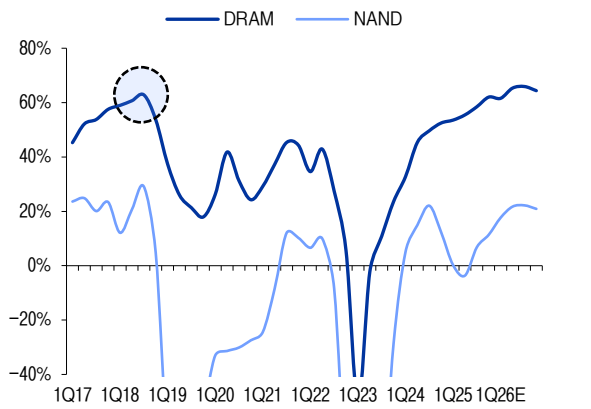
2018년도 상승 사이클 당시 HBM이 없었음에도 DRAM 사업부의 OPM은 삼성전자 74%, SK하이닉스 63%까지 기록한 경험이 있다. 금번 Cycle에서도 고부가가치 DRAM이 HBM에 대한 수익성(OPM 60~65%)을 상회할 것으로 예상됨에 따라 IDM업체들은 무리해서 높은 Capex를 집행해서 HBM 사업을 적극적으로 영위할 요인이 축소되고 있다. 이에 따라 기업별 전략 차별화가 이루어지고 있다.

그림49 삼성전자 메모리 OPM 추이



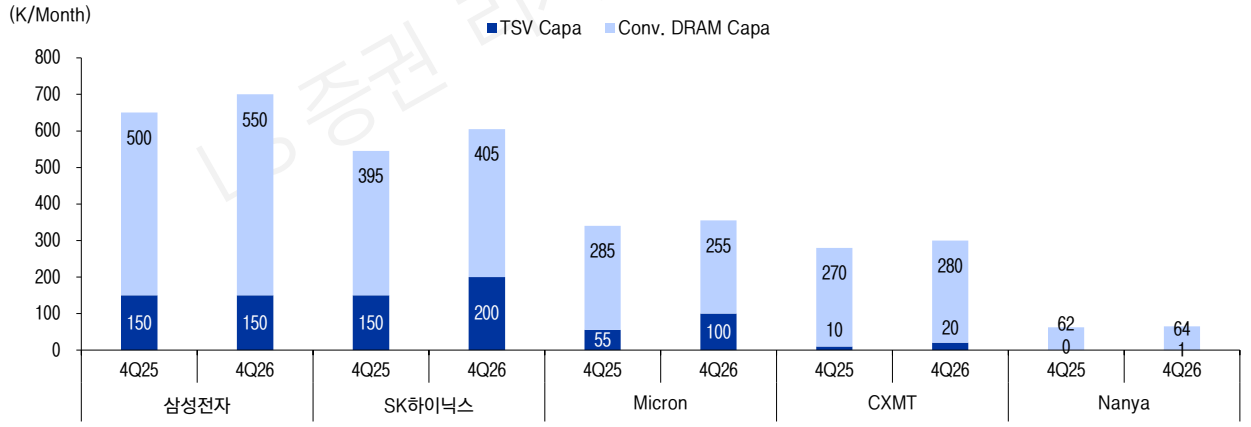
자료: LS증권 리서치센터

그림50 SK 하이닉스 메모리 OPM 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림51 DRAM 및 TSV Capa 전망



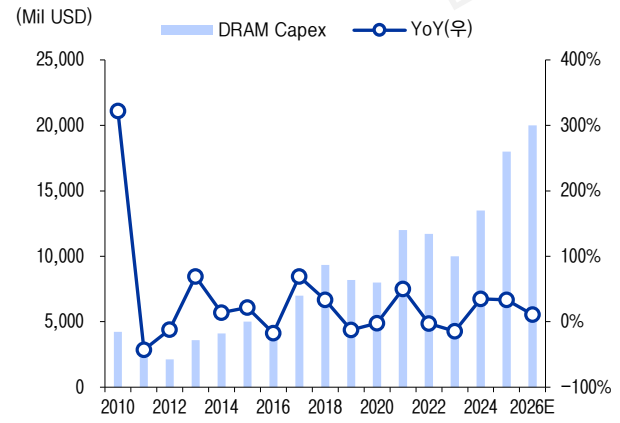
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

삼성전자→수익성 극대화 전략: 고부가가치 DRAM의 수익성이 HBM을 상회함에 따라 삼성전자는 더 이상 HBM 점유율 확대에 대한 의지가 크지 않은 상황이다. 따라서 차세대 제품인 HBM4와 고수익성 DRAM에만 집중함에 따라 보수적인 HBM Capa 증설(4Q25 150K/m→4Q26 150K/m)만이 이루어질 것으로 예상한다.

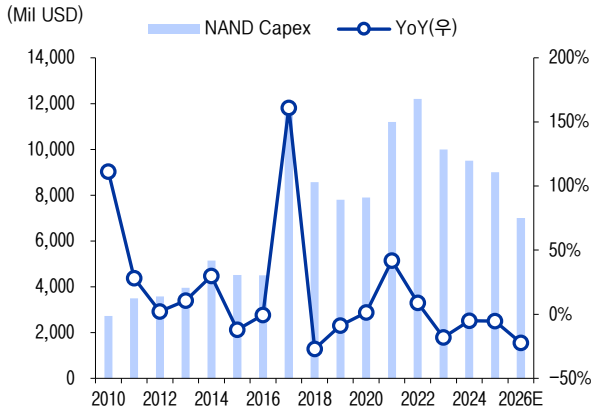
SK하이닉스→엔비디아&HBM 우선 전략: SK하이닉스는 여전히 HBM과 엔비디아에 집중하고 있는 것으로 파악된다. Cycle 산업인 Conventional DRAM의 일시적인 수익성을 위해 주요 HBM 파트너인 엔비디아향 물량을 축소하기 어렵기 때문이다. 따라서 HBM 증설과 함께(4Q25 150K/m→4Q26 200K/m) Conventional DRAM 상승에 대한 레버리지 효과는 삼성전자 대비 약할 것으로 예상된다. 하지만 DRAM 상세로 HBM 협상의 우위를 점하며 2026년 연간 물량 및 수익성을 보존 받을 수 있는 계기로 작용하였다.

그림52 **삼성전자 DRAM Capex 추이 및 전망**



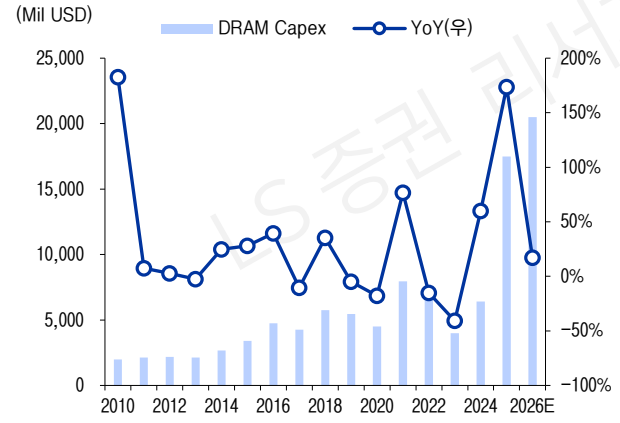
자료: Trendforce LS증권 리서치센터

그림53 **삼성전자 NAND Capex 추이 및 전망**



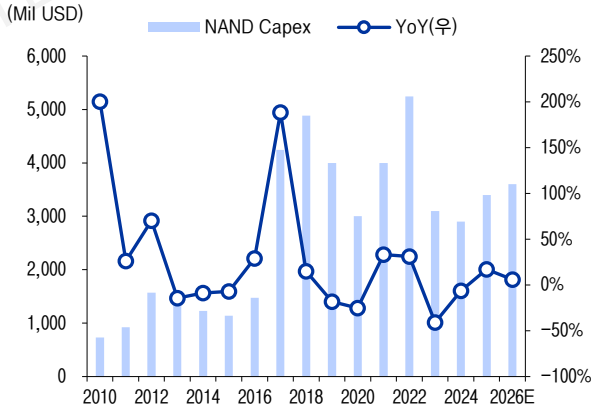
자료: Trendforce LS증권 리서치센터

그림54 **SK 하이닉스 DRAM Capex 추이 및 전망**



자료: Trendforce LS증권 리서치센터

그림55 **SK 하이닉스 NAND Capex 추이 및 전망**



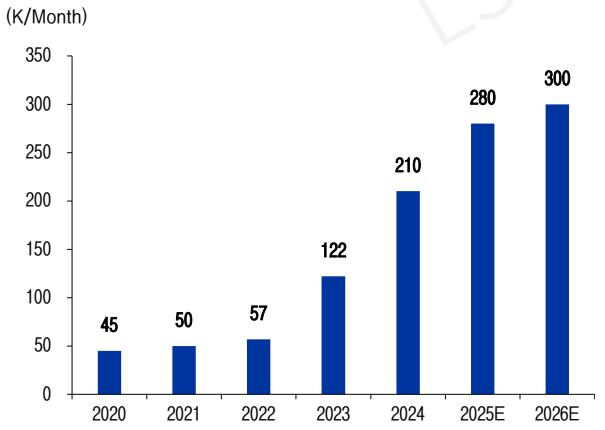
자료: Trendforce LS증권 리서치센터

P Cycle 속 소외 받는 소부장, 하지만 결국 Capex 상향 모멘텀 올 것

최근 반도체 업종은 삼성전자, SK하이닉스 대형주의 랠리가 지속되고 있으며, 소부장 업체들은 상대적으로 소외를 받고 있다. 이는 IDM 업체들의 Capex Discipline 속에서 제한된 투자가 이루어지며 Q보다는 P 중심의 메모리 상승 Cycle이 예상되기 때문이다.

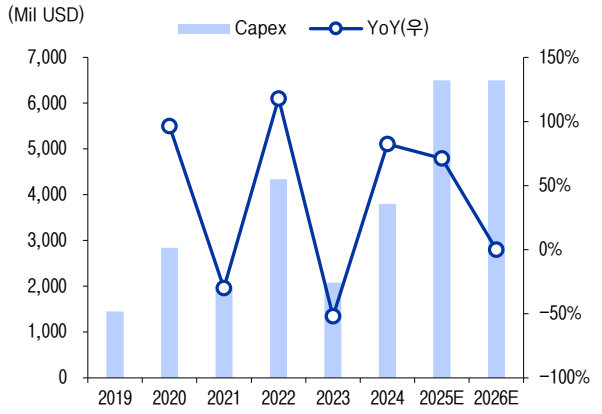
하지만 당사는 소부장 업체들의 모멘텀이 증대되는 Capex 상향 Cycle이 나올 것이며 촉매제는 중국 CXMT가 될 것으로 전망한다. 현 Cycle에서 IDM 업체들이 낙관적인 DRAM 가격 전망과 보수적인 Capex 기조를 유지할 수 있는 가장 큰 요인은 CXMT의 DRAM Capa가 4Q25 280K/m→4Q26 300K/m으로 증설이 제한적이기 때문이다. Capa 증설 제한의 주요 요인은 장비에 대한 미국의 수출 규제 강화로 파악된다.

그림56 CXMT Capa 추이 및 전망



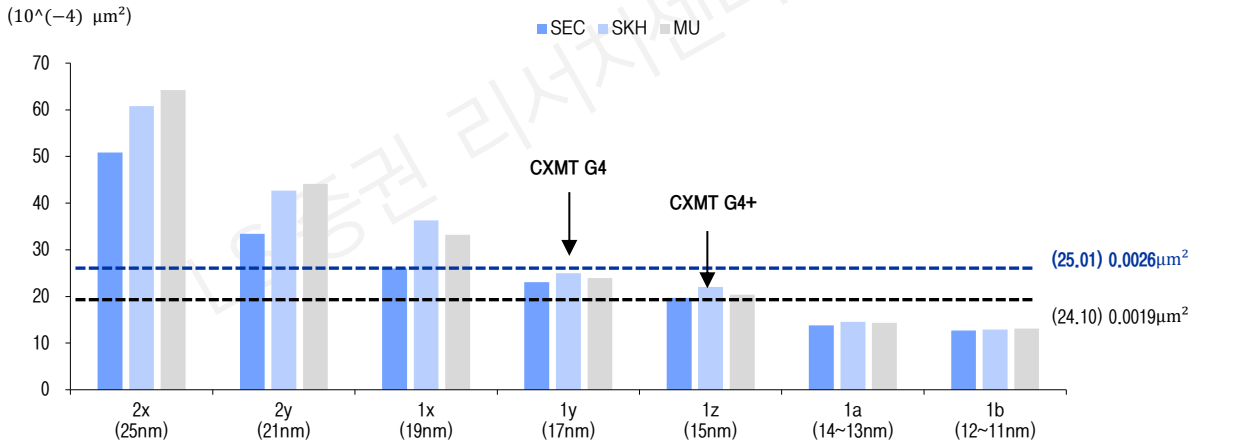
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림57 CXMT Capex 추이 및 전망



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림58 중국 DRAM 수출 규제 내역

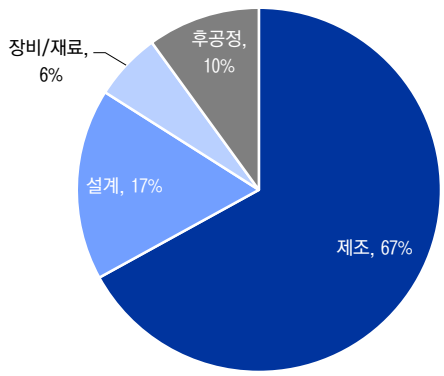


자료: LS증권 리서치센터

미국은 중국에 대한 수출 규제 강화를 위해 2025년 1월부터 HBM2 이상 제품의 직수출을 규제하였다. 또한 DRAM 장비 수출 규제 요건도 2024년 10월 → 2025년 1월 기준으로 Cell Area 0.0019㎛² 이하 → 0.0026㎛² 이하 혹은 Bit Density 0.288Gb/mm²이상 → 0.2Gb/mm²으로 강화하였다. 따라서 CXMT는 최신 공정인 G4+(1Znm)이상의 DRAM 장비를 더 이상 합법적인 방식을 통해 수입이 불가능해졌다.

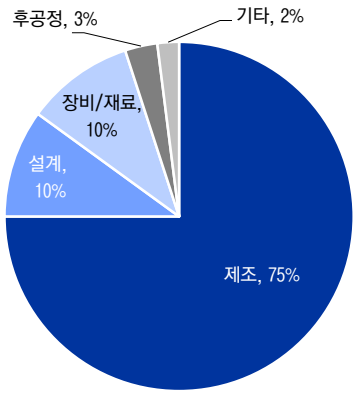
하지만 중국도 이를 인지하고 있으며, 제3기 투자 기금은 기존 생산 설비보다 나우라, Piotech, AMEC 등 장비사 들에게 집중되고 있다. 따라서 2026년 동안 중국이 장비 내재화에 성공한다면, 2027년 CXMT의 신규 상하이 Fab과 함께 증설이 재개될 것이다. 또한 NAND제조 업체인 YMTC는 HBM 사업 진출을 위해 노력 중인 것으로 파악된다. 결국 중국 업체들의 DRAM 사업 진출과 Capa 증설이 재개된다면, 삼성전자와 SK하이닉스도 점유율 방어를 위해 Capex 상향이 필수적일 것으로 전망한다.

그림59 **제 1 기 반도체 분야별 투자기금**



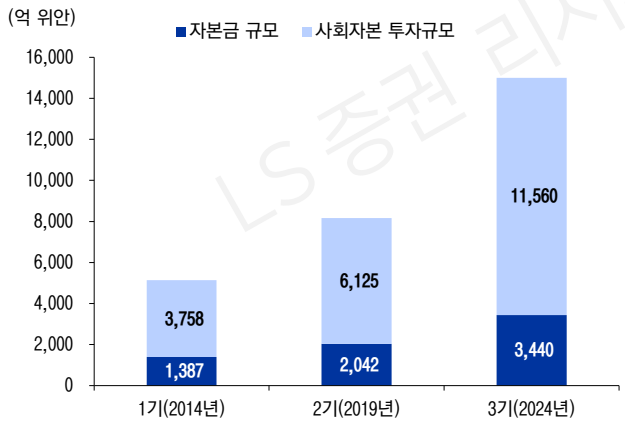
자료: LS증권 리서치센터

그림60 **제 2 기 반도체 분야별 투자기금**



자료: LS증권 리서치센터

그림61 **반도체 투자기금 규모 추이**



자료: LS증권 리서치센터

표18 **제 3 기 반도체 투자 기금 주요 용처**

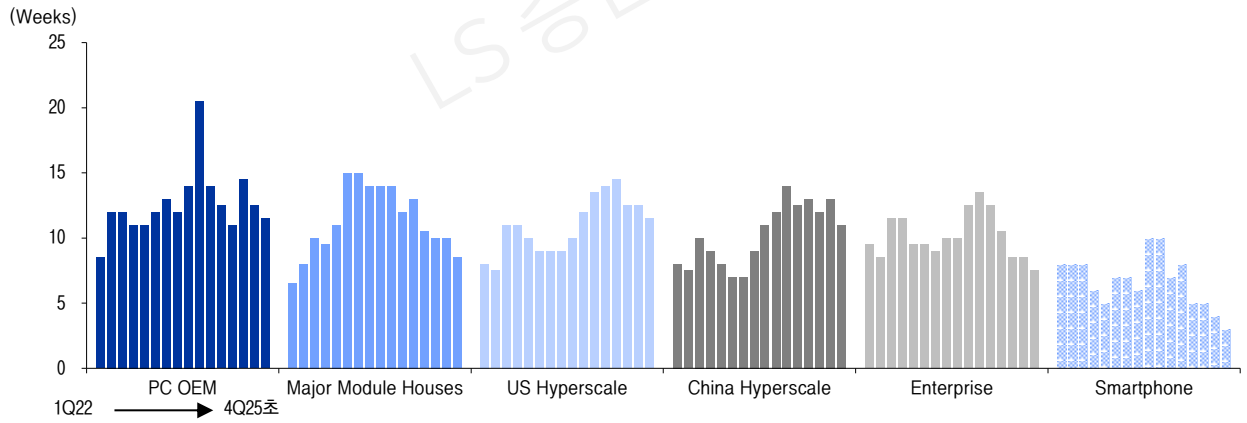
분야	주요 내용
핵심 장비 및 소재	서방이 규제하는 노광, 식각 장비와 PR 등 포함
고급 패키징	SMIC 및 YMTC 와 같은 회사에 대한 지연 지속
AI Chip	GPU, HBM 등 컴퓨팅 파워 관련 분야 중심.

자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

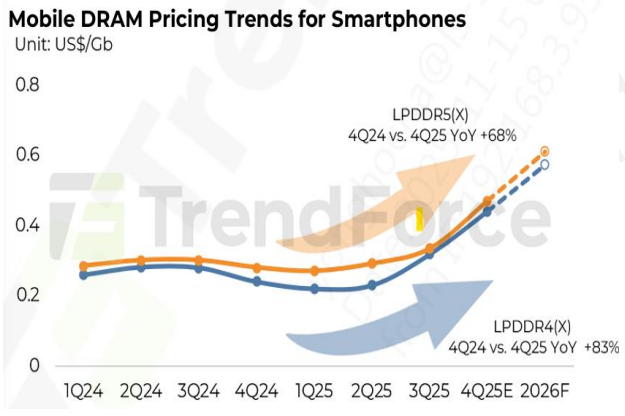
다만, 메모리 가격 급등은 B2C 수요 약세로 이어지며 Trendforce는 2026년 Set 출하량 전망치를 Smartphone은 +0.1%YoY→-2.0%YoY, NoteBook은 +1.7%YoY→-2.4%YoY로 크게 하향 조정하였다. 메모리 비용 상승 속에서 수익성 유지를 위해서는 Set 업체들의 제품 가격 인상이 필요하지만, 최근 소비 여력이 좋지 않아 가격 전가에 어려움을 겪을 것으로 예상된다. B2B 수요는 강할 때 장기간의 계약과 중복 주문이 쏟아지며 강한 가격 상승 요인으로 작용한다. 하지만 빅테크 업체들의 재고 확보가 어느 정도 이루어진다면, B2B 수요는 선형적 감소가 아닌 오더컷의 형태인 절벽으로 감소하기 때문에 추후 완충 역할을 해줄 B2C 수요가 약하다는 것은 아쉬운 점이다. 다만, 메모리 가격 상승 Cycle 초기인만큼 아직은 크게 우려할 요인은 아니라고 판단한다.

그림62 **DRAM 구매 업체들 재고 추이**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림63 **LPDDR 가격 추이 및 전망**



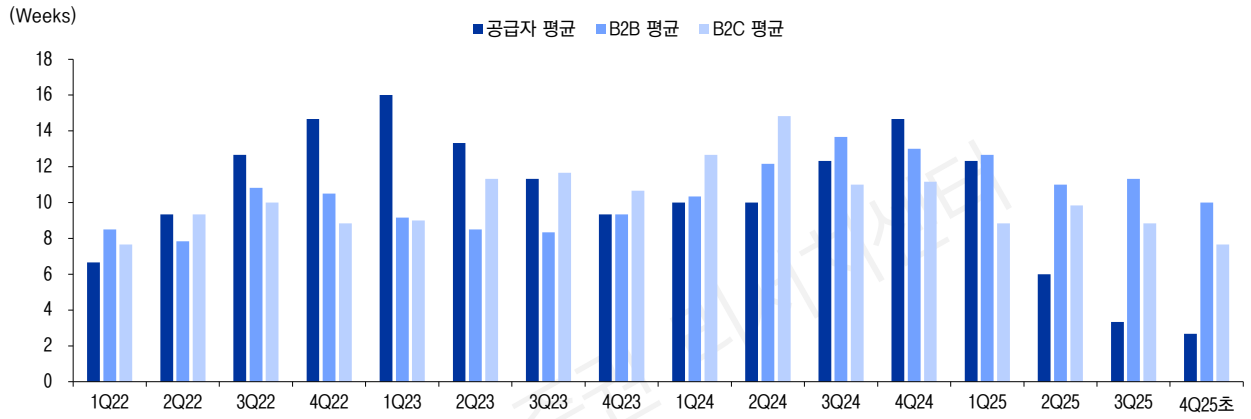
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

표19 **Trendforce Set 출하량 전망치 조정 내역**

(단위: Mil Pcs)		2025		2026	
		수정	이전	수정	이전
스마트폰	생산량	1,243	1,229	1,218	1,230
	YoY	1.60%	0.50%	-2.00%	0.10%
노트북	생산량	182.8	180.0	178.5	183.0
	YoY	3.60%	3.50%	-2.40%	1.70%

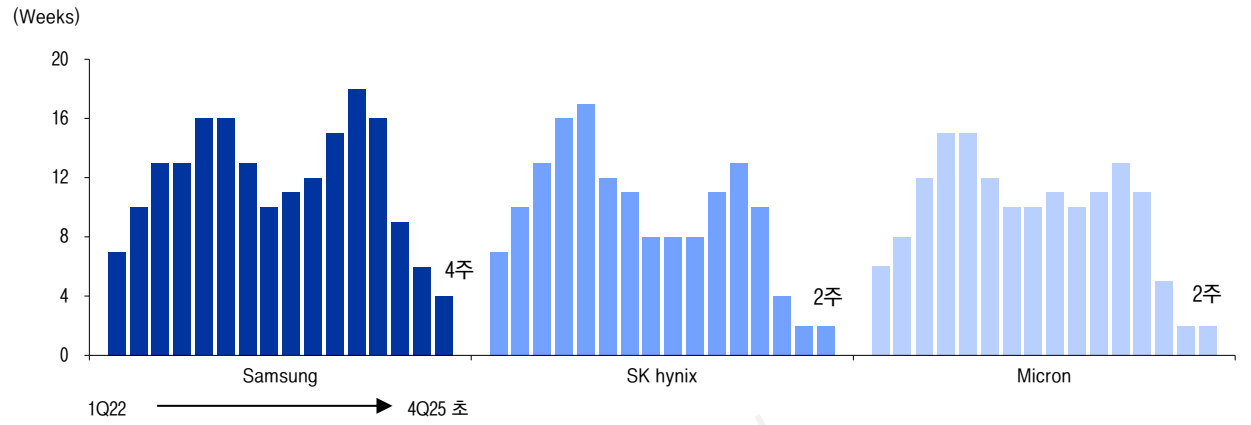
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림64 DRAM 재고 추이



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림65 DRAM 공급자들 재고 추이



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

표20 Smartphone BoM Cost 상승 변화

	High-End	Mid-Range	Low-End
BOM cost	US$450+	US$250~350	US$80~150
Memory Specifications	12~16GB 512GB~1TB	8~12GB 256~512GB	4~8GB 64~256GB
DRAM+NAND BOM % in 4Q24	10~13%	10~13%	12~15%
DRAM+NAND BOM % in 4Q25	15~20%	15~20%	20~25%

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

표21 NB BoM Cost 상승 변화

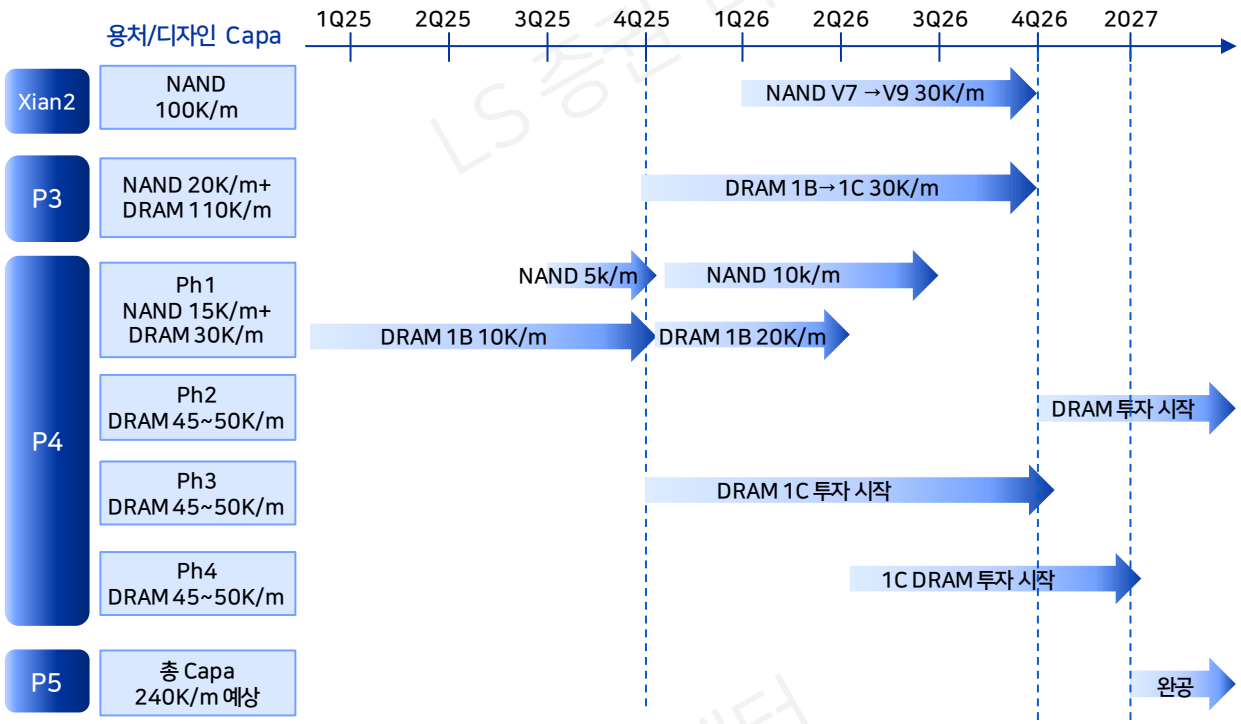
	High-End	Mid-Range	Low-End
MSRP	$1,500	$900	$500
Specifications	32GB / 1TB	16GB / 512GB	8GB / 256GB
BOM Cost Increase (1Q25 vs. 3Q26)	$116	$71	$36
BOM Cost Increase (1Q25 vs. 3Q26)	12%	12%	10%
DRAM+SSD BOM % in 3Q26	23%	21%	20%

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

소부장: 삼성전자 전공정 장비, NAND 부품 및 극저온 칠러 업체 선호

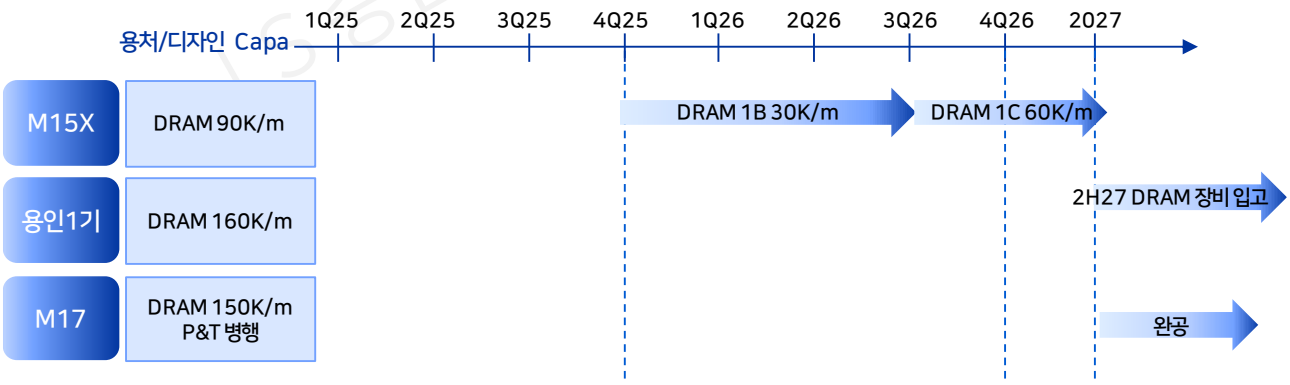
2027년부터 시작될 본격적인 Capa 증설을 위해 IDM기업들은 유연한 증설이 가능한 '퍼스트 쉘'전략을 취하고 있다. **대형주 Overweight 의견을 유지**하며, 증설 Capa에 여유가 있고 Conventional DRAM 집중하고 있는 **삼성전자 전공정 장비(원익IPS, 유진테크, 이오테크닉스), 인프라(유니셈, GST)**과 NAND 전환 투자에 따른 **부품(티씨케이, 하나머티리얼즈) 및 극저온 식각 장비 칠러(유니셈, GST) 업체를 선호**한다.

그림66 **삼성전자 주요 Fab 일정**



자료: LS증권 리서치센터

그림67 **SK 하이닉스 주요 Fab 일정**



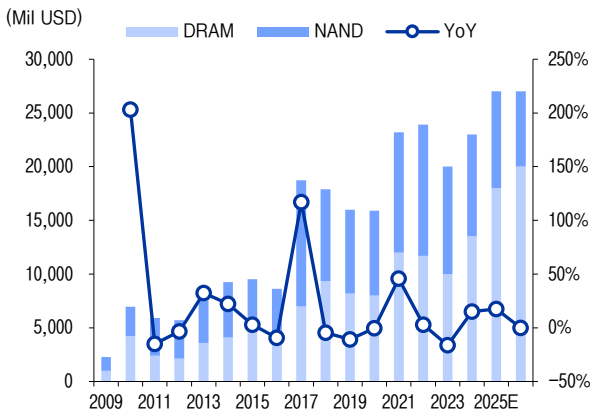
자료: LS증권 리서치센터

삼성전자: 현재 P4의 Ph1 NAND 15K/m+DRAM 1B 30K/m와 Ph3 DRAM 1C 45~50K/m 투자를 함께 진행 중이며 이후 (2Q26) Ph4 DRAM 1Cnm 45~50K/m → (4Q26) Ph2 DRAM 1Cnm 45~50K/m → (2H27) P5로 예정되었다. 다만, 기존 파운드리용이었던 Ph2를 DRAM용으로 변환 이후 장비 발주를 서두르기보다는 P5 완공에 집중하며 유연한 Capa 증설분을 확보하기위해 노력하고 있다

SK하이닉스: 현재 투자 중인 M15X가 4Q26까지 40K/m의 투자를 계획 중이지만, 디자인 Capa가 90K/m로 추정되어 투자를 앞당긴다면 증설 규모 확대가 가능하다. 하지만 M15X의 라인을 모두 채울 경우 다음 여유 Capa 증설이 (2H27) 용인 클러스터와 M17으로 공백이 발생하기 때문에 유연한 계획이 어려워진다.

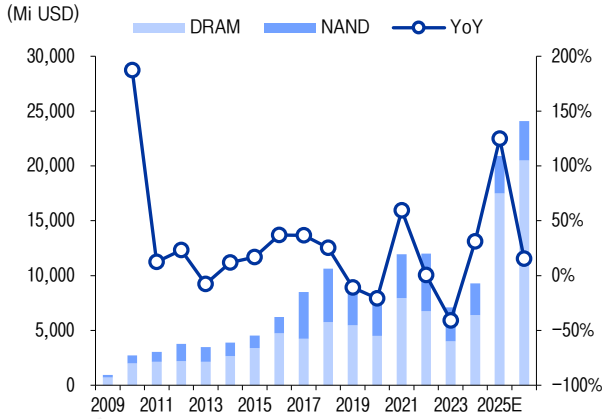
NAND산업: 삼성전자의 QLC 비중 확대를 위한 V9 신규 및 전환 투자가 예상된다. P4 Ph1에는 15K/m의 투자와 함께 Xian2 라인의 V7→V9 전환 투자 50K/m를 전망한다.

그림68 **삼성전자 메모리 Capex 추이 및 전망**



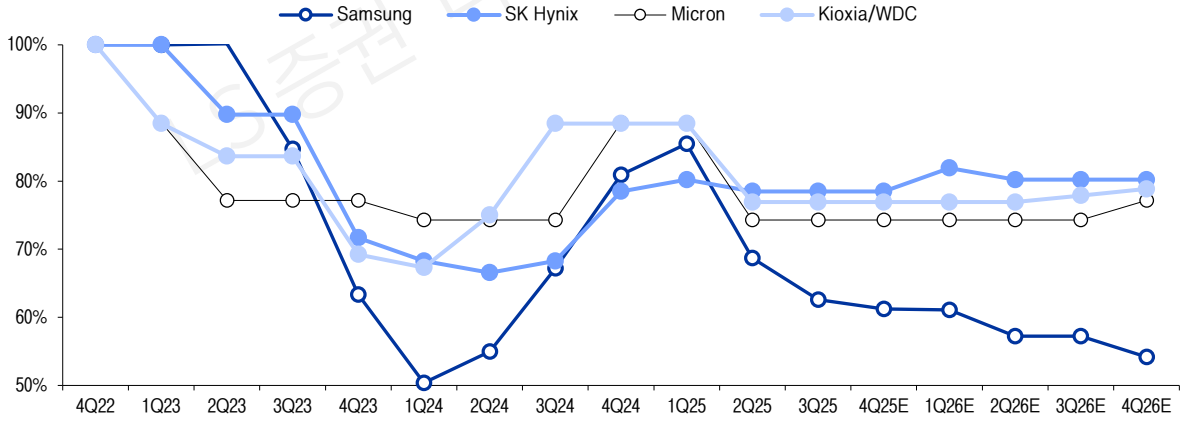
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림69 **SK 하이닉스 메모리 Capex 추이 및 전망**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림70 **NAND 가동률 추이 및 전망**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터 / 주: 최대 Capa=100% 기준

LS증권 리서치센터

표22 DRAM 공급 업체별 신규 Fab 현황

회사	신규 팹	위치	현황
삼성전자	P4L	한국	• DRAM 클린룸은 2026 년 초 양산 시작 예정이며, 최대 생산 능력(CAPA)은 120~130K 수준. • 또한, 당초 NAND 플래시용으로 계획되었던 클린룸도 DRAM 생산에 활용되어 전체 생산 능력이 추가로 증가할 예정.
	P5L	한국	• 삼성 내부는 P5L 팹 건설 재개를 결정함. 총 계획 생산 능력은 200~250K 이며 대부분 DRAM 에 할당될 예정. • 시설은 2027 년 말까지 완공 및 장비 반입이 시작될 것으로 예상되며, 빠르면 2028 년 중반에 초기 웨이퍼 투입이 가능할 것으로 보임.
SK 하이닉스	M15X	한국	• 장비 반입이 시작되었으며, 양산은 2026 년 1 분기 시작 예정. 주로 HBM4 에 집중. • 생산 능력은 풀 가동 시 100~120K 까지 확대될 것으로 예상됨.
	용인	한국	• 1 단계는 2025 년 착공하여 2027 년 2 분기 완공 예정. • 2027 년 말쯤 생산량에 일부 기여할 가능성이 높음.
마이크론	ID1	미국	• 아이다호주 보이시(Boise)의 R&D 센터 인근에 위치. • 2024 년 착공했으며, 2027 년 상반기에 웨이퍼 투입(가동)을 시작할 것으로 예상됨.
	ID2	미국	• 1 단계 팹 완료 후 2 단계 팹 건설을 시작할 예정이며, 뉴욕(N.Y.) 팹보다 일찍 양산에 들어갈 예정.
	N.Y. Fab	미국	• 부지 준비 단계이며, 착공 과정은 2025 년 말로 계획됨. • 2030 년 이전에 양산 단계에 진입할 것으로 예상됨.
	히로시마 신규 팹	일본	• 2026 년 착공 예정. HBM 관련 생산에 사용될 예정.

자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

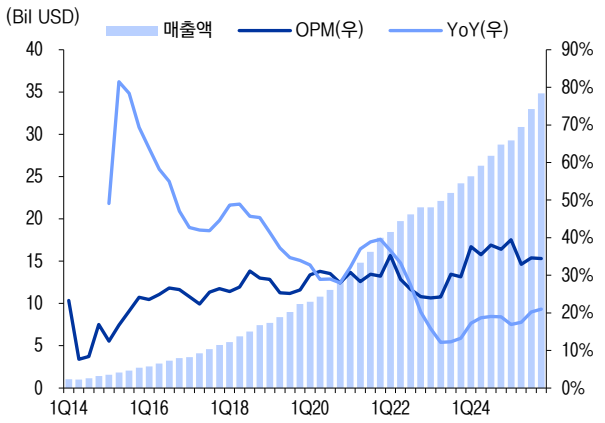
LS 증권 리서치센터

Beyond the Bubble

빅테크 업체들에 대한 걱정은 전무

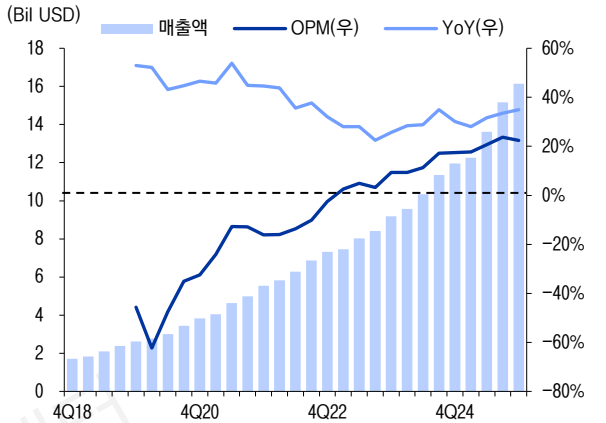
빅테크 업체들 관련 AI 버블 우려는 크게 2가지로 ①예상 대비 AI를 통한 수익성 창출이 늦어지고 있다는 점과, ②Capex 규모가 빅테크 업체들에게 감당할 수준이 못되어 부채 발행하기 시작했다는 점이다. 하지만 이는 모두 크게 우려할 부분이 아니라 판단된다. 구글은 과거 클라우드 시장에 2008년 4월 진출 이후 15년의 세월이 지나 1Q23부터 흑자전환을 하였다. 또한 빅테크 업체들은 클라우드 인프라 투자 이후 풍부한 현금흐름을 통해 기초체력을 키워온만큼 현재 Capex 강도는 충분히 감당한 수준이라 판단된다. 빅테크 업체들의 부채 발행은 투자 여력 부족보다는 일부 레버리지 투자를 섞기 위한 전략적 선택으로 해석하는 것이 올바를 것이다.

그림71 AWS 사업부 실적



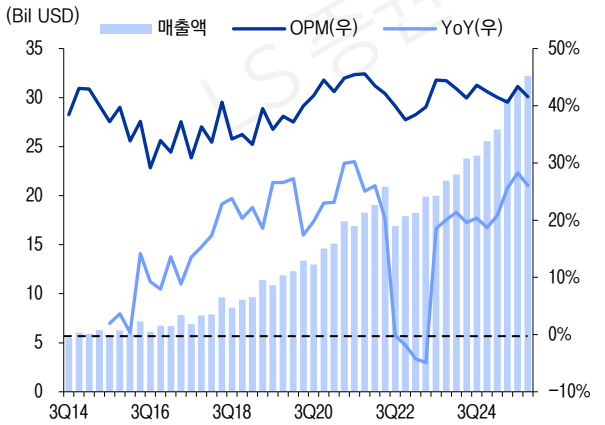
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림72 Google Cloud 사업부 실적



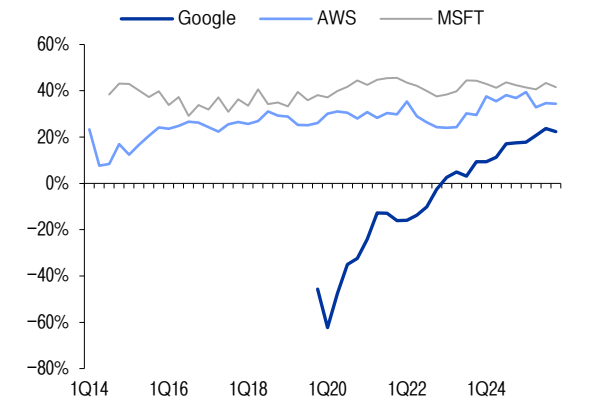
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림73 Microsoft Intelligent Cloud 사업부 실적



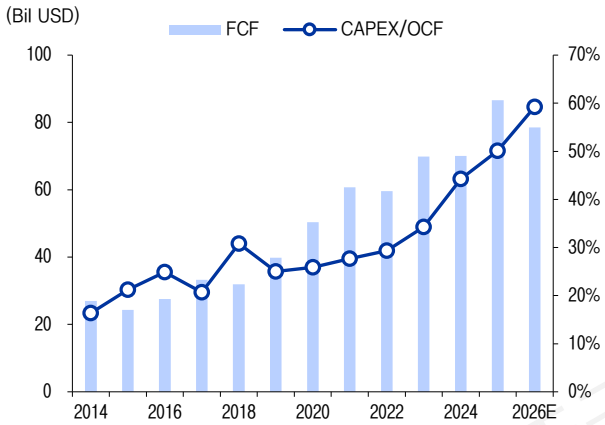
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 /주: Microsoft는 Azure 별도 미공개

그림74 빅테크 업체별 Cloud 사업부 OPM



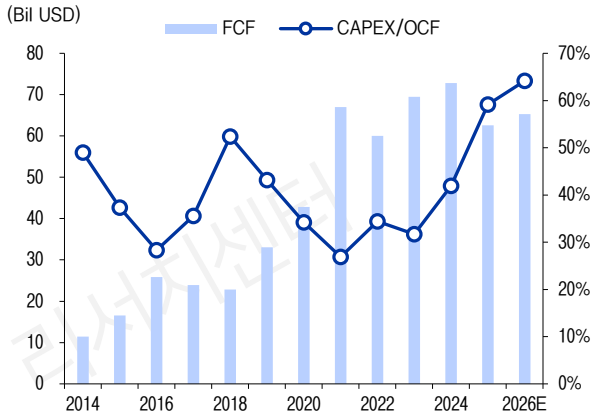
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림75 Microsoft FCF 및 Capex/OCF



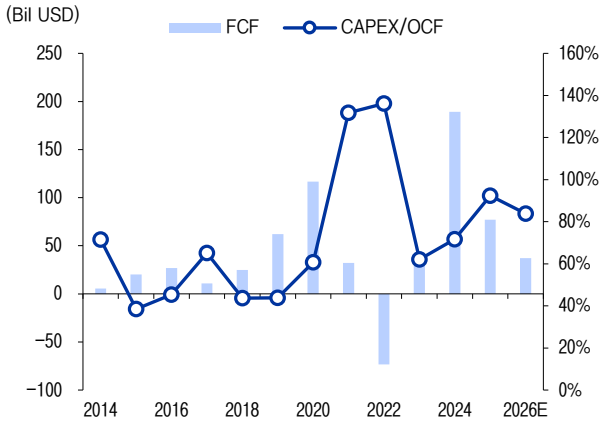
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림76 Google FCF 및 Capex/OCF



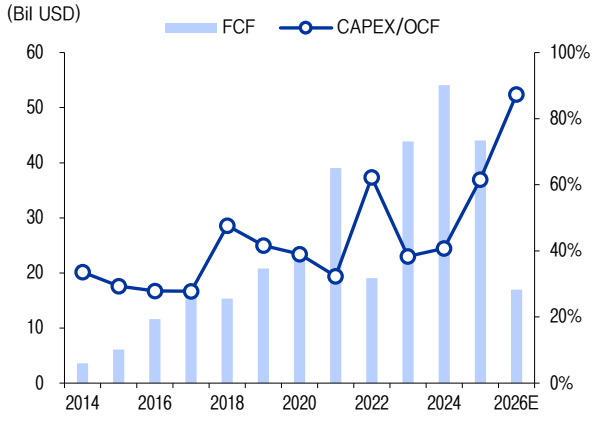
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림77 Amazon FCF 및 Capex/OCF



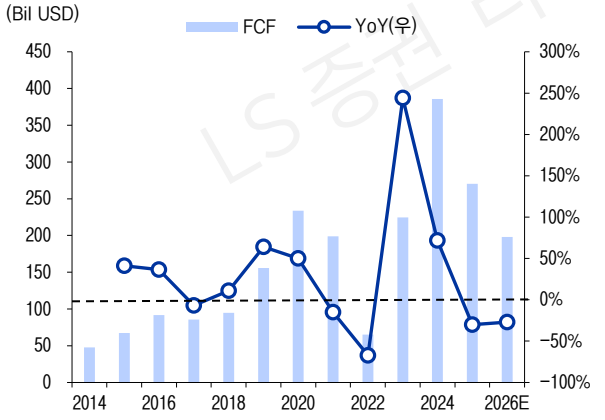
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림78 Meta FCF 및 Capex/OCF



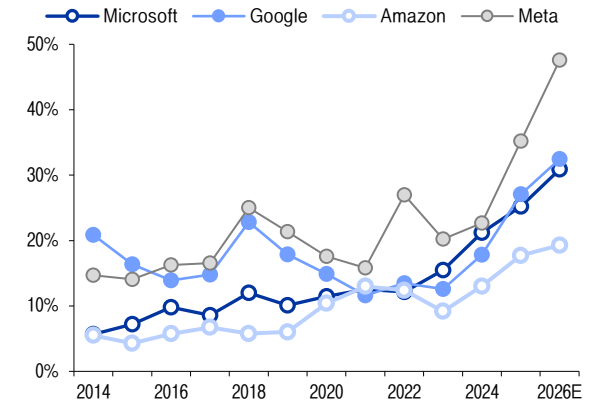
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림79 빅테크 합산 FCF



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림80 업체별 Capex/Sales



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

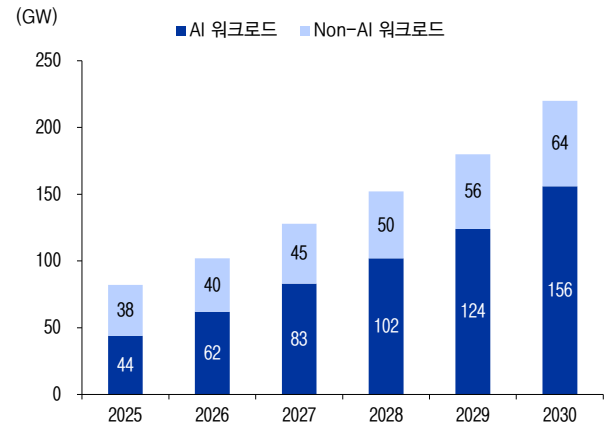
LS 증권 리서치센터

과열을 막아주는 요인 ①: 전력과 Powershell

AI산업에 대한 투자 과열을 제어하는 요인들도 존재하며, 그중 하나는 전력과 Powershell 이다. AI Chip의 성능 향상과 Rack 당 전력 밀도 증가로 인해, McKinsey에 따르면 AI 워크로드에 대한 전력 수요는 2025년 44GW에서 2030년 156GW로 급격히 증가할 전망이다. 하지만 미국의 노후화된 전력망 시스템과 파편화된 체계로 인해 기업들은 필요한 만큼의 전력 조달에 어려움을 겪고 있다.

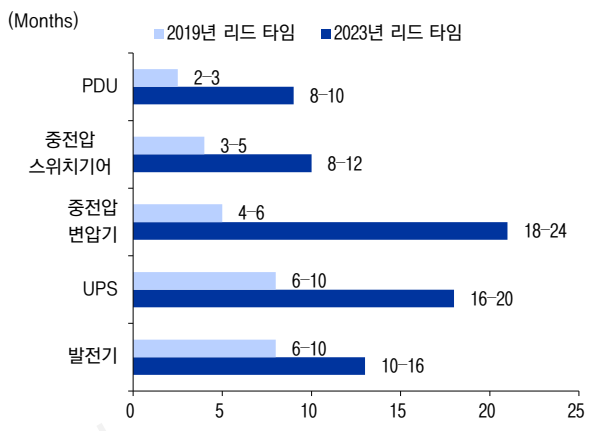
필요한 전력뿐만 아니라 요구되는 전력 기기의 사양도 고도화되며 리드타임이 크게 늘어나고 있다. Coreweave는 최근 실적 발표에서 전력이 충분함에도 Powershell을 확보하지 못하여, 매출 인식이 이연되었다고 발표하기도 하였다. 이러한 전력 공급난 심화로 인해 기업들의 AI Capa는 전력 확보 능력과 직결되어 Time to Power의 역량이 중요해지고 있다. 자본만으로는 해결하기 어려운 전력 조달은 AI산업의 투자 과열을 막아주는 요인으로 작용하고 있다.

그림81 **글로벌 데이터센터 전력 소모량 전망치**



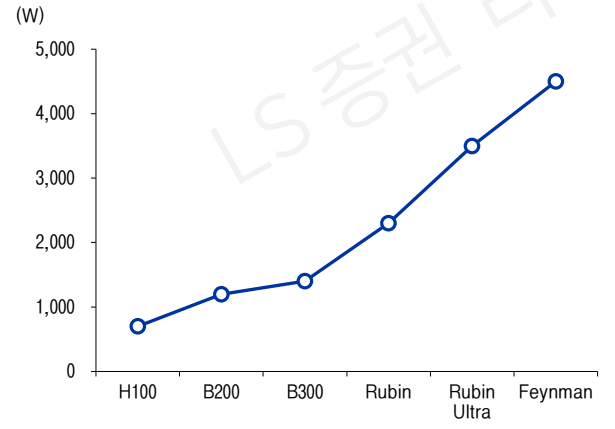
자료: McKinsey, LS증권 리서치센터

그림82 **주요 데이터센터 전력기기 리드타임 변화**



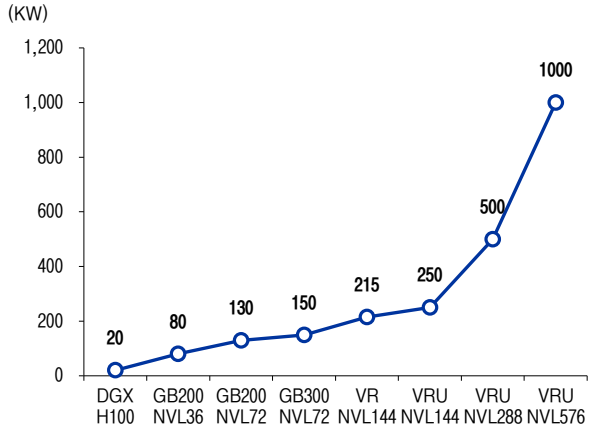
자료: McKinsey, LS증권 리서치센터

그림83 **Chip 당 전력 소모량**



자료: LS증권 리서치센터

그림84 **Rack 당 전력 소모량**



자료: LS증권 리서치센터

과열을 막아주는 요인들 ②: Late Mover, 사티아 나델라

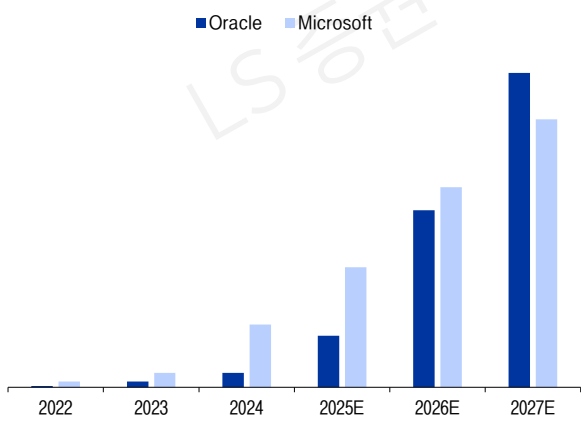
빅테크 업체들 중 가장 신중한 투자 기조를 보이는 곳은 Microsoft다. 이는 지난 11월 13일 공개된 팟캐스트에서 CEO 사티아 나델라의 발언을 통해 재확인할 수 있다. 사티아 나델라는 그동안 B2B 시장 내 완전한 독점은 어렵다는 점을 들어, 인프라 투자에 있어 '후발주자의 이점(Late-mover advantage)'을 활용하겠다고 강조해 왔다. 이번 인터뷰에서는 고객사와 투자의 리스크 분산과 롱 테일(Long Tail) 비즈니스를 강조했다.

실제로 마이크로소프트는 2H24로 계획되어 있던 데이터센터 임대 계약을 일부 취소하며 투자 속도 조절에 나섰다. 이에 SemiAnalysis는 마이크로소프트의 2027년 자체 전력 확보량(Capa) 추정치를 기존 12,467MW에서 9,379MW로 약 25% 하향 조정했다. 이는 나델라 CEO가 강조하는 '분산'을 위한 실질적인 조치로 해석된다. 엔비디아의 AI 반도체 출시 주기가 1년 단위로 단축됨에 따라, 마이크로소프트는 특정 세대 제품군을 과도하게 보유하는 것을 지양하고 있다. 칩셋이 Blackwell → Rubin → Rubin Ultra로 빠르게 진화하면서, 이에 필요한 냉각 및 전력 인프라 규격 또한 급격히 변하기 때문이다.

또한 마이크로소프트는 OpenAI와의 대규모 계약에 대한 우선권을 보유했음에도 불구하고, 이를 전략적으로 Oracle에 이관했다. 그 결과 2027년에는 Oracle의 GPU 전력 Capa가 마이크로소프트를 상회할 것으로 전망된다. 이는 OpenAI라는 단일 고객사가 자사 RPO(잔여 이행 의무)에서 차지하는 비중이 지나치게 비대해지는 리스크를 피하기 위함이다. 실제로 Oracle은 FY1Q26 실적 발표에서 RPO가 전년 대비 4배 이상 폭증했다고 밝히며 주가가 급등했으나, 증가분의 90% 이상이 OpenAI 계약에서 기인한 것으로 드러나며 매출 편중 리스크가 크다는 평가를 받고 있다.

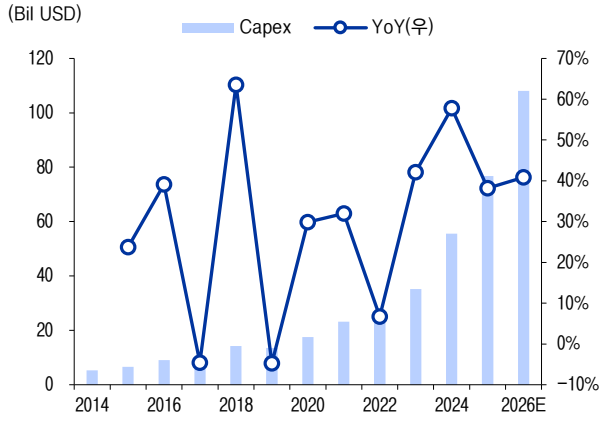
결과적으로 마이크로소프트는 프론티어 AI 모델 경쟁 자체보다는, 이를 활용하는 기업 고객을 넓히는 '롱 테일 비즈니스'와 'Azure AI Foundry' 서비스에 집중할 것임을 명확히 했다. 다만 주목할 점은, 이러한 분산 투자와 속도 조절 기조에도 불구하고 Microsoft의 CY2026 Capex는 +41%YoY 증가할 것으로 예상된다는 것이다. 이는 AI 인프라 투자 사이클이 아직 정점에 도달하지 않았음을 시사한다.

그림85 **GPU 전력 Capa 추이 및 전망**



자료: SemiAnalysis, LS증권 리서치센터

그림86 **마이크로소프트 Capex 추이 및 전망**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

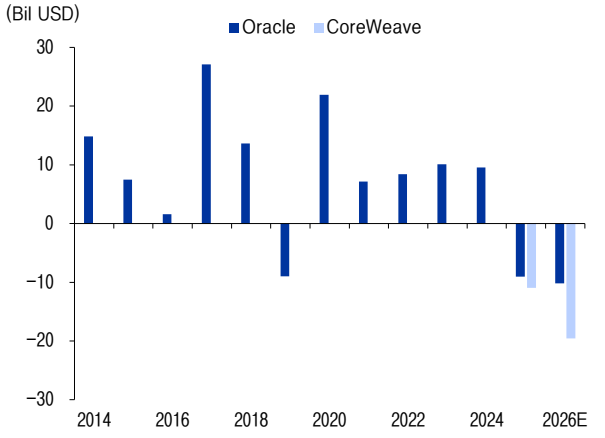
취약한 고리는 네오클라우드

네오클라우드 업체들의 급부상과 위기

AI 산업의 진정한 리스크는 네오클라우드 진영의 구조적 취약성에 있다. 대부분 신생 기업인 이들은 빅테크 대비 재무적 기초 체력이 현저히 부족함에도 불구하고, 보유한 AI 칩과 공급 계약을 담보로 자금을 조달하는 레버리지 구조에 의존하고 있다. 최근 Oracle과 Coreweave의 CDS 프리미엄 급등은 이러한 재무 건전성에 대한 시장의 강한 우려를 방증한다.

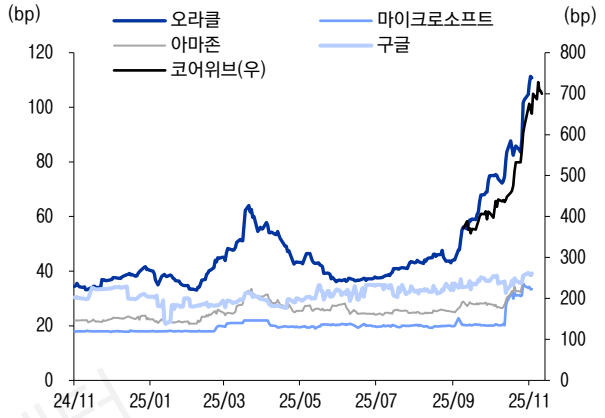
문제는 이들의 리스크가 커지는 동시에 시장 내 비중 또한 급격히 확대되고 있다는 점이다. 빅테크 대비 네오클라우드업체들의 Capex 비중은 2025년 13%→2026년 16%로 증가할 전망이며, 엔비디아 Rack 수요 비중 역시 2025년 30%(Oracle 23%, CoreWeave 7%)→2026년 34%(Oracle 25%, CoreWeave 9%)로 확대되어, 이제는 AI 인프라 시장의 무시할 수 없는 핵심 축으로 자리 잡았다.

그림87 Oracle과 Coreweave FCF 추이 및 전망



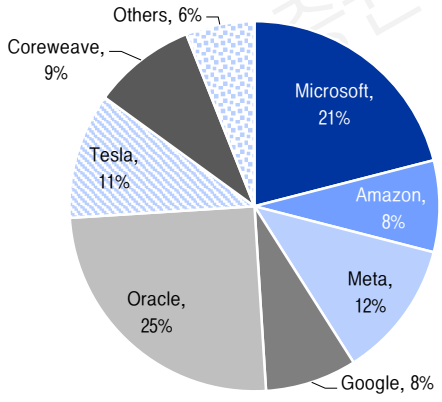
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림88 빅테크와 네오클라우드 5yr CDS Premium 추이



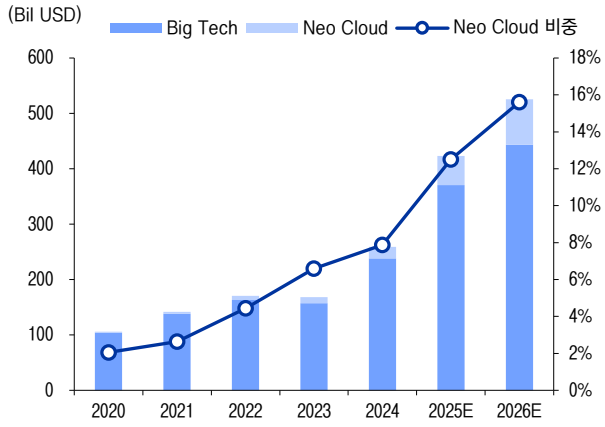
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림89 2026년 Nvidia Rack 수요 비중 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림90 Neo Cloud Capex 비중 추이 및 전망



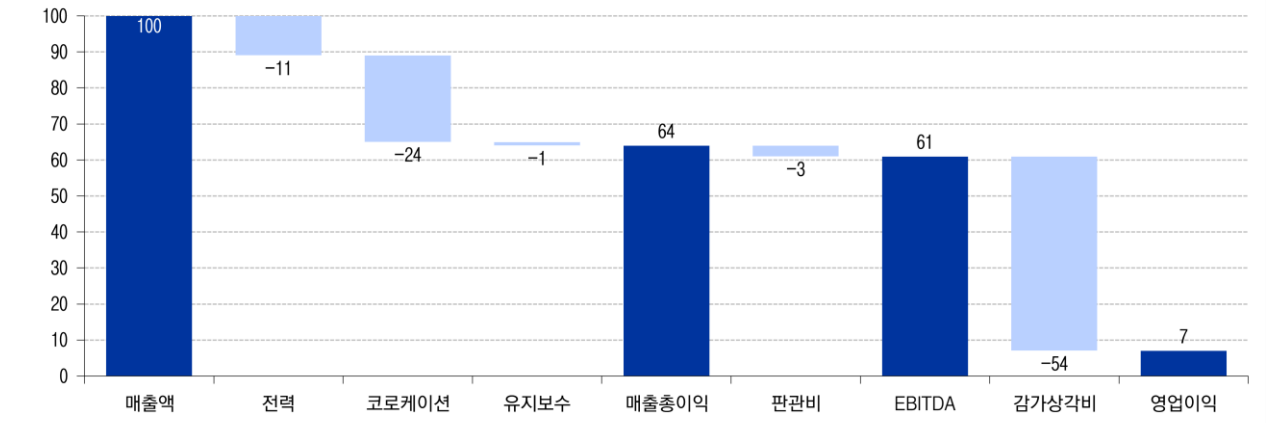
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

네오클라우드의 취약한 사업 구조

네오클라우드의 위기는 자본 집약적임에도 불구하고 경제적 해자가 낮은 사업 구조에서 비롯된다. 대부분의 네오클라우드 업체들은 단순히 Colocation 혹은 GPU 컴퓨팅을 제공하는 베어메탈(Bare Metal) 사업 구조에 의존하고 있어 진입 장벽이 낮다. 현재는 AI Chip 공급 부족으로 수익성을 유지하고 있으나, 향후 공급이 안정되어 GPU 서비스 가격이 하락한다면 높은 고정비 구조로 인해 수익성이 급격히 악화될 수 있다. 최근 Oracle이 AI 인프라 사업의 GPM을 기존 클라우드 대비 낮은 30~40% 수준으로 공개한 점은 이러한 우려를 심화시킨다.

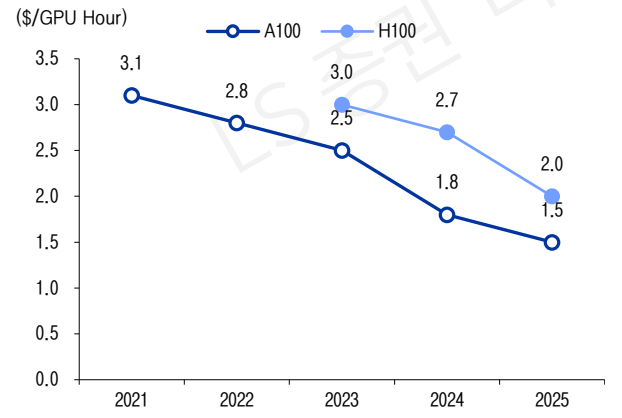
이를 타개하기 위해 ①산업 구조 조정을 통한 소수 업체로의 시장 재편이나, ②단순 인프라 제공을 넘어 SW를 결합한 차별화가 필요하다. 하지만 SW 비중을 높일수록 이미 강력한 생태계를 구축한 하이퍼스케일러들과 직접 경쟁해야 하며, 이들과의 경쟁에서 우위를 점하기 어렵다는 근본적인 딜레마가 존재한다.

그림91 **네오클라우드 수익 구조**



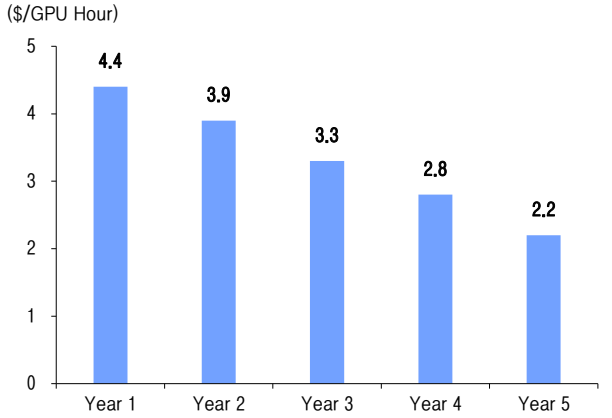
자료: McKisney, LS증권 리서치센터

그림92 **A100 및 H100 On Demand 가격 추이**



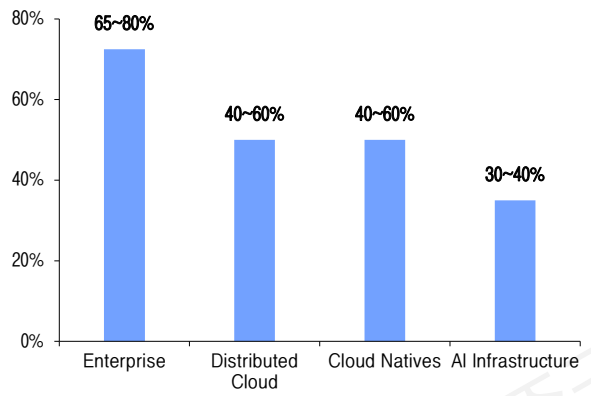
자료: McKisney, LS증권 리서치센터

그림93 **B200 On-Demand 예상 가격**



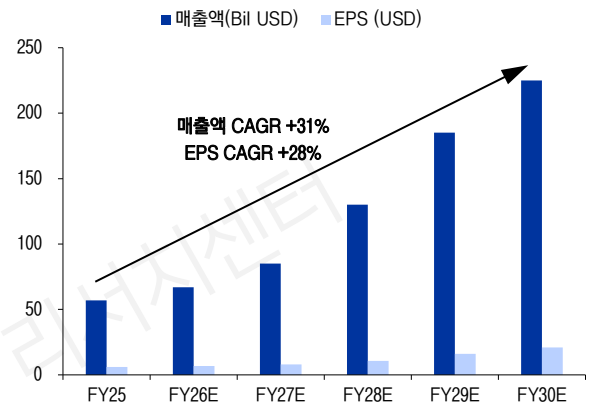
자료: McKisney, LS증권 리서치센터

그림94 **오라클 사업부별 Non-GAAP GPM**



자료: Oracle, LS증권 리서치센터

그림95 **오라클 장기 매출액 및 EPS 가이던스**



자료: Oracle, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

대마불사의 영역, 살려야만한다

시장 경제의 논리로만 본다면, 기술적 해자가 부족한 네오클라우드 업체들이 장기적인 생존 경쟁력을 확보하기란 쉽지 않아 보인다. 그러나 이들은 이미 막대한 투자를 통해 몸집을 불렸고, AI 생태계의 핵심 인프라 축으로 자리 잡았다. 이들의 부실화는 단순한 개별 기업의 위기를 넘어 AI 산업 전반의 시스템 리스크로 번질 가능성이 크다.

특히 OpenAI와 대규모 계약을 체결한 Oracle의 사례에서 보듯, 이들 인프라 기업의 영향력은 이미 막대하다. 따라서 미국 정부는 AI산업의 붕괴를 막기 위해 어떤 형태로든 지원에 나설 것으로 예상된다. 미·중 AI 패권 경쟁은 이러한 정부 개입의 확실한 명분이다. 양국 간의 경쟁은 이미 효율성을 따지는 시장 논리를 넘어, 국가 안보와 직결된 패권 경쟁의 양상으로 확대되었기 때문이다

그림96 **백악관에서 발표한 Genesis AI Mission**

자료: Whitehouse, LS증권 리서치센터

구글, AI Full-Stack Player

Google의 Full-Stack AI 접근

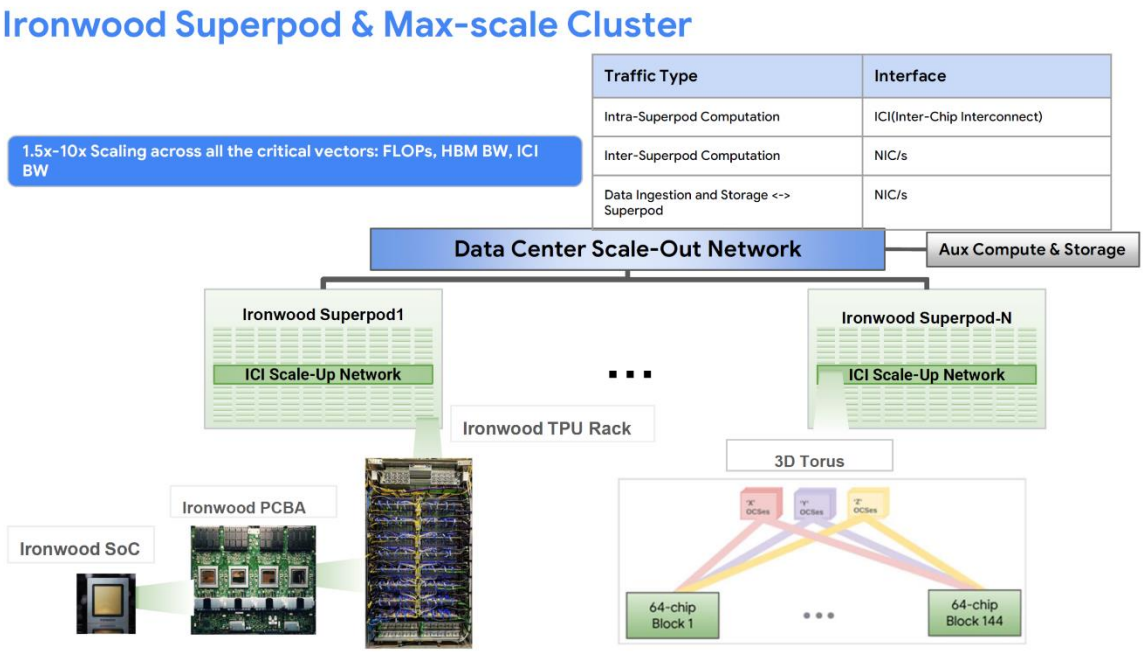
Gemini 3.0에 대한 호평가와 구글 TPU의 외부 판매 확대가 보도되며 엔비디아의 아성을 무너뜨릴 대항마로 구글이 뜨겁게 부상하고 있다. 구글이 다른 경쟁자들 대비 높은 평가를 받을 수 있는 주요 요인은 엔비디아와 동일하게 AI 산업에 대해 Full-Stack으로 접근하고 있기 때문이다. 엔비디아와 구글의 경쟁 구도는 Chip(GPU vs TPU), Scale-Up(NVLink vs 3D Torus), Scale-Out(InfiniBand/Spectrum vs OCS), 플랫폼(CUDA vs XLA), 프레임워크(PyTorch vs Jax/TensorFlow)로 대변할 수 있을 것이다.

표23 Nvidia Vs. Google 의 AI Stack 접근법

	Chip	Scale-Up	Scale-Out	플랫폼	프레임워크
Nvidia	GPU	NVLink	InfiniBand /Spectrum	CUDA	PyTorch
Google	TPU	3D Torus	OCS (Optical Circuit Switching)	XLA	Jax/TensorFlow

자료: LS증권 리서치센터

그림97 Google 의 Ironwood Superpod & Max-Scale Cluster



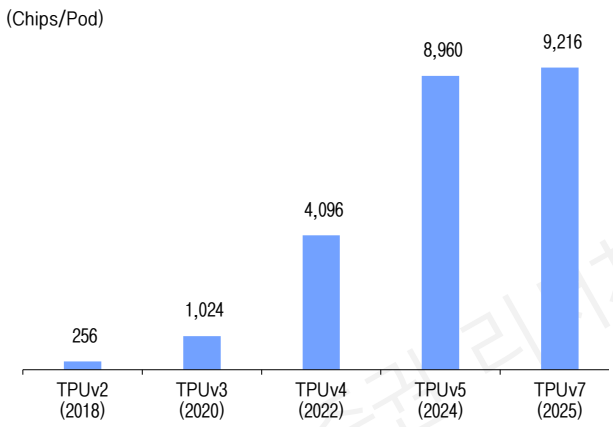
자료: Google, LS증권 리서치센터

표24 Google TPU 세대별 Spec

구분	단위(Unit)	TPU v5e (Viperlite)	TPU v5p (Viperfish)	TPU v6 (Trillium)	TPU v7 (Ironwood)
Logic Die Configuration	-	1x Compute Die, 1x IOD, 2x HBM2E 4-Hi	1x Compute Die, 1x IOD, 6x HBM2E 8-Hi	1x Compute Die, 1x IOD, 2x HBM3 8-Hi	2x Compute Dies, 1x IOD, 8x HBM3E 8-Hi
System availability	-	4Q23	1Q24	4Q24	4Q25
Foundry Node (compute)	-	N5	N5	N5P	N3E
HBM Capacity	GB	16GB HBM2E	95GB HBM2E	32GB HBM3	192GB HBM3E
HBM Bandwidth	GB/s	819	2,765	1,640	7,380
Packaging	-	CoWoS-S	CoWoS-S	CoWoS-S	CoWoS-S
FP8 TFLOPs (Dense)	TFLOPs	-	459	918	4,614
INT8 TFLOPs (Dense)	TFLOPs	394	918	1,836	4,614
BF16 TFLOPs (Dense)	TFLOPs	197	459	918	2,307
Chip TDP	W	~300	~550	~390	~980
Scale Up Networking					
Scale Up Topology	-	2D Torus	3D Torus	2D Torus	2D/3D Torus
Interchip Interconnect Bandwidth (Uni-directional)	Gb/s	1,600	4,800	3,200	4,800
TPU Pod Size	#	256	8,960	256	9,216

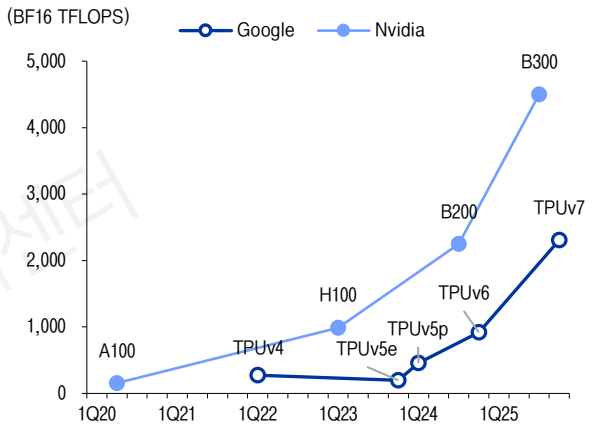
자료: SemiAnalysis, LS증권 리서치센터

그림98 TPU 세대별 Pod Size



자료: LS증권 리서치센터 / 주: TPUv6는 추론용으로 Pod Size 256개

그림99 Google 과 Nvidia 의 Chip 성능 추이

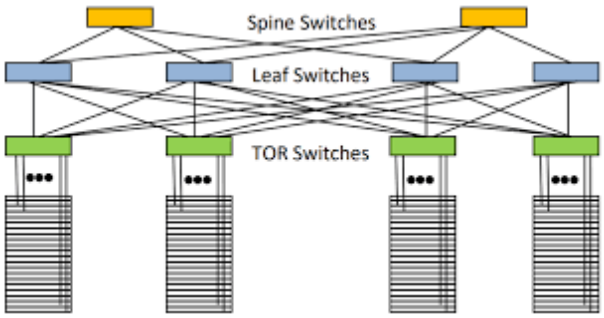


자료: LS증권 리서치센터

Jupiter Network(3D Torus+OCS)

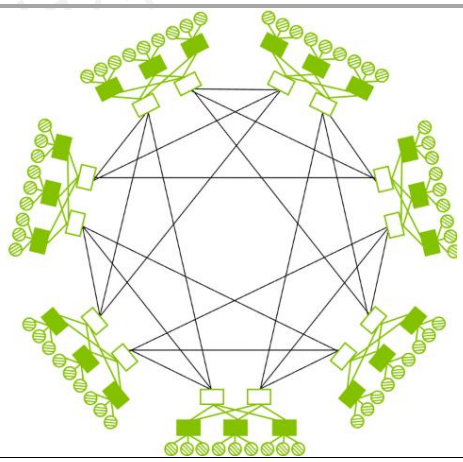
구글의 네트워크 플랫폼은 Jupiter 프로젝트로 불리며 3D Torus와 OCS를 결합한 구조가 특징이다. 전통적인 네트워크 구조는 ToR → Leaf → Spine등으로 계층을 이루는 Clos토폴로지가 대표적이다. 이에 반해 엔비디아는 성능과 확장성을 위해, 각 스위치 그룹 내에는 2계층 Clos 구조로 그룹 내 통신 효율을 향상하고, 그룹 간 확장성 향상을 위해 Dragonfly 구조를 합친 Dragonfly+라는 Hybrid 네트워크 구조를 채택하고 있다.

그림100 전통적인 ToR+Leaf+Spine 의 Clos 구조



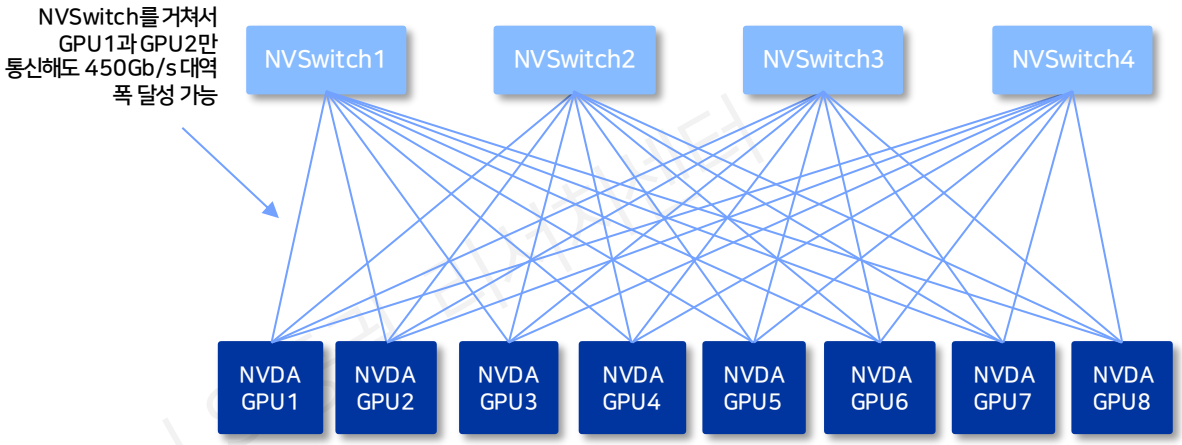
자료: Google, LS증권 리서치센터

그림101 Hybrid 네트워크 Dragonfly+ Topology



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

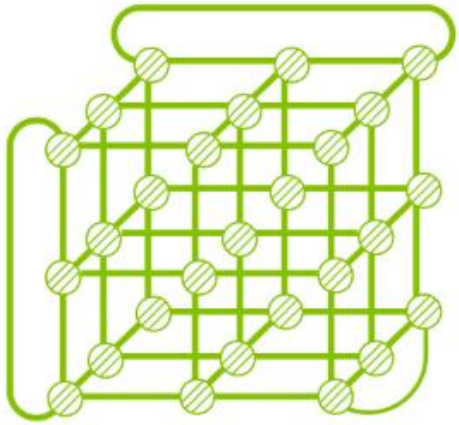
그림102 Nvidia 의 GPU 연결 방식



자료: SemiAnalysis, LS증권 리서치센터

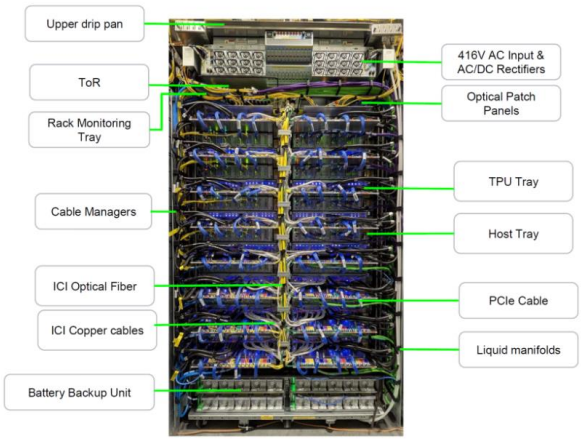
반면, 구글은 Scale-up을 위해 3D Torus 구조를 채택하고, 칩과 칩을 직접 연결하는 ICI(Inter-Chip Interconnect)를 활용하여 엔비디아의 Rack 구조 대비 훨씬 단순하게 구성했다. 3D Torus 구조는 밀접된 다수의 Chip을 이웃 간에 연결할 수 있으며, 연결 거리가 짧기 때문에 가격이 저렴한 구리선 케이블을 주로 채택한다. 또한 Spine 스위치를 활용하지 않아 Clos 구조 대비 Capex 30%, 전력 소모량 40%를 절감할 수 있다.

그림103 **3D Torus 구조**



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

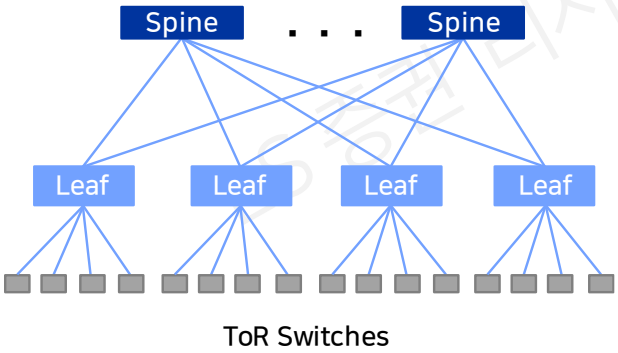
그림104 **Google 의 Rack System**



자료: Google, LS증권 리서치센터

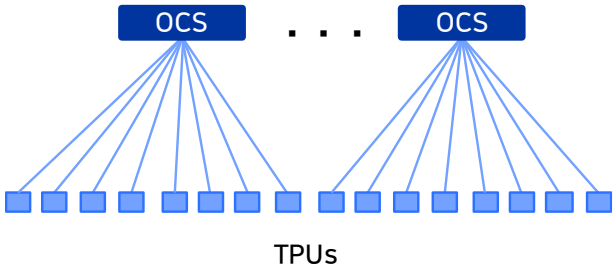
하지만 3D Torus 구조는 크게 2가지 단점이 존재한다. ①노드 간의 연결이 고리 형태로 되어 있어, 중간에 하나의 Chip 혹은 Rack 이 고장 나면 복잡한 우회 경로를 설정해야 한다. ②Cluster의 사이즈가 커지면, 3D Torus의 끝과 끝 연결을 위해 긴 케이블이 필요해지며 여러 홉(Hop)을 거쳐야한다. 이에 구글은 자체 개발한 OCS인 Palomar 도입을 통해 3D Torus의 단점을 해결하였다. OCS는 전기 신호를 스위칭하는 EPS(Electronic Packet Switch)와 달리, MEMS Mirror를 활용해 데이터의 반사 각도를 조절하는 방식이다.

그림105 **Clos 네트워크 구조**



자료: Google, LS증권 리서치센터

그림106 **OCS 네트워크 구조**



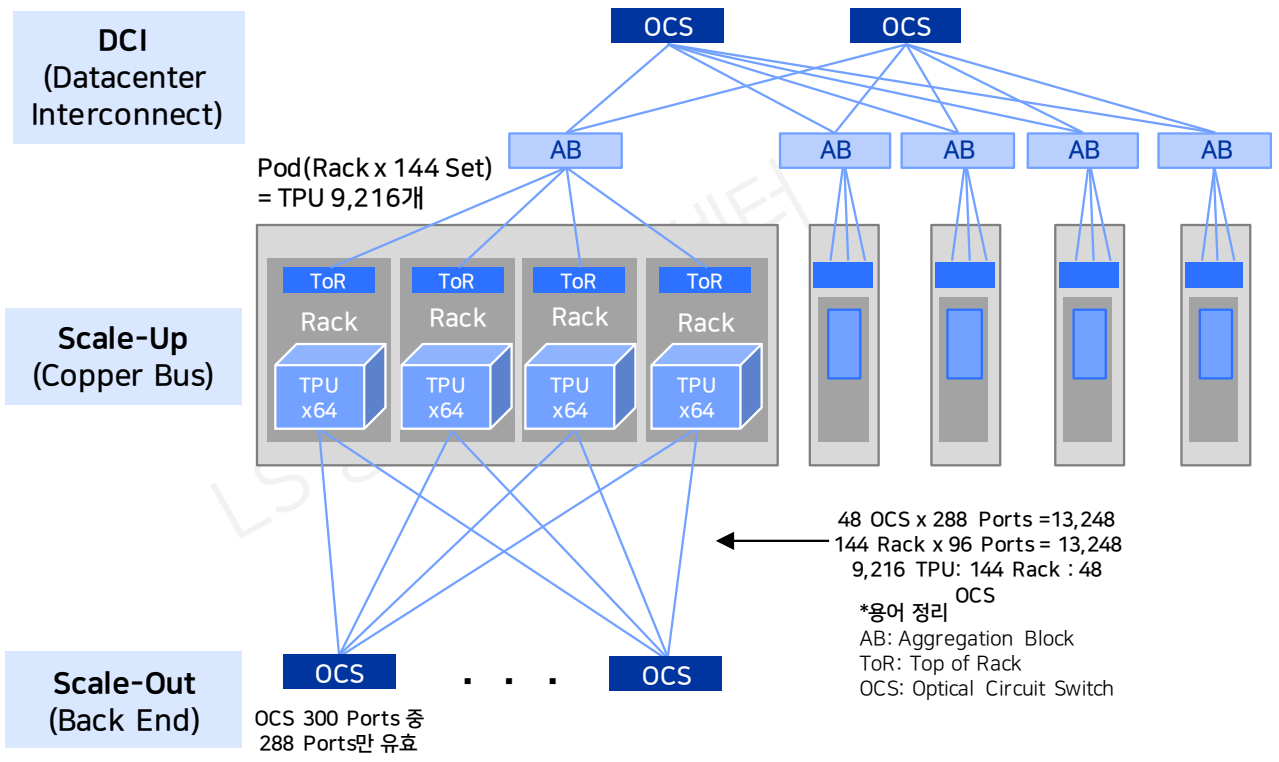
자료: Google, LS증권 리서치센터

EPS는 광 신호가 들어오면 "광→전기→패킷 확인→전기→광"의 변환 과정을 거쳐 전력 소모가 크다. 반면, OCS는 들어온 빛 신호를 거울로 반사만 시켜 광 신호를 그대로 유지하여 스위칭 속도가 빠르며, 전력 소모를 30~40% 이상 절감할 수 있다. 또한 초기 Capex가 높다는 단점이 존재하지만, EPS는 400G→800G→1.6T 기술 발전에 따라 스위치 장비를 교체해야한다. 하지만 OCS는 광 트랜시버만 교체하면 되기 때문에 시간이 지날수록 전체 비용이 낮아진다는 이점이 있다.

다만 EPS 대비 OCS의 단점은 미리 경로를 설정해줘야 한다는 것인데, 구글은 이를 XLA 컴파일러의 SW 최적화를 통해 해결했다. 엔비디아의 CUDA는 유연성을 극대화한 Eager Mode(각 연산을 즉시 실행하고 결과를 확인) 방식으로 함수(Kernel) 마다 실행하고, 다음 함수를 실행하는 순차적 방식에 최적화되어있다. CUDA 개발자는 통신 패턴을 일일이 신경 쓰지 않아도 스위치가 라우팅을 처리해준다. 이러한 특성은 입력 데이터에 따라 활성화되는 경로가 수시로 변하는 MoE 모델에서 큰 장점으로 작용한다.

반면, XLA는 Graph Mode(먼저 계산 그래프를 정의하고, 나중에 최적화된 그래프를 실행하는 방식)를 기반으로 전체 연산 그래프를 사전에 정의하고 최적화하여 처리한다. XLA는 컴파일 시점에 통신 패턴이 미리 확정하므로, OCS의 경로를 사전에 최적화할 수 있다. 또한 통신 시간과 TPU의 연산 시간을 겹치도록 스케줄링 코드를 작성하여 OCS의 스위칭 지연으로 인한 병목 현상을 방지하였다.

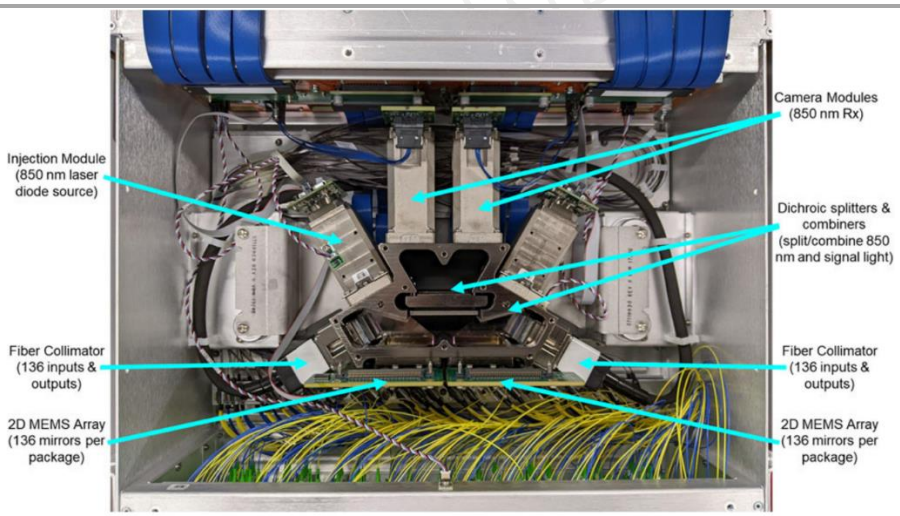
그림107 **OCS 적용 클러스터 예시**



자료: LS증권 리서치센터

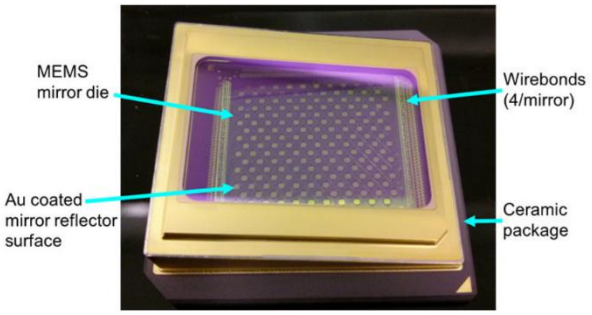
초기 OCS 시장의 규모는 너무 작았기 때문에 구글을 자체 OCS인 Palomar 설계를 통해 해결했다. MEMS Mirror와 같은 주요 부품들은 Lumentum으로부터 개별 구매를 하고, Celestica가 구글의 설계도에 맞춰 조립을 하는 방식이다. 하지만 DCI영역에 마이크로소프트와 AWS도 OSC 방식을 점차 도입함에 따라, Lumentum은 300x300 포트 규격의 R300 OCS 제품을 출시했다. 이에 구글은 기존의 부품 조달 및 조립 방식과 Lumentum으로부터 OCS 완제품을 구매하는 방식을 함께 채택할 것으로 예상된다.

그림108 **Google 의 자체 OCS Palomar**



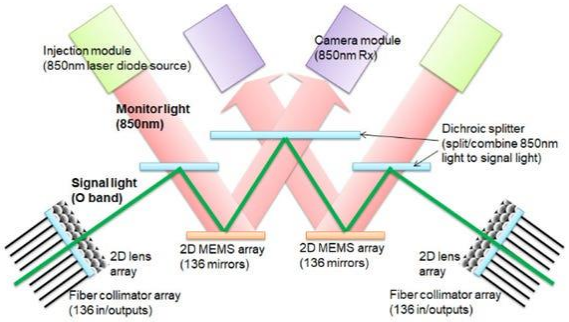
자료: Google, LS증권 리서치센터

그림109 **MEMS Mirror**



자료: Google, LS증권 리서치센터

그림110 **OCS 작동 방식**



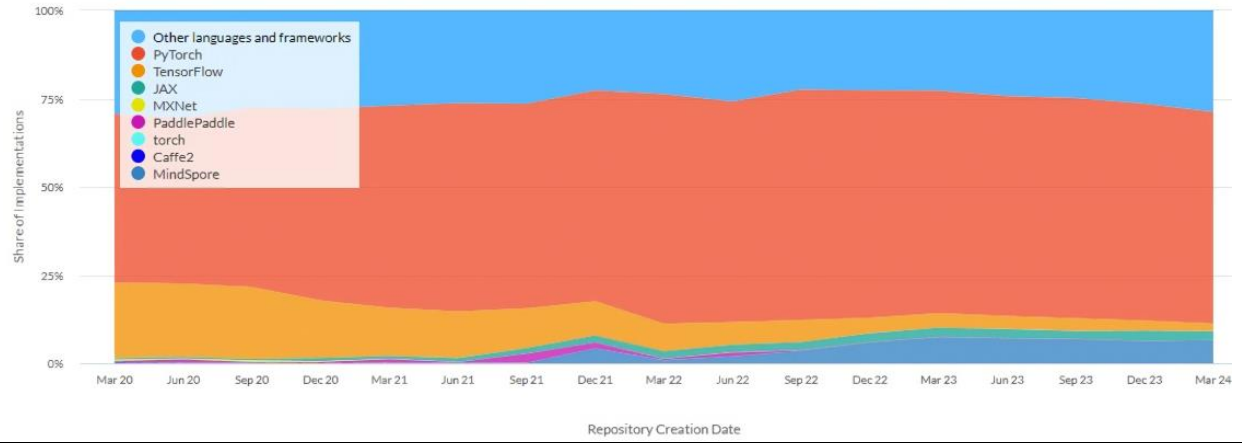
자료: Google, LS증권 리서치센터

SW: Jax/TensorFlow on XLA

AI 프레임워크 시장의 점유율은 구글이 주도하는 TensorFlow/Jax 대비 Meta에서 시작된 PyTorch가 우위를 보이고 있다. 과거 구글의 TensorFlow는 AI 프레임워크 시장에서 높은 점유율을 달성했으나, 주로 Graph Mode을 사용했기 때문에 개발자들이 중간 연산 결과를 실시간으로 확인하기 어려웠다.

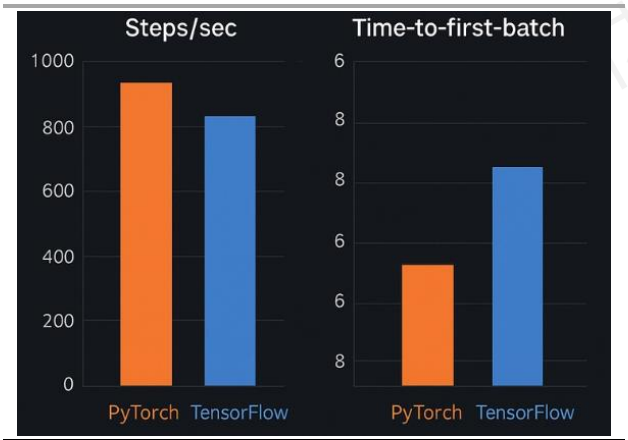
이 때 PyTorch는 기본적으로 Eager Mode를 채택하여 디버깅이 용이하다는 장점을 내세웠고, 이에 대부분의 연구자들이 이동하면서 엔비디아의 GPU와 함께 PyTorch on CUDA가 주류로 자리 잡게 되었다. 이후 TensorFlow 2.x에서도 Eager Mode를 전면 도입하였지만, 이미 많은 기업들이 전환한 후로 TensorFlow/Jax는 주로 구글 내부 혹은 딥마인드 출신자들의 도구로 쓰이고 있는 추세이다.

그림111 **Framework 점유율 추이**



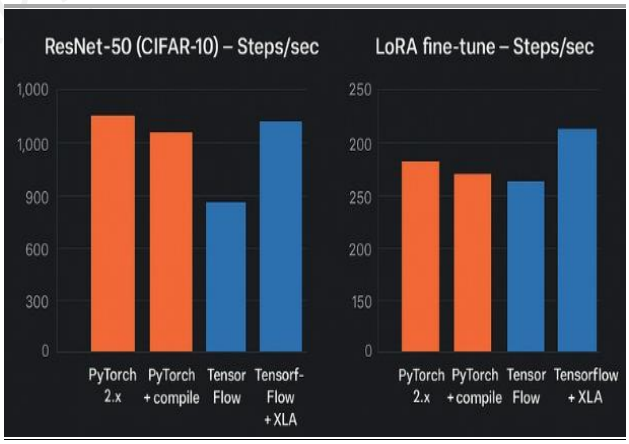
자료: Papers with Code, LS증권 리서치센터

그림112 **모델 훈련 성능 비교**



자료: Dev, LS증권 리서치센터

그림113 **특정 작업별 성능 비교**



자료: Dev, LS증권 리서치센터

현재 구글이 확보 및 논의되고 있는 고객사는 Anthropic(26년 GCP 임대 60만개. 직접 판매 40만개)와 Meta(27년 직접 판매 예상)가 존재한다. 구글이 추가적으로 PyTorch on CUDA 시장의 점유율을 가져오기 위해 고려할 수 있는 방안은 크게 2가지를 고려할 수 있으나, 실현에는 오랜 시간이 소요될 것으로 예상된다.

①PyTorch→TensorFlow/Jax 전환 기능 향상: 현재 프레임워크 간 전환 기능을 제공하고 있지만 아직 최적화가 완벽하지 않고, 전환 비용이 발생한다는 단점이 존재한다.
②PyTorch on XLA(TPU의 PyTorch 최적화): PyTorch를 TPU에 최적화하기 위해서는 시간과 자원이 크게 소요될 것이며, 기존 구글 TPU의 장점이었던 HW와 TensorFlow/Jax 간의 시너지 효과가 희석된다.

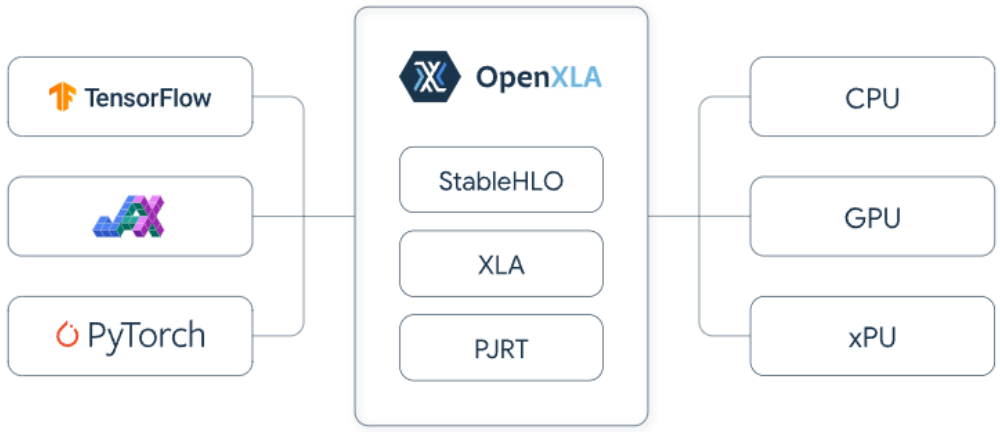
따라서 구글의 TPU의 활용을 위해서는 TensorFlow/Jax on XLA가 현실적인 대안이며, 이에 TPU를 가장 먼저 도입한 외부 업체인 Anthropic이 PyTorch와 Jax를 하이브리드로 채택하고 있는 점과 일맥상통한다. TPU 구매를 고려하고 있는 것으로 알려진 또 다른 기업이 PyTorch를 주도하는 Meta라는 점도 주목할 만하다. 그만큼 구글이 그동안 폐쇄적이었던 XLA를 점차 개방하고 호환성을 높이기 위해 2023년부터 추진해온 OpenXLA 프로젝트가 성과를 내고 있다는 의미이기 때문이다.

표25 **LLM 별 프레임워크 채택 현황**

회사명	프론티어 모델	프레임워크 채택
OpenAI	ChatGPT	- PyTorch 위주. GPT2 까지는 Tesorflow 활용하였으나, 3 부터 PyTorch 전환.
Google	Gemini	- JAX 위주.
Anthropic	Claude	- PyTorch+JAX 활용. 멀티 클라우드 활용을 위한 하이브리드 전략.
xAI(Tesla)	Grok	- JAX 위주, 일부 PyTorch. 엔비디아 HW+구글 SW 구조로 Jax on CUDA 를 활용하는 특이한 사례.
Meta	Llama	- PyTorch 위주.
Mistral AI	Mistral	- PyTorch 위주.

자료: LS증권 리서치센터

그림114 **Open XLA**



자료: OpenXLA, LS증권 리서치센터

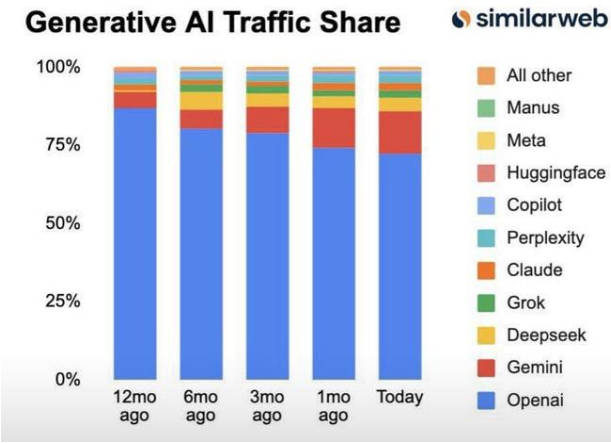
구글 모멘트, AI 경쟁 촉발할 것

결국, 구글 AI 생태계의 저렴한 비용과 높은 전력 효율성은 3D Torus+OCS의 네트워크의 구조에서 비롯되고, 이를 활용하기 위해서는 XLA기반으로 LLM을 구성해야 하며, XLA에 최적화된 구글의 TPU를 활용할 수 있는 것이다. 이러한 복잡한 셈법으로 인해 프론티어 모델 개발 업체들을 제외한 일반 기업들은 CUDA 기반 엔비디아 GPU의 편리함으로 인해 크게 변화가 없을 것이다. 반면, 빅테크 업체들은 TPU 채택에 있어 PyTorch on CUDA에서 Jax on XLA로 전환에 대한 비용과 구글이라는 경쟁사에 모든 생태계가 종속된다는 점을 고려해야 할 것이다. 하지만 AMD라는 경쟁사의 부진이 계속되며 엔비디아의 폭리가 계속되어왔던 상황에서 구글의 TPU를 채택할 수도 있다는 선택지가 생긴 것만으로도 빅테크 업체들에게는 엔비디아의 마진을 압박할 수 있는 요인이 될 수 있을 것이다.

반도체 산업에게는 기업들의 투자 경쟁을 재개할 촉매로 작용할 것으로 전망한다. 2025년 1월, 딥시크가 저렴한 비용으로 AI 모델을 개발하였다고 보도가 나오며 AI반도체에 대한 우려가 확산되었다. 하지만 결국 딥시크 사태는 미국과 중국 간의 경쟁 심화로 이어지며, 국가 주도의 AI투자가 더욱 확대되었다. 금번 구글 모멘텀은 AI 버블로 인해 투자 심리가 위축되었던 기업들의 투자 경쟁을 재개하는 촉매로 작용할 것이다. 구글이 AI시장의 승리자로 결정되며 경쟁이 끝날 것이라는 우려도 있지만, 압도적이었던 엔비디아와 OpenAI의 점유율을 점차 가져오기 시작한 것인만큼 아직 승자로 평가하기에는 이르다. 오히려 구글 입장에서는 LLM을 넘어선 AI Device 확산 측면에서 Pixel 폰과 Waymo가 경쟁사 대비 부진하다는 점을 걱정해야 할 것이다.

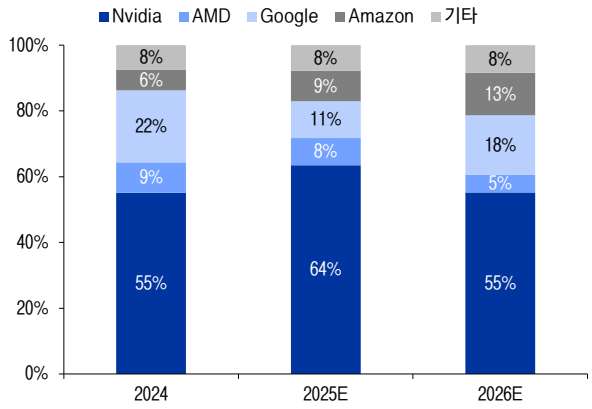
메모리 산업에게는 더욱 긍정적인 요인으로 작용할 것이다. 2025년 엔비디아의 HBM 수요 비중은 64%로 집중되었으며, 범용 메모리 산업의 호황이 아니었다면 2026년 엔비디아향 HBM 수익성이 우려가 되는 상황이었다. 하지만 구글 TPU의 확대로 인해 2026년 엔비디아의 HBM 수요 비중은 55%로 축소되며 HBM 수요 다변화가 이루어질 것이다. 반면, HBM은 공급자가 3자로 한정되어 있기 때문에 결과적으로 구글 모멘트는 공급자의 협상력을 향상시키는 요인으로 작용할 것이다.

그림115 생성형 AI 트래픽 점유율



자료: similarweb, LS증권 리서치센터

그림116 HBM 실수요 비중 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

Part Ⅳ

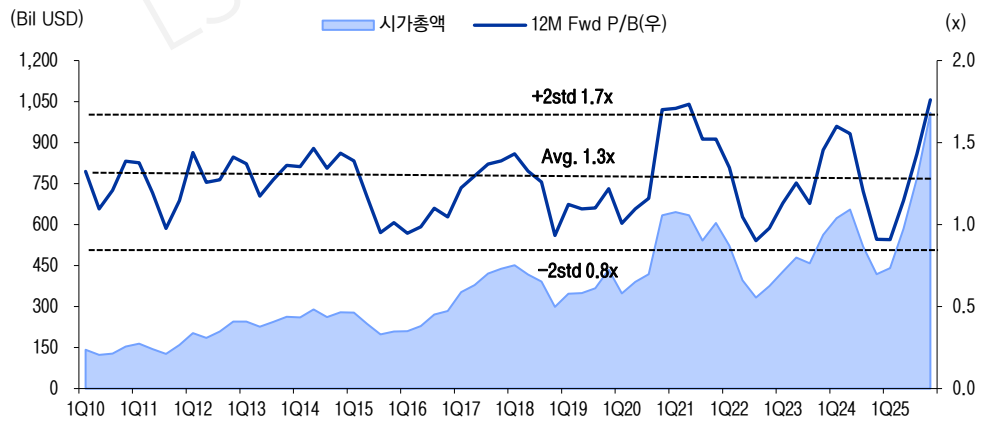
투자전략

투자전략

반도체(Overweight): 상승장을 누려야 하는 구간

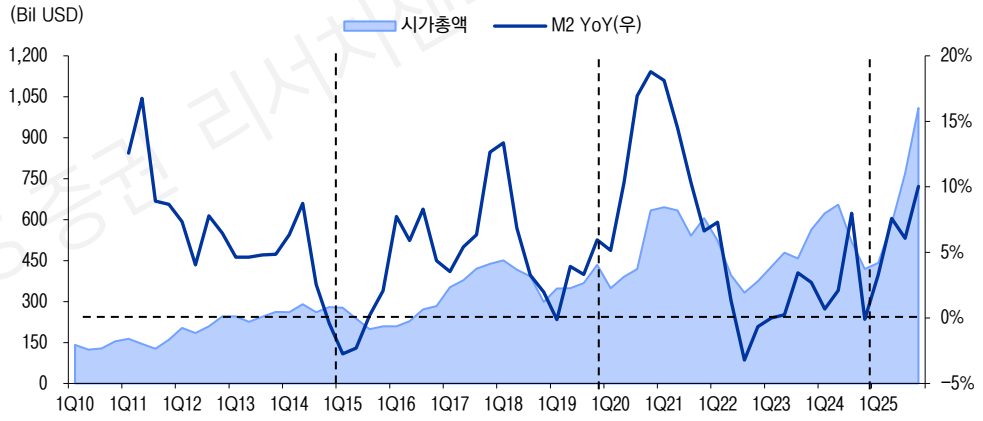
반도체 업종에 대한 **Overweight** 투자 의견을 유지한다. 메모리 산업은 HBM과 범용 메모리 모두에서 호황이 지속되며 유례 없는 상승 Cycle에 진입하였다. 유의해야 할 리스크로는 중국 CXMT의 Capa 확대 재개로 인한 공급업체들의 과도한 Capex 급증과 B2B 수요의 오더컷이 나타날 경우 완충 역할을 해줄 B2C 수요가 부진하다는 점이다. 하지만 메모리 상승 Cycle이 아직 초입이며, 강력한 산업 센티와 유동성 확대의 장세 속에 있기 때문에 여전히 상승장을 누려야 하는 구간으로 판단한다. **삼성전자(Buy, 목표주가 140,000원)**와 **SK하이닉스(Buy, 목표주가 700,000원)**에 대한 최선호주 의견을 유지한다.

그림117 **메모리 합산 시가 총액 및 12M Fwd P/B 밴드**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림118 **메모리 시가 총액과 글로벌 M2 YoY**



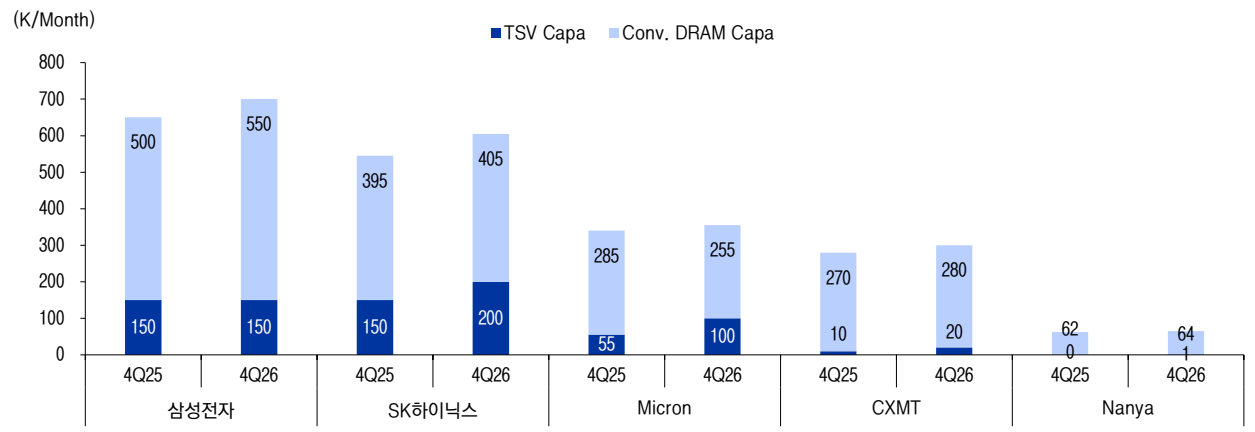
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

소부장 전략: 결국 Capex 상향 모멘텀 올 것

최근 반도체 업종은 삼성전자, SK하이닉스 대형주 위주의 랠리가 지속되고 있으며, 소부장 업체들은 상대적으로 소외를 받고 있다. 이는 IDM 업체들의 Capex Discipline 속에서 제한된 투자가 이루어지며 Q보다는 P 중심의 메모리 상승 Cycle이 예상되기 때문이다. 하지만 당사는 소부장 업체들의 모멘텀이 증대되는 Capex 상향 Cycle이 나올 것이며 촉매제는 중국 CXMT가 될 것으로 전망한다. 따라서 퍼스트 쉘 전략에 따른 **인프라 기업, 삼성전자 전공정 장비, NAND 전환 투자 Value Chain**에 주목해야 할 것이다.

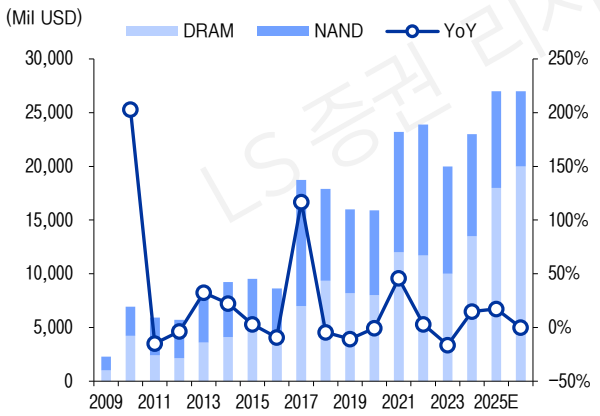
동사 소부장 커버리지 종목 중 최선호주로는 **유니셈(Buy, 목표주가 15,000원)**, 관심 종목으로는 **하나머티리얼즈(Buy, 목표주가 56,000원)**와 **코미코(Buy, 목표주가 120,000원)**를 제시한다. 또한 비커버리지 관심 종목으로 **삼성전자 전공정(이오테크닉스, 유진테크, 원익IPS), NAND 전환투자(티씨케이)**를 제시한다.

그림119 DRAM 및 TSV Capa 전망



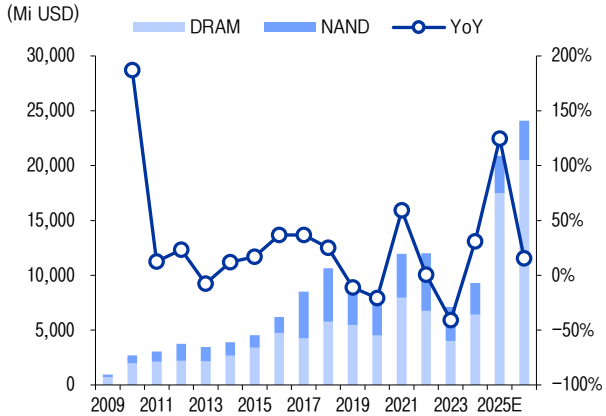
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림120 삼성전자 메모리 Capex 추이 및 전망



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림121 SK 하이닉스 메모리 Capex 추이 및 전망



자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

국내 반도체 Peer Valuation

표26 반도체 Peer Valuation ①

(단위: 십억원)		매출액	영업 이익	영업 이익률(%)	PER (x)	PBR (x)	EV/ EBITDA(x)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)
대형주										
삼성전자	2024	300,871	32,726	10.9	10.8	0.9	3.4	4,950	57,981	9.0
	2025E	326,681	38,320	11.7	18.2	1.6	6.7	5,529	62,860	9.2
	2026E	385,805	80,315	20.8	9.8	1.4	4.1	10,260	72,165	15.4
SK하이닉스	2024	66,193	23,467	35.5	6.4	1.6	3.7	27,182	107,256	31.1
	2025E	92,712	42,461	45.8	10.1	3.3	6.8	53,139	160,838	41.8
	2026E	134,407	73,240	54.5	6.5	2.2	3.9	82,843	244,848	43.1
DB하이텍	2024	1,131	191	16.9	6.4	0.7	1.7	5,155	47,181	12.4
	2025E	1,348	274	20.3	11.8	1.2	4.9	5,458	54,734	11.6
	2026E	1,510	371	24.6	8.4	1.1	3.7	7,653	61,265	14.3
전공정장비										
HPSP	2024	181	94	51.8	25.1	7.5	18.0	1,040	3,458	31.1
	2025E	178	91	51.4	35.1	8.1	24.7	893	3,846	25.3
	2026E	227	120	52.9	26.1	6.7	18.5	1,199	4,652	29.2
주성엔지니어링	2024	409	97	23.7	13.2	2.4	8.1	2,235	12,400	19.8
	2025E	318	48	15.3	27.3	2.2	17.4	1,076	13,254	8.7
	2026E	425	106	25.0	14.5	2.0	8.9	2,022	15,075	14.8
원익IPS	2024	748	11	1.4	52.9	1.2	17.4	423	18,240	2.4
	2025E	929	85	9.2	40.1	3.1	22.8	1,535	19,653	8.2
	2026E	1,192	153	12.9	23.5	2.8	14.3	2,613	22,150	12.6
유진테크	2024	338	61	18.1	11.3	1.7	5.7	2,761	18,261	16.9
	2025E	368	58	15.8	40.5	4.0	21.1	1,984	20,004	10.7
	2026E	544	113	20.7	20.5	3.4	11.7	3,913	23,853	18.4
피에스케이	2024	398	84	21.1	6.0	1.0	2.8	2,732	16,285	18.3
	2025E	445	86	19.2	11.5	1.7	6.5	2,727	18,815	15.5
	2026E	506	106	20.9	9.9	1.4	4.9	3,176	21,818	15.6
테스	2024	240	38	16.0	7.2	0.8	4.5	2,158	18,843	13.6
	2025E	323	64	19.9	13.4	1.9	10.3	3,073	22,335	17.0
	2026E	384	82	21.5	11.1	1.6	7.8	3,719	25,766	17.5
후공정장비										
한미반도체	2024	559	255	45.7	52.5	14.5	38.8	1,573	5,698	27.4
	2025E	630	300	47.7	48.6	16.5	36.6	2,503	7,397	38.6
	2026E	952	492	51.6	28.9	11.2	22.3	4,216	10,919	46.3
에스티아이	2024	334	27	8.2	10.2	1.0	5.0	1,714	17,696	10.9
	2025E	352	27	7.5	19.6	0.0	13.1	1,333	-	-
	2026E	606	90	14.8	5.4	0.0	3.9	4,801	-	-
이오테크닉스	2024	321	31	9.7	40.0	2.8	23.9	3,478	49,352	7.4
	2025E	381	85	22.2	55.5	5.2	34.4	4,923	52,702	9.7
	2026E	480	126	26.3	32.8	4.5	23.3	8,324	60,281	14.7

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

표27 반도체 Peer Valuation ②

(단위: 십억원)		매출액	영업이익	영업이익률(%)	PER (x)	PBR (x)	EV/EBITDA(x)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)
소재										
한솔케미칼	2024	776	129	16.6	9.0	1.1	6.3	10,823	88,053	13.5
	2025E	888	167	18.8	18.0	2.5	13.3	13,770	100,427	15.1
	2026E	991	203	20.5	15.2	2.2	10.9	16,291	114,554	15.8
솔브레인	2024	863	168	19.5	10.9	1.3	4.3	15,226	130,226	12.5
	2025E	932	136	14.6	21.7	2.1	10.1	13,600	142,642	10.1
	2026E	1,079	201	18.6	14.6	1.8	7.3	20,227	162,113	13.5
원익머트리얼즈	2024	311	52	16.7	6.8	0.5	2.3	2,523	38,164	6.8
	2025E	319	55	17.1	9.3	0.8	3.7	3,411	41,228	8.6
	2026E	344	58	16.9	9.0	0.7	3.6	3,545	44,424	8.3
부품										
티씨케이	2024	276	81	29.3	11.5	1.6	5.6	6,167	44,219	14.8
	2025E	314	90	28.6	23.0	2.9	13.3	6,397	50,670	13.8
	2026E	372	114	30.6	18.3	2.6	10.4	8,038	57,770	15.5
하나머티리얼즈	2024	252	43	17.3	14.3	1.3	7.5	1,606	18,165	8.4
	2025E	264	46	17.4	26.3	2.3	13.0	1,737	20,262	9.2
	2026E	298	70	23.4	16.5	2.0	9.7	2,773	22,852	13.2
원익QnC	2024	892	91	10.2	9.2	1.0	6.9	1,934	17,636	11.7
	2025E	940	53	5.6	34.2	1.2	9.6	623	18,025	3.5
	2026E	1,030	82	8.0	15.2	1.1	7.8	1,400	19,362	7.5
테스트소켓										
리노공업	2024	278	124	44.7	25.8	4.7	17.1	1,486	8,204	19.2
	2025E	365	170	46.6	35.7	7.1	25.1	1,866	9,424	21.3
	2026E	430	204	47.4	29.7	6.1	20.6	2,241	10,964	22.1
ISC	2024	174	45	25.7	28.0	2.8	17.4	2,579	25,547	11.0
	2025E	214	56	26.0	44.3	4.2	30.5	2,509	26,742	9.9
	2026E	277	77	27.7	32.3	3.8	22.6	3,436	29,381	12.7
티에스이	2024	348	40	11.5	10.7	1.3	5.1	3,840	31,781	13.4
	2025E	402	42	10.6	20.2	1.8	8.4	2,916	33,459	9.1
	2026E	444	57	13.0	13.8	1.6	6.9	4,263	37,274	12.1
검사/계측										
파크시스템스	2024	175	39	22.0	34.5	7.8	27.2	6,134	27,069	25.8
	2025E	209	47	22.6	39.1	7.2	27.9	6,029	32,845	20.3
	2026E	253	65	25.5	28.4	5.8	20.1	8,301	40,996	22.6
넥스틴	2024	114	47	41.3	13.8	3.3	9.5	3,708	15,338	27.0
	2025E	70	6	8.6	적자	4.4	54.7	-99	14,711	-0.7
	2026E	146	44	29.8	19.3	3.7	13.0	3,379	17,751	21.4
인텍플러스	2024	84	-16	-18.6	적자	2.7	적자	-923	3,671	-23.4
	2025E	87	0	0.0	919.8	4.2	0.0	16	3,393	0.5
	2026E	104	10	10.0	18.5	3.2	17.2	773	4,483	20.7
오로스 테크놀로지	2024	61	6	9.9	25.5	2.2	13.3	631	7,402	9.1
	2025E	67	7	10.5	31.7	3.0	20.4	747	8,014	9.9
	2026E	81	12	14.8	22.2	2.6	13.1	1,068	9,097	12.7

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

표28 반도체 Peer Valuation ③

(단위: 십억원)		매출액	영업 이익	영업 이익률(%)	PER (x)	PBR (x)	EV/ EBITDA(x)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)
OSAT										
하나마이크론	2024	1,251	107	8.5	적자	1.7	8.1	-382	5,607	-7.0
	2025E	1,482	137	9.3	66.4	4.3	8.6	381	5,944	6.6
	2026E	1,917	239	12.5	19.4	3.5	6.1	1,302	7,295	19.7
SFA반도체	2024	400	0	-0.0	23.8	1.0	10.3	130	3,030	4.5
	2025E	359	-22	-6.1	적자	1.5	29.1	-132	2,885	-4.5
	2026E	526	24	4.5	28.8	1.4	9.9	150	3,037	5.1
두산테스나	2024	373	38	10.2	13.1	1.1	3.2	1,903	22,749	8.7
	2025E	307	-7	-2.2	적자	2.1	6.3	-347	22,442	-1.5
	2026E	374	58	15.6	19.8	1.9	4.3	2,323	24,784	9.9
네패스아크	2024	119	-3	-2.2	적자	0.8	3.1	-2,354	13,574	-14.7
	2025E	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	2026E	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기판										
삼성전기	2024	10,294	735	7.1	14.2	1.1	5.5	8,752	116,340	8.2
	2025E	11,238	895	8.0	29.1	2.0	10.0	8,602	122,866	7.4
	2026E	12,445	1,174	9.4	20.6	1.9	8.4	12,117	133,280	9.7
이수페타시스	2024	837	102	12.2	23.8	5.4	15.2	1,116	4,938	24.9
	2025E	1,102	209	19.0	56.7	14.7	41.3	2,384	9,208	33.8
	2026E	1,437	302	21.0	39.4	10.9	28.8	3,430	12,435	31.7
심텍	2024	1,231	-47	-3.8	적자	0.8	12.3	-953	14,044	-6.6
	2025E	1,394	20	1.5	적자	4.2	22.4	-890	12,350	-6.5
	2026E	1,611	140	8.7	19.7	3.5	10.2	2,662	15,040	19.4
대덕전자	2024	892	11	1.3	33.6	0.9	4.1	461	16,996	2.7
	2025E	1,047	49	4.7	53.2	2.8	14.7	909	17,566	5.3
	2026E	1,304	150	11.5	19.5	2.5	8.5	2,472	19,703	13.3
해성디에스	2024	603	57	9.4	6.8	0.7	3.8	3,453	32,722	11.0
	2025E	655	43	6.5	29.8	1.6	3.8	1,767	33,837	5.3
	2026E	765	86	11.3	13.0	1.4	3.8	4,062	37,252	11.4
티엘비	2024	180	3	1.9	35.5	1.1	12.6	368	11,528	3.3
	2025E	255	25	9.8	34.2	5.0	20.3	1,945	13,228	15.9
	2026E	333	44	13.2	17.8	4.0	13.0	3,735	16,649	25.3
코리아써키트	2024	1,407	-33	-2.4	적자	0.7	적자	-4,601	13,848	-31.1
	2025E	1,480	47	3.2	24.7	2.4	13.8	1,462	15,309	10.0
	2026E	1,667	125	7.5	11.2	2.0	6.6	3,215	18,561	19.0

자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

기업분석

삼성전자 (005930)	78
SK 하이닉스 (000660)	84
유니셈 (036200)	90
하나머티리얼즈 (166090)	94
코미코 (183300)	98
Celestica (NYSE: CLS)	102
Lumentum (NASDAQ: LITE)	106

Universe

종목명	투자판단	목표주가
삼성전자	Buy(유지)	140,000 원(상향)
SK 하이닉스	Buy(유지)	700,000 원(상향)
유니셈	Buy(유지)	15,000 원(상향)
하나머티리얼즈	Buy(유지)	56,000 원(상향)
코미코	Buy(유지)	120,000 원(상향)
Celestica	Not Rated	Not Rated
Lumentum	Not Rated	Not Rated

삼성전자 (005930)

2025. 12. 8 | 반도체/소부장

와룡, 마침내 여의주를 물다

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

4Q25 컨센서스 상회 전망

4Q25 연결 실적은 매출액 90.7조원(+5%QoQ, +20%YoY), 영업이익 18.6조원(+45%QoQ, +139%YoY, OPM 20.5%)으로 컨센서스 매출액 86.9조원 영업이익 14.8조원을 상회할 것으로 전망한다. 메모리 가격 강세 지속에 따라 동사의 4Q25 ASP는 DRAM +30%QoQ(Conv.DRAM +35%QoQ, HBM +2%QoQ), NAND +18%QoQ 증가할 것으로 예상한다. 파운드리 사업부의 적자폭도 작년 동기 4Q24 -2.5조원 대비 크게 축소된 -0.9조원을 전망한다.

와룡, 마침내 여의주를 물다

2026년 연결 실적은 매출액 407.5조원(+23%YoY), 영업이익 97.1조원(+87%YoY, OPM 23.8%)으로 전망한다. 최근 메모리 업종의 강세는 HBM보다는 범용 메모리에 기인한다. DRAM 수익성이 HBM을 상회함에 따라 동사는 범용 DRAM Capa 확대에 집중하는 전략을 펼치고 있다. 경쟁사들은 2026년 Fab 공간이 모자라며, 엔비디아향 물량 공급을 위해 HBM 중심의 DRAM Capa확대가 예상된다. 반면, 동사는 P4 DRAM Capa 확대를 위한 공간이 충분하다. 범용 레버리지를 가장 강하게 가져갈 수 있는 기업이며, 메모리 가격 추이에 따른 추가적인 실적 상향 조정치도 열려있다. 또한 1Cnm 기반 HBM4에 대한 개발 및 퀄 테스트도 원활히 진행되고 있는 것으로 파악되며 차기 로드맵도 탄탄하다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 140,000원 상향

투자의견 Buy을 유지하고, 목표주가는 140,000원으로 기존 대비 +27% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS 13,741원에 P/B Band 최상단인 1.8x를 적용하여 산출하였다. 동사는 경쟁사 대비 범용 메모리 가격 상승 레버리지를 강하게 가져갈 수 있는 최적의 조건을 갖추었다. 또한 경쟁사 대비 엔비디아향 HBM 진입이 가장 늦었지만, 최근 구글 TPU 강세로 인한 HBM 수요 다변화에 대한 가장 큰 수혜가 예상된다. 현 주가는 12M Fwd P/B 1.4x로 경쟁사 대비 HBM 사업에 대한 Value가 아직 미반영되었다고 판단하며 최선호주 의견을 유지한다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	140,000 원
현재주가	108,400 원
상승여력	29.2 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (12/5)		4,100.05 pt
시가총액		6,416,888 억원
발행주식수		5,919,638 천주
52 주 최고가 / 최저가		111,100 / 51,000 원
90 일 일평균거래대금		21,473.31 억원
외국인 지분율		52.2%
배당수익률(25.12E)		1.3%
BPS(25.12E)		63,012 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	5.4%
	6 개월	37.6%
	12 개월	34.0%
주주구성	삼성생명보험 (외 16 인)	19.8%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.8%
	BlackRock (외 16 인)	5.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	258,935	6,567	11,006	15,487	2,225	-75.2	45,234	35.3	9.7	1.5	4.1
2024	300,871	32,726	37,530	34,451	5,432	144.1	75,357	9.8	3.5	0.9	9.0
2025E	330,515	42,186	48,715	42,004	6,719	23.7	88,734	16.1	6.6	1.7	10.0
2026E	407,524	97,076	103,019	84,475	13,741	104.5	146,402	7.9	3.6	1.5	17.8
2027E	429,123	105,467	111,381	91,332	14,873	8.2	157,482	7.3	2.9	1.2	16.4

자료: 삼성전자, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

표29 **삼성전자 실적 추이 및 전망**

				1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출	Semi			25.1	27.9	33.1	41.9	41.9	47.1	51.0	53.4	128.0	193.4
		메모리		19.1	21.2	26.7	34.7	35.6	40.1	43.5	44.9	101.7	164.1
			DRAM	12.1	13.2	17.4	24.3	24.5	27.7	31.0	33.0	67.0	116.2
			NAND	7.0	8.0	9.3	10.4	11.1	12.4	12.5	11.9	34.6	47.8
		비메모리		6.0	6.7	6.4	7.2	6.4	7.0	7.5	8.5	26.3	29.3
	SDC			5.9	6.4	8.1	8.5	6.1	6.8	8.4	8.6	28.9	29.9
	MX/NW			37.0	29.2	34.1	27.0	37.5	31.5	34.3	28.9	127.3	132.2
	VD/가전			14.5	14.1	13.9	14.4	14.1	14.0	13.7	13.6	56.9	55.4
	Harman			3.4	3.8	4.0	4.0	3.4	3.8	4.1	4.1	15.2	15.4
	합계			79.1	74.6	86.1	90.7	97.9	98.5	106.6	104.5	330.5	407.5
영업이익	Semi			1.1	0.4	7.0	15.0	15.8	19.5	22.9	23.1	23.5	81.2
		메모리		3.3	2.8	7.0	15.4	16.9	20.2	22.4	22.1	28.4	81.7
			DRAM	3.4	3.3	6.6	12.9	14.2	17.3	19.7	20.5	26.2	71.8
			NAND	-0.1	-0.5	0.4	2.5	2.7	2.9	2.7	1.6	2.2	9.9
		비메모리		-2.7	-2.9	-0.5	-0.9	-1.6	-1.3	-0.1	0.4	-7.1	-2.6
	SDC			0.5	0.5	1.2	1.0	0.5	0.6	1.2	1.0	3.3	3.4
	MX/NW			4.3	3.1	3.6	2.0	3.5	2.6	2.9	1.7	13.1	10.8
	VD/가전			0.3	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.6	0.3
	Harman			0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	1.6	1.3
	합계			6.7	4.7	12.2	18.6	20.4	23.2	27.2	26.3	42.2	97.1
영업이익률	Semi			4.4%	1.5%	21.2%	35.8%	37.6%	41.4%	44.9%	43.2%	18.4%	42.0%
		메모리		17.2%	13.2%	26.1%	44.4%	47.5%	50.5%	51.5%	49.3%	28.0%	49.8%
			DRAM	28.0%	25.1%	37.9%	53.2%	58.1%	62.4%	63.6%	62.2%	39.1%	61.8%
			NAND	-1.6%	-6.3%	4.0%	23.8%	23.9%	23.7%	21.5%	13.4%	6.4%	20.6%
		비메모리		-44.2%	-44.0%	-7.9%	-13.1%	-25.5%	-18.5%	-0.8%	4.8%	-26.8%	-8.7%
	SDC			8.8%	8.0%	15.0%	12.0%	9.0%	9.0%	14.0%	12.0%	11.3%	11.3%
	MX/NW			11.7%	10.6%	10.6%	7.5%	9.3%	8.4%	8.5%	5.9%	10.3%	8.2%
	VD/가전			2.4%	1.5%	-0.8%	1.3%	1.7%	0.7%	-1.0%	0.8%	1.1%	0.6%
	Harman			9.0%	13.2%	11.0%	10.0%	8.0%	8.0%	9.0%	9.0%	10.8%	8.5%
	합계			8.4%	6.3%	14.2%	20.5%	20.8%	23.5%	25.5%	25.2%	12.8%	23.8%

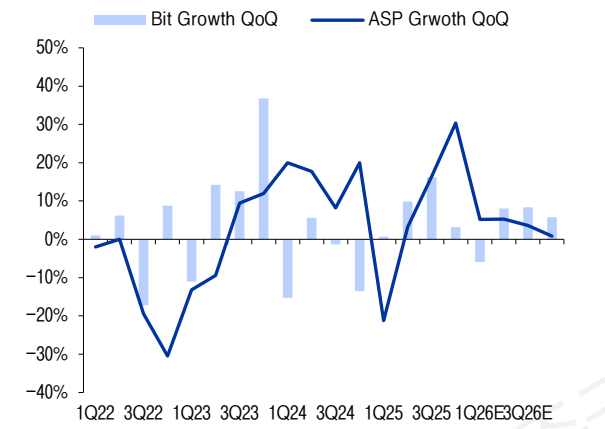
자료: LS증권 리서치센터

표30 **삼성전자 메모리 사업부 주요 가정**

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
DRAM	Shipment(1Gb Eq.)	25,106	26,509	26,152	22,621	22,780	25,037	29,103	30,021	106,942	126,717
	bit growth	-15%	6%	-1%	-14%	1%	10%	16%	3%	7%	18%
	ASP ($)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.6	1.7	2.5
	QoQ / YoY	20%	18%	8%	20%	-21%	3%	16%	30%	19%	43%
NAND	Shipment(16Gb Eq.)	43,867	41,820	38,589	37,291	33,388	42,213	46,809	42,720	165,130	181,165
	bit growth	-3%	-5%	-8%	-3%	-10%	26%	11%	-9%	2%	10%
	ASP ($)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6	0.7
	QoQ / YoY	32%	21%	8%	-4%	-13%	-5%	7%	18%	-4%	23%

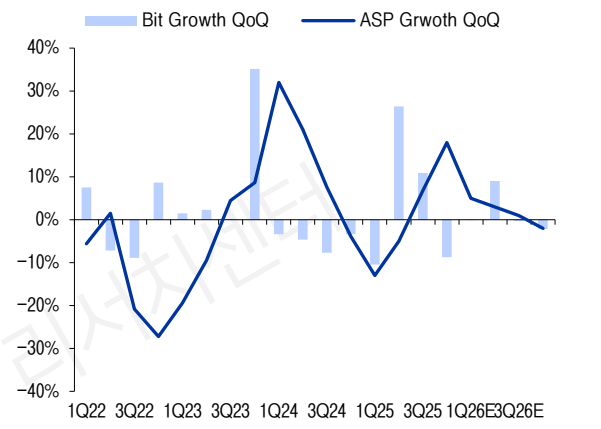
자료: LS증권 리서치센터

그림122 DRAM Bit Growth 및 ASP 추이



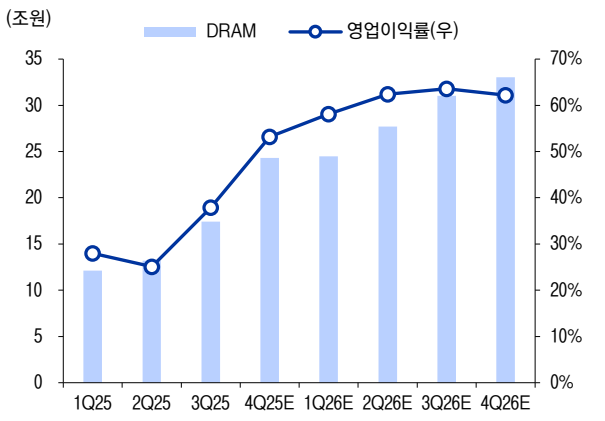
자료: LS증권 리서치센터

그림123 NAND Bit Growth 및 ASP 추이



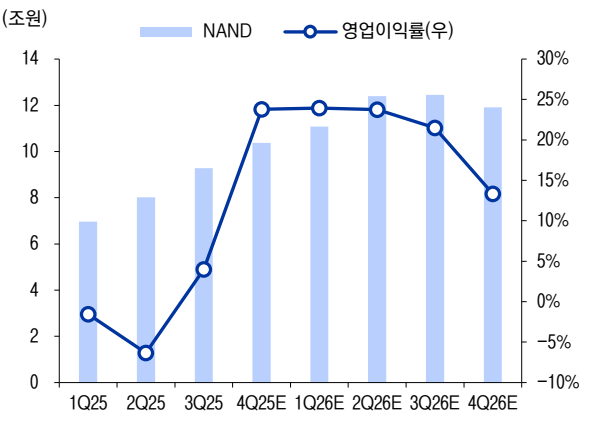
자료: LS증권 리서치센터

그림124 DRAM 실적 추이



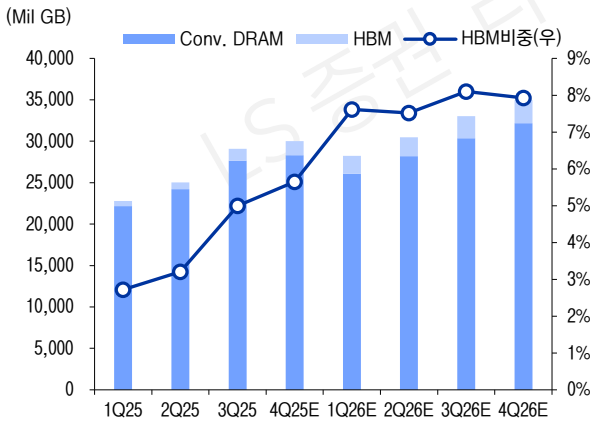
자료: LS증권 리서치센터

그림125 NAND 실적 추이



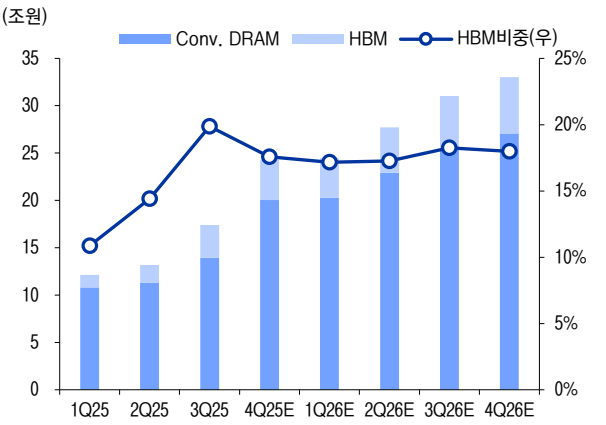
자료: LS증권 리서치센터

그림126 삼성전자 출하량 기준 HBM 비중



자료: LS증권 리서치센터

그림127 삼성전자 매출액 기준 HBM 비중



자료: LS증권 리서치센터

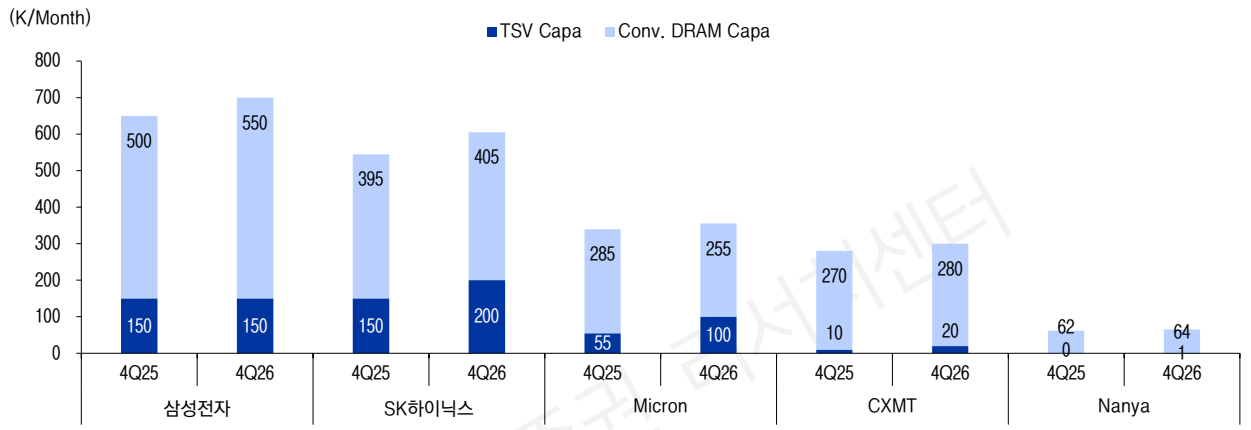
LS증권 리서치센터

표31 삼성전자 DRAM 및 HBM 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
Capa(K/m)	Conv. DRAM	515	505	505	500	480	505	525	550	6,075	6,180
	HBM(TSV)	130	140	150	150	150	150	150	150	1,710	1,800
	합계	645	645	655	650	630	655	675	700	7,785	7,980
Capa(%)	Conv. DRAM	80%	78%	77%	77%	76%	77%	78%	79%	78%	77%
	HBM(TSV)	20%	22%	23%	23%	24%	23%	22%	21%	22%	23%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bit Shipment (Mil Gb)	Conv. DRAM	22,161	24,234	27,649	28,326	26,083	28,197	30,363	32,187	102,370	116,830
	HBM	620	803	1,454	1,695	2,149	2,291	2,677	2,771	4,572	9,887
	합계	22,780	25,037	29,103	30,021	28,232	30,488	33,040	34,958	106,942	126,717
Bit Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	9%	9%	14%	2%	-8%	8%	8%	6%		
	HBM	-72%	30%	81%	17%	27%	7%	17%	4%		
	합계	1%	10%	16%	3%	-6%	8%	8%	6%		
Bit Growth (YoY%)	Conv. DRAM	-10%	-6%	11%	39%	18%	16%	10%	14%	7%	14%
	HBM	23%	4%	10%	-24%	247%	185%	84%	63%	-5%	116%
	합계	-9%	-6%	11%	33%	24%	22%	14%	16%	7%	18%
Bit Shipment 비중(%)	Conv. DRAM	97%	97%	95%	94%	92%	92%	92%	92%	96%	92%
	HBM	3%	3%	5%	6%	8%	8%	8%	8%	4%	8%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ASP($/Gb)	Conv. DRAM	0.33	0.33	0.37	0.49	0.53	0.56	0.58	0.58		
	HBM	1.44	1.68	1.73	1.76	1.34	1.44	1.46	1.49		
	합계	0.36	0.37	0.43	0.57	0.60	0.63	0.65	0.65		
ASP (QoQ%/YoY%)	Conv. DRAM	-5%	0%	11%	35%	8%	5%	3%	1%	21%	47%
	HBM	-2%	16%	3%	2%	-24%	7%	2%	2%	20%	-15%
	합계	-21%	3%	16%	30%	5%	5%	4%	1%	19%	43%
매출액(Mil USD)	Conv. DRAM	7,343	7,992	10,121	13,998	13,921	15,802	17,526	18,765	39,455	66,015
	HBM	895	1,347	2,510	2,986	2,884	3,299	3,914	4,118	7,738	14,215
	합계	8,238	9,339	12,631	16,984	16,806	19,101	21,440	22,883	47,193	80,230
매출액(십억원)	Conv. DRAM	10,814	11,280	13,958	20,029	20,275	22,929	25,360	27,086	56,082	95,650
	HBM	1,318	1,901	3,461	4,273	4,201	4,787	5,663	5,944	10,953	20,595
	합계	12,133	13,181	17,420	24,302	24,476	27,717	31,022	33,030	67,035	116,245
매출액 Growth (QoQ%	Conv. DRAM	9%	4%	24%	43%	1%	13%	11%	7%		
	HBM	-71%	44%	82%	23%	-2%	14%	18%	5%		
	합계	-16%	9%	32%	40%	1%	13%	12%	6%		
매출액 Growth (YoY%)	Conv. DRAM	19%	-1%	26%	102%	87%	103%	82%	35%	35%	71%
	HBM	51%	37%	43%	-7%	219%	152%	64%	39%	18%	88%
	합계	22%	3%	29%	67%	102%	110%	78%	36%	32%	73%
매출액 비중(%)	Conv. DRAM	89%	86%	80%	82%	83%	83%	82%	82%	84%	82%
	HBM	11%	14%	20%	18%	17%	17%	18%	18%	16%	18%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

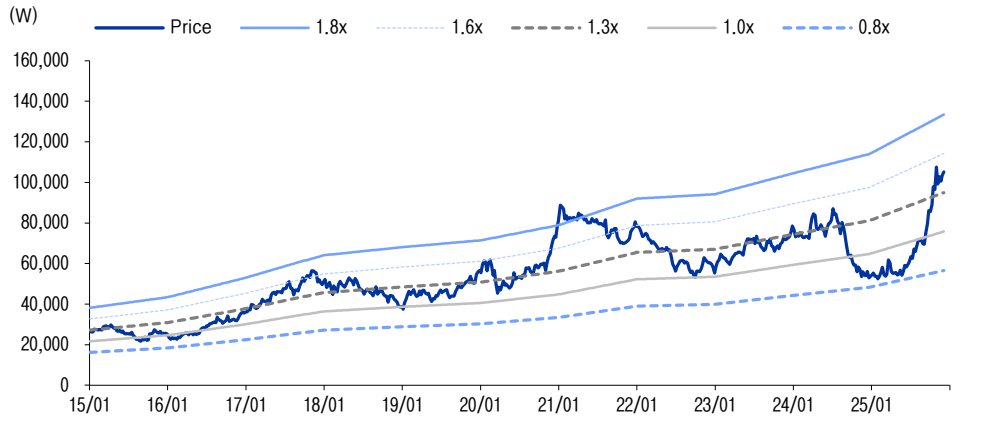
자료: LS증권 리서치센터

그림128 **DRAM 및 TSV Capa 전망**



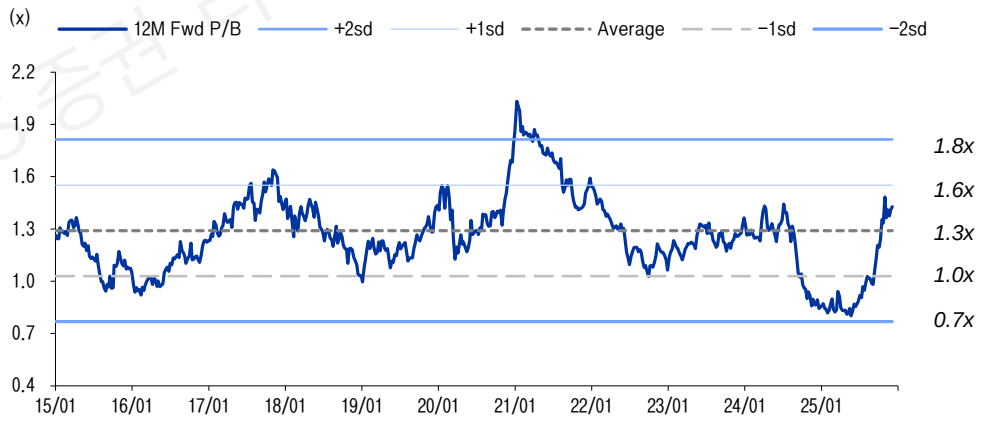
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림129 **삼성전자 12M Fwd P/B 밴드**



자료: LS증권 리서치센터

그림130 **삼성전자 12M Fwd P/B 표준편차**



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

삼성전자 (005930)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	195,937	227,062	242,535	312,933	386,227
현금 및 현금성자산	69,081	53,706	84,322	143,025	212,107
매출채권 및 기타채권	43,281	53,246	55,668	62,977	66,314
재고자산	51,626	51,755	39,763	45,801	48,229
기타유동자산	31,949	68,356	62,783	61,131	59,577
비유동자산	259,969	287,470	296,850	313,083	329,153
관계기업투자등	20,680	24,349	25,613	26,653	27,735
유형자산	187,256	205,945	208,084	221,559	234,022
무형자산	22,742	23,739	25,834	26,037	26,985
자산총계	**455,906**	**514,532**	**539,385**	**626,016**	**715,380**
유동부채	75,719	93,326	82,977	92,088	96,267
매입채무 및 기타재무	53,550	61,523	54,674	62,977	66,314
단기금융부채	8,423	15,380	8,394	8,394	8,394
기타유동부채	13,746	16,424	19,909	20,717	21,559
비유동부채	16,509	19,014	21,113	21,530	21,965
장기금융부채	4,262	3,950	5,636	5,636	5,636
기타비유동부채	12,246	15,063	15,477	15,895	16,329
부채총계	**92,228**	**112,340**	**104,090**	**113,618**	**118,232**
지배주주지분	353,234	391,688	424,427	501,530	586,280
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	346,652	370,513	398,694	471,393	550,792
비지배주주지분(연결)	10,444	10,504	10,868	10,868	10,868
자본총계	**363,678**	**402,192**	**435,295**	**512,398**	**597,148**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**258,935**	**300,871**	**330,515**	**407,524**	**429,123**
매출원가	180,389	186,562	198,457	195,296	199,210
매출총이익	**78,547**	**114,309**	**132,058**	**212,228**	**229,913**
판매비 및 관리비	71,980	81,583	89,871	115,152	124,446
영업이익	**6,567**	**32,726**	**42,186**	**97,076**	**105,467**
(EBITDA)	45,234	75,357	88,734	146,402	157,482
금융손익	3,592	4,050	4,697	5,307	5,278
이자비용	930	904	658	665	670
관계기업등 투자손익	888	751	596	636	636
기타영업외손익	-40	3	1,236	0	0
세전계속사업이익	**11,006**	**37,530**	**48,715**	**103,019**	**111,381**
계속사업법인세비용	-4,481	3,078	6,711	18,543	20,049
계속사업이익	15,487	34,451	42,004	84,475	91,332
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**15,487**	**34,451**	**42,004**	**84,475**	**91,332**
지배주주	14,473	33,621	40,968	82,533	89,232
총포괄이익	**14,817**	**50,868**	**44,838**	**88,879**	**96,684**
매출총이익률 (%)	30.3	38.0	40.0	52.1	53.6
영업이익률 (%)	2.5	10.9	12.8	23.8	24.6
EBITDA 마진률 (%)	17.5	25.0	26.8	35.9	36.7
당기순이익률 (%)	6.0	11.5	12.7	20.7	21.3
ROA (%)	3.2	6.9	7.8	14.2	13.3
ROE (%)	4.1	9.0	10.0	17.8	16.4
ROIC (%)	1.9	11.0	12.7	26.8	27.5

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**44,137**	**72,983**	**97,914**	**131,39**	**144,37**
당기순이익(손실)	15,487	34,451	42,004	84,475	91,332
비현금수익비용가감	36,520	42,947	51,575	51,569	55,066
유형자산감가상각비	35,532	39,650	43,114	45,629	48,223
무형자산상각비	3,134	2,981	3,434	3,697	3,792
기타현금수익비용	-2,147	-1,349	3,729	970	1,779
영업활동 자산부채변동	-5,459	-1,568	4,335	-4,653	-2,020
매출채권 감소(증가)	236	-3,139	-5,377	-7,309	-3,338
재고자산 감소(증가)	-3,207	2,541	8,229	-6,039	-2,427
매입채무 증가(감소)	1,104	-1,539	-1,194	8,303	3,338
기타자산, 부채변동	-3,592	568	2,677	391	407
투자활동 현금	**-16,923**	**-85,382**	**-52,764**	**-62,854**	**-65,462**
유형자산처분(취득)	-57,513	-51,250	-49,946	-59,104	-60,686
무형자산 감소(증가)	-2,911	-2,319	-3,711	-3,900	-4,740
투자자산 감소(증가)	50,079	-27,801	4,774	1,665	1,542
기타투자활동	-6,578	-4,011	-3,881	-1,515	-1,577
재무활동 현금	**-8,593**	**-7,797**	**-14,534**	**-9,834**	**-9,834**
차입금의 증가(감소)	1,281	4,912	-5,488	0	0
자본의 증가(감소)	-9,864	-18,980	-9,046	-9,834	-9,834
배당금의 지급	9,864	17,168	-9,840	-9,834	-9,834
기타재무활동	-9	6,271	0	0	0
현금의 증가	**19,400**	**-15,375**	**30,616**	**58,703**	**69,082**
기초현금	49,681	69,081	53,706	84,322	143,025
기말현금	69,081	53,706	84,322	143,025	212,107

자료: 삼성전자, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	35.3	9.8	16.1	7.9	7.3
P/B	1.5	0.9	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	9.7	3.5	6.6	3.6	2.9
P/CF	10.3	4.7	7.8	5.4	5.0
배당수익률 (%)	1.8	2.7	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	-14.3	16.2	9.9	23.3	5.3
영업이익	-84.9	398.3	28.9	130.1	8.6
세전이익	-76.3	241.0	29.8	111.5	8.1
당기순이익	-72.2	122.5	21.9	101.1	8.1
EPS	-75.2	144.1	23.7	104.5	8.2
안정성 (%)					
부채비율	25.4	27.9	23.9	22.2	19.8
유동비율	258.8	243.3	292.3	339.8	401.2
순차입금/자기자본(x)	-21.7	-23.2	-28.2	-35.0	-41.3
영업이익/금융비용(x)	7.1	36.2	64.1	146.1	157.3
총차입금 (십억원)	12,686	19,330	14,030	14,030	14,030
순차입금 (십억원)	-79,086	-93,285	-122,806	-	-
주당지표 (원)					
EPS	2,225	5,432	6,719	13,741	14,873
BPS	52,002	57,663	63,012	74,459	87,042
CFPS	7,656	11,394	13,893	20,198	21,735
DPS	1,444	1,450	1,460	1,460	1,460

SK 하이닉스 (000660)

2025. 12. 8 | 반도체/소부장

넘쳐나는 수요가 가장 큰 고민거리

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

4Q25 실적 컨센서스 상회 전망

4Q25 연결 실적은 매출액 31.4조원(+29%QoQ, +59%YoY), 영업이익 16.1조원(+42%QoQ, +100%YoY, OPM 51.4%)으로 컨센서스 매출액 28.3조원 영업이익 14.4조원을 상회할 것으로 전망한다. 메모리 가격 급등이 실적에 반영되기 시작함에 따라 4Q25 ASP는 DRAM +23%QoQ, NAND +9%QoQ를 기록할 것으로 예상한다. 한정된 Capa로 인해 범용 DRAM에 대한 레버리지를 크게 기대하기 어렵운 것은 아쉽지만, HBM 협상에서 우위를 가져갈 수 있는 요인으로 작용했다는 점이 긍정적이다.

넘쳐나는 수요가 가장 큰 고민거리

2026년 연결 실적은 매출액 81.3조원(+23%YoY), 영업이익 33.0조원(+41%YoY, OPM 40.6%)으로 전망한다. 동사의 고민거리는 HBM과 DRAM 모두에서 너무 강한 수요가 나타나나고 있다는 점이다. 한정된 DRAM Capa 속에서 엔비디아향 HBM 수요와 역대급 호황을 맞이한 범용 DRAM을 모두 대응해야 한다. 주요 Fab으로는 M15x가 존재하며, 장비 반입을 가속화할 경우 4Q26까지 디자인 Capa는 90~110K/m을 모두 채울 수 있을 것으로 전망한다. 하지만 M15x 다음 신규 Fab이 2H27로 예정되어 있는 용인 1기 Fab으로 공백이 발생하는 만큼 투자 속도에 대한 고민이 필요할 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 700,000원 상향

투자의견 Buy을 유지하며, 목표주가는 700,000원으로 기존 대비 +15% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년 예상 BPS 251,289원에 Target P/B로 2.8x(과거 P/B 최상단에 2.5x에 유동성 Premium 10% 할증)을 적용하여 산출했다. 동사의 주가는 기존 P/B 밴드를 상회하고 있으며, 이는 HBM으로 인한 안정적인 사업구조에 메모리 호황이 합쳐진 결과이다. AI산업 성장에 따른 HBM의 수혜를 가장 크게 가져갈 수 있는 기업으로 평가받고 있는 만큼 동사의 주가는 글로벌 유동성에 따라 민감하게 반응하고 있다. 동사는 미국의 QT종료, 금리 인하, OBBBA 법안으로 인해 1H26까지 유동성이 확대될 것으로 전망하며, 최선호주 의견을 유지한다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	700,000 원
현재주가	544,000 원
상승여력	28.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (12/5)		4,100.05 pt
시가총액		3,960,333 억원
발행주식수		728,002 천주
52 주 최고가 / 최저가		620,000 / 164,800 원
90 일 일평균거래대금		20,371.08 억원
외국인 지분율		53.2%
배당수익률(25.12E)		0.5%
BPS(25.12E)		158,331 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-8.4%
	6 개월	96.5%
	12 개월	146.5%
주주구성	에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.1%
	국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
	Capital Research & Management (외 4 인)	6.8%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	32,766	-7,730	-11,658	-9,138	-13,242	적전	5,943	-10.7	21.7	1.9	-15.6
2024	66,193	23,467	23,885	19,797	28,719	흑전	36,049	6.1	3.9	1.7	31.1
2025E	95,755	44,184	48,878	40,908	59,182	106.1	59,094	9.2	6.6	3.4	43.1
2026E	149,139	82,541	82,531	67,675	97,726	65.1	101,862	5.6	3.4	2.2	45.2
2027E	161,070	89,709	89,946	73,756	106,507	9.0	113,130	5.1	2.6	1.5	33.5

자료: SK하이닉스, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

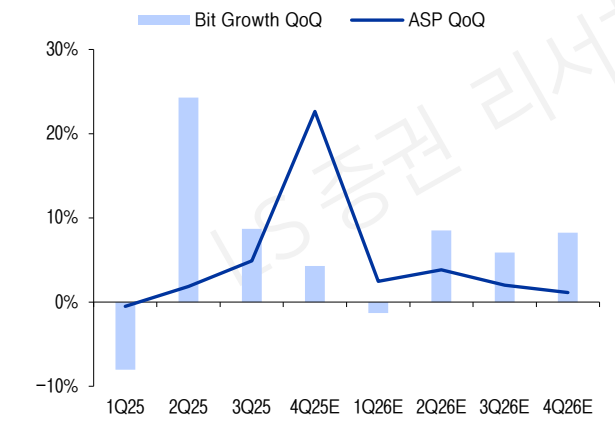
LS증권 리서치센터

표32 SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
원/달러 평균		1,473	1,411	1,379	1,431	1,456	1,451	1,447	1,443	1,424	1,449
Bit Growth (%)	DRAM	-8%	24%	9%	4%	-1%	8%	6%	8%	25%	24%
	NAND	-20%	70%	-4%	3%	-11%	12%	6%	4%	5%	14%
ASP Growth (%)	DRAM	-1%	2%	5%	23%	2%	4%	2%	1%	28%	26%
	NAND	-21%	-9%	12%	9%	6%	4%	3%	1%	-12%	22%
매출액 (십억원)	DRAM	14,112	17,119	19,070	25,309	26,052	29,234	31,494	34,394	75,610	121,174
	NAND	3,175	4,669	4,890	5,712	5,493	6,397	6,984	7,321	18,447	26,195
	Others	353	445	489	413	356	466	523	425	1,699	1,770
	합계	17,640	22,232	24,450	31,435	31,900	36,097	39,002	42,140	95,756	149,139
매출비중 (%)	DRAM	80%	77%	78%	81%	82%	81%	81%	82%	79%	81%
	NAND	18%	21%	20%	18%	17%	18%	18%	17%	19%	18%
	Others	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (%)	DRAM	-4%	21%	11%	33%	3%	12%	8%	9%	67%	60%
	NAND	-33%	47%	5%	17%	-4%	16%	9%	5%	-3%	42%
	Others	-11%	26%	10%	-16%	-14%	31%	12%	-19%	-11%	4%
	합계	-11%	26%	10%	29%	1%	13%	8%	8%	45%	56%
영업이익 (십억원)	DRAM	7,558	9,496	11,151	15,696	16,041	19,097	20,761	22,145	43,900	78,044
	NAND	7	-170	333	650	970	1,390	1,550	1,530	820	5,440
	Others	-124	-113	-100	-198	-289	-220	-191	-243	-535	-944
	합계	7,441	9,213	11,383	16,148	16,722	20,267	22,121	23,431	44,185	82,541
영업이익률 (%)	DRAM	53.6%	55.5%	58.5%	62.0%	61.6%	65.3%	65.9%	64.4%	58.1%	64.4%
	NAND	0.2%	-3.6%	6.8%	11.4%	17.7%	21.7%	22.2%	20.9%	4.4%	20.8%
	Others	-35.2%	-25.5%	-20.4%	-48.0%	-81.3%	-47.3%	-36.4%	-57.2%	-31.5%	-53.3%
	합계	42.2%	41.4%	46.6%	51.4%	52.4%	56.1%	56.7%	55.6%	46.1%	55.3%

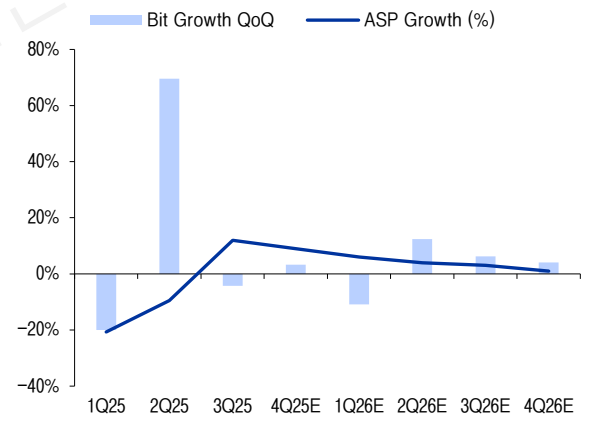
자료: LS증권 리서치센터

그림131 DRAM Bit Growth 및 ASP 추이



자료: LS증권 리서치센터

그림132 NAND Bit Growth 및 ASP 추이



자료: LS증권 리서치센터

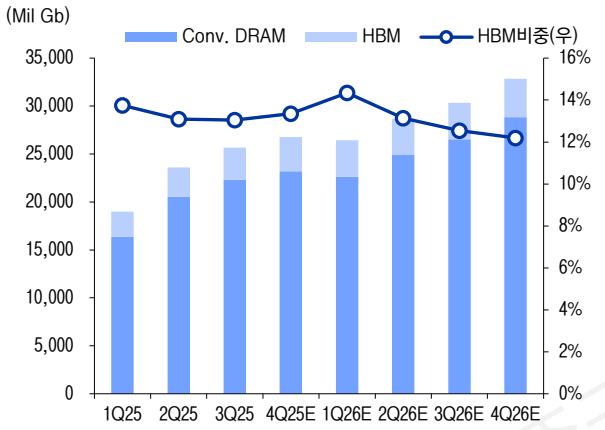
LS 증권 리서치센터

표33 SK 하이닉스 DRAM 및 HBM 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
Capa (K/m)	Conv. DRAM	370	375	380	385	380	405	405	405	4,530	4,785
	HBM(TSV)	130	140	150	160	180	180	190	200	1,740	2,250
	합계	500	515	530	545	560	585	595	605	6,270	7,035
Capa (%)	Conv. DRAM	74%	73%	72%	71%	68%	69%	68%	67%	72%	68%
	HBM(TSV)	26%	27%	28%	29%	32%	31%	32%	33%	28%	32%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Bit Shipment (Mil Gb)	Conv. DRAM	16,388	20,520	22,315	23,197	22,631	24,899	26,549	28,849	82,419	102,928
	HBM	2,612	3,092	3,349	3,572	3,789	3,767	3,807	4,007	12,624	15,369
	합계	18,999	23,611	25,664	26,769	26,420	28,665	30,356	32,856	95,043	118,297
Bit Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-9%	25%	9%	4%	-2%	10%	7%	9%		
	HBM	-2%	18%	8%	7%	6%	-1%	1%	5%		
	합계	-8%	24%	9%	4%	-1%	8%	6%	8%		
Bit Growth (YoY%)	Conv. DRAM	6%	11%	26%	29%	38%	21%	19%	24%	18%	25%
	HBM	273%	181%	87%	34%	45%	22%	14%	12%	102%	22%
	합계	18%	20%	32%	30%	39%	21%	18%	23%	25%	24%
Bit Shipment 비중(%)	Conv. DRAM	86%	87%	87%	87%	86%	87%	87%	88%	87%	87%
	HBM	14%	13%	13%	13%	14%	13%	13%	12%	13%	13%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
ASP ($/Gb)	Conv. DRAM	0.32	0.33	0.35	0.49	0.53	0.56	0.57	0.58	0.38	0.56
	HBM	1.68	1.74	1.78	1.79	1.58	1.67	1.72	1.74	1.76	1.68
	합계	0.50	0.51	0.54	0.66	0.68	0.70	0.72	0.73	0.56	0.71
ASP (QoQ%/YoY%)	Conv. DRAM	-9%	4%	7%	38%	8%	6%	3%	2%	11%	49%
	HBM	6%	3%	2%	1%	-12%	5%	3%	1%	15%	-4%
	합계	-1%	2%	5%	23%	2%	4%	2%	1%	28%	26%
매출액 (Mil USD)	Conv. DRAM	5,182	6,742	7,865	11,282	11,887	13,863	15,226	16,875	31,071	57,852
	HBM	4,400	5,387	5,963	6,406	6,000	6,284	6,540	6,953	22,156	25,777
	합계	9,582	12,129	13,828	17,688	17,887	20,147	21,766	23,828	53,227	83,628
매출액 (십억원)	Conv. DRAM	6,269	8,657	8,469	8,705	7,052	7,252	8,896	9,490	44,137	83,819
	HBM	1,313	2,183	3,656	5,923	6,319	6,762	7,690	8,349	31,473	37,355
	합계	7,582	10,839	12,125	14,628	13,371	14,014	16,586	17,839	75,610	121,174
매출액 Growth (QoQ%)	Conv. DRAM	-3%	38%	-2%	3%	-19%	3%	23%	7%		
	HBM	46%	66%	68%	62%	7%	7%	14%	9%		
	합계	3%	43%	12%	21%	-9%	5%	18%	8%		
매출액 Growth (YoY%)	Conv. DRAM	155%	114%	58%	27%	2%	-20%	-1%	8%	37%	90%
	HBM	128%	225%	368%	523%	336%	195%	99%	39%	141%	19%
	합계	150%	130%	98%	88%	60%	23%	29%	20%	67%	60%
매출액 비중 (%)	Conv. DRAM	83%	80%	70%	60%	53%	52%	54%	53%	58%	69%
	HBM	17%	20%	30%	40%	47%	48%	46%	47%	42%	31%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

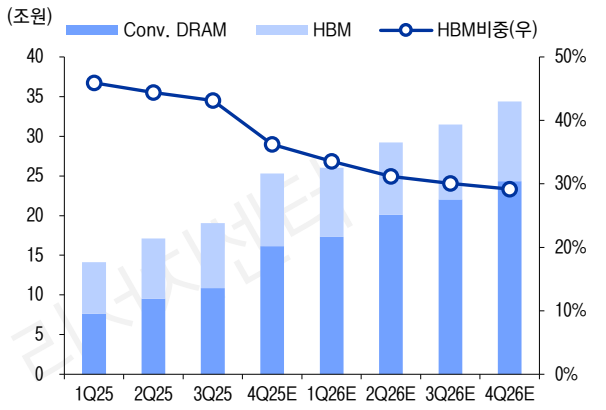
자료: LS증권 리서치센터

그림133 SK 하이닉스 출하량 기준 HBM 비중



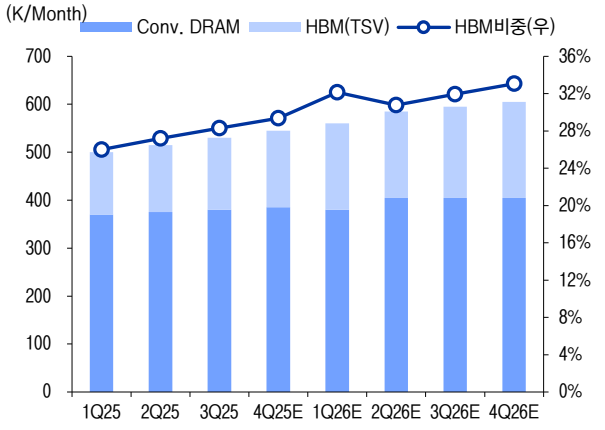
자료: LS증권 리서치센터

그림134 SK 하이닉스 매출액 기준 HBM 비중



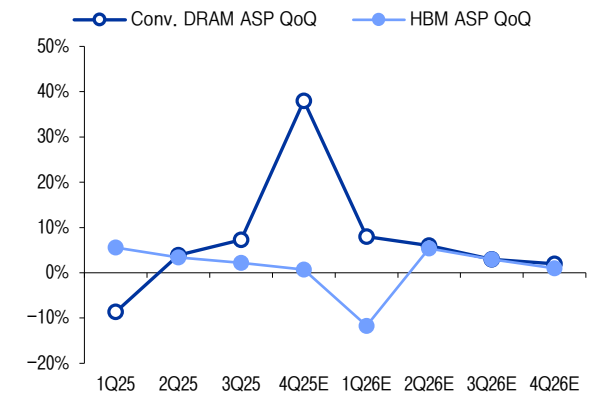
자료: LS증권 리서치센터

그림135 SK 하이닉스 HBM(TSV) Capa 비중



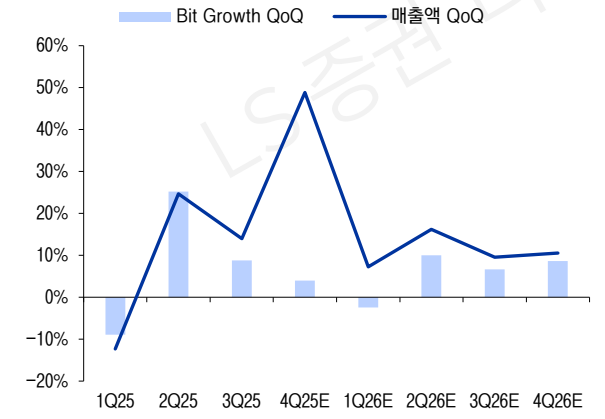
자료: LS증권 리서치센터

그림136 SK 하이닉스 Conv. DRAM 및 HBM 가격 추이



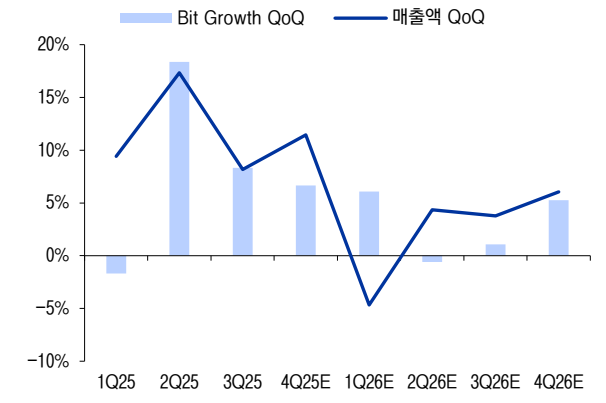
자료: LS증권 리서치센터

그림137 SK 하이닉스 Conv. DRAM Bit Growth 및 매출액



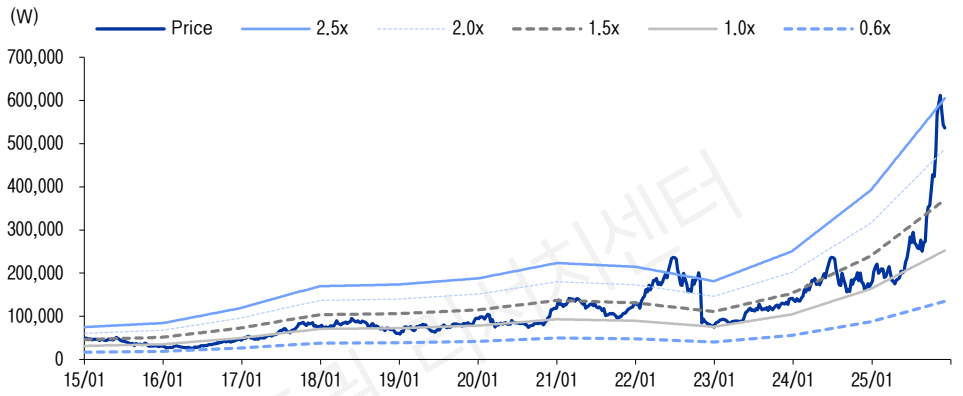
자료: LS증권 리서치센터

그림138 SK 하이닉스 HBM Bit Growth 및 매출액 추이



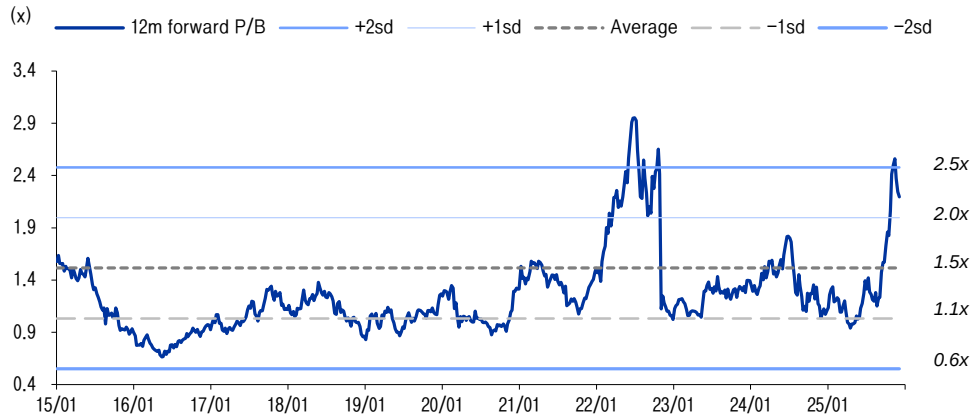
자료: LS증권 리서치센터

그림139 SK 하이닉스 12M Fwd P/B 밴드



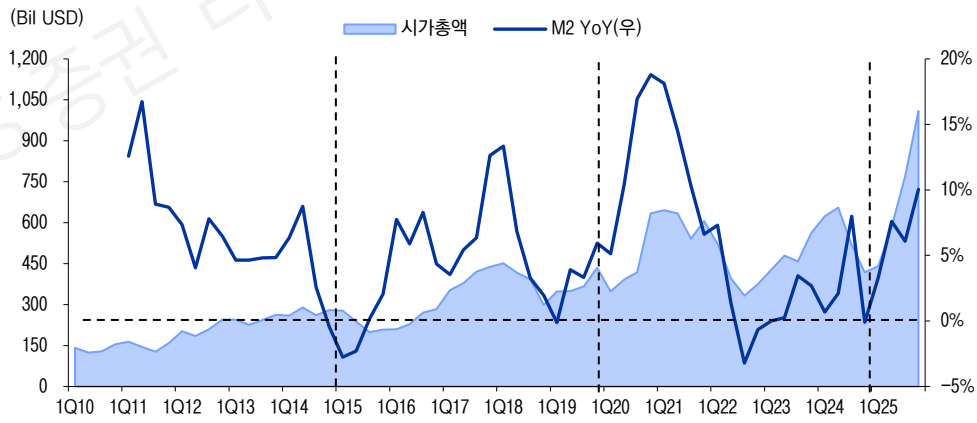
자료: LS증권 리서치센터

그림140 SK 하이닉스 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

그림141 메모리 시가 총액과 글로벌 M2 YoY



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	71,313	118,310	169,496
현금 및 현금성자산	7,587	11,205	24,892	58,970	105,804
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	17,019	22,815	24,640
재고자산	13,481	13,314	19,767	26,498	28,618
기타유동자산	2,458	4,461	9,635	10,027	10,434
비유동자산	69,862	77,576	90,927	110,686	129,354
관계기업투자등	5,473	5,982	7,776	8,091	8,420
유형자산	52,705	60,157	71,069	89,727	107,333
무형자산	3,835	4,019	4,206	4,672	5,073
자산총계	**100,330**	**119,855**	**162,240**	**228,996**	**298,850**
유동부채	21,008	24,965	32,321	38,367	40,402
매입채무 및 기타재무	7,026	13,386	17,224	23,090	24,938
단기금융부채	11,968	7,582	10,656	10,656	10,656
기타유동부채	2,015	3,997	4,440	4,621	4,808
비유동부채	25,819	20,974	14,638	7,674	2,711
장기금융부채	22,013	19,617	13,317	6,317	1,317
기타비유동부채	3,806	1,357	1,321	1,356	1,394
부채총계	**46,826**	**45,940**	**46,959**	**46,041**	**43,113**
지배주주지분	53,504	73,903	115,266	182,939	255,722
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,726	4,726	4,726
이익잉여금	46,729	65,418	104,516	170,115	241,486
비지배주주지분(연결)	-1	12	15	15	15
자본총계	**53,504**	**73,916**	**115,281**	**182,955**	**255,737**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**32,766**	**66,193**	**95,755**	**149,139**	**161,070**
매출원가	33,299	34,365	39,721	47,745	51,564
매출총이익	**-533**	**31,828**	**56,035**	**101,394**	**109,506**
판매비 및 관리비	7,197	8,361	11,850	18,854	19,796
영업이익	**-7,730**	**23,467**	**44,184**	**82,541**	**89,709**
(EBITDA)	5,943	36,049	59,094	101,862	113,130
금융손익	-1,238	-971	-389	-79	168
이자비용	1,468	1,345	888	685	463
관계기업등 투자손익	15	-2	11	69	69
기타영업외손익	-2,704	1,392	5,072	0	0
세전계속사업이익	**-11,658**	**23,885**	**48,878**	**82,531**	**89,946**
계속사업법인세비용	-2,520	4,088	7,970	14,856	16,190
계속사업이익	-9,138	19,797	40,908	67,675	73,756
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**-9,138**	**19,797**	**40,908**	**67,675**	**73,756**
지배주주	-9,112	19,789	40,779	67,337	73,387
총포괄이익	**-9,022**	**21,315**	**42,847**	**69,750**	**75,167**
매출총이익률 (%)	-1.6	48.1	58.5	68.0	68.0
영업이익률 (%)	-23.6	35.5	46.1	55.3	55.7
EBITDA 마진률 (%)	18.1	54.5	61.7	68.3	70.2
당기순이익률 (%)	-27.9	29.9	42.7	45.4	45.8
ROA (%)	-8.9	18.0	28.9	34.4	27.8
ROE (%)	-15.6	31.1	43.1	45.2	33.5
ROIC (%)	-7.5	25.1	40.8	59.8	54.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**4,278**	**29,796**	**51,892**	**82,090**	**96,142**
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	40,908	67,675	73,756
비현금수익비용가감	15,033	17,054	18,938	21,024	24,430
유형자산감가상각비	13,121	11,985	14,164	18,628	22,661
무형자산상각비	553	596	746	694	759
기타현금수익비용	1,359	4,472	1,269	1,564	871
영업활동 자산부채변동	794	-5,600	-4,416	-6,609	-2,043
매출채권 감소(증가)	-1,406	-5,098	-4,794	-5,796	-1,825
재고자산 감소(증가)	2,288	167	-6,670	-6,732	-2,120
매입채무 증가(감소)	83	-1,103	6,860	5,866	1,847
기타자산, 부채변동	-171	435	188	52	54
투자활동 현금	**-7,335**	**-18,005**	**-34,038**	**-39,274**	**-42,293**
유형자산처분(취득)	-6,785	-15,898	-24,928	-37,285	-40,268
무형자산 감소(증가)	-454	-697	-1,038	-1,160	-1,160
투자자산 감소(증가)	126	-1,418	-5,113	-510	-533
기타투자활동	-221	9	-2,959	-320	-333
재무활동 현금	**5,697**	**-8,704**	**-3,788**	**-8,738**	**-7,015**
차입금의 증가(감소)	6,507	-7,977	-2,140	-7,000	-5,000
자본의 증가(감소)	-801	-732	-2,267	-1,738	-2,015
배당금의 지급	826	826	-2,295	-1,738	-2,015
기타재무활동	-9	6	619	0	0
현금의 증가	**2,610**	**3,618**	**13,687**	**34,078**	**46,834**
기초현금	4,977	7,587	11,205	24,892	58,970
기말현금	7,587	11,205	24,892	58,970	105,804

자료: SK 하이닉스, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	-10.7	6.1	9.2	5.6	5.1
P/B	1.9	1.7	3.4	2.2	1.5
EV/EBITDA	21.7	3.9	6.6	3.4	2.6
P/CF	17.5	3.4	6.6	4.5	4.0
배당수익률 (%)	0.8	1.3	0.5	0.5	0.6
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	44.7	55.8	8.0
영업이익	적전	흑전	88.3	86.8	8.7
세전이익	적전	흑전	104.6	68.8	9.0
당기순이익	적전	흑전	106.6	65.4	9.0
EPS	적전	흑전	106.1	65.1	9.0
안정성 (%)					
부채비율	87.5	62.2	40.7	25.2	16.9
유동비율	145.0	169.3	220.6	308.4	419.5
순차입금/자기자본(x)	48.3	18.3	-6.4	-26.6	-39.4
영업이익/금융비용(x)	-5.3	17.4	49.8	120.5	193.7
총차입금 (십억원)	33,981	27,200	23,973	16,973	11,973
순차입금 (십억원)	25,821	13,554	-7,402	-48,744	-100,851
주당지표 (원)					
EPS	-13,242	28,719	59,182	97,726	106,507
BPS	73,495	101,515	158,331	251,289	351,265
CFPS	8,098	50,619	82,206	121,840	134,870
DPS	1,200	2,204	2,520	2,930	3,130

유니셈 (036200)

2025. 12. 8 | 반도체/소부장

인프라와 NAND 전환 투자 모두 수혜입니다

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

4Q25 Preview

4Q25 연결 실적은 매출액 761억원(+34%QoQ, +24%YoY), 영업이익 39억원(+122%QoQ, +42%YoY, OPM 5.1%)으로 전망한다. 3Q25 인식될 예정이었지만 이연되었던 삼성전자의 P4 상부층 투자가 인식되며 실적의 성장이 예상된다. 또한 SK하이닉스의 M15x 투자도 실적에 기여할 것이다. 테일러향 투자는 2025년보다는 2026년 위주로 실적에 반영될 것으로 예상한다.

인프라와 NAND 전환 투자 모두 수혜입니다

2026년 연결 실적은 매출액 3,328억원(+22%YoY), 영업이익 258억원(+106%YoY, OPM 7.8%)으로 전망한다. 동사의 실적은 2021년 매출액 2,961억원, 영업이익 437억원으로 OPM 14.8%으로 달성했었다. 하지만 쿨런트 가격이 급등과 스크러버 산업 내 경쟁 심화로 인해 매출액 대비 수익성이 과거 대비 낮을 것으로 예상한다. 메모리 공급 업체들이 퍼스트 쉘 전략을 위해 인프라 투자를 앞당기고 있어 스크러버 실적의 성장세가 기대된다. 또한 삼성전자의 V9 전환 투자는 극저온용 대비 낮은 스펙의 칠러가 적용되며 기대 대비 ASP 상승의 효과가 크지 않을 것으로 예상된다. 하지만 동사의 냉매식 칠러는 극고온과 극저온 모두에 적용되기 때문에 NAND 전환 투자에 대한 수혜도 기대할 수 있을 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 15,000원 상향

투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 15,000원으로 기존 대비 +36% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS 957원에 과거 P/E 밴드 상단인 16x을 적용하여 산출했다. 2026년 메모리 공급 업체들의 주요 투자처인 DRAM 인프라 공사와 NAND 전환 투자 모두에 당사의 수혜가 예상된다. 현 주가는 12M Fwd P/E 9.4x로 과거 P/E 밴드 중단을 하회하고 있어 Valuation에 대한 부담도 크지 않아 당사 소부장 최선호주로 제시한다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	15,000 원
현재주가	9,200 원
상승여력	63.0 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (12/5)		924.74 pt
시가총액		2,821 억원
발행주식수		30,664 천주
52 주 최고가 / 최저가		11,410 / 5,280 원
90 일 일평균거래대금		92.58 억원
외국인 지분율		12.4%
배당수익률(25.12E)		0.9%
BPS(25.12E)		7,728 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-8.7%
	6 개월	27.6%
	12 개월	19.8%
주주구성	김형균 (외 4 인)	29.0%
	자사주 (외 1 인)	4.1%
	최강현 (외 1 인)	0.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	232	17	22	18	620	-6.9	19	13.6	11.0	1.2	8.8
2024	218	10	18	16	528	-14.8	13	11.2	11.9	0.8	7.0
2025E	274	13	14	11	379	-28.3	15	24.3	14.7	1.2	4.8
2026E	333	26	31	26	873	130.5	29	10.5	7.4	1.1	10.3
2027E	359	29	34	28	957	9.6	32	9.6	6.0	1.0	10.3

자료: 유니셈, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

표34 유니셈 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	스크러버	15.7	17.2	11.2	20.5	21.7	24.5	27.7	25.7	42.7	64.6	99.6
	칠러	23.6	40.4	22.7	28.6	32.0	34.4	36.7	35.6	87.7	115.2	138.7
	연결조정	21.2	22.5	22.9	27.1	21.4	22.7	23.1	27.3	87.8	93.6	94.6
	TTL	60.5	80.0	56.8	76.1	75.1	81.5	87.6	88.6	218.2	273.5	332.8
매출비중	스크러버	26%	22%	20%	27%	29%	30%	32%	29%	20%	24%	30%
	칠러	39%	50%	40%	38%	43%	42%	42%	40%	40%	42%	42%
	연결조정	35%	28%	40%	36%	29%	28%	26%	31%	40%	34%	28%
	TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ/YoY	스크러버	26%	10%	-35%	83%	6%	13%	13%	-7%	-40%	51%	54%
	칠러	6%	71%	-44%	26%	12%	7%	7%	-3%	11%	31%	20%
	연결조정	-21%	6%	2%	18%	-21%	6%	2%	18%	6%	7%	1%
	TTL	-2%	32%	-29%	34%	-1%	9%	7%	1%	-6%	25%	22%
영업이익		4.8	2.1	1.8	3.9	5.1	6.4	7.6	6.6	10.0	12.5	25.8
	QoQ/YoY	74%	-56%	-17%	122%	32%	25%	18%	-13%	-43%	26%	106%
영업이익률		7.9%	2.6%	3.1%	5.1%	6.9%	7.9%	8.7%	7.5%	4.6%	4.6%	7.8%

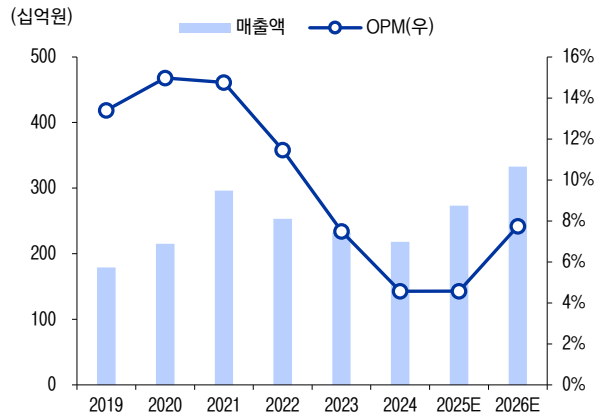
자료: LS증권 리서치센터

표35 DRAM 공급 업체별 신규 Fab 현황

회사	신규 팹	위치	현황
삼성전자	P4L	한국	• DRAM 클린룸은 2026년 초 양산 시작 예정이며, 최대 생산 능력(CAPA)은 120~130K 수준. • 또한, 당초 NAND 플래시용으로 계획되었던 클린룸도 DRAM 생산에 활용되어 전체 생산 능력이 추가로 증가할 예정.
	P5L	한국	• 삼성 내부는 P5L 팹 건설 재개를 결정함. 총 계획 생산 능력은 200~250K 이며 대부분 DRAM에 할당될 예정. • 시설은 2027년 말까지 완공 및 장비 반입이 시작될 것으로 예상되며, 빠르면 2028년 중반에 초기 웨이퍼 투입이 가능할 것으로 보임.
SK 하이닉스	M15X	한국	• 장비 반입이 시작되었으며, 양산은 2026년 1분기 시작 예정. 주로 HBM4에 집중. • 생산 능력은 풀 가동 시 100~120K 까지 확대될 것으로 예상됨.
	용인	한국	• 1단계는 2025년 착공하여 2027년 2분기 완공 예정. • 2027년 말쯤 생산량에 일부 기여할 가능성이 높음.
마이크론	ID1	미국	• 아이다호주 보이시(Boise)의 R&D 센터 인근에 위치. • 2024년 착공했으며, 2027년 상반기에 웨이퍼 투입(가동)을 시작할 것으로 예상됨.
	ID2	미국	• 1단계 팹 완료 후 2단계 팹 건설을 시작할 예정이며, 뉴욕(N.Y.) 팹보다 일찍 양산에 들어갈 예정.
	N.Y. Fab	미국	• 부지 준비 단계이며, 착공 과정은 2025년 말로 계획됨. • 2030년 이전에 양산 단계에 진입할 것으로 예상됨.
	히로시마 신규 팹	일본	• 2026년 착공 예정. HBM 관련 생산에 사용될 예정.

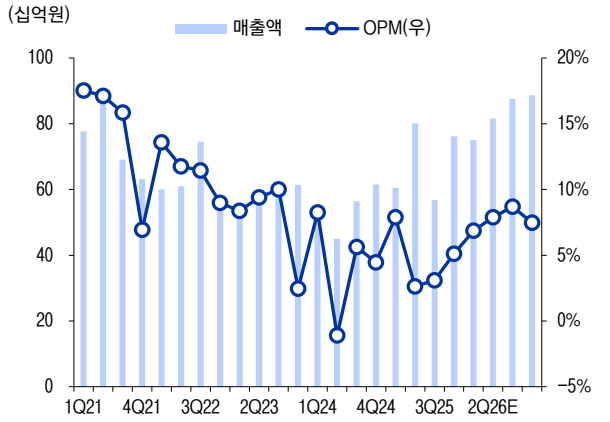
자료: Trendforce, LS증권 리서치센터

그림142 연간 매출액 추이 및 전망



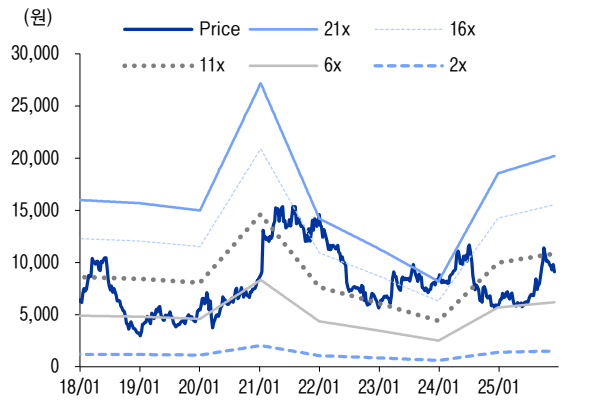
자료: LS증권 리서치센터

그림143 분기 매출액 비중 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림144 12M Fwd P/E 밴드

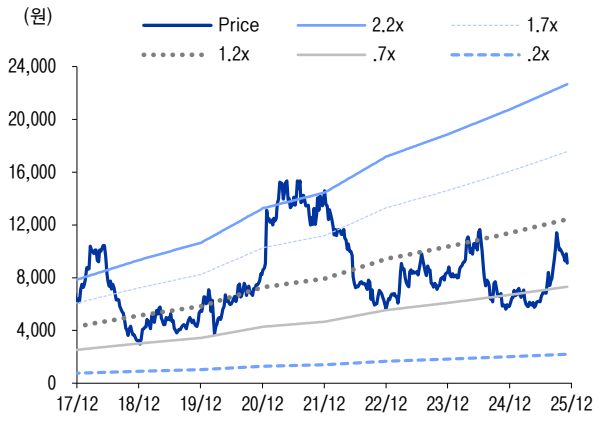


자료: ISC, LS증권 리서치센터

그림145 12M Fwd P/E 표준편차

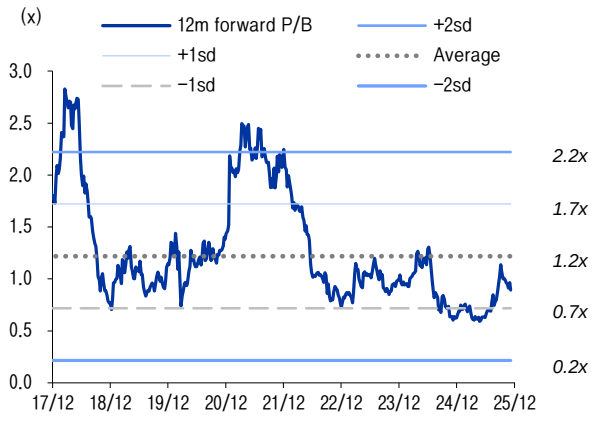
자료: LS증권 리서치센터

그림146 12M Fwd P/B 밴드



자료: LS증권 리서치센터

그림147 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

유니셈 (036200)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	163	174	182	196	209
현금 및 현금성자산	48	37	63	75	96
매출채권 및 기타채권	61	43	35	35	35
재고자산	39	47	40	40	30
기타유동자산	15	47	44	46	48
비유동자산	80	89	96	110	125
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	72	83	88	101	115
무형자산	1	1	1	1	2
자산총계	**243**	**263**	**278**	**306**	**334**
유동부채	27	33	39	43	46
매입채무 및 기타재무	19	26	25	29	31
단기금융부채	4	4	6	6	6
기타유동부채	4	3	8	9	9
비유동부채	2	2	2	2	2
장기금융부채	2	2	2	2	2
기타비유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	**29**	**35**	**41**	**45**	**48**
지배주주지분	214	228	237	260	286
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	8	8	8	8	8
이익잉여금	184	197	206	229	255
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**214**	**228**	**237**	**260**	**286**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**232**	**218**	**274**	**333**	**359**
매출원가	196	193	243	288	310
매출총이익	**36**	**25**	**31**	**45**	**49**
판매비 및 관리비	19	15	18	19	20
영업이익	**17**	**10**	**13**	**26**	**29**
(EBITDA)	19	13	15	29	32
금융손익	3	7	-3	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	1	4	4	4
세전계속사업이익	**22**	**18**	**14**	**31**	**34**
계속사업법인세비용	4	3	3	6	6
계속사업이익	18	16	11	26	28
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**18**	**16**	**11**	**26**	**28**
지배주주	18	16	11	26	28
총포괄이익	**18**	**16**	**11**	**26**	**28**
매출총이익률 (%)	15.7	11.6	11.3	13.6	13.7
영업이익률 (%)	7.5	4.6	4.6	7.8	8.0
EBITDA 마진률 (%)	8.4	5.8	5.6	8.7	9.0
당기순이익률 (%)	7.9	7.1	4.1	7.7	7.8
ROA (%)	7.6	6.1	4.1	8.8	8.8
ROE (%)	8.8	7.0	4.8	10.3	10.3
ROIC (%)	9.7	4.7	5.3	11.3	12.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**-10**	**36**	**29**	**32**	**43**
당기순이익(손실)	18	16	11	26	28
비현금수익비용가감	4	0	9	3	4
유형자산감가상각비	2	3	3	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	2	-3	5	0	0
영업활동 자산부채변동	-31	21	10	3	11
매출채권 감소(증가)	-16	24	3	0	0
재고자산 감소(증가)	-9	-10	6	0	10
매입채무 증가(감소)	-2	6	2	4	2
기타자산, 부채변동	-3	0	0	-1	-2
투자활동 현금	**27**	**-44**	**-3**	**-17**	**-19**
유형자산처분(취득)	-25	-13	-7	-17	-18
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	51	-32	5	0	0
기타투자활동	2	1	0	0	0
재무활동 현금	**-6**	**-3**	**-1**	**-2**	**-2**
차입금의 증가(감소)	-3	-1	2	0	0
자본의 증가(감소)	-3	-2	-2	-2	-2
배당금의 지급	3	2	-2	-2	-2
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**11**	**-11**	**26**	**12**	**22**
기초현금	37	48	37	63	75
기말현금	48	37	63	75	96

자료: 유니셈, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	13.6	11.2	24.3	10.5	9.6
P/B	1.2	0.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.0	11.9	14.7	7.4	6.0
P/CF	11.7	11.7	14.1	9.8	8.9
배당수익률 (%)	1.0	1.4	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	-8.3	-6.0	25.4	21.7	8.0
영업이익	-40.1	-42.6	25.6	106.0	11.2
세전이익	-7.4	-19.1	-23.3	125.9	9.6
당기순이익	-6.9	-14.9	-28.2	130.7	9.6
EPS	-6.9	-14.8	-28.3	130.5	9.6
안정성 (%)					
부채비율	13.5	15.2	17.1	17.3	16.6
유동비율	605.8	524.1	468.1	452.5	456.0
순차입금/자기자본(x)	-20.4	-13.7	-23.3	-25.8	-31.1
영업이익/금융비용(x)	40.8	27.5	37.7	73.2	81.4
총차입금 (십억원)	6	6	8	8	8
순차입금 (십억원)	-44	-31	-55	-67	-89
주당지표 (원)					
EPS	620	528	379	873	957
BPS	6,991	7,441	7,728	8,489	9,330
CFPS	722	503	652	943	1,039
DPS	80	80	80	80	80

LS증권 리서치센터

하나머티리얼즈 (166090)

2025. 12. 8 | 반도체/소부장

NAND 전환 투자 수혜 기대

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

4Q25 Preview

4Q25 연결 실적은 매출액 774억원(+11%QoQ, +12%YoY), 영업이익 168억원(+40%QoQ, +10%YoY, OPM 21.7%)으로 전망한다. 고객사들의 가동률 상승 효과와 더불어 국내 고객사의 Xian2 공장 전환 투자를 앞두고 중국 수출 규제를 우려하여 선구매를 할 것으로 예상된다. 매출액 규모가 점차 회복됨에 따라 레버리지 효과로 OPM도 3Q25 17.2% → 4Q25 21.7%로 크게 개선될 것이다.

NAND 전환 투자 수혜 기대

2026년 연결 실적은 매출액 3,103억원(+15%YoY), 영업이익 706억원(+53%YoY, OPM 22.8%)으로 전망한다. 삼성전자는 NAND Wafer Input을 4Q25 400K/m → 4Q26 325K/m으로 축소하며 감산 확대가 이루어질 전망이다. 하지만 삼성전자의 Xian2공장에서 V9으로 전환 투자에 따른 수혜가 예상된다. 또한 NAND사업만을 영위하는 Kioxia도 경쟁사 대비 공격적인 투자를 진행할 것으로 예상된다. NAND 산업은 기존 Capa에 대한 감산과 전환 투자가 이루지는 구간인만큼 파츠 산업 내 Before Market업체 대비 After Market 업체들이 Outperform할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 56,000원 상향

투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 56,000원으로 기존 대비 +65% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS 2,667원에 과거 3개년 P/E밴드 중단인 21x를 적용하여 산출했다. 4Q25의 호실적에는 고객사의 선구매 영향이 있지만, 매출액 규모 회복에 따른 수익성 레버리지를 확인할 수 있는 기회가 될 것이다. 추후 실적 성장세를 위해서는 Kioxia의 투자 기조 확대와 TEL의 식각 장비 내 점유율 확보가 중요한 요인으로 작용할 것이다. NAND 산업의 전환 투자 수혜가 예상되는 동사를 관심 종목으로 제시한다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	56,000 원
현재주가	44,950 원
상승여력	24.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (12/5)		924.74 pt
시가총액		8,890 억원
발행주식수		19,778 천주
52 주 최고가 / 최저가		46,650 / 21,900 원
90 일 일평균거래대금		128.92 억원
외국인 지분율		17.0%
배당수익률(25.12E)		0.6%
BPS(25.12E)		18,875 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	13.9%
	6 개월	52.6%
	12 개월	59.5%
주주구성	하나마이크론 (외 6 인)	44.6%
	Tokyo Electron	13.8%
	자사주 (외 1 인)	1.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	234	41	40	34	1,752	n/a	75	28.7	15.5	2.5	n/a
2024	252	43	41	32	1,631	-6.9	76	14.1	7.8	1.3	8.4
2025E	270	46	42	32	1,666	2.2	79	27.0	13.4	2.4	8.9
2026E	310	71	67	52	2,667	60.1	103	16.9	9.9	2.1	13.1
2027E	335	81	78	59	3,026	13.5	116	14.9	8.7	1.9	13.2

자료: 하나머티리얼즈, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS증권 리서치센터

표36 하나머티리얼즈 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	실리콘 부품	52.8	55.1	60.1	67.4	63.0	66.5	68.3	70.9	214.9	235.3	268.6
	SiC Ring 및 기타	5.9	9.0	9.8	10.0	10.1	10.4	10.5	10.6	36.3	34.6	41.6
	합계	58.6	64.1	69.8	77.4	73.1	76.9	78.8	81.5	251.3	269.9	310.3
매출비중	실리콘 부품	90%	86%	86%	87%	86%	87%	87%	87%	86%	87%	87%
	SiC Ring 및 기타	10%	14%	14%	13%	14%	13%	13%	13%	14%	13%	13%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ/YoY	실리콘 부품	-11%	4%	9%	12%	-6%	6%	3%	4%	0%	9%	14%
	SiC Ring 및 기타	-39%	53%	9%	2%	1%	2%	1%	1%	43%	-5%	20%
	합계	-15%	9%	9%	11%	-5%	5%	2%	3%	13%	7%	15%
영업이익		8.7	8.5	12.0	16.8	14.8	17.6	18.3	19.9	43.4	46.0	70.6
	QoQ/YoY	-43%	-2%	41%	40%	-12%	19%	4%	9%	43%	6%	53%
영업이익률		14.9%	13.3%	17.2%	21.7%	20.2%	22.9%	23.3%	24.4%	17.3%	17.0%	22.8%

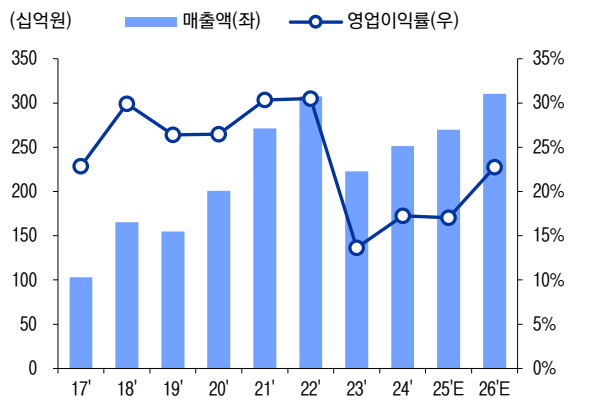
자료: LS증권 리서치센터

표37 실적 변경 내역

(단위: 십억원)		3Q25			4Q25E			2026E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액	실리콘 부품	58.2	60.1	3%	62.3	67.4	8%	253.5	268.6	6%
	SiC Ring 및 기타	7.5	9.8	31%	7.7	10.0	30%	35.6	41.6	17%
	합계	65.7	69.8	6%	70.1	77.4	10%	289.2	310.3	7%
매출 비중	실리콘 부품	89%	86%	-3%	89%	87%	-2%	88%	87%	-1%
	SiC Ring 및 기타	11%	14%	3%	11%	13%	2%	12%	13%	1%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
QoQ / YoY	실리콘 부품	4%	9%	4%	7%	12%	5%	11%	14%	3%
	SiC Ring 및 기타	5%	9%	4%	3%	2%	-1%	26%	20%	-6%
	합계	5%	9%	4%	7%	11%	4%	12%	15%	3%
영업이익		12.4	12.0	-3%		16.8	17%	59.9	70.6	18%
	QoQ / YoY	-21%	51%	41%	-10%	16%	40%	24%	37%	53%
영업이익률		18.9%	17.2%	-1.7%	20.5%	21.7%	1.2%	20.7%	22.8%	2.0%

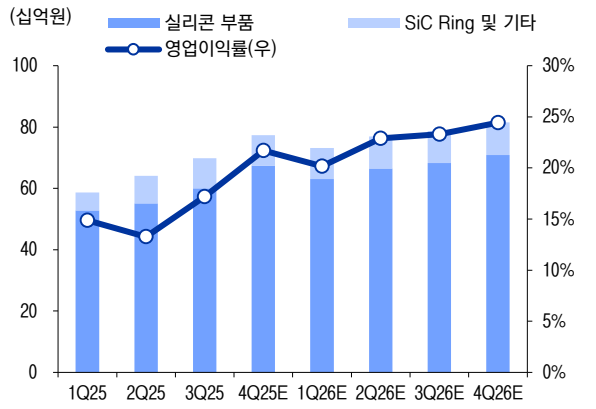
자료: LS증권 리서치센터

그림148 연간 실적 추이 및 전망



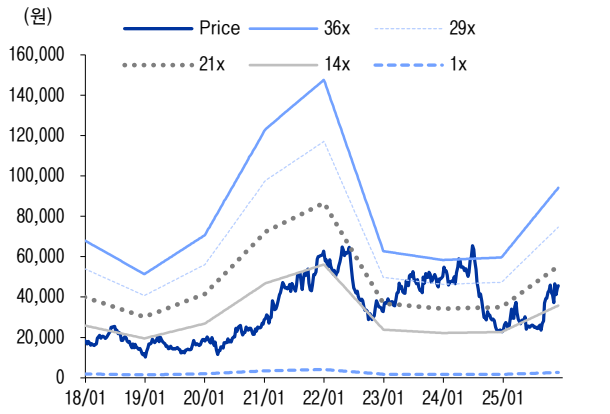
자료: LS증권 리서치센터

그림149 분기 실적 추이 및 전망



자료: LS증권 리서치센터

그림150 12M Fwd P/E 밴드

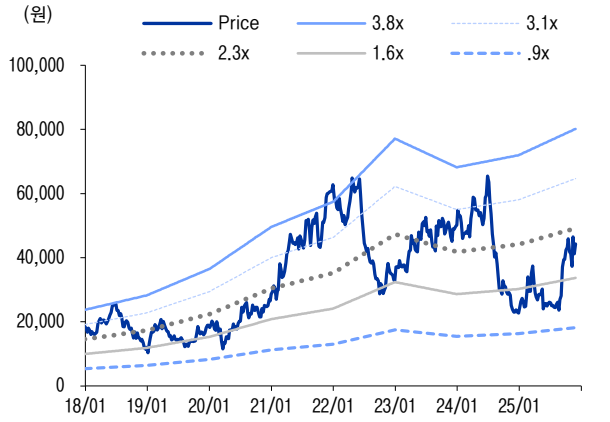


자료: LS증권 리서치센터

그림151 12M Fwd P/E 표준편차

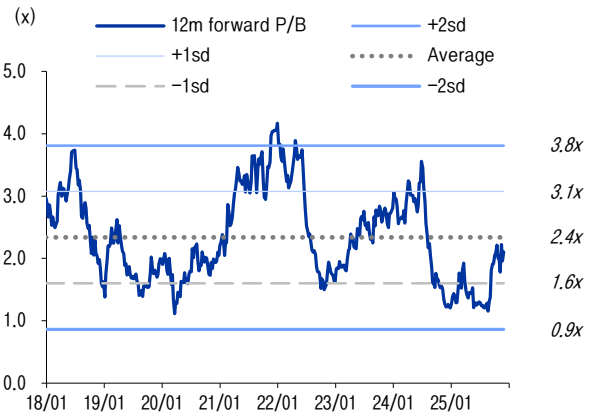
자료: LS증권 리서치센터

그림152 12M Fwd P/B 밴드



자료: LS증권 리서치센터

그림153 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

하나머티리얼즈 (166090)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	146	137	123	159	187
현금 및 현금성자산	32	36	8	38	57
매출채권 및 기타채권	16	29	31	32	35
재고자산	76	64	80	84	91
기타유동자산	23	9	4	4	4
비유동자산	527	437	450	462	489
관계기업투자등	145	77	95	99	103
유형자산	353	348	345	353	375
무형자산	6	7	6	6	6
자산총계	**673**	**574**	**573**	**621**	**676**
유동부채	136	121	108	108	109
매입채무 및 기타재무	20	22	2	2	2
단기금융부채	113	91	99	99	99
기타유동부채	3	8	8	8	8
비유동부채	137	99	92	92	93
장기금융부채	106	89	80	80	80
기타비유동부채	31	10	12	13	13
부채총계	**273**	**220**	**200**	**201**	**202**
지배주주지분	400	354	373	420	474
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	37	37	37	37	37
이익잉여금	289	316	342	389	443
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**400**	**354**	**373**	**420**	**474**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**234**	**252**	**270**	**310**	**335**
매출원가	168	177	189	202	214
매출총이익	**66**	**74**	**81**	**108**	**121**
판매비 및 관리비	25	31	35	37	39
영업이익	**41**	**43**	**46**	**71**	**81**
(EBITDA)	75	76	79	103	116
금융손익	-3	-4	0	0	0
이자비용	4	7	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	2	2	-4	-4	-4
세전계속사업이익	**40**	**41**	**42**	**67**	**78**
계속사업법인세비용	6	9	10	15	19
계속사업이익	34	32	32	52	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**34**	**32**	**32**	**52**	**59**
지배주주	34	32	32	52	59
총포괄이익	**100**	**-39**	**32**	**52**	**59**
매출총이익률 (%)	28.3	29.6	29.9	34.8	36.0
영업이익률 (%)	17.7	17.3	17.0	22.8	24.3
EBITDA 마진률 (%)	32.3	30.0	29.2	33.3	34.5
당기순이익률 (%)	14.6	12.6	12.0	16.7	17.6
ROA (%)	n/a	5.1	5.7	8.7	9.1
ROE (%)	n/a	8.4	8.9	13.1	13.2
ROIC (%)	n/a	8.0	8.2	12.1	13.0

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**44**	**76**	**25**	**80**	**85**
당기순이익(손실)	34	32	32	52	59
비현금수익비용가감	47	53	29	33	35
유형자산감가상각비	33	31	32	32	33
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	13	21	-4	1	1
영업활동 자산부채변동	-26	2	-25	-6	-9
매출채권 감소(증가)	-2	-13	-2	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-3	12	-16	-4	-7
매입채무 증가(감소)	-1	2	0	0	0
기타자산, 부채변동	-20	2	-7	0	0
투자활동 현금	**-125**	**-26**	**-24**	**-45**	**-61**
유형자산처분(취득)	-121	-42	-29	-40	-56
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-6	-15	5	-4	-4
기타투자활동	3	32	-1	0	0
재무활동 현금	**82**	**-46**	**-29**	**-5**	**-5**
차입금의 증가(감소)	88	-40	-19	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-6	-10	-5	-5
배당금의 지급	6	4	-5	-5	-5
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	**1**	**4**	**-28**	**30**	**19**
기초현금	31	32	36	8	38
기말현금	32	36	8	38	57

자료: 하나머티리얼즈, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	28.7	14.1	27.0	16.9	14.9
P/B	2.5	1.3	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.5	7.8	13.4	9.9	8.7
P/CF	12.2	5.4	14.6	10.4	9.5
배당수익률 (%)	0.4	1.1	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
매출액	n/a	7.7	7.3	14.9	8.0
영업이익	n/a	5.2	6.0	53.4	15.3
세전이익	n/a	1.0	2.8	58.8	16.2
당기순이익	n/a	-7.1	2.2	60.1	13.5
EPS	n/a	-6.9	2.2	60.1	13.5
안정성 (%)					
부채비율	68.3	62.2	53.5	47.8	42.5
유동비율	107.2	113.4	114.1	146.8	172.1
순차입금/자기자본(x)	43.4	38.9	45.1	33.0	25.3
영업이익/금융비용(x)	10.2	6.1	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	218	180	178	178	178
순차입금 (십억원)	174	138	169	139	120
주당지표 (원)					
EPS	1,752	1,631	1,666	2,667	3,026
BPS	20,235	17,888	18,875	21,255	23,989
CFPS	4,130	4,270	3,088	4,313	4,744
DPS	200	250	250	250	250

LS 증권 리서치센터

코미코 (183300)

2025. 12. 8 반도체/소부장

중국의 장비 내재화, 더욱 가속화될 것

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

3Q25 추정치 하회

3Q25 연결 실적은 매출액 1,591억원(+9%QoQ, +25%YoY), 영업이익 258억원(-11%QoQ, -14%YoY, OPM 16.3%)으로 당사 추정치인 매출액 1,482억원, 영업이익 320억원을 하회했다. 추정치 대비 매출액은 상회하였으나, 영업이익이 하회한 주요 요인은 미코세라믹스의 OPM이 2Q25 29.3%→3Q25 28.2%으로 감소했기 때문이다. 미코세라믹스의 수익성은 Capa 확대로 인한 감가상각비 증가에도 불구하고 아직 가동률이 100%로 올라오지 못하였으며, R&D 비중 확대로 인해 비용이 증가로 주요 요인으로 파악된다. 안성 법인도 매출액이 2Q25 462억원→3Q25 531억원으로 증가했음에도 성과급 충당금을 미리 반영함에 따라 OPM이 2Q25 18.0%→3Q25 12.9%으로 감소했다.

중국의 장비 내재화, 더욱 가속화될 것

2026년 연결 실적은 매출액 6,485억원(+10%YoY), 영업이익 1,289억원(+16%YoY, OPM 19.9%)으로 전망한다. 메모리 반도체 산업의 호황 속 고객사들의 가동률이 상향 조정됨에 따라 동사의 세정/코팅 사업도 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상한다. Austin과 Hillsboro 법인도 미국이 자국 내 반도체 설비 시설 확대 기조를 유지함에 따라 실적이 성장할 것이다. 또한 미코세라믹스도 중국 장비 업체들의 내재화가 지속되고, 기존 히터 중심에서 ESC로 제품군이 확대될 것이다. 미코세라믹스의 늘어난 Capa에 대한 가동률은 고객사들의 Audit 종료 이후 1Q26부터 본격적으로 증가할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원 상향

투자의견 Buy를 유지하며 목표주가는 120,000원으로 기존 대비 +20% 상향 조정한다. 목표주가는 2026년 예상 EPS 7,669원에 과거 P/E 밴드 상단 16x를 적용하여 산출했다. 현 주가는 12M Fwd P/E 12x로 3Q25 실적 발표 이후 시장 기대치 대비 하회하며 주가 조정이 이루어졌다. 하지만 중국의 장비 내재화가 2026년에 더욱 본격화됨에 따라 미코세라믹스의 실적 성장세가 지속되며, 수익성을 회복할 것으로 예상한다.

Buy (유지)

목표주가 (상향)	120,000 원
현재주가	86,500 원
상승여력	38.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (12/5)		924.74 pt
시가총액		9,048 억원
발행주식수		10,461 천주
52 주 최고가 / 최저가		122,700 / 32,650 원
90 일 일평균거래대금		131.39 억원
외국인 지분율		21.5%
배당수익률(25.12E)		1.2%
BPS(25.12E)		29,739 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-23.2%
	6 개월	14.2%
	12 개월	100.0%
주주구성	미코 (외 1 인)	41.1%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
	자사주 (외 1 인)	3.6%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2023	307	33	52	46	3,037	-28.1	71	21.2	10.5	3.2	13.5
2024	507	112	113	88	5,492	80.8	155	6.7	3.3	1.4	23.4
2025E	592	111	108	87	5,614	2.2	164	15.4	6.6	2.9	19.7
2026E	648	129	139	114	7,669	36.6	187	11.3	5.4	2.4	22.6
2027E	700	152	163	133	9,237	20.4	211	9.4	4.4	2.0	22.3

자료: 코미코, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

LS 증권 리서치센터

표38 코미코 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025E	2026E
매출액	한국(안성)	39.3	46.2	53.1	47.8	46.9	48.5	51.1	45.5	186.4	192.0
	미국(Austin, Hillsboro)	14.0	15.7	16.5	17.4	18.4	20.9	21.7	22.2	63.6	83.2
	기타법인(Wuxi, Hsinchu 등)	30.2	29.4	31.4	32.0	30.4	31.6	31.7	31.8	123.1	125.5
	미코세라믹스	64.3	59.2	65.8	64.0	70.8	72.9	74.0	71.5	253.2	289.2
	연결조정	-12.9	-4.5	-7.7	-9.7	-10.0	-10.4	-10.7	-10.3	-34.8	-41.4
	TTL	135.0	146.0	159.1	151.5	156.5	163.4	167.8	160.7	591.5	648.5
매출비중	한국(안성)	29%	32%	33%	32%	30%	30%	30%	28%	32%	30%
	미국(Austin, Hillsboro)	10%	11%	10%	11%	12%	13%	13%	14%	11%	13%
	기타법인(Wuxi, Hsinchu 등)	22%	20%	20%	21%	19%	19%	19%	20%	21%	19%
	미코세라믹스	48%	41%	41%	42%	45%	45%	44%	44%	43%	45%
	연결조정	-10%	-3%	-5%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
	TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ/YoY	한국(안성)	-11%	17%	15%	-10%	-2%	3%	5%	-11%	17%	3%
	미국(Austin, Hillsboro)	13%	12%	5%	6%	6%	14%	4%	3%	23%	31%
	기타법인(Wuxi, Hsinchu 등)	9%	-2%	7%	2%	-5%	4%	0%	0%	17%	2%
	미코세라믹스	28%	-8%	11%	-3%	11%	3%	2%	-3%	15%	14%
	연결조정	105%	-65%	73%	25%	3%	4%	3%	-4%	15%	19%
	TTL	6%	8%	9%	-5%	3%	4%	3%	-4%	17%	10%
영업이익		31.3	30.2	25.8	23.7	29.2	32.3	37.2	30.2	110.9	128.9
	QoQ/YoY	66%	-4%	-14%	-8%	23%	11%	15%	-19%	-1%	16%
영업이익률		23.2%	20.7%	16.3%	15.6%	18.7%	19.7%	22.2%	18.8%	18.8%	19.9%

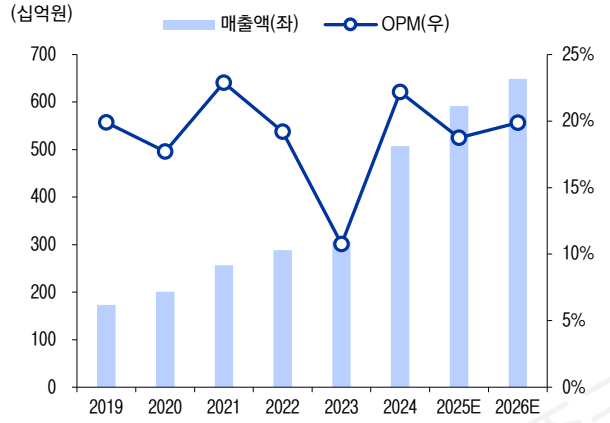
자료: LS증권 리서치센터 / 주: 3Q23 미코세라믹스 자회사 신규 편입

표39 코미코 실적 전망 변경 내역

(단위: 십억원)		3Q25			4Q25E			2026E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액 (십억원)	한국(안성)	42.5	53.1	25%	43.0	47.8	11%	172.6	192.0	11%
	미국(Austin, Hillsboro)	15.8	16.5	5%	16.4	17.4	6%	79.2	83.2	5%
	기타법인(Wuxi, Hsinchu 등)	31.8	31.4	-1%	31.8	32.0	1%	163.7	125.5	-23%
	미코세라믹스	69.4	65.8	-5%	71.2	64.0	-10%	287.2	289.2	1%
	연결조정	-11.2	-7.7	-31%	-11.4	-9.7	-15%	-49.2	-41.4	-16%
	합계	148.2	159.1	7%	151.0	151.5	0%	653.5	648.5	-1%
매출 비중	한국(안성)	29%	33%	5%	28%	32%	3%	26%	30%	3%
	미국(Austin, Hillsboro)	11%	10%	0%	11%	11%	1%	12%	13%	1%
	기타법인(Wuxi, Hsinchu 등)	21%	20%	-2%	21%	21%	0%	25%	19%	-6%
	미코세라믹스	47%	41%	-5%	47%	42%	-5%	44%	45%	1%
	연결조정	-8%	-5%	3%	-8%	-6%	1%	-8%	-6%	1%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
영업이익				-19%			-23%		128.9	-12%
	QoQ / YoY	6%	-14%	-20%	-4%	-8%	-4%	18%	16%	-2%
영업이익률		21.6%	16.3%	-5.3%	20.3%	15.6%	-4.7%	22.4%	19.9%	-2.5%

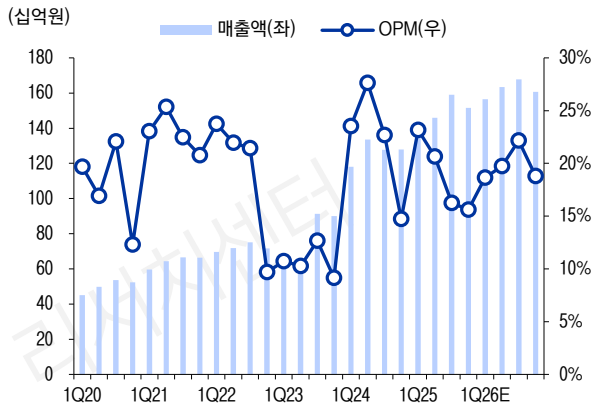
자료: LS증권 리서치센터

그림154 연간 연결 실적 추이 및 전망



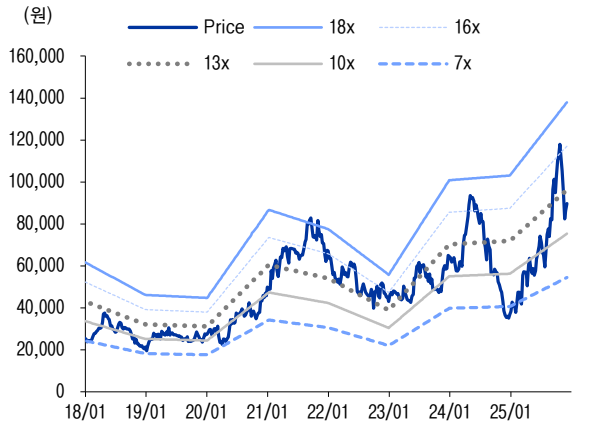
자료: LS증권 리서치센터

그림155 분기별 연결 실적 추이 및 전망



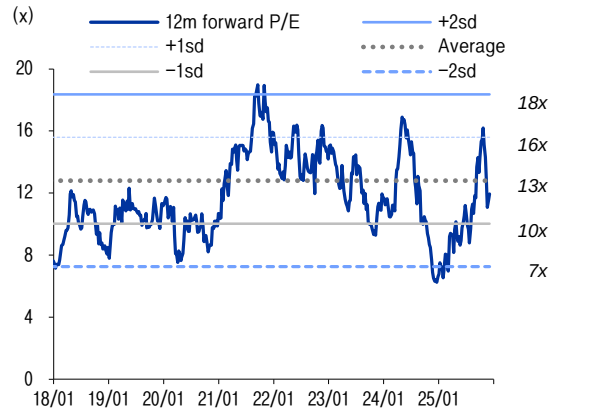
자료: LS증권 리서치센터

그림156 12M Fwd P/E 밴드



자료: LS증권 리서치센터

그림157 12M Fwd P/E 표준편차

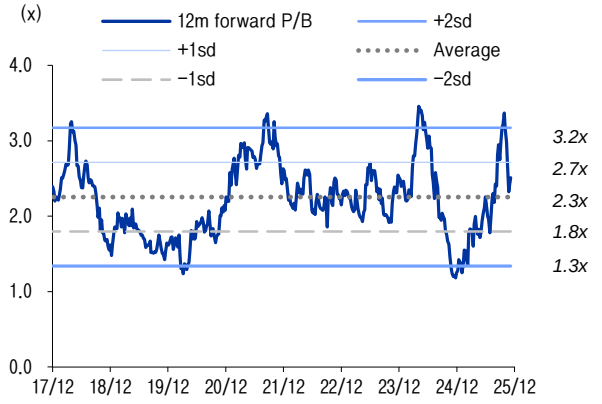


자료: LS증권 리서치센터

그림158 12M Fwd P/B 밴드

자료: LS증권 리서치센터

그림159 12M Fwd P/B 표준편차



자료: LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

코미코 (183300)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	236	319	450	534	620
현금 및 현금성자산	126	158	204	275	345
매출채권 및 기타채권	47	75	93	99	106
재고자산	35	45	53	57	61
기타유동자산	28	42	99	103	107
비유동자산	358	481	524	529	533
관계기업투자등	63	52	25	26	27
유형자산	277	403	453	455	457
무형자산	7	11	11	11	11
자산총계	**594**	**800**	**974**	**1,063**	**1,153**
유동부채	151	276	262	266	272
매입채무 및 기타재무	37	35	52	55	60
단기금융부채	98	196	181	181	181
기타유동부채	16	46	29	30	31
비유동부채	155	149	279	280	281
장기금융부채	128	118	247	247	247
기타비유동부채	27	31	31	33	34
부채총계	**306**	**425**	**541**	**547**	**553**
지배주주지분	210	268	311	379	463
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	12	7	3	3	3
이익잉여금	197	249	296	364	448
비지배주주지분(연결)	78	107	122	137	137
자본총계	**288**	**376**	**433**	**516**	**600**

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**307**	**507**	**592**	**648**	**700**
매출원가	191	272	332	371	392
매출총이익	**117**	**235**	**259**	**277**	**308**
판매비 및 관리비	84	122	148	148	156
영업이익	**33**	**112**	**111**	**129**	**152**
(EBITDA)	71	155	164	187	211
금융손익	-3	1	-6	3	4
이자비용	7	10	10	9	9
관계기업등 투자손익	0	-1	-1	-2	-2
기타영업외손익	23	1	4	8	8
세전계속사업이익	**52**	**113**	**108**	**139**	**163**
계속사업법인세비용	7	25	21	25	29
계속사업이익	46	88	87	114	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**46**	**88**	**87**	**114**	**133**
지배주주	32	56	57	78	94
총포괄이익	**47**	**104**	**87**	**114**	**133**
매출총이익률 (%)	38.0	46.3	43.8	42.7	44.0
영업이익률 (%)	10.7	22.2	18.8	19.9	21.8
EBITDA 마진률 (%)	23.1	30.6	27.7	28.9	30.1
당기순이익률 (%)	14.8	17.3	14.7	17.5	19.1
ROA (%)	6.4	8.0	6.4	7.7	8.5
ROE (%)	13.5	23.4	19.7	22.6	22.3
ROIC (%)	11.2	23.1	17.1	17.9	20.9

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	**65**	**116**	**96**	**148**	**146**
당기순이익(손실)	46	88	87	114	133
비현금수익비용가감	32	87	78	41	22
유형자산감가상각비	38	42	52	58	58
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	-6	44	25	-18	-37
영업활동 자산부채변동	2	-44	-42	-7	-9
매출채권 감소(증가)	7	-28	-18	-6	-8
재고자산 감소(증가)	-1	-12	-9	-3	-5
매입채무 증가(감소)	-1	12	11	3	4
기타자산, 부채변동	-3	-16	-26	-1	-1
투자활동 현금	**-105**	**-149**	**-144**	**-67**	**-67**
유형자산처분(취득)	-32	-153	-105	-60	-60
무형자산 감소(증가)	0	-2	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	21	11	-12	-4	-5
기타투자활동	-95	-4	-26	-1	-1
재무활동 현금	**106**	**61**	**98**	**-10**	**-10**
차입금의 증가(감소)	96	78	113	0	0
자본의 증가(감소)	10	-17	-9	-10	-10
배당금의 지급	10	7	-10	-10	-10
기타재무활동	0	0	-6	0	0
현금의 증가	**67**	**32**	**46**	**71**	**70**
기초현금	60	126	158	204	275
기말현금	126	158	204	275	345

자료: 코미코, LS 증권 리서치센터

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	21.2	6.7	15.4	11.3	9.4
P/B	3.2	1.4	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	10.5	3.3	6.6	5.4	4.4
P/CF	8.7	2.2	5.5	5.9	5.8
배당수익률 (%)	0.6	2.7	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	6.6	65.0	16.6	9.6	8.0
영업이익	-40.4	240.5	-1.3	16.2	18.3
세전이익	-1.3	116.1	-4.4	28.1	17.5
당기순이익	8.4	93.0	-1.1	30.8	17.5
EPS	-28.1	80.8	2.2	36.6	20.4
안정성 (%)					
부채비율	106.2	113.0	124.9	105.9	92.3
유동비율	156.5	115.7	171.7	200.4	228.0
순차입금/자기자본(x)	25.1	36.1	40.7	20.0	5.3
영업이익/금융비용(x)	4.8	10.8	11.1	13.8	16.3
총차입금 (십억원)	225	314	429	429	429
순차입금 (십억원)	72	136	176	103	32
주당지표 (원)					
EPS	3,037	5,492	5,614	7,669	9,237
BPS	20,068	25,643	29,739	36,223	44,232
CFPS	7,377	16,694	15,803	14,770	14,861
DPS	400	1,000	1,000	1,000	1,000

LS증권 리서치센터

Celestica (NYSE: CLS)

2025. 12. 8 반도체/소부장

구글의 검증된 조력자

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

구글의 검증된 조력자

Celestica는 구글의 AI HW 생태계에서 With Box 스위치, Rack 조립, OCS 조립에 걸쳐 폭넓은 협업을 오랜 기간 동안 함께 해온 검증된 조력자이다. 동사의 CSS 사업 내 구글향 매출은 3Q25 30%, YTD 30%로 높은 비중을 차지하고 있다. 동사는 구글에 대한 노출도가 가장 높은 Value Chain이며, 구글 AI HW 전반에 협업 중인만큼 TPU 외부 판매 확대에 따른 수혜가 예상된다.

HPS 사업부의 폭발적인 성장

Celestica의 고마진 사업인 HPS(Hardware Platform Solution) 비중이 더욱 높아질 것으로 예상된다. CCS 사업부에 포함된 HPS는 고객사와 함께 IP를 개발 및 관리하여 단순 외주 제작만하는 EMS사업 대비 수익성이 높다. (OPM 기준 EMS Low-Mid Single% Vs. HPS High Single~Low Double Digit%) 3Q25 실적에서 HPS 사업부는 +84%YoY 증가한 1.4Bil USD로 전체 매출액 내 비중은 43%를 달성했다. 구글의 TPU 외부 판매 확대에 따라 동사의 HPS Mix 비중이 상승하며 전체 마진율의 추가적인 개선이 기대된다.

단순 조립을 넘어서 개발 파트너로

Celestica는 구글 TPU Rack 조립 과정에서 단순 조립(EMS)이 아닌 Rack 전체의 통합을 담당하고 있다. TPU Rack의 Scale-Up 네트워크는 3D Torus 토폴로지로 복잡한 배선 구조를 갖추고 있으며, 광학 케이블은 섬세한 조립이 필요하다. 동사는 네트워크 설비에 대한 이해도가 높은 만큼 구글 Rack의 복잡한 네트워크 통합에 있어 적합한 역량을 갖추었다. 따라서 구글 TPU Rack 설계에 있어 섀시 설계, 전력 분배 장치 배치, 액체 냉각 통합 등의 전 과정을 책임지고 있으며, 오랜 기간 안정적인 협력을 해온 개발 파트너의 역할을 수행하고 있다. TPU의 외부 판매로 인해 출하량 전망치가 급증하고 있는 만큼 안정적인 Rack 출하를 위한 동사의 역할이 더욱 중요해질 것이다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	USD 322.79
블룸버그 컨센서스 목표주가	USD 356.58
투자의견	매수 84.6% / 보유 11.5% / 매도 3.8%

Stock Data

거래소		뉴욕거래소
SPX (12/4)		6,857.12 pt
시가총액		USD 371 억
발행주식수		115,037 천주
52 주 최고가/최저가		USD 363.4/58.05
90 일 일평균거래대금		USD 89,916 만
기관투자가 유통주식		74.18 %
배당수익률(24.12)		n/a
SPX 대비 상대수익률	1 개월	-9.3 %
	6 개월	134.3 %
	12 개월	210.6 %
주주구성	FMR	7.4%
	VANGUARD GROUP	4.1%
	JP 모간 체이스	2.8%

Stock Price

Financial Data

(백만달러)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS ($)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	5,748	128	90	61	0.5	-13.0	253	20.3	4.3	0.7	4.4
2021	5,635	168	136	104	0.8	74.5	294	12.5	6.5	1.0	7.2
2022	7,250	263	204	146	1.2	43.9	408	9.2	4.4	0.8	9.3
2023	7,961	338	306	244	2.0	72.0	469	13.8	8.3	2.0	14.2
2024	9,646	599	532	428	3.6	78.3	751	24.5	14.9	5.6	23.3

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터, FY 기준, US-GAAP 기준

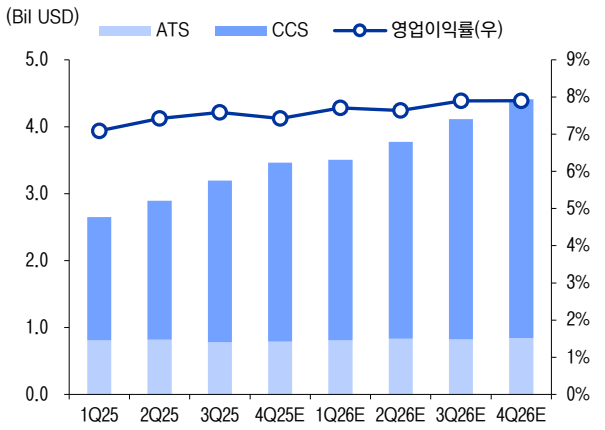
LS 증권 리서치센터

표40 Celestica 실적 추이 및 전망

		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	ATS	807	819	781	790	810	831	821	842	3,156	3,198	3,303
	CCS	1,841	2,074	2,413	2,675	2,696	2,945	3,294	3,569	6,491	9,003	12,503
	TTL	2,649	2,893	3,194	3,465	3,506	3,775	4,115	4,410	9,646	12,201	15,806
매출비중	ATS	30%	28%	24%	23%	23%	22%	20%	19%	33%	26%	21%
	CCS	70%	72%	76%	77%	77%	78%	80%	81%	67%	74%	79%
	TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익	ATS	41	44	43	41	42	44	45	47	144	168	178
	CCS	147	171	199	216	228	245	280	302	479	734	1054
	TTL	188	215	242	257	270	288	325	348	623	902	1,232
영업이익률	ATS	5.0%	5.3%	5.5%	5.2%	5.2%	5.3%	5.5%	5.5%	4.6%	5.3%	5.4%
	CCS	8.0%	8.3%	8.3%	8.1%	8.5%	8.3%	8.5%	8.5%	7.4%	8.2%	8.4%
	TTL	7.1%	7.4%	7.6%	7.4%	7.7%	7.6%	7.9%	7.9%	6.5%	7.4%	7.8%

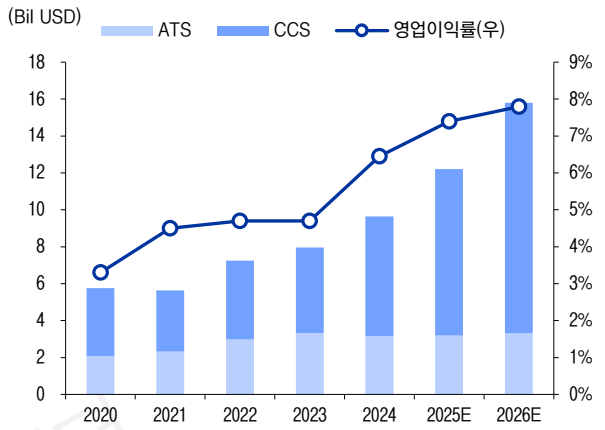
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림160 Celestica 분기 실적 추이 및 전망



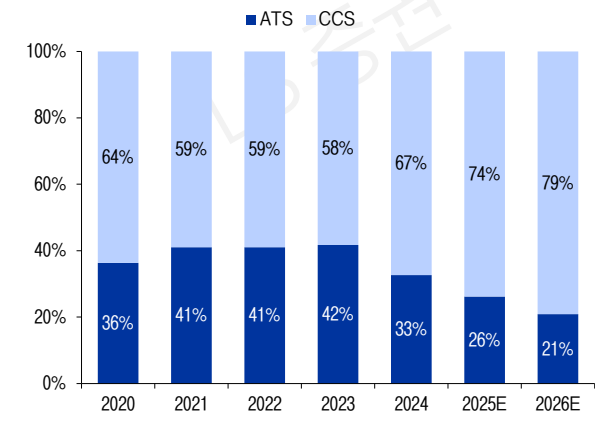
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림161 Celestica 연간 실적 추이 및 전망



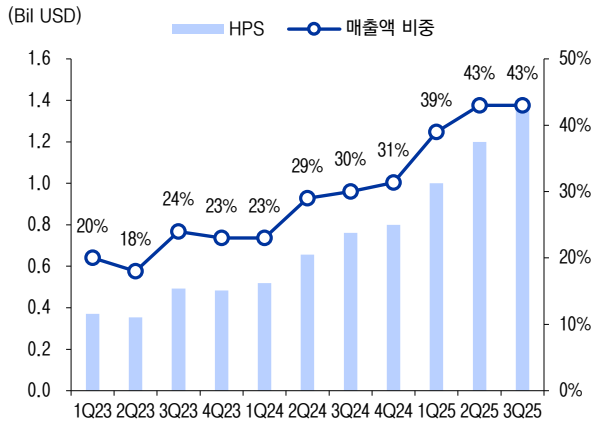
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림162 Celestica 사업부별 매출액 비중 추이 및 전망



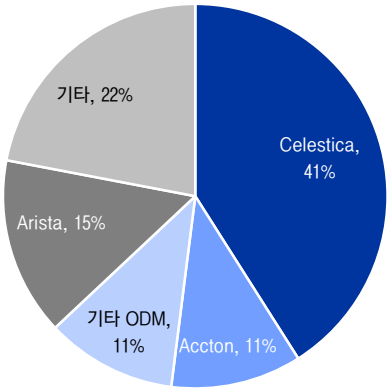
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림163 Celestica HPS 사업 매출액 및 비중 추이



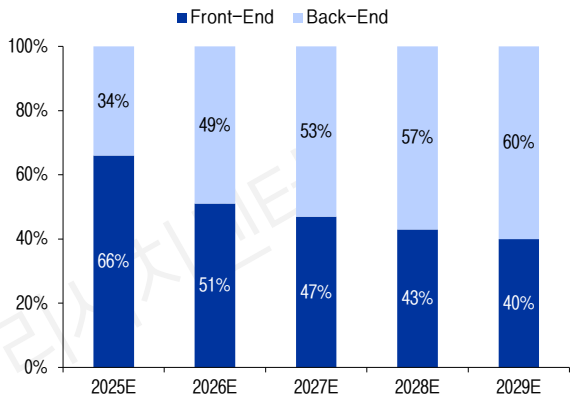
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림164 2Q25 TTM 200G+ 이더넷 스위치 포트 점유율



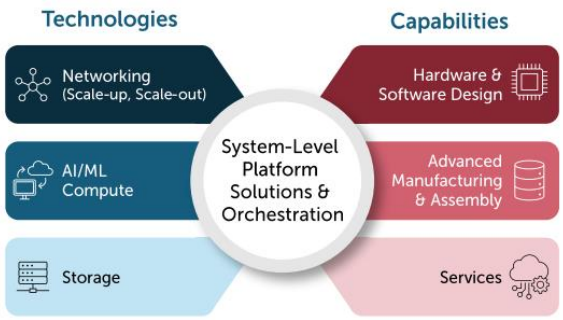
자료: Celestica, LS증권 리서치센터

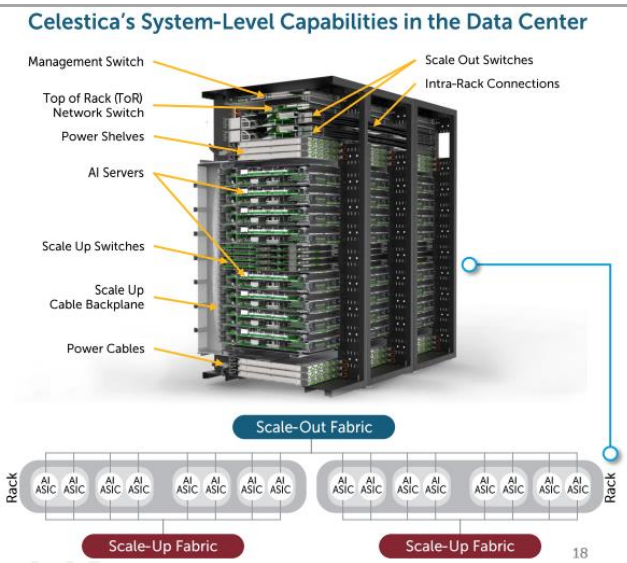
그림165 Front-End 와 Back-End 네트워크 TAM 비중 전망



자료: Celestica, LS증권 리서치센터

그림166 Celestica System Level 사업 영역

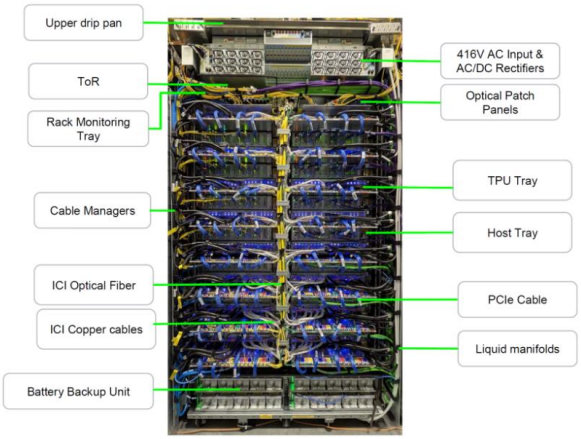




Investor & Analyst Day • October 28, 2025

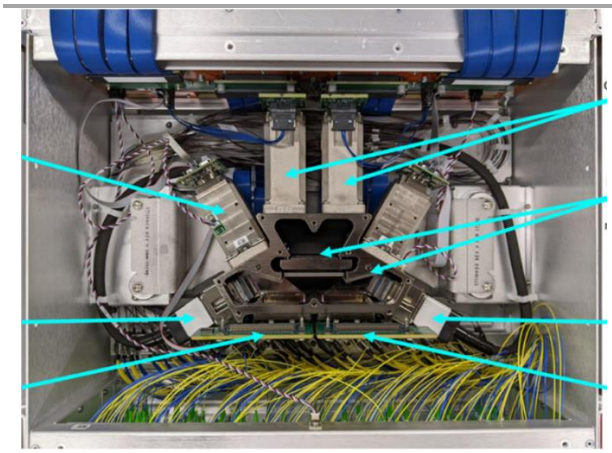
자료: Celestica, LS증권 리서치센터

그림167 Google 의 Rack System



자료: Google, LS증권 리서치센터

그림168 Google 의 자체 OCS Palomar



자료: Google, LS증권 리서치센터

Celestica (NYSE: CLS)

재무상태표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	2,737	3,435	4,327	4,511	4,512
현금 및 현금성자산	464	394	375	370	423
매출채권 및 기타채권	1,093	1,260	1,394	1,796	2,069
재고자산	1,092	1,697	2,350	2,104	1,761
기타유동자산	82	75	203	228	251
비유동자산	927	1,232	1,301	1,380	1,476
관계기업투자 등	0	0	0	0	0
유형자산	434	453	510	632	662
무형자산 및 기타	493	779	791	748	814
자산총계	**3,664**	**4,667**	**5,628**	**5,891**	**5,988**
유동부채	1,578	2,254	3,055	3,221	3,021
매입채무 및 기타재무	1,459	2,185	2,985	3,173	2,975
단기금융부채	100	52	52	27	27
기타유동부채	19	17	18	20	20
비유동부채	677	950	895	899	1,071
장기금융부채	486	743	734	648	770
기타비유동부채	191	208	161	251	301
부채총계	**2,255**	**3,204**	**3,950**	**4,120**	**4,092**
지배주주지분	1,409	1,463	1,678	1,771	1,896
자본금 및 주식발행초과금	2,809	2,794	2,779	2,703	2,430
이익잉여금	-1,369	-1,256	-1,077	-852	-424
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**1,409**	**1,463**	**1,678**	**1,771**	**1,896**

손익계산서

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**5,748**	**5,635**	**7,250**	**7,961**	**9,646**
매출원가	5,311	5,148	6,614	7,207	8,612
매출총이익	**438**	**487**	**636**	**754**	**1,034**
판매비 및 관리비	231	245	280	303	294
영업이익	**128**	**168**	**263**	**338**	**599**
(EBITDA)	253	294	408	469	751
세전계속사업이익	**90**	**136**	**204**	**306**	**532**
당기순이익	**61**	**104**	**146**	**244**	**428**
매출총이익률 (%)	7.6	8.6	8.8	9.5	10.7
영업이익률 (%)	2.2	3.0	3.6	4.2	6.2
EBITDA 마진률 (%)	4.4	5.2	5.6	5.9	7.8
당기순이익률 (%)	0.9	2.0	2.1	3.2	4.6
ROA (%)	1.7	2.5	2.8	4.2	7.2
ROE (%)	4.4	7.2	9.3	14.2	23.3

현금흐름표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	**240**	**227**	**298**	**326**	**474**
당기순이익(손실)	61	104	146	244	428
감가상각&무형자산상각	125	126	145	131	152
기타비현금항목조정	78	76	96	100	-224
운전자본 변동	-24	-79	-89	-149	118
투자활동 현금	**-51**	**-364**	**-109**	**-122**	**-213**
고정&무형자산 변동	-51	-50	-109	-122	-168
장기투자순변동	0	0	0	0	0
인수 등으로 인한 순현금	0	-315	0	0	-36
기타투자활동	0	0	0	0	-8
재무활동 현금	**-204**	**68**	**-209**	**-208**	**-209**
배당금의 지급	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-156	150	-79	-28	123
자본의 증가(감소)	-19	-56	-79	-118	-268
기타재무활동	-30	-26	-50	-62	-63
중단사업 현금흐름	0	0	0	0	0

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: FY 기준

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
투자지표 (x)					
P/E	20.3	12.5	9.2	13.8	24.5
P/B	0.7	1.0	0.8	2.0	5.6
EV/EBITDA	4.3	6.5	4.4	8.3	14.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-2.4	-2.0	28.7	9.8	21.2
영업이익	-14.3	31.1	57.0	28.5	77.2
세전이익	-9.6	50.8	49.7	50.3	73.9
당기순이익	58.8	122.0	34.0	68.4	74.3
EPS	-13.0	74.5	43.9	72.0	78.3
주당지표 (USD)					
EPS	0.5	0.8	1.2	2.0	3.6
BPS	11	12	14	15	16
DPS	0	0	0	0	0

LS증권 리서치센터

Lumentum (NASDAQ: LITE)

2025. 12. 8 반도체/소부장

광학 네트워크 혁신의 주인공

Analyst 차용호
yonghocha@ls-sec.co.kr

광학 기술 도입에 따른 수혜 전망

Lumentum은 미국 소재 기업으로 광학 기술 도입으로 인한 수혜가 예상되는 기업이다. 주요 제품군으로는 고성능 레이저 (InP EML, UHP CW Laser)와 광 트랜시버가 존재한다. 현재는 광 트랜시버는 100G/Lane이 주류로 광원으로 GaAs(갈륨 비소) 기반의 VCSEL을 주로 채택하고 있다. 하지만 Scale Across를 위한 장거리(500M 이상)와 고속 1.6T/3.2T(200G/Lane) 광학 트랜시버 도입을 위한 InP(인듐 인) EML도입이 확대될 것으로 예상된다. 동사는 100G/200G급 EML 시장 내 50% 이상의 점유율을 확보하고 있으며, 800G→1.6T 전환에 따른 ASP 50~100% 증가가 예상된다. 또한 800G/1.6T 광 트랜시버에서는 Innolight, Eoptolink 등 중국 업체들과의 경쟁 심화로 장기 계약 확보에 집중하고 있다.

새로운 성장 동력, OCS와 CPO

OCS(Optical Circuit Switch)는 기존 EPS와 달리 전기 신호 변화 없이 MEMS 거울을 이용해 광 신호를 스위칭하는 장비이다. OCS의 초기 Capex는 EPS 대비 비싸지만 800G→1.6T 전환 시 스위치는 그대로 사용 가능하며, 트랜시버만 교체하면 되기 때문에 세대 전환에 따른 TCO 이점이 커진다. 또한 OCS는 단순 반사 방식으로 전력 소모가 최대 50% 낮다는 장점이 존재한다. 또한 동사는 엔비디아의 Quantum-x(InfniBand 기반, 2H25E)와 Spectrum-x(Ethernet 기반, 2H26E) CPO 스위치의 광원인 UHP CW 레이저를 독점 공급할 것으로 예상된다.

구글 AI인프라 외부 판매에 따른 수혜

낮은 가격과 전력 소모의 장점을 위해서 구글 TPU의 외부 판매는 Juniper NW (3D Torus+OCS)가 함께 포함될 것이다. 기존 구글은 동사로부터 주요 부품을 조달 받아 Celestica를 통해 조립하는 구조였으나, 점차 동사의 R300 OCS 장비를 통으로 구매하는 비중이 늘어날 것으로 예상된다. 또한 동사의 R300은 구글뿐만 아니라 DCI용으로 마이크로소프트와 AWS를 고객사로 확보한만큼 하이퍼스케일러 업체들의 추가적인 채택이 기대된다. 경쟁사로는 Coherent의 Liquid Crystal 방식이 존재하지만 동사의 MEMS Mirror 방식이 이미 상용화 중이며, 신호 손실이 더 낮고, 대용량 확장에 더 유리한 만큼 우위가 있다고 판단된다.

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	USD 327.85
블룸버그 컨센서스 목표주가	USD 249.37
투자의견	매수 69.6% / 보유 17.4% / 매도 13.0%

Stock Data

거래소		NASDAQ
SPX (12/4)		6,857.12 pt
시가총액		USD 232 억
발행주식수		70,900 천주
52 주 최고가/최저가		USD 330.3/45.65
90 일 일평균거래대금		USD 89,778 만
기관투자가 유통주식		125.54 %
배당수익률(24.12)		n/a
SPX 대비 상대수익률	1 개월	39.6 %
	6 개월	247.8 %
	12 개월	213.5 %
주주구성	블랙록	11.2%
	VANGUARD GROUP	10.6%
	FMR	10.5%

Stock Price

Financial Data

(백만달러)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS ($)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	1,679	204	174	136	1.8	n/a	409	30.4	13.3	3.3	8.3
2021	1,743	527	463	397	5.3	194.4	715	38.6	7.6	3.1	21.3
2022	1,713	303	235	199	2.8	-47.1	480	25.2	9.8	2.8	10.3
2023	1,767	-116	-102	-132	-1.9	n/a	152	185.6	32.6	2.8	-8.1
2024	1,359	-434	-406	-547	-8.1	-320.7	-129	n/a	n/a	3.5	-47.3

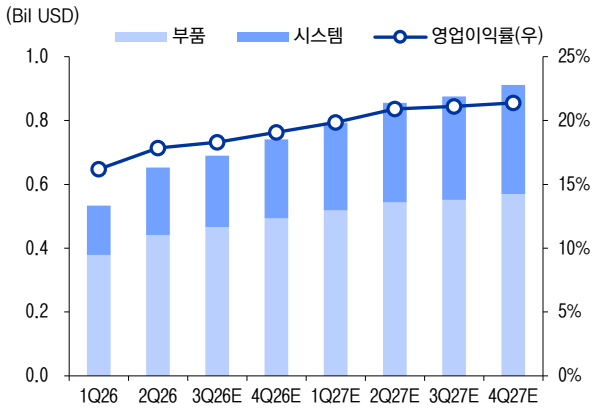
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터, FY 기준, US-GAAP 기준

표41 Lumentum 실적 추이 및 전망

(단위: Mil USD)	FY	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
	CY	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27			
매출액	부품	379	441	466	493	518	544	552	570	1,116	1,779	2,184
	시스템	155	212	223	248	275	311	324	342	529	838	1,252
	TTL	534	653	689	741	793	855	875	911	1,645	2,617	3,435
매출 비중	부품	71%	68%	68%	67%	65%	64%	63%	63%	68%	68%	64%
	시스템	29%	32%	32%	33%	35%	36%	37%	37%	32%	32%	36%
	TTL	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
영업이익		100	137	149	167	184	203	209	221	160	552	818
	QoQ/YoY	38%	37%	9%	12%	10%	11%	3%	6%	324%	245%	48%
OPM(%)		19%	21%	22%	23%	23%	24%	24%	24%	10%	21%	24%
순이익		86	117	126	141	157	179	185	195	146	470	716
	QoQ/YoY	36.5%	34.9%	8.2%	12.1%	11.3%	13.7%	3.2%	5.5%	113%	221%	52%
NIM(%)		16.2%	17.8%	18.3%	19.1%	19.8%	20.9%	21.1%	21.4%	8.9%	18.0%	20.8%

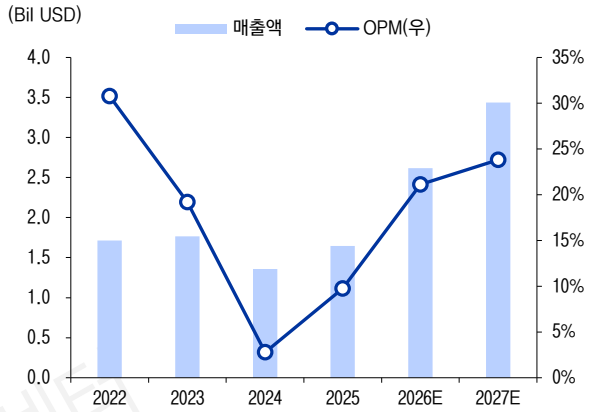
자료: LS증권 리서치센터

그림169 Lumentum 분기 실적 추이 및 전망



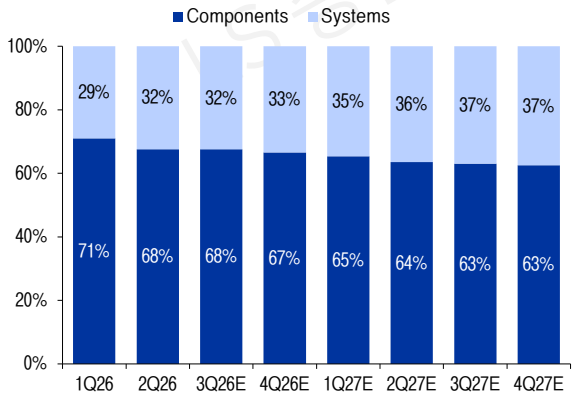
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림170 Lumentum 연간 실적 추이 및 전망



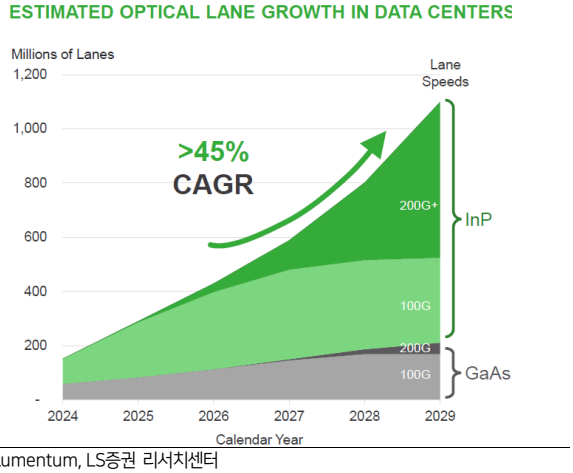
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림171 Lumentum 사업부별 매출액 비중 추이 및 전망



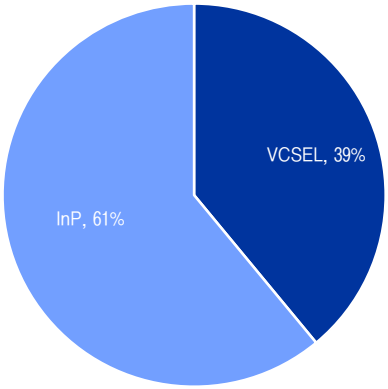
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림172 Data Center Optical Lane 성장률



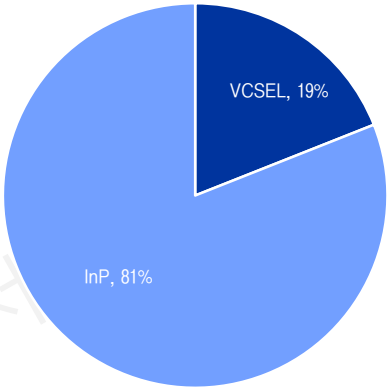
자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림173 2024 년 Optical Lane 비중



자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림174 2029 년 Optical Lane 비중



자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

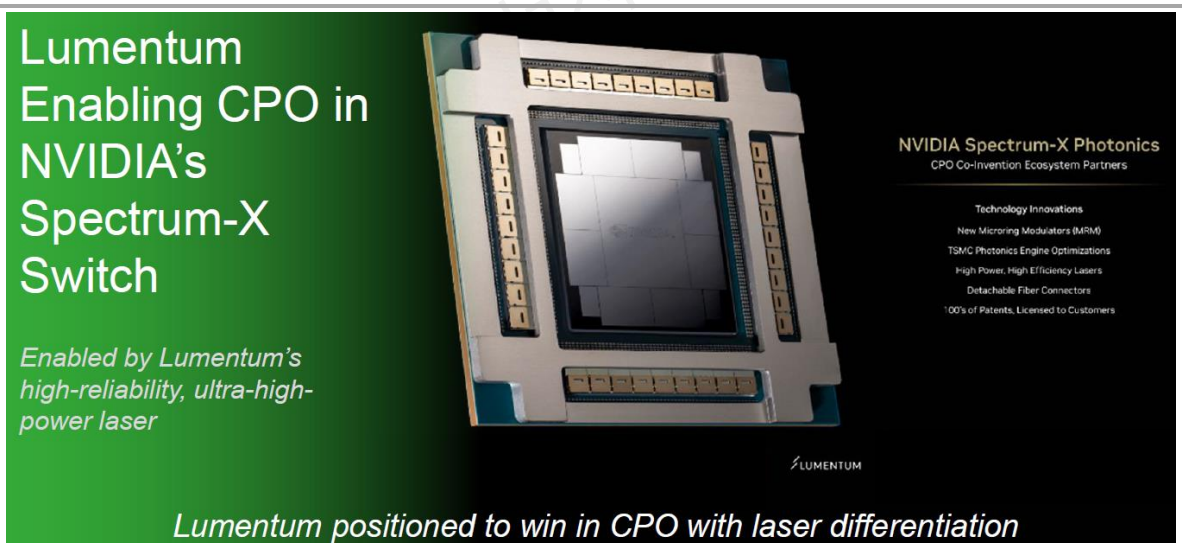
그림175 Optical Components

자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림176 R300 OCS

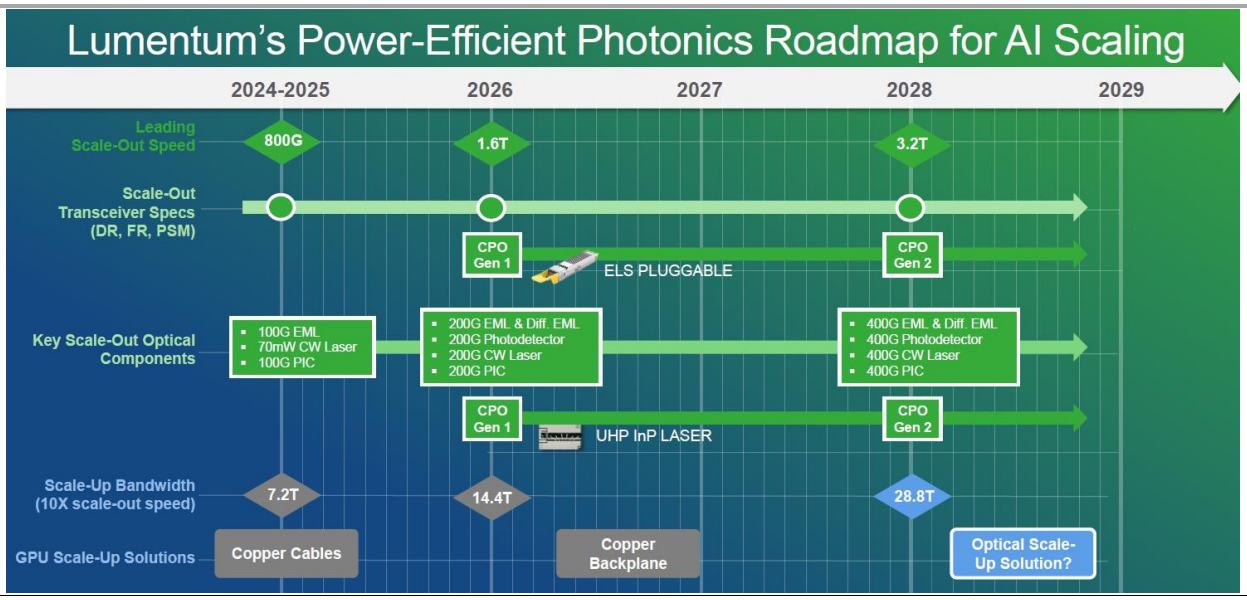
자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림177 Lumentum 과 Spectrum-x CPO



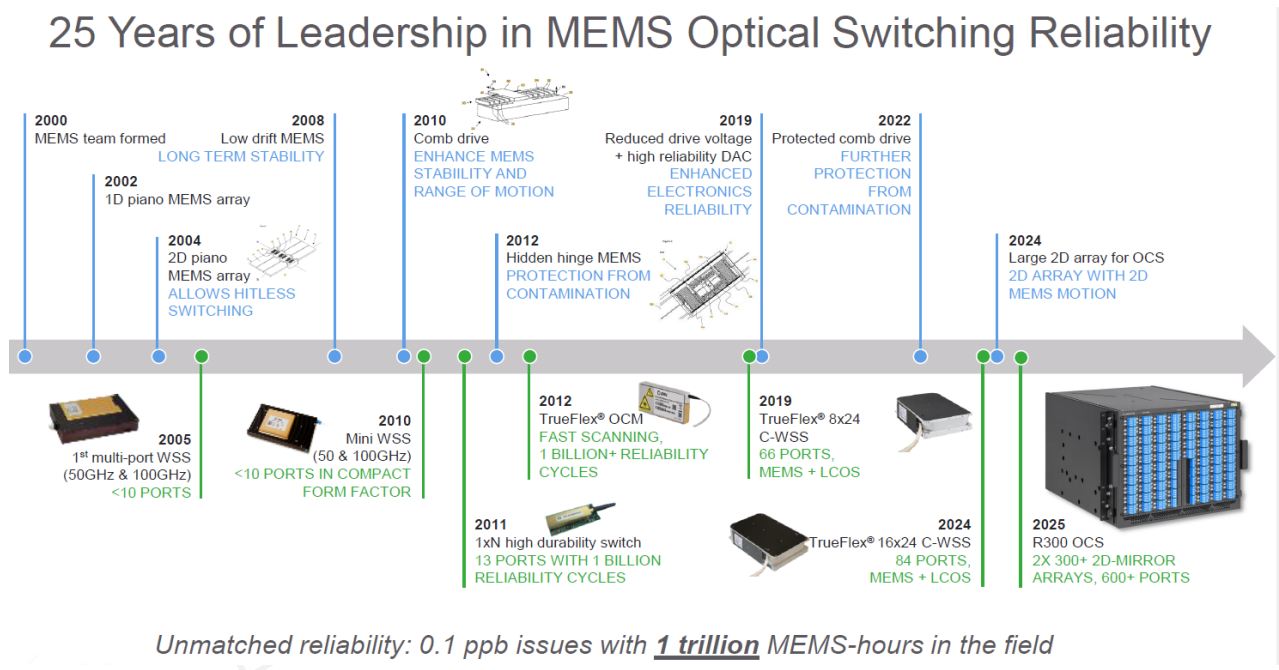
자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림178 Lumentum Photoics 제품 로드맵



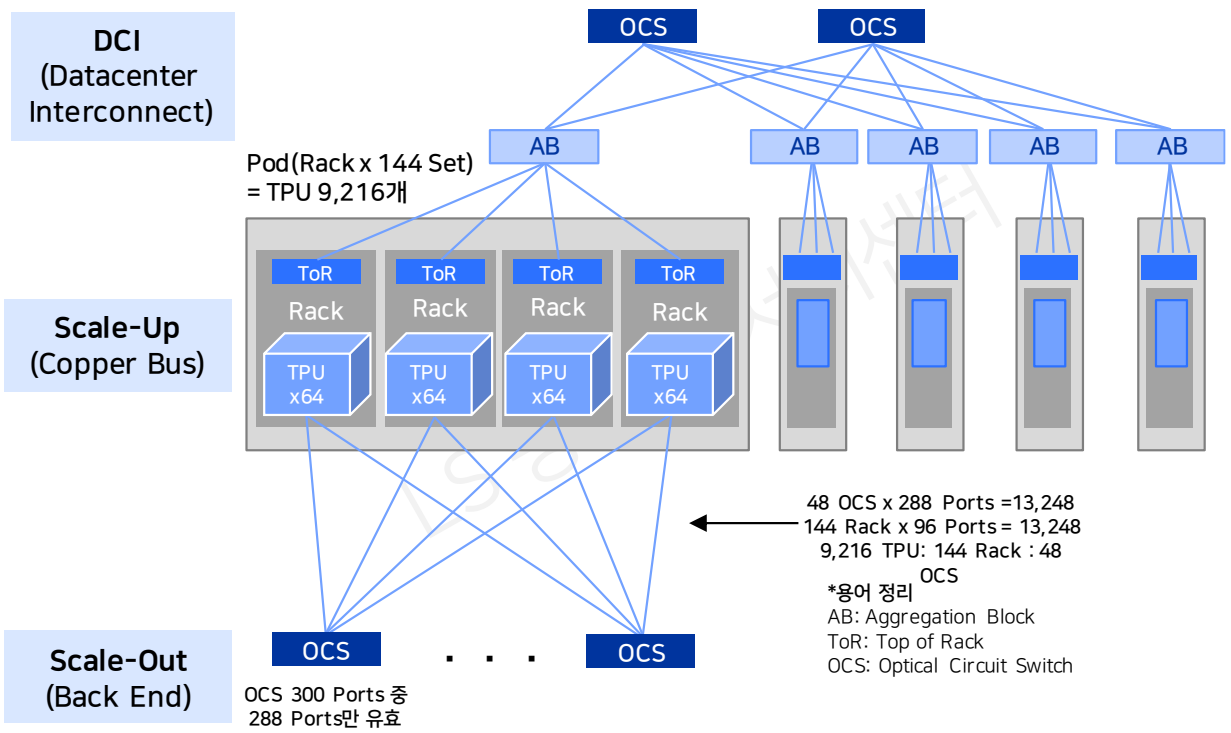
자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림179 Lumentum MEMS Optical Swtiching 연혁



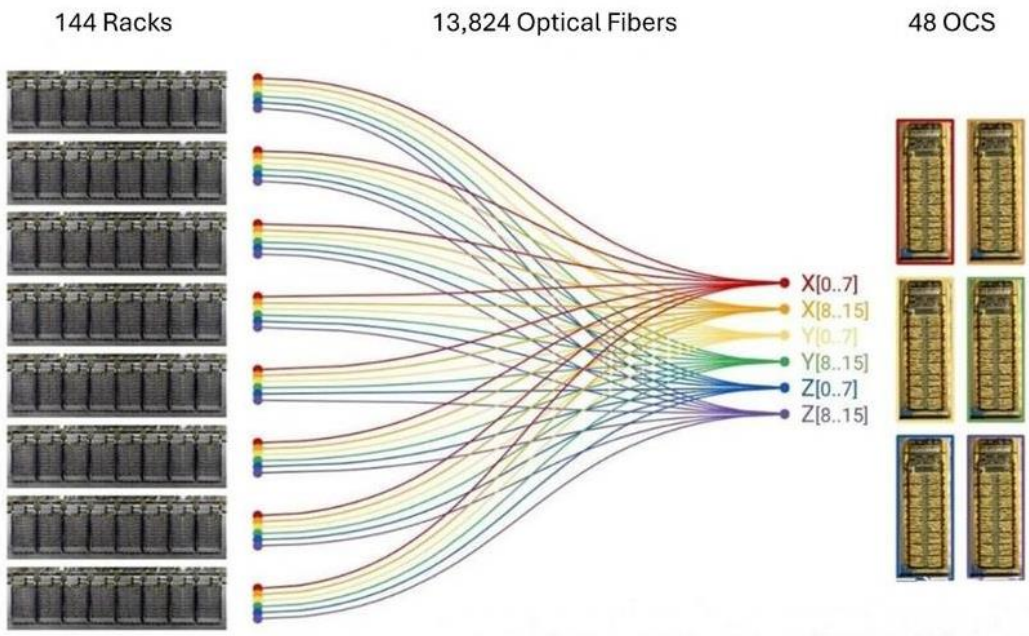
자료: Lumentum, LS증권 리서치센터

그림180 OCS 적용 클러스터 예시



자료: LS증권 리서치센터

그림181 144 Rack(9,216TPU) : 48 OCS 의 비율



자료: Google, LS증권 리서치센터

Lumentum (NASDAQ: LITE)

재무상태표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
유동자산	2,050	2,437	3,139	2,778	1,590
현금 및 현금성자산	1,554	1,946	2,549	2,014	887
매출채권 및 기타채권	234	213	262	246	195
재고자산	189	196	250	409	398
기타유동자산	74	82	78	0	0
비유동자산	1,243	1,115	1,023	1,854	2,342
관계기업투자 등	0	0	0	0	0
유형자산	472	429	434	567	645
무형자산 및 기타	771	686	589	1,287	1,697
자산총계	**3,293**	**3,552**	**4,162**	**4,632**	**3,932**
유동부채	283	665	717	634	269
매입채무 및 기타재무	267	259	292	295	241
단기금융부채	11	403	421	326	13
기타유동부채	5	4	3	13	15
비유동부채	1,260	914	1,571	2,643	2,705
장기금융부채	1,178	837	1,515	2,548	2,546
기타비유동부채	83	77	56	95	159
부채총계	**1,543**	**1,579**	**2,287**	**3,276**	**2,975**
지배주주지분	1,749	1,973	1,875	1,356	957
자본금 및 주식발행초과금	1,677	1,744	2,004	1,692	1,835
이익잉여금	65	221	-129	-341	-887
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**1,749**	**1,973**	**1,875**	**1,356**	**957**

손익계산서

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**1,679**	**1,743**	**1,713**	**1,767**	**1,359**
매출원가	1,028	960	924	1,198	1,108
매출총이익	**650**	**783**	**789**	**569**	**252**
판매비 및 관리비	235	241	221	349	311
영업이익	**204**	**527**	**303**	**-116**	**-434**
(EBITDA)	409	715	480	152	-129
세전계속사업이익	**174**	**463**	**235**	**-102**	**-406**
당기순이익	**136**	**397**	**199**	**-132**	**-547**
매출총이익률 (%)	38.7	44.9	46.0	32.2	18.5
영업이익률 (%)	12.2	30.2	17.7	-6.5	-31.9
EBITDA 마진률 (%)	24.4	41.0	28.1	8.6	-9.5
당기순이익률 (%)	11.6	9.7	13.4	1.2	-31.5
ROA (%)	4.5	11.6	5.2	-3.0	-12.8
ROE (%)	8.3	21.3	10.3	-8.1	-47.3

현금흐름표

(백만달러)	2020	2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	**524**	**739**	**459**	**180**	**25**
당기순이익(손실)	136	397	199	-132	-547
감가상각&무형자산상각	192	177	167	256	290
기타비현금항목조정	132	165	178	192	141
운전자본 변동	65	-1	-85	-136	140
투자활동 현금	**-988**	**1**	**-226**	**-874**	**-114**
고정&무형자산 변동	-70	-70	-85	-128	-132
장기투자순변동	0	0	0	0	0
인수 등으로 인한 순현금	0	0	0	-862	-705
기타투자활동	-918	71	-142	116	723
재무활동 현금	**329**	**-263**	**283**	**263**	**-333**
배당금의 지급	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	-510	-1	852	-139	-323
자본의 증가(감소)	839	-223	-530	-198	-10
기타재무활동	0	-40	-39	599	0
중단사업 현금흐름	0	0	0	0	0

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: FY 기준

주요 투자지표

	2020	2021	2022	2023	2024
투자지표 (x)					
P/E	20.3	12.5	9.2	13.8	24.5
P/B	0.7	1.0	0.8	2.0	5.6
EV/EBITDA	4.3	6.5	4.4	8.3	14.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-2.4	-2.0	28.7	9.8	21.2
영업이익	-14.3	31.1	57.0	28.5	77.2
세전이익	-9.6	50.8	49.7	50.3	73.9
당기순이익	58.8	122.0	34.0	68.4	74.3
EPS	-13.0	74.5	43.9	72.0	78.3
주당지표 (USD)					
EPS	0.5	0.8	1.2	2.0	3.6
BPS	11	12	14	15	16
DPS	0	0	0	0	0

LS증권 리서치센터

삼성전자 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.02.05	신규	차용호			
2025.02.05	Buy	70,000 원	-11.7		-18.9
2025.07.01	Buy	83,000 원	-12.5		-21.2
2025.08.05	Buy	86,000 원	0.1		-13.8
2025.10.01	Buy	110,000 원	1.0		-9.6
2025.12.08	Buy	140,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

SK 하이닉스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.02.05	신규	차용호			
2025.02.05	Buy	250,000 원	17.2		-17.6
2025.07.01	Buy	360,000 원	34.9		-14.4
2025.10.23	Buy	610,000 원	1.6		-8.2
2025.12.08	Buy	700,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

유니셈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2024.07.02	신규	차용호			
2024.07.02	Buy	18,000 원	-32.2		-58.5
2024.12.19	Buy	11,000 원	3.7		-32.4
2025.12.08	Buy	15,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

하나머티리얼즈 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.10.05	신규	차용호			
2024.01.23	Buy	63,000 원	-5.7		-21.1
2024.04.08	Buy	72,000 원	-8.8		-22.8
2024.07.02	Buy	82,000 원	-20.5		-47.4
2024.09.30	Buy	59,000 원	-36.6		-52.6
2025.03.31	Buy	48,000 원	-32.1		-44.1
2025.07.25	Buy	34,000 원	37.2		4.3
2025.12.08	Buy	56,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

LS증권 리서치센터

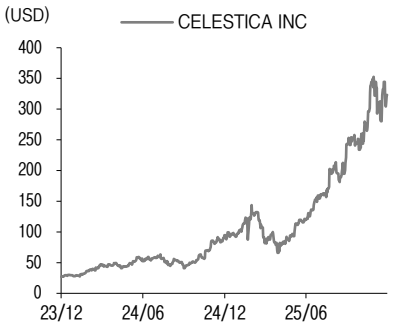
코미코 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2024.01.23	신규	차용호			
2024.01.23	Buy	80,000 원	-6.0		-19.9
2024.04.09	Buy	90,000 원	-4.6		-9.5
2024.04.18	Buy	110,000 원	-11.8		-18.3
2024.05.17	Buy	130,000 원	-26.5		-46.8
2024.11.15	Buy	85,000 원	-11.6		-37.8
2025.08.08	Buy	100,000 원	22.7		-4.7
2025.12.08	Buy	120,000 원			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Celestica 목표주가 추이

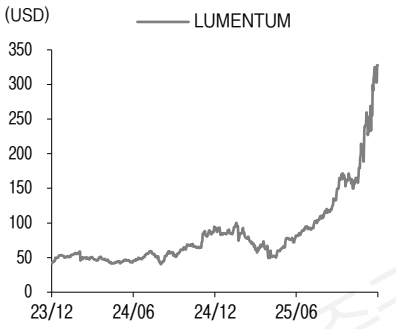


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.12.08	변경	차용호			
2025.12.08	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

Lumentum 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2025.12.08	변경	차용호			
2025.12.08	NR	NR			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차용호).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.4% 10.6%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 10. 1 ~ 2025. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)