

COMPANY ANALYSIS

BUY

목표주가 49,000
현재주가 31,950
상승여력 53%

Stock Information

시가총액	4,871억원
발행 주식 수	1,524만주
유동주식비율	46.3%
52주 최고가	44,300원
52주 최저가	13,720원
외국인 지분율	5.6%
KOSPI	6,838.04
KOSDAQ	855.91

Price Trend



KUVIC Research Team 4

메일 kuvic_korea@naver.com

팀장	46기 Junior 유준상
팀원	45기 Senior 권나현
팀원	45기 Senior 김범준
팀원	45기 Senior 박수아
팀원	45기 Senior 서준영
팀원	46기 Junior 김해린
팀원	46기 Junior 변현도

Who We Are



한양디지털 (078350)

삼성: 그냥 한양없이 눈물이 나

투자의견 'Buy', 목표주가 '49,000원'

본 리서치 팀은 Historical P/E Valuation에 따라 목표주가 49,000원, 상승 여력 53%로 매수 의견을 제시한다. 동사의 2027년도 매출액과 영업이익은 각각 16,460억원, 999억원으로 전망한다.

투자포인트 1. DRAM이 서 말이라도 꺾어야 보배

AI 인프라 투자 확대로 메모리 수요의 중심이 서버로 이동하고 있다. 글로벌 서버 DRAM 수요는 2025년 185억 GB에서 2028E 345억 GB로 87% 증가해 전체 DRAM 공급 증가율(+68%)을 크게 웃돌 전망이다. 본 리서치 팀은 삼성전자의 범용 DRAM 중 서버용 비중이 2026E 50%에서 2028E 64%로 높아질 것으로 전망한다. 늘어난 D램은 모듈로 조립되어야 서버에 탑재될 수 있지만, 삼성전자는 후공정 자원을 HBM에 집중하며 범용 모듈 조립을 외부로 넘기고 있다. 이에 따라 삼성전자의 서버용 모듈 외주 물량은 2025년 0.89억 개에서 2028E 2.4억 개로 연평균 39% 성장할 전망이다.

투자포인트 2. 물 들어올 때 노 젓는다

동사는 신규시설투자를 공시하지 않았지만, 유형자산 변동표에는 대규모 증설의 흔적이 남아 있다. 2Q26 기계장치 증가는 224억원으로 최근 3년 다른 분기 최대치(40억원)의 5배를 넘고, 1H26 누적 247억원만으로 2022년 증설기의 연간 증가(157억원)를 넘어섰다. 감가상각 전 취득원가 기준으로 보면 2Q26 한 분기에만 설비가 기존 대비 약 40% 늘었다. 증설된 설비를 돌릴 인력도 늘고 있다. 베트남 법인은 2026년 생산직 400명을 모집했고, 이는 1월 재직 인원의 25%에 해당한다. 2Q26 인건비도 3Q25 대비 26% 늘었다. 8월에는 수출입은행에서 시설자금 USD 16.5M(약 235억원)을 5년 만기로 차입했다. 2019년 이후 장기차입 없이 번 만큼만 투자해 온 동사가 차입을 일으켜 먼저 투자한다는 것은 물량에 대한 경영진의 확신을 보여준다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액 (억원)	5,952	6,511	10,112	16,460	22,354
YoY (%)		+9.4%	+55.3%	+62.8%	+35.8%
영업이익 (억원)	350	239	574	999	1,373
YoY (%)		-31.7%	+140.2%	+74.0%	+37.4%
영업이익률 (%)	5.9%	3.7%	5.7%	6.1%	6.1%
당기순이익 (억원)	255	150	429	752	1,036
EPS (원)	1,674	982	2,814	4,933	6,798
P/E (배)	5.1	22	11.4	6.5	4.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익

자료: KUVIC Research 4팀

C O N T E N T S

Summary	3
산업분석	4
기업분석	11
투자포인트	14
Point 1. DRAM이 서 말이라도 꺾어야 보배	
Point 2. 물 들어올 때 노 젓는다	
투자리스크	17
밸류에이션	18

Summary

표 1. 주요 매출액 및 이익 테이블

(단위: 억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	5,952	6,511	10,112	16,460	22,354
YoY		+9.4%	+55.3%	+62.8%	+35.8%
메모리 모듈	3,844	4,257	6,862	12,222	17,368
SSD	1,933	2,067	3,075	4,062	4,811
IP·기타	175	187	176	176	176
영업비용	5,601	6,272	9,538	15,461	20,981
영업이익	350	239	574	999	1,373
영업이익률 (%)	5.9%	3.7%	5.7%	6.1%	6.1%
순이익	255	150	429	752	1,036
순이익률 (%)	4.3%	2.3%	4.2%	4.6%	4.6%

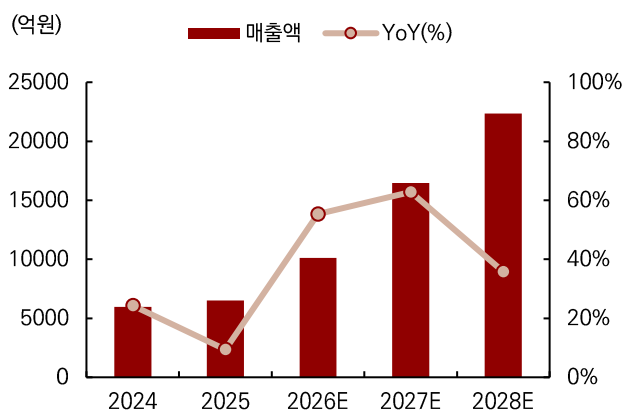
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

표 2. 2027E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (억원)	752	
Target P/E (배)	10	동사 1Q24 12MF P/E
목표 시가총액 (억원)	7,520	
유통 주식 수 (천주)	15,244	
목표 주가 (원)	49,000	49,330원의 조정 가액
현재 주가 (원)	31,950	
상승여력	53%	

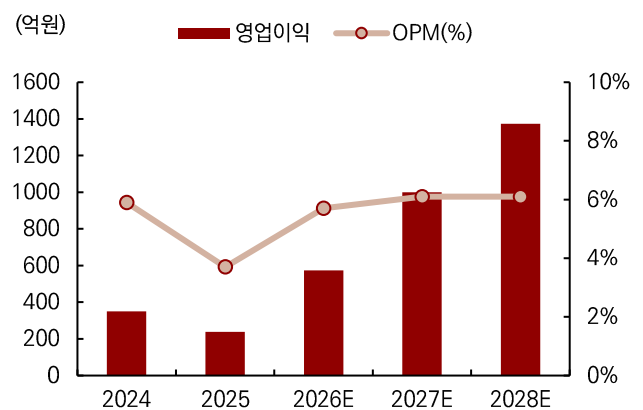
자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 1. 매출액 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 2. 영업이익 추이 및 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

산업분석

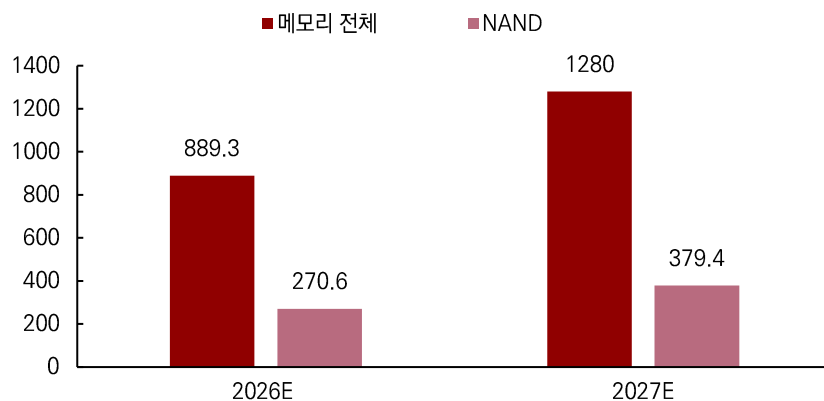
글로벌 AI 인프라 투자, 범용 메모리와 SSD로 번지다

메모리 시장
2027년 1.28조 달러,
YoY +44%

AI 인프라 투자는 HBM에 국한되지 않고 **서버용 DRAM과 기업용 SSD(eSSD) 등 범용 메모리 전반의 수요를 끌어올리고 있다**. TrendForce는 2026년 글로벌 메모리 시장 규모를 8,893억 달러에서 2027년 1조 2,800억 달러로 약 44% 성장할 것으로 전망했다. 이 가운데 NAND 시장은 2026년 2,706억 달러에서 2027년 3,794억 달러로 40.2% 늘어날 것으로 예상된다.

하지만 제조사의 설비투자는 HBM에 집중되고 있고, HBM은 일반 DRAM보다 웨이퍼를 더 많이 소모해 범용 DRAM 생산능력을 잠식한다. 이에 따라 DDR5 공급 부족이 장기화될 가능성이 제기되며, eSSD 납기도 통상 8주에서 16주로 늘었다. 이 같은 생산능력 재배분은 후공정에서도 나타난다. 삼성전자는 제한된 후공정 공간을 HBM 등 첨단 패키징에 우선 배정하고, DDR5 모듈과 SSD의 추가 물량은 외부 협력사로 이전하는 것으로 파악된다. 이에 따라 **범용 메모리의 공급 제약이 후공정 외주 확대로 이어지고 있다**.

그림 1. 글로벌 메모리 및 NAND 시장 규모 전망



자료: TrendForce, KUVIC 리서치 4팀

메모리 모듈

서버용 메모리 모듈

서버용 RDIMM이
핵심

메모리 모듈은 여러 개의 DRAM 칩을 PCB 위에 실장해 메인보드 슬롯에 꽂을 수 있게 만든 제품이다. 용도에 따라 서버용 RDIMM, 데스크톱용 UDIMM, 노트북용 SO-DIMM으로 나뉘며 핵심은 서버용 RDIMM이다. 서버용 모듈 수요는 서버 출하 대수, 서버로 배정되는 DRAM 비트, CPU가 정하는 서버 한 대의 모듈 수에 따라 결정된다. 현재 세 요인 모두 모듈 Q 수요를 늘리는 방향으로 움직이고 있다.

AI 추론이 늘리는 서버 출하

서버 출하 2026년,
2027년 연 +25%

서버 출하는 AI 서버와 일반 서버 모두에서 늘고 있다. 글로벌 서버 출하 대수는 2026E 24.8%, 2027E 24.5%, 2028E 17.4% 늘어날 것으로 추정된다. TrendForce도 2026년 증가율 전망을 4월 13%에서 7월 17%로 올렸고, 마이크론은 2026년과 2027년 모두 10%대 후반의 성장을 제시했다. Mercury Research 기준 2Q26 서버 CPU 출하는 이미 전년 동기 대비 20% 늘었다.

AI 서버용 CPU
2025년 379만 개 →
2028년 1,685만 개

서버에 들어가는 CPU는 서버 대수보다 빠르게 늘어난다. 에이전틱 AI가 확산되면서 AI 서버에서 GPU 1개당 탑재되는 CPU가 늘고 있기 때문이다. AI 서버의 GPU 대 CPU 비율은 2024년 4.0배에서 2028E 1.9배로 낮아지고, AI 서버용 CPU 출하는 2025년 379만 개에서 2028E 1,685만 개로 늘어날 것으로 추정된다. 서버용 모듈은 CPU에 연결되는 부품인 만큼 CPU가 늘어나면 모듈을 꽂을 슬롯도 함께 늘어난다.

서버로 쏠리는 DRAM 수요

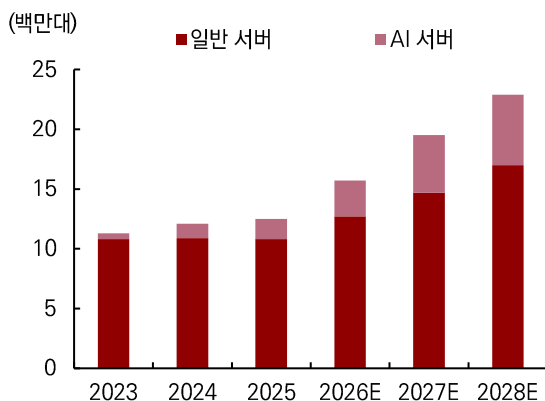
DRAM 수요 중 서버
비중 2025년 39% →
2028년 73%

늘어난 서버는 DRAM 수요를 서버로 끌어오고 있다. J.P. Morgan에 따르면 서버 DRAM 수요는 2026E 83%, 2027E 59%, 2028E 39% 늘어 전체 DRAM 수요 증가율(29%, 32%, 26%)을 크게 웃돈다. 같은 기간 모바일과 PC DRAM 수요는 매년 줄어든다. 이에 따라 DRAM 수요에서 서버가 차지하는 비중은 2025년 39%에서 2026E 56%, 2027E 68%, 2028E 73%로 높아질 전망이다. HBM을 제외한 범용 DRAM 기준으로 서버 비중은 2025년 35%에서 2026E 51%, 2027E 63%, 2028E 70%로 높아지는 것으로 추정된다.

공급 부족 →
서버용에 비트 우선
배정

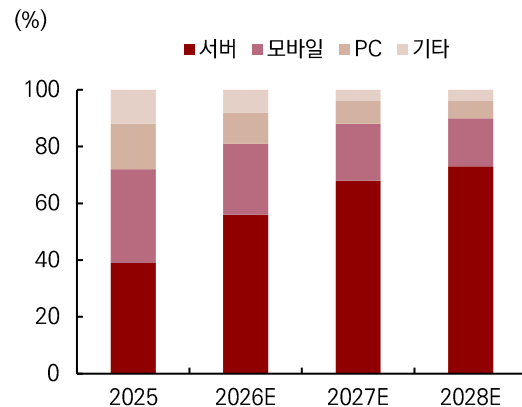
공급은 수요를 따라가지 못하고 있다. DRAM 공급은 2028년까지 수요보다 4~6% 부족할 것으로 추정된다. 공급이 부족한 국면에서 메모리 업체는 가격이 높은 서버용 제품에 비트를 먼저 배정한다. 삼성전자는 2Q26 실적 발표에서 서버 응용처의 비트 판매 비중이 역대 최고라고 밝혔고, 응용처별 수요 변화에 맞춰 제품 믹스를 선제적으로 조정하겠다는 계획도 제시했다.

그림 2. 글로벌 서버 출하 대수



자료: J.P. Morgan, KUVIC 리서치 4팀

그림 3. 응용처별 DRAM 수요 비중



자료: J.P. Morgan, KUVIC 리서치 4팀

CPU 세대 교체로 늘어나는 채널 수

CPU 채널 수 8개 →
12개 → 16개

서버 한 대에 들어가는 모듈 수는 CPU가 정한다. CPU와 메모리를 잇는 통로를 채널이라 하며, 최근 서버는 채널마다 모듈을 1개씩 꽂는 구성이 기본이다. 따라서 CPU의 채널 수가 늘면 서버 한 대에 들어가는 모듈 수도 늘어난다. AMD는 2022년 EPYC 9004에서, 인텔은 2024년 Xeon 6 6900P에서 채널 수를 8개에서 12개로 늘렸다. 4Q26부터 서버 출하가 시작되는 AMD Venice와 2H27 출시 예정인 인텔 Diamond Rapids는 16채널이다. 이에 따라 2소켓 서버의 모듈 슬롯은 16개에서 24개, 32개로 늘어난다.

CPU당 평균 채널
2026년 10.0개 →
2028년 12.0개

다만 모든 서버가 한꺼번에 16채널로 넘어가지는 않는다. 인텔의 주력 제품은 8채널로 남아 있고 Venice에도 8채널 제품이 따로 있다. AMD의 서버 CPU 점유율(2Q26 인텔, AMD 합계 중 46.4%)과 제품별 출시 일정을 반영해 가중평균하면, CPU당 평균 채널 수는 2026E 10.0개에서 2027E 11.1개, 2028E 12.0개로 늘어난다. 채널 수 증가만으로 서버 한 대의 모듈 수가 2027E 10.8%, 2028E 8.7% 늘어나는 셈이다.

삼성전자의 서버 모듈 수요

서버향 비중 2026년
50% → 2028년
64%

본 리서치 팀은 위 요인들을 삼성전자에 적용해 서버 모듈 수요를 추정했다.

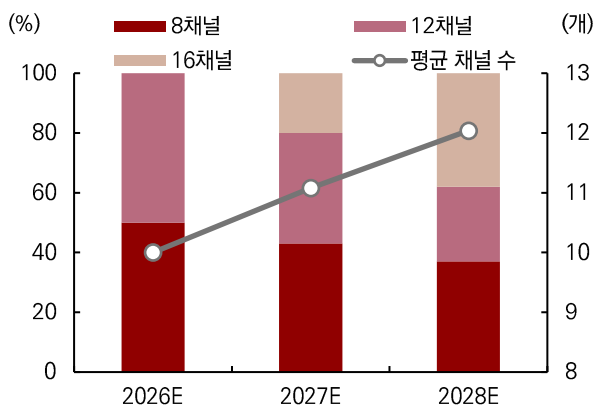
$$\text{서버 모듈 수요} = \text{범용 DRAM 비트} \times \text{서버향 비중} \div \text{모듈 1개 평균 용량}$$

삼성전자의 범용 DRAM 비트(HBM 제외)는 2027E 25.3%, 2028E 24.1% 늘어난다고 보았다. 이는 업계 DRAM 비트 증가율 전망(2027E 24%, 2028E 25%)과 비슷한 수준이다. 범용 DRAM 중 서버향 비중은 2026E 50%에서 2027E 60%, 2028E 64%로 높아진다고 가정했다. 업계의 범용 DRAM 수요 중 서버 비중이 같은 기간 51%, 63%, 70%로 높아지는 것과 비교하면 보수적인 가정이다.

서버 모듈 2026년
0.96억 개 → 2028년
2.30억 개

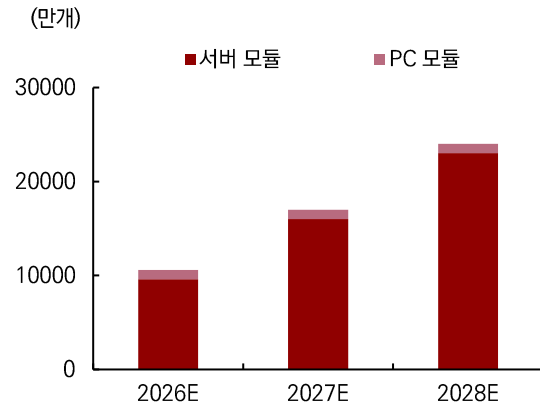
서버로 가는 비트를 모듈 1개의 평균 용량으로 나누면 모듈 개수가 된다. CPU 채널 수가 늘면 서버 한 대에 모듈을 꽂는 자리가 늘어나, 같은 용량을 더 작은 모듈 여러 개로 나눠 탑재할 수 있다. 실제로 서버 업체들은 가격이 오른 96GB, 128GB 모듈 대신 64GB 모듈을 늘리고 있어, 모듈 평균 용량은 64GB에 가까워진다고 보았다. 2027E 서버 모듈 수요 증가율은 비트 증가만으로는 25%, 서버향 비중 상승을 더하면 50%, 평균 용량 변화까지 반영하면 67%다. 이에 따라 삼성전자의 서버 모듈 수요는 2026E 0.96억 개에서 2027E 1.60억 개, 2028E 2.30억 개로 늘어날 전망이다. PC용 모듈 약 0.1억 개를 더한 삼성전자의 모듈 물량은 2026E 1.06억 개에서 2027E 1.7억 개, 2028E 2.4억 개다.

그림 4. 채널 수별 서버 CPU 비중과 평균 채널 수



자료: Mercury Research, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 5. 삼성전자 모듈 수요 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

SSD

클라이언트 SSD와 eSSD

SSD(Solid State Drive)는 낸드플래시를 기반으로 한 저장장치로 전원이 꺼져도 운영체제, 프로그램, 데이터를 보존한다. 용도에 따라 PC용 클라이언트 SSD와 서버, 데이터센터용 기업용 SSD(eSSD)로 나뉜다. 24시간 가동되는 데이터센터에서는 최대 속도보다 일정한 응답시간과 쓰기 내구성이 더 중요하다. 이에 따라 eSSD는 정전 시 데이터 손실을 막는 PLP 기능을 갖추고 U.2, E1.S, E3.S 등 서버 규격으로 공급된다. 최근에는 AI 데이터 저장 수요에 맞춰 삼성전자 BM1743, 솔리다임 D5-P5336 등 122.88TB급 QLC 초고용량 제품도 나왔다.

AI 추론이 끌어올리는 eSSD 수요

KV 캐시 급증 →
SSD로 저장 계층
확장

AI 산업의 무게중심이 학습에서 추론으로 옮겨가면서 스토리지의 역할이 커지고 있다. 추론은 사용자 요청마다 필요한 데이터를 실시간으로 불러와야 하는 작업이다. 여기에 에이전틱 AI가 확산되면서 벡터 DB와 캐시 데이터도 빠르게 늘고 있다. 특히 앞선 대화 내용을 저장해두는 KV 캐시는 대화가 길어지고 사용자가 늘수록 급증해 HBM과 DRAM만으로는 감당하기 어렵다. 이에 엔비디아는 2026년 1월 베라

루빈과 함께 KV 캐시를 SSD에 저장하는 ICMS 구조를 공개했다. 중국에서도 덩시크를 중심으로 KV 캐시를 QLC SSD로 옮기는 방식이 확산되고 있다.

CSP 설비투자
2026년 8,867억
달러,
YoY +90%

이러한 추론 수요를 감당하기 위한 인프라 투자는 서버 증설로 이어지고 있다. TrendForce에 따르면 글로벌 상위 9개 클라우드 서비스 사업자(CSP)의 **설비투자는 2026년 8,867억 달러로 전년 대비 약 90% 늘고** 2027년에는 약 1.3조 달러에 이를 전망이다. IDC 집계 기준 2Q26 글로벌 서버 출하 대수는 이미 전년 동기 대비 15.4% 늘었으며 글로벌 서버 출하량은 2025년 1,730만 대에서 2028년 2,490만 대로 연평균 약 13% 늘어날 것으로 추정된다.

서버당 낸드 탑재량
17TB → 37TB

서버 한 대가 담아야 하는 데이터도 커지고 있다. TechInsights에 따르면 낸드 전체 수요는 2025년 997EB에서 2028년 1,807EB로 연평균 22% 늘어난다. 이 가운데 **데이터센터 수요는 295EB에서 909EB로 연평균 46% 증가해** 낸드 수요에서 차지하는 비중이 약 30%에서 50%로 높아질 전망이다. 서버 한 대당 낸드 탑재량으로 환산하면 약 17TB에서 37TB로 두 배 넘게 커지는 셈이다. 카운터포인트에 따르면 기업용 SSD가 낸드 출하 비트에서 차지하는 비중은 2025년 26%에서 2Q26 48%로 뛰었으며 TrendForce는 2026년 낸드 시장 전체가 4~5% 공급 부족 상태라고 추정했다.

SSD 개수는 필요한 저장 용량만큼 빠르게 늘지는 않는다. 그럼에도 데이터센터 낸드 수요를 1개당 탑재량으로 나누면 **eSSD 필요 개수는 2025년 약 8,100만 개에서 2028년 약 1억 9,400만 개로 연평균 약 34% 늘어난다.**

고단화로 eSSD 공급을 늘리는 삼성전자

삼성전자 낸드 비트
2026년 3,959억 GB
→ 2028년 5,806억
GB

삼성전자는 웨이퍼 생산능력을 늘리는 대신 기존 라인을 고단 제품으로 전환해 비트를 늘리고 있다. 웨이퍼 한 장에서 나오는 비트는 V8 대비 286단 V9가 약 1.5배, 2026년 8월 양산을 시작한 400단 이상 V10이 약 2.4배다. 낸드 생산의 약 40%를 맡는 중국 시안 공장은 올해 3월 8세대 전환을 마쳤고, X2 라인은 연내 9세대 전환을 앞두고 있다. 이를 반영해 **삼성전자의 낸드 비트 출하량은 2026년 3,959억 GB에서 2028년 5,806억 GB로 늘어날 것으로 추정했다.**

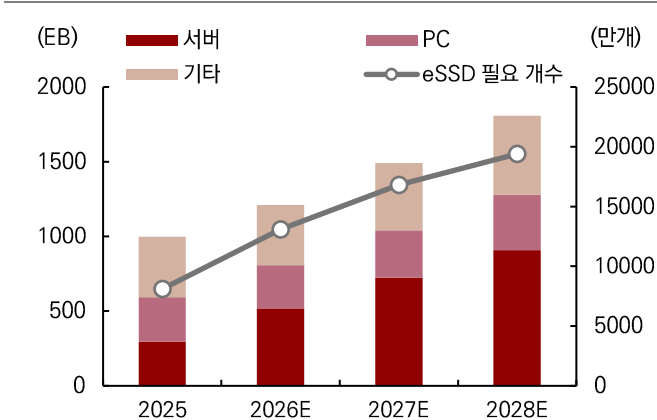
서버 SSD 비중
2026년 48% →
2028년 57.5%

2026년 서버 SSD 비중은 카운터포인트가 집계한 업계 기업용 SSD 비중 48%를 적용했다. 삼성전자가 올해 낸드 매출 중 서버 SSD 비중이 60%를 넘을 것이라고 밝힌 만큼 보수적인 가정이다. 2027년 이후에는 공급 부족 국면에서 수익성이 높은 eSSD에 물량이 우선 배정된다고 보고, 업계 데이터센터 낸드 수요 증가율을 그대로 적용했다. 이에 따라 삼성전자 서버 SSD 비트는 2027년 39.8%, 2028년 25.8% 늘어난다. 그 결과 서버 SSD 비중은 2027년 54.4%, 2028년 57.5%로 높아지고, 서버 SSD **비트 출하량은 2026년 1,900억 GB에서 2028년 3,341억 GB로 약 1.8배 늘어난다.**

평균 용량 2028년
4,098GB, 연 8.8%
증가 가정

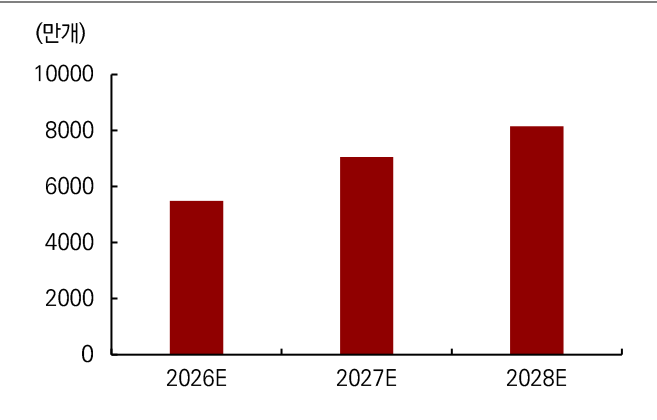
출하 개수는 서버 SSD 비트를 1개당 평균 용량으로 나눠 구했다. 평균 용량은 삼성전자 SSD를 외주 생산하는 한양디지텍 베트남 법인의 수출 신고 자료를 용량별로 가중평균해 산출했다. 이 평균 용량은 2025년 10~11월 2,652GB에서 2026년 1~2월 3,464GB로 한 분기 만에 약 31% 커졌다. 다만 부팅·캐시용 중·저용량 제품도 계속 쓰이는 만큼, 2027년 이후에는 평균 용량이 업계 평균과 같은 연 8.8%씩 커진다고 가정했다. 이에 따라 평균 용량은 2027년 3,767GB, 2028년 4,098GB가 된다. 그 결과 **삼성전자의 서버 SSD 출하 개수는 2026년 5,485만 개, 2027년 7,053만 개, 2028년 8,153만 개로 늘어날 전망이다.**

그림 6. 용도별 낸드 수요 및 eSSD 필요 개수 전망



자료: Tech Insights

그림 7. 삼성전자의 eSSD 출하 개수 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

메모리 후공정 밸류체인과 모듈하우스

메모리 반도체의 생산 공정

모듈 SSD 조립은 모듈하우스가 담당

메모리 반도체는 웨이퍼에 회로를 형성하는 전공정과 이를 검사, 패키징해 제품으로 완성하는 후공정을 거친다. 후공정은 세 단계로 나뉜다. **난도가 높을수록 제조사가 내재화하고 표준화될수록 외주화하는 구조**다. 수율과 직결되는 웨이퍼 테스트와 HBM 같은 첨단 패키징은 메모리 제조사가 직접 수행하고 범용 패키징은 제조사와 OSAT가 나눠 맡는다. 마지막 단계인 모듈, SSD 조립은 모듈하우스가 담당하며 **삼성전자는 이 단계의 대부분을 외주로 운영한다**.

표 1. 후공정 3단계

단계	주요 공정	목적	주 수행 주체
웨이퍼 테스트	프로브 테스트, 리페어	불량 다이 조기 선별, 수율 관리	메모리 제조사
패키징, 테스트	백그라인딩, 다이싱, 본딩, 몰딩, 번인	칩 보호, 전기적 연결, 신뢰성 검증	범용 : 제조사 + OSAT HBM : 제조사
모듈, SSD 조립	SMT 실장, 모듈 테스트, 펌웨어	서버·PC 탑재용 완제품화	모듈하우스 중심

자료: 언론 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

사내 후공정은 HBM 중심으로 재편

삼성전자는 웨이퍼 생산부터 패키징, 테스트까지 수행하는 종합 메모리 제조사로, **최근 사내 후공정 역량을 HBM 중심으로 재편**하고 있다. 천안, 온양 캠퍼스를 첨단 패키징 핵심 거점으로 두고 온양에 후공정 전용 신규 팹을, 광주에는 새 패키징 기지를 구축하고 있다. 반면 범용 메모리의 패키징, 테스트는 중국 쑤저우와 베트남 신규 공장(SVS)으로 옮기는 추세다. SVS는 1단계 약 15억 달러 규모로 2027년 하반기 가동을 목표로 한다. 모듈, SSD 조립은 이전부터 대부분 외부 모듈하우스에 맡겨 왔고 사내에서는 일부 물량만 조립한다.

그림 8. 삼성전자 메모리 밸류체인



자료: 각 사 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

모듈하우스

칩 + PCB·부품 →
완제품 조립·검사

모듈하우스는 **패키징이 끝난 메모리 칩을 PCB에 실장해 DRAM 모듈이나 SSD로 만들고 완제품 단위로 검사하는 업체**다. OSAT가 개별 다이를 패키징해 칩을 완성한다면 모듈하우스는 그 칩을 다른 부품과 결합해 고객이 바로 쓸 수 있는 제품으로 만든다. 그래서 검사 대상도 개별 칩 성능이 아니라 모듈이나 SSD 전체의 정상 작동 여부다.

부품, 검사 항목
증가로
공정 난도 상승

공정은 칩과 부품을 PCB에 붙이는 SMT 실장, 완제품 테스트, 포장 순서로 진행된다. 서버용 제품일수록 이 과정이 길다. DDR5 RDIMM은 앞서 본 RCD, PMIC, SPD 허브까지 실장해야 해 부품과 테스트 항목이 늘었다. eSSD는 PLP용 커패시터를 탑재하고 장시간 번인, 신뢰성 테스트를 거친다. 서버용 비중이 커질수록 모듈하우스의 공정 난도와 개당 가공 대가가 함께 높아진다.

칩은 고객사 공급 →
재고 위험 제한적

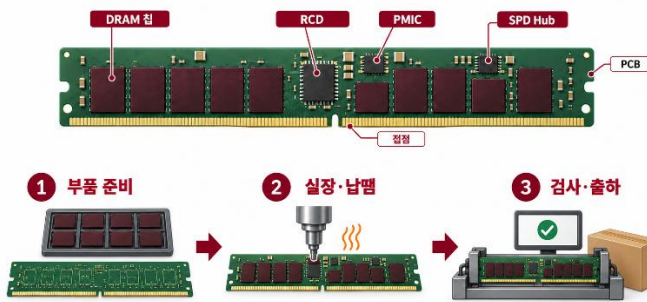
투입물 중 메모리 칩과 컨트롤러는 고객 메모리사가 공급하며 삼성전자는 컨트롤러도 자체 설계한다. 반면 주재료인 PCB는 모듈하우스가 티엘비, 심텍, Unimicron, Tripod 등에서 직접 매입한다. 모듈하우스는 PCB와 부품을 직접 매입해 재고로 보유하지만 부품값은 판매가에 그대로 반영되고 가장 비싼 메모리 칩은 고객사가 공급하기 때문에 **원재료의 가격 변동과 재고 위험은 제한적이다**.

표 2. 모듈·SSD 투입물별 공급처

투입물	주요 공급처	조달 주체
DRAM, NAND 칩	삼성전자, SK하이닉스, 마이크론	고객 메모리사
SSD 컨트롤러	삼성전자, 실리콘모션, 파ison	고객 메모리사, 일부 능동소자는 모듈하우스 매입
모듈, SSD의 PCB	티엘비, 심텍, Unimicron, Tripod	모듈하우스 직접 매입
PMIC, RCD, SPD 허브	르네사스, 램버스, 몬타지	모듈하우스 매입
수동소자·커패시터	삼성전기, 삼화전기	모듈하우스 매입
SMT, 테스트 장비	SMT 장비사, 엑시콘, 네오셈, 다이아	모듈하우스 투자

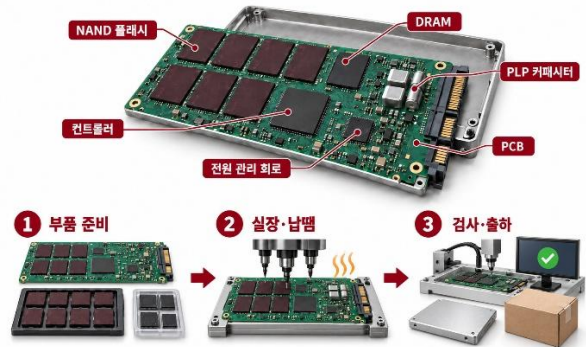
자료: 각 사 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

그림 9. 메모리모듈의 형태와 모듈하우스 공정



자료: KUVIC 리서치 4팀

그림 10. SSD의 형태와 모듈하우스 공정



자료: KUVIC 리서치 4팀

삼성전자의 모듈 외주 시장

외주 시장 2026년
1.06억 개 →
2028년 2.4억 개

외주 시장의 크기는 결국 삼성전자의 모듈 생산량에 따라 정해진다. 이 시장은 2026년 1.06억 개에서 서버용 DDR5 수요 확대에 힘입어 2027년 1.7억 개, 2028년 2.4억 개로 커질 전망이다.

현재 공급사는 **한양디지텍, SFA반도체, 드림텍, 국내 비상장사인 우익반도체** 등 4곳이다. 서버용 모듈의 양산 물량을 배정받으려면 고객사의 품질 인증뿐 아니라 최종 서버 업체의 생산 승인도 확보해야 한다. 다만 조립 공정 자체의 기술적 난도는 상대적으로 낮아 기술력 차별화보다는 고객사와의 안정적인 협력 관계가 물량 확보에 더 중요한 요인으로 작용한다.

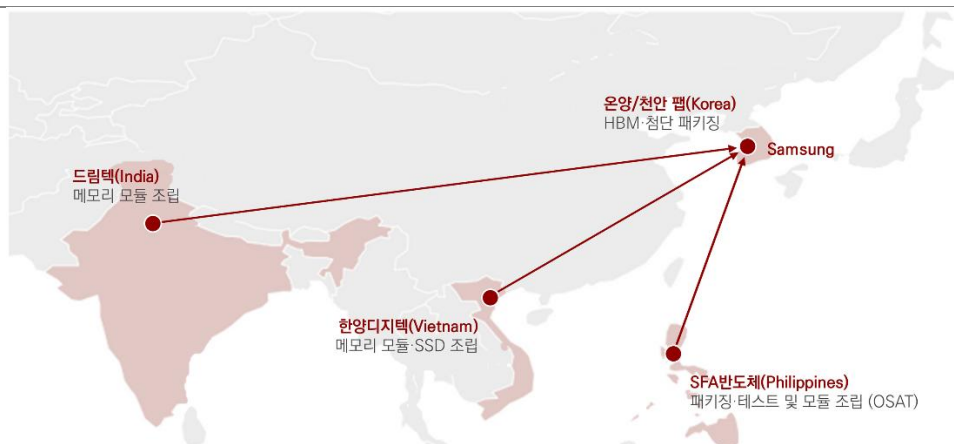
SFA반도체는
테스트, 모듈
전문사는 캐파로
대응

공급사마다 사업 구조가 달라 늘어나는 물량에 대응하는 방식도 다르다. 종합 OSAT인 SFA반도체는 같은 설비와 인력을 마진에 더 높은 테스트에 쓰는 것이 유리해 모듈 캐파를 늘리지 않고 추가 물량을 테스트로 수주하고 있다. 반면 **모듈 전문 업체는 캐파 확대에 대응**한다. 한양디지텍은 가동률 80% 이상에서 설비를 추가하고 있고 신규 진입자인 드림텍은 연 3,000~4,000억원 규모의 인도 캐파를 확보해 2026년 4분기부터 가동을 늘릴 예정이다.

핵심 변수는
점유율이 아닌 캐파
증설 속도

결과적으로 시장 증가분은 모듈 전문 업체인 한양디지텍과 드림텍에 집중될 전망이다. 드림텍의 진입으로 공급사 간 점유율은 일부 재편되겠지만 시장 성장 속도가 신규 캐파 유입보다 빨라 기존 공급사의 물량이 줄어들 가능성은 낮다. 따라서 이 산업의 핵심 변수는 공급사 간 점유율 경쟁이 아니다. **삼성전자의 서버 모듈 수요 증가 속도와 이를 따라가는 공급사들의 캐파 증설 속도**다.

그림 11. 삼성전자 메모리 모듈 외주 생산 거점



자료: 각 사 자료 종합, KUVIC 리서치 4팀

기업분석

사업 구조와 고객사

사업 구조

삼성 칩 사급 →
베트남 조립 →
삼성에 납품

동사는 삼성전자의 메모리 칩으로 완제품을 조립해 다시 삼성전자에 납품하는 구조로 수익을 창출한다. 모듈의 핵심 부품인 D램과 낸드 칩은 삼성전자로부터 공급받는다. 동사는 PCB와 전원칩 등 나머지 부품을 해외에서 직접 매입하고 베트남 생산법인 한양디지텍VINA에서 PCB 위에 칩과 부품을 SMT한 뒤 테스트와 포장을 거쳐 완제품을 만든다. 생산은 베트남 법인이, 삼성전자와의 거래는 한국 본사가 맡는다. 따라서 동사의 매출은 칩 가격을 제외한 직접 조달한 부품값과 조립 대가로 구성된다.

모듈 판가 12,008원
중 조립 대가 약
1,960원

2026년 상반기 기준 메모리 모듈의 평균 판매가는 12,008원이며 이 중 동사가 직접 매입한 부품값이 약 10,040원, 동사가 가져가는 조립 대가가 약 1,960원이다. SSD는 평균 판매가 23,892원 중 부품값이 약 20,820원, 조립 대가가 약 3,070원이다. 이 조립 대가에서 인건비와 설비, 감가상각비를 제외한 부분이 이익이 된다. 2026년 상반기 영업이익률은 5.1%다. 판매가의 대부분이 부품값 전가라 이익률은 낮지만 칩을 삼성전자가 공급해 재고 부담이 작고 설비 투자 대비 매출 규모가 크다.

고객사

삼성전자향 매출
비중 97.2%

메모리모듈과 SSD 매출은 전량 삼성전자에서 발생하며, **2025년 기준 삼성전자향 매출 비중은 97.2%**다. 동사는 1993년 한양엔지니어링(현 한양이엔지) 시절 반도체 모듈 사업을 시작한 이래 30여 년간 삼성전자의 메모리모듈 외주 생산을 맡아왔으며, 2020년부터 2025년까지 6년 연속 삼성전자 우수협력사로 선정되는 등 고객사와 두터운 신뢰 관계를 쌓아왔다. 또한 동사가 생산한 서버용 모듈은 삼성전자를 거쳐 글로벌 서버 업체에 공급되므로, 동사는 매출처인 삼성전자와 별도로 최종 사용 업체들로부터 제품 생산 승인을 확보하고 있다.

생산 능력과 실적 추이

메모리 모듈

모듈 매출 비중
64.2%, 1H26 YoY
+39.5%

메모리모듈은 삼성전자의 D램을 서버, PC, 공장자동화 기기 등에 사용될 수 있도록 하는 제품으로 2026년 상반기 기준 동사 매출의 64.2%를 차지하는 핵심 사업부이다. 동사는 SMT부터 완제품 테스트, 출하 포장까지 일괄 생산체제를 구축하고 있다. 주력 제품군은 서버용 D램 모듈이다. 매출은 2025년 4,257억원으로 전년 대비 10.7% 증가한 데 이어 **2026년 상반기에는 2,886억원으로 전년 동기 대비 39.5% 늘며 성장세가 가팔라졌다.**

SSD

SSD 매출 비중
34.3%, 1H26 YoY
+72.2%

SSD는 낸드플래시를 기반의 보조기억장치로 2026년 상반기 기준 동사 매출의 34.3%를 차지하는 두 번째 핵심 사업이다. 주력 제품군은 PC용이 아닌 480GB~7.68TB급 데이터센터용 eSSD이며 최근 7.68TB 이상 고용량 제품 비중이 확대되고 있다. 매출은 2025년 2,067억원으로 전년 대비 6.9% 증가하는 데 그쳤으나, **2026년 상반기에는 1,544억원으로 전년 동기 대비 72.2% 급증하며 메모리모듈보다 빠른 성장세를 보였다.**

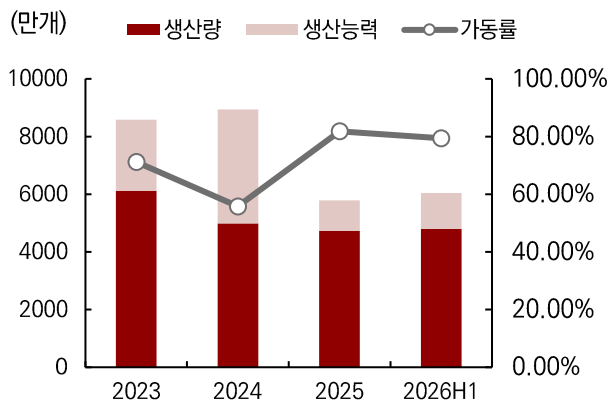
VoIP 및 기타

VoIP 매출 비중
0.6%, 비핵심 사업

VoIP단말기 사업은 인터넷 전화기, VoIP 어댑터, 유무선 공유기(AP) 등을 KT, SK브로드밴드 등 통신사업자에 직접 공급하는 사업이다. 2026년 상반기 매출은 28억원으로 전체의 0.6%이며 2025년 1.3% 대비 비중이 더 축소됐다. 평균 판매가도 2024년 60,597원에서 2026년 상반기 54,558원으로 하락하는 등 성장성이 제한적인 비핵심 사업으로 동사의 실적과 기업가치는 사실상 메모리모듈과 SSD에 의해 결정된다.

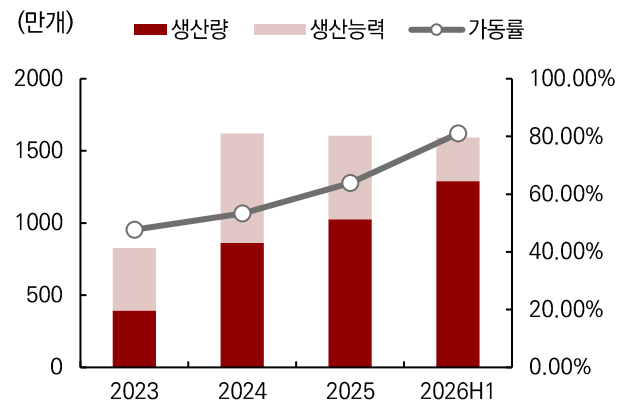
이 밖에 동사는 보유 토지, 건물 일부를 임대하는 부동산 임대업도 영위하고 있다.

그림 12. 메모리 모듈 생산능력 및 가동률



자료: 한양디지텍

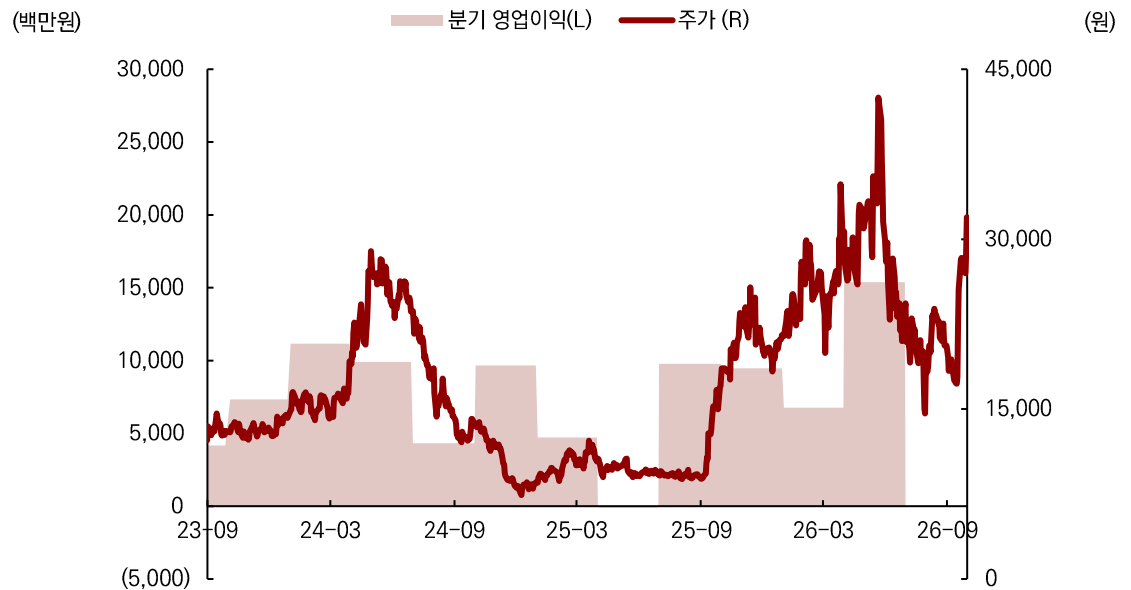
그림 13. SSD 생산능력 및 가동률



자료: 한양디지텍

주가분석

그림 14. 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 4팀

외주화 수혜와
eSSD 기대감
: 23.09~24.04

삼성전자가 범용 패키징 외주화를 확대하는 가운데 동사가 SSD 전용 3공장 증설을 발표하면서 후공정 외주 수혜주로 부각되었다. 2024년 4월에는 삼성전자의 기업용 SSD 가격 최대 25% 인상 보도와 DDR5 전환에 따른 이익 개선이 겹치며 주가가 크게 올랐다.

실적 쇼크와 장기
바닥
: 24.05~25.06

그러나 3Q24 영업이익이 43억원으로 전 분기 대비 56% 감소하며 주가는 하락세로 돌아섰다. 이어 2Q25에는 SSD 단가가 13% 하락하고 PCB 매입단가가 15% 상승하면서 1억원의 영업적자를 기록했고, 주가는 역사적 저점 구간에 머물렀다

흑자 전환과
메모리 슈퍼 사이클
: 25.07~26.05

2025년 9월 베트남 모듈 생산기지가 부각되었고, 3Q25에 흑자 전환에 성공하며 주가는 반등을 시작했다. 이후 메모리 가격이 사상 최고치를 경신하자 외주 물량 증가 기대감까지 더해지며 상승세가 이어졌다.

메모리 피크아웃
우려
: 26.06~26.08

2026년 7월 NAND 재고 증가와 이익 상향 비율 하락을 근거로 4Q26 메모리 피크아웃 우려가 제기되었다. 여기에 CXMT 증설과 레버리지 ETF 매도가 겹치며 삼성전자는 고점 대비 36%, SK하이닉스는 47% 하락했다. 동사는 업황이 둔화되면 외주 물량이 가장 먼저 축소된다는 우려로 67% 급락하며 업종보다 큰 낙폭을 보였다.

증설 사이클과
외주화 리레이팅
: 26.09~현재

이후 SK하이닉스가 연간 투자 규모를 40조원 후반으로 확대하고 삼성전자가 평택 P5에 10조원 이상의 장비 발주를 추진하면서, 9월 반도체 장비주는 평균 13% 상승했다. 동사 역시 삼성전자가 HBM 라인 확보를 위해 범용 DDR5 모듈 증산 물량을 외주로 돌린다는 보도에 힘입어 외주 물량 증가 기대감이 주가에 반영되고 있다.

투자포인트

투자포인트 1. DRAM이 서 말이라도 꿰어야 보배

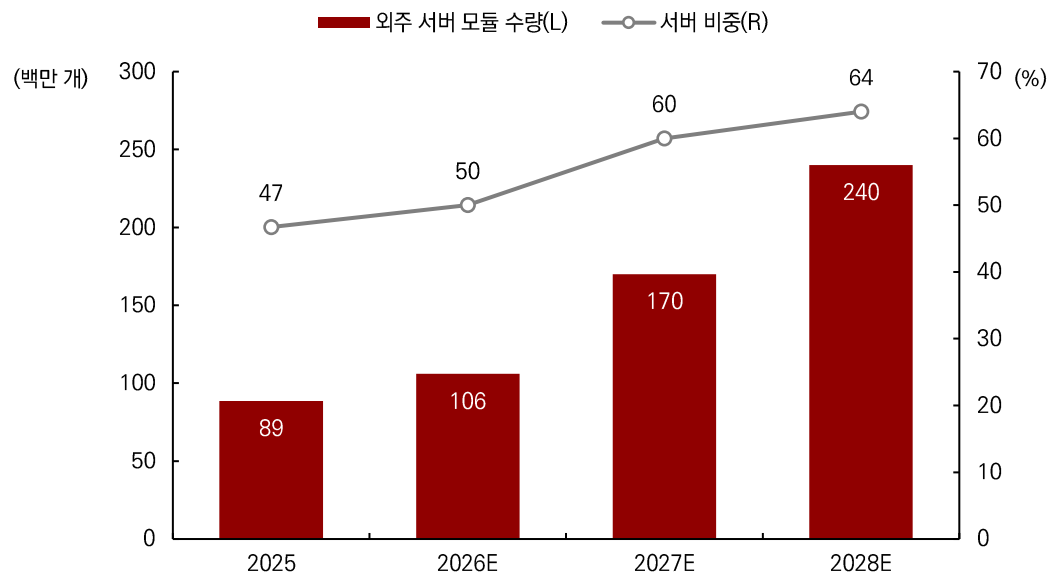
AI 서버 확대로 삼성전자 서버용 모듈 외주 물량 2028E까지 2.7배 성장

AI 인프라 투자가 확대되면서 메모리 수요의 중심이 서버로 이동하고 있다. AI 서버는 대규모 데이터를 처리하기 위해 일반 서버보다 많은 메모리를 탑재하며, 이 수요는 HBM에 그치지 않고 서버용 범용 DRAM까지 끌어올리고 있다. BofA에 따르면 글로벌 서버 DRAM 수요는 2025년 185억 GB에서 2028E 345억 GB로 87% 증가해, 같은 기간 전체 DRAM 공급 증가율(+68%)을 크게 웃돌 전망이다. 이에 따라 전체 DRAM에서 서버가 차지하는 비중도 2025년 51%에서 2028E 57%로 높아진다.

삼성전자 역시 이 흐름의 중심에 있다. 삼성전자는 2Q26 실적발표에서 서버 응용처의 비트 판매 비중이 역대 최고 수준이라고 밝혔다. 본 리서치팀은 삼성전자의 범용 DRAM 비트그로스가 2026E +25%, 2027E +25%, 2028E +24%를 기록하고, 이 중 서버용 비중은 2026E 50%에서 2028E 64%까지 높아질 것으로 전망한다. 그 결과 삼성전자의 서버용 범용 DRAM 출하량은 2028E에 2025년의 2.7배 수준에 이를 전망이다.

늘어나는 서버용 물량은 외주 모듈 시장으로 이어진다. 삼성전자는 한정된 후공정 자원을 HBM에 집중하면서 범용 메모리 모듈 조립을 외부로 넘기고 있으며, 2026년 9월에는 범용 모듈 증산 물량을 전량 외주로 돌린다는 보도도 나왔다. 이에 따라 삼성전자의 서버용 모듈 외주 물량은 2025년 0.89억 개에서 2026E 1.06억 개, 2027E 1.7억 개, 2028E 2.4억 개로 약 2.7배, 연평균 +39% 늘어날 전망이다.

그림 15. 삼성전자 서버용 메모리 모듈 외주 수량 전망



자료: KUVIC 리서치 4팀

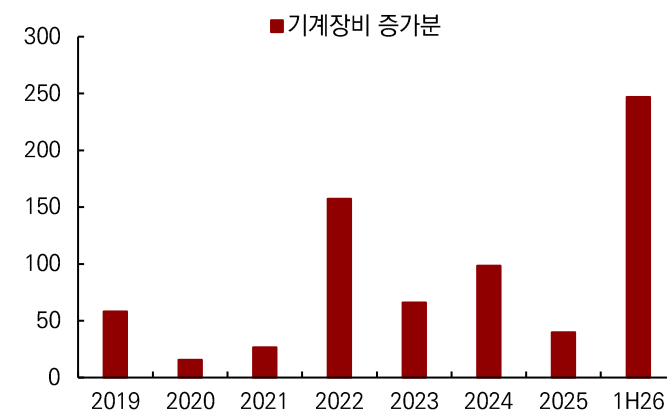
투자포인트 2. 물 들어올 때 노 젓는다

2Q26의 설비 증가는 기존 설비의 +40% 수준

최대 규모의 투자
2Q26 기계장치
증가 224억 수준

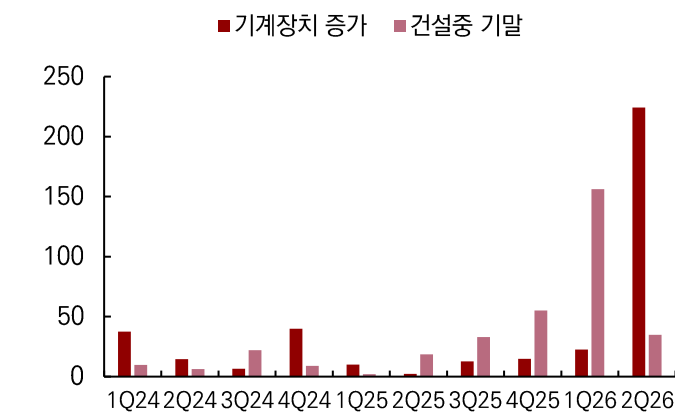
동사는 신규시설투자를 공시하지 않았다. 그러나 연결 유형자산 변동표에는 **증설 과정**이 남아 있다. 설치가 필요한 장비는 먼저 **건설 중인 자산**에 쌓였다가 가동 준비가 끝나면 **기계장치**로 대체되고, 바로 쓸 수 있는 장비는 **기계장치 취득**으로 곧장 들어온다. 따라서 **기계장치 증가(취득 + 대체)**는 모두 사용 가능한 상태가 된 설비다. 건설 중인 자산 취득은 4Q25 52억원, 1Q26 113억원으로 쌓였고, 2Q26에 이 중 137억원이 기계장치로 대체됐다. 같은 분기 바로 구매한 장비 87억원이 더해져 **2Q26 기계장치 증가는 224억원에 달했다. 최근 3년 동안 다른 분기 증가폭(최대 40억원)의 5배가 넘는다.** 1H26 기계장치 증가 247억원은 2022년 증설기의 연간 증가(157억원)를 반기 만에 넘어선 규모다.

그림 16. 역대 최대 규모의 기계장치 증가분



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀

그림 17. 건설중 장비 대부분 기계장치로



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀

기존 설비 대비
+40% 수준

기계장치 장부가는 2Q26에 전분기 대비 73% 늘었다. 다만 장부가는 감가상각이 끝난 기존 설비가 작게 잡혀 증가율이 부풀려 보일 수 있다. 감가상각 전 구입가 기준으로 보면 2Q26 설비는 전분기 대비 약 37% 늘었다. 주석상 기계장치 내용연수(정책법 5~10년)를 감안해 보수적으로 10년 내 취득한 설비만 기준으로 하면 +41%이다. 어느 기준으로 보든 2Q26 한 분기의 증설은 **기존 설비의 40% 안팎에 달하는 대규모 증설**이다.

새 설비 돌릴 사람? 재직 인원의 25%를 새로 뽑는 중

인력 공고로도
유추할 수 있는
증설

법인의 재직 인원은 2026년 1월 푸토성 노동 수요표 기준 베트남인 1,594명, 외국인 21명이다. 2026년 마감된 모집 공고는 합계 419명이며 그중 생산직이 400명(3/31 마감 200명, 8/31 마감 200명)이다. **이는 1월 재직 인원(1,594명)의 25%에 해당한다.** 모집 공고만으로는 결원 총원과 증원을 구분할 수 없지만, 2Q26 베트남 공장 인건비가 3Q25 대비 26% 늘었다는 점은 실제 인원이 순증하고 있음을 보여준다.

증설은 계속된다: 5년 만기 시설자금 235억 조달

8월 베트남 법인은 **한국수출입은행에서 USD 16.5M(약 235억원)을 5년 만기로 차입**했고, 본사가 지급보증을 썼다. 공시상 용도는 **'VINA 시설자금'**이다. 신규시설투자를 공시한 적 없는 동사가 설비 투자 목적을 공식 문서로 밝힌 유일한 자료로, 앞선 사후적 정황(설비 증가-채용)과 달리 추가 투자 의지를 사전에 확인해 준다.

수출입은행 차입
시설자금 목적으로
이례적인 장기차입

규모도 크다. 235억원은 1H26 유형자산 취득(315억원)의 약 75%로 2025년 연간 설비투자(198억원)를 넘고, **2Q26 말 보유 기계장치의 취득원가(감가상각 전 금액, 약 860억원)의 27%에 해당한다.** 조달 방식도 달라졌다. 동사는 2019년 이후 장기차입 없이 번 만큼 투자하고 부족분은 1년 한도대출로 메워 왔다. 5년 만기 차입으로 먼저 투자한다는 것은 물량에 대한 **경영진의 확신**을 보여준다.

다만 집행 시점과 용도(신규 설비·인프라·1H26 투자비 보전)는 아직 확인되지 않는다. 2Q26 말 건설중인자산은 34.9억원으로 새 설비가 쌓인 흔적은 아직 없어, 3Q26 분기보고서의 건설중인자산·기계장치 취득이 첫 확인 지점이다.

투자리스크

경쟁사의 인도 거점화에 따른 동사 점유율 하락

동남아 집중 →
삼성전자 생산거점
다변화

삼성전자의 메모리모듈 외주 생산은 베트남의 동사와 필리핀의 SFA반도체 등 동남아에 집중돼 있어 지역 단위의 공급망 리스크에 취약하다. 코로나 확산기 동남아 생산 차질을 계기로 삼성전자 DS부문은 한국, 베트남, 필리핀 외 생산거점 다변화를 추진해 왔다. 2026년 2분기 실적 발표에서는 메모리 CAPA의 60~70%를 선수급 조건의 장기공급계약으로 확보했다고 밝히면서 공급 안정성의 중요도는 더욱 높아졌다. 공급 차질이 곧 계약 이행 리스크로 직결되는 구조가 된 만큼 **생산거점 분산은 삼성전자의 구조적 과제다.**

드림텍 인도 공장
증설 2026년 9월로
앞당겨짐

인도가 대안 거점으로 선택된 데에는 드림텍이 삼성전자 인도 법인 인근에 확보해 둔 대규모 부지와 공장을 즉시 활용할 수 있었다는 점이 컸다. 드림텍 측에 따르면 제조비용도 베트남 대비 약 70% 낮고, 인도와 중화권 서버업체에는 별도 쉘 테스트 없이 공급할 수 있어 초기 물량 소화도 용이하다. 인도 정부가 ATMP/OSAT 설비투자의 최대 50%를 지원하며 메모리 후공정 유치에 나서고 있는 점도 우호적인 환경이다. 이 과정에서 삼성전자 인도 법인 인근에 대규모 부지와 공장을 확보하고 있던 기존 협력사 드림텍이 2025년 1월 DS부문 벤더로 선정됐고, **인도 공장 증설은 당초 2027년에서 2026년 9월로 앞당겨졌다.**

드림텍 목표 달성 시
동사 점유율 66%
→ 50%대

이는 일시적 물량 배분이 아닌 공급망 안정화를 위한 구조적 전략이라는 점에서 동사의 증설 여력과 무관하게 외주 증가분의 일부는 인도로 배정될 가능성이 높다. 드림텍은 2028년 메모리모듈 매출 약 8,000억원, 외주 시장 점유율 약 3분의 1을 목표로 제시했으며, **달성 시 동사 점유율은 현재 약 66%에서 50%대로 희석될 수 있다.** 다만 삼성전자의 목적이 지역 의존도 축소인 만큼 인도로의 물량 집중 역시 제한적일 것이며, 드림텍이 CAPA의 20%를 여유분으로 운영하고 북미 빅테크 6개사 중 2개사의 쉘 테스트만 완료한 점을 감안하면 **단기 잠식 속도도 제한적이다.**

밸류에이션

매출 추정 논리

동사의 매출은 메모리 모듈, SSD, IP·기타로 구성되며, 2025년 매출 비중은 각각 65.4%, 31.7%, 2.9%이다. 동사는 삼성전자로부터 DRAM과 NAND를 사급 받아 베트남 법인에서 모듈과 SSD로 조립하고, 직접 구매한 PCB·부품과 가공분만 매출로 인식한다. 따라서 매출은 메모리 가격이 아니라 생산량, 달러 ASP, 원/달러 환율로 결정된다.

$$\text{매출} = \Sigma \text{사업부별} [\text{생산량} \times \text{달러 ASP} \times \text{원/달러 환율}] + \text{IP·기타}$$

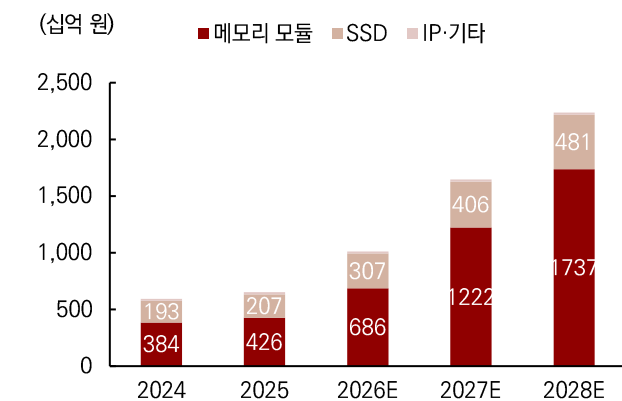
본 리서치 팀은 삼성전자가 범용 DRAM 모듈과 서버 SSD의 외주 물량을 늘리고 동사가 이를 증설로 소화한다고 보고, **매출액을 2026E 1조 112억원(YoY +55.3%), 2027E 1조 6,460억원(YoY +62.8%), 2028E 2조 2,354억원(YoY +35.8%)으로 추정한다.** 성장은 메모리 모듈이 이끌어 **모듈 매출 비중이 2025년 65.4%에서 2028E 77.7%로 높아진다.** 2028E 성장률 둔화는 2027E 외주 전환에 따른 모듈 생산량 급증(+74.0%)의 기저 효과이다.

표 3. 매출 추정

(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
메모리 모듈	3,844	4,257	6,862	12,222	17,368
YoY		10.7%	61.2%	78.1%	42.1%
SSD	1,933	2,067	3,075	4,062	4,811
YoY		6.9%	48.8%	32.1%	18.4%
IP·기타	175	187	176	176	176
YoY		7.1%	-6.2%	0.0%	0.0%
매출액	5,952	6,511	10,112	16,460	22,354
YoY		9.4%	55.3%	62.8%	35.8%

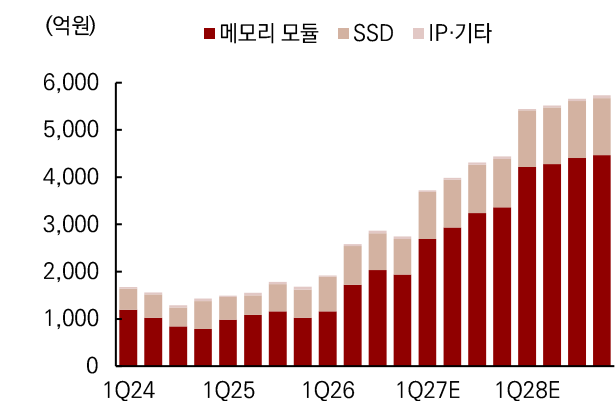
자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 18. 사업부별 매출액



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 19. 분기 사업부별 매출액



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

메모리 모듈 매출

동사는 삼성전자로부터 DRAM을 사급 받아 서버·PC용 메모리 모듈을 조립하고, 직접 구매한 PCB와 기타 부품, 가공분을 매출로 인식한다. 삼성전자가 외주 물량을 늘리는 국면에서는 동사가 생산할 수 있는 물량이 매출을 정하므로, 모듈 매출은 생산능력, 가동률, 달러 ASP, 원/달러 환율로 결정된다.

$$\text{모듈 매출} = [\text{생산능력} \times \text{가동률} \times \text{달러 ASP} \times \text{원/달러 환율}]$$

본 리서치 팀은 삼성전자가 범용 모듈 증산분을 외주로 돌리고 동사가 이를 증설로 소화한다고 보고, **모듈 매출을 2026E 6,862억원(YoY +61.2%), 2027E 1조 2,222억원(YoY +78.1%), 2028E 1조 7,368억원(YoY +42.1%)으로 추정한다.**

생산량은 동사 생산능력과 가동률에서 산출하였다. 1H26 투자(유형자산 취득 315억원)로 2H26 시간당 생산능력은 6,958개에서 9,170개로 늘어나며, 이후에도 증설을 이어가 일일 생산능력이 2026E 평균 19.2만개에서 2028E 45.0만개로 늘어난다고 보았다. 여기에 가동률 85%를 적용한 **생산량은 2026E 5,749만개, 2027E 1억개, 2028E 1.4억개**이다. 디일렉(2026.09.15)에 따르면 삼성전자는 천안·온양 패키징 공간을 HBM에 재배치하며 범용 모듈 증산분을 외주로 돌리고 있어, 이 생산량은 삼성 외주 물량의 54~59% 수준으로 SFA반도체가 밝힌 동사 비중(50~60%) 안에 있다.

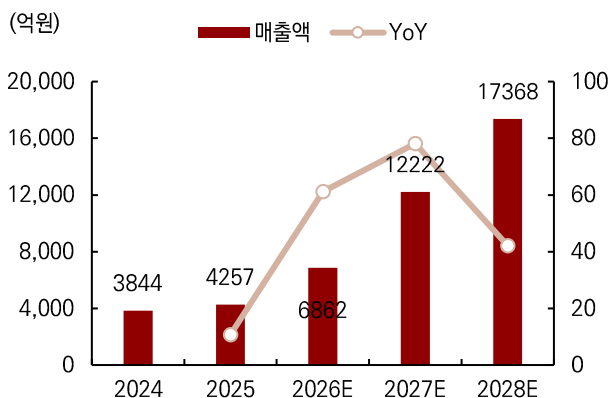
ASP는 2Q26 8.52달러에 PCB 판가 인상과 가공분 CR 연 2%를 반영해 2028E 9.12달러로 추정하였다. PCB 인상분은 판가에 그대로 전가되어 매출만 늘리고 이익에는 중립이다. **환율은 4Q26E 이후 1,360원을 적용**하였다.

표 4. 메모리 모듈 매출 추정

(억원, 만개)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
일일 생산능력 (개)	244,800	158,400	191,636	322,321	450,016
생산능력 (만개)	8,935	5,782	6,995	11,765	16,471
가동률	55.8%	81.8%	82.2%	85.0%	85.0%
생산량 (만개)	4,984	4,731	5,749	10,000	14,000
달러 ASP (달러)	5.65	6.32	8.30	8.99	9.12
원/달러 환율 (원)	1,363.9	1,423.3	1,437.9	1,360	1,360
원화 ASP (원)	7,712	8,998	11,936	12,222	12,406
매출액 (억원)	3,844	4,257	6,862	12,222	17,368
YoY		10.7%	61.2%	78.1%	42.1%

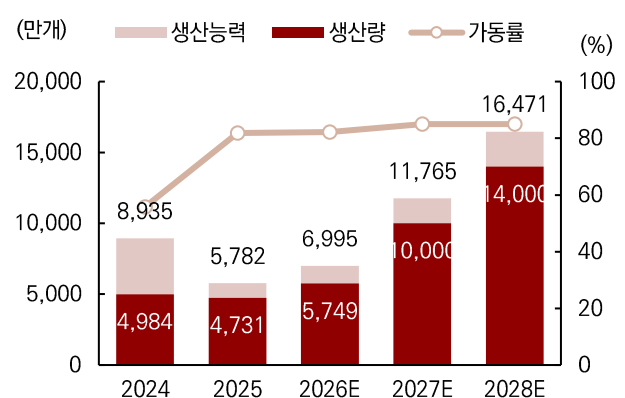
자료: DART, 한국은행 ECOS, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 20. 메모리 모듈 매출액



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 21. 메모리 모듈 생산능력, 생산량, 가동률



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

SSD 매출

동사는 삼성전자로부터 NAND를 유상사급 받아 서버 SSD를 조립하고 직접 구매한 부품과 가공분만 매출로 인식하므로, SSD 매출은 삼성 서버 SSD 물량에 연동된 생산량과 달러 ASP, 원/달러 환율로 결정된다.

$$\text{SSD 매출} = [\text{삼성 서버 SSD 환산} \times \text{동사 비트 점유율} \times \text{달러 ASP} \times \text{원/달러 환율}]$$

본 리서치 팀은 삼성 서버 SSD 물량 증가를 동사가 증설로 소화한다고 보고, **SSD 매출을 2026E 3,075억원(YoY +48.8%), 2027E 4,062억원(YoY +32.1%), 2028E 4,811억원(YoY +18.4%)**으로 추정한다.

생산량은 삼성 서버 SSD 환산 2026E 5,485만개 → 2028E 8,153만개에 2Q26 실적 기준 비트 점유율 23.9%를 곱한 수요로 산출하였다. 점유율이 2025년 32.7%에서 낮아진 것은 삼성전자 물량이 급증하는 동안 동사 가동률이 상한(2Q26 81.5%)에 이르렀기 때문이며, 2Q26 수준을 유지하였다. 현 일일 생산능력 44,000개로는 2027E 수요 1,684만개를 감당할 수 없다. 디일렉(2026.09.15)에 따르면 삼성전자는 2025년 6월부터 협력사에 SSD 생산라인 투자 확대를 요청해 왔으며, 이를 근거로 1Q27과 1Q28에 하루 13,900개, 10,500개의 라인 증설(투자 188억원, 142억원)을 반영하였다.

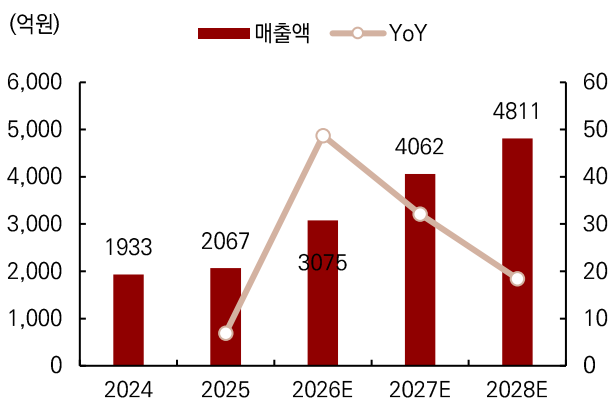
ASP는 2Q26 16.7달러에서 고용량 SKU 비중 확대(평균 용량 3.46TB → 4.10TB)와 MLCC 판가 인상 전가(+4.0%, 1Q27~)를 반영해 2028E 18.2달러로 추정하였고, 환율은 4Q26E 이후 1,360원을 적용하였다.

표 5. SSD 매출 추정

(억원, 만개)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
삼성 서버 SSD 환산	2,939	3,135	5,485	7,053	8,153
동사 비트 점유율	29.4%	32.7%	23.9%	23.9%	23.9%
일일 생산능력 (개)	44,400	44,000	44,000	57,900	68,400
가동률	53.3%	63.9%	81.3%	81.5%	81.4%
생산량 (만개)	863	1,026	1,305	1,684	1,946
달러 ASP (달러)	16.42	14.15	16.38	17.74	18.17
원/달러 환율 (원)	1,363.9	1,423.3	1,437.9	1,360	1,360
원화 ASP (원)	22,394	20,144	23,558	24,127	24,717
매출액 (억원)	1,933	2,067	3,075	4,062	4,811
YoY		6.9%	48.8%	32.1%	18.4%

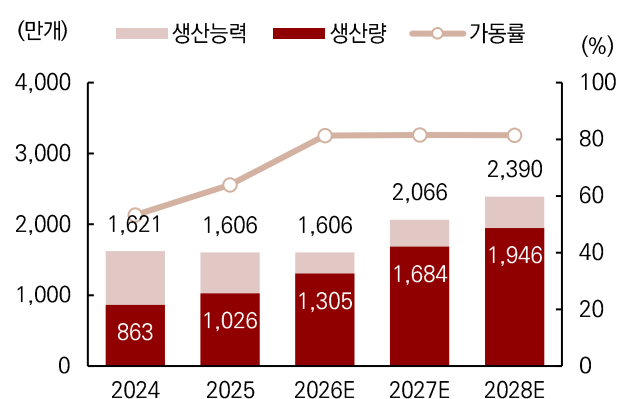
자료: DART, Counterpoint, TechInsights, Volza, BofA, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 22. SSD 매출액



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 23. SSD 생산능력, 생산량, 가동률



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

IP·기타 매출

IP·기타 매출은 VoIP 단말기 등 IP통신 상품과 건물 임대료(기타)로 구성되며 1H26 기준 연결 매출의 1.5%를 차지한다. 두 부문 모두 뚜렷한 성장 동인이 없어 전년 동분기 매출이 유지된다고 가정하였다. 이에 본 리서치 팀은 **IP·기타 매출을 2026E 176억원(YoY -6.2%), 2027E와 2028E 각각 176억원으로 추정한다.** 2026E 감소는 1H26 실적 부진(YoY -14.3%)이 반영된 것이다.

표 6. IP·기타 매출 추정

(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
IP통신	97.6	87.2	81.5	81.5	81.5
기타 (임대)	77.0	99.9	94.1	94.1	94.1
매출액	174.6	187.1	175.6	175.6	175.6
YoY		7.1%	-6.2%	0.0%	0.0%

자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

비용 추정 논리

표 7. 비용 추정 테이블

(단위: 억원)		2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	YoY	5,952	6,511	10,112	16,460	22,354
		+24.3%	+9.4%	+55.3%	+62.8%	+35.8%
감가상각비		176	177	220	372	509
	매출 대비	3.0%	2.7%	2.2%	2.3%	2.3%
인건비		288	290	344	419	480
	매출 대비	4.8%	4.5%	3.4%	2.5%	2.1%
기타 비용 (원재료비 포함)		5,137	5,804	8,974	14,670	19,992
	매출 대비	86.3%	89.2%	88.7%	89.1%	89.4%
영업이익	OPM	350	239	574	999	1,373
		5.9%	3.7%	5.7%	6.1%	6.1%
영업외손익		-14	-41	-6	-5	-5
법인세비용차감전순이익		337	198	567	994	1,368
법인세비용		82	48	138	242	333
당기순이익	NPM	255	150	429	752	1,036
		4.3%	2.3%	4.2%	4.6%	4.6%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

베트남 공장 캐파
증가에 따라
비용추정 진행

비용 추정은 생산을 담당하는 베트남 공장의 캐파 증설에 따른 인건비, 감가상각비 증가는 매출원가에, 이를 관리하는 본사의 인건비와 감가상각비는 판매관리비에 반영해 추정을 진행하였다.

베트남 공장 캐파 증설에 따른 감가상각비

감가상각비는 신규
증설 장비 1,172억

감가상각비는 기존 자산, 1H26 취득 설비, 신규 증설 설비로 나누어 추정했다. 신규 증설 투자액은 캐파 증가분에 과거 유형자산 증가액으로 산출한 증설 단가를 적용했으며, 2026~2028E 총 1,172억원으로 추정했다. 설비는 투자 다음 분기부터 가동되고 7.5년 정액법으로 상각한다고 가정했다. 신규 증설 설비의 감가상각비는 2027E 73억원에서 2028E 151억원으로 증가할 것으로 추정한다. 결과적으로 감가상각비는 2025년 177억원에서 2028E 509억원으로 증가하지만, 매출이 더 빠르게 증가하면서 고정비 부담은 오히려 완화될 전망이다.

베트남 공장 캐파 증설에 따른 인건비

27E 인원은 캐파
증가의 0.33배
속도로 증가

베트남 인원은 2026E에는 푸토성 생산직 채용공고 2건을 반영해 각각 200명 모집 중 1차는 100%, 2차는 60%의 충원율을 적용했다. 이에 따라 베트남 평균 인원은 2025년 1,615명에서 2026E 1,805명으로 증가한다. 2027~2028E에는 과거 실제 데이터를 기준으로 인원-캐파 탄력성 0.33을 적용했다. 2020→2021년 메모리 모듈 생산능력이 136% 증가했을 때 매출원가 인건비는 45% 증가했으며, 당시 최저임금이 동결됐다는 점을 고려하면 인력 증가폭도 캐파 증가의 약 33% 수준으로 추정할 수 있다. 여기에 1H26 선투입 설비에 대한 인력 충원이 2026년에 집중된다는 점을 반영했다. 신규 설비가 본격 가동된 이후에는 초기 셋업과 인력 충원이 완료되면서, 추가 캐파 확대에 필요한 인력 증가폭도 점차 낮아지는 것으로 가정했다.

고정비 희석이 원재료를 상승을 넘어서며 OPM 상승

고정비 희석으로
OPM 3.7% →
6.1%

영업이익률은 2025년 3.7%에서 2026E 5.7%, 2027~2028E 6.1%로 상승할 것으로 추정하며, 이는 매출 증가에 따른 인건비와 감가상각비 등 고정비 희석 효과가 원재료를 상승 부담을 상쇄하기 때문이다. 2027E부터 신규 설비 감가상각이 본격 반영되는 만큼 이후 이익률 개선은 주로 인건비 희석에서 발생하며, 1H26 투입 설비의 가동을 고려하면 2026E OPM 5.7% 달성이 가능할 것으로 추정한다.

Valuation Method

Historical P/E Valuation

본 리서치 팀은 2027년 예상 EPS 4,933원에 Target P/E 10배를 적용하여 목표주가 49,000원, (현재 주가 31,950원 대비) 상승여력 53%를 제시하며 Buy 의견을 제시한다.

동사는 삼성전자 메모리 모듈 및 SSD 외주 생산 업체 특성상 삼성전자의 외주 물량 사이클에 따라 주가 밸류에이션이 결정되어 왔다. 2020년 이후 동사의 12MF P/E는 평균 8.3배였으며, 데이터센터용 SSD 기대가 정점에 달했던 2Q24에는 17.8배까지 치솟았고, 반대로 이익 급증이 주가에 반영되기 전이었던 2021년 상반기에는 3배 수준까지 디레이팅되기도 했다. 역사적으로 동사의 주가는 2015년 DDR4 전환, 2021년 베트남 공장 증설, 2024년 SSD 물량 확대, 2025~2026년 메모리 쇼티지 등 외주 물량 증가가 실적으로 확인되는 구간에서 크게 상승해 왔다.

본 리서치 팀은 동사가 삼성전자의 범용 DDR5 모듈 외주 확대에 맞춰 생산능력을 늘리면서, 2024년 SSD와 같은 물량 성장 국면에 진입했다고 판단한다. 디일렉(2026.09.15)에 따르면 삼성전자는 천안·온양 패키징 공간을 HBM에 재배치하며 범용 모듈 증산분을 외주로 돌리고 있으며, 동사는 1H26 유형자산 315억원을 취득해 생산능력을 확대하였다. 이를 반영하면 모듈 생산량은 2026E 5,749만개에서 2027E 1억개로, EPS는 2025년 1,025원에서 2027E 4,933원으로 늘어날 것(2025~2027E CAGR 약 119%)으로 예상된다. 이에 따라, 본 리서치 팀은 데이터센터용 SSD 물량 확대 모멘텀이 존재하였던 2024년 1Q의 12MF P/E 10배를 기준으로 Target Multiple을 선정하였다. 1Q24는 SSD 전용 3공장이 2024년 완공을 앞두고 있었고, 삼성전자가 2Q24 기업용 SSD 가격을 최대 25% 인상할 것으로 예상되던 시기다. 이는 삼성전자 외주 확대가 동사 증설과 이듬해 물량 증가로 이어지는 현재와 같은 구조가 주가에 반영되기 시작한 구간이기에 실적이 가시화되는 현 시점을 기준으로 합리적인 밴드에 해당한다고 판단한다.

표 8. 2027E 기준 밸류에이션

구분	내용	비고
2027E 당기순이익 (억원)	752	
Target P/E (배)	10	동사 1Q24 12MF P/E
목표 시가총액 (억원)	7,520	
유통 주식 수 (천주)	15,244	
목표 주가 (원)	49,000	49,330원의 조정 가액
현재 주가 (원)	31,950	
상승여력	53%	

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

Appendix

증설 여력도 충분하다

벌어서 투자하는 구조

탄탄한 구조
벌어들인 만큼
투자하는 구조

한양은 2020년부터 1H26까지 영업현금흐름 1,683억원을 벌어 설비에 1,703억원을 썼다. 이 기간 배당은 없었다. 영업현금을 거의 그대로 설비에 재투자해 온 회사다. 투자가 몰린 해에는 1년 단위 단기차입으로 부족분을 메우고, 이후 영업현금이 들어오면 갚았다. 현금 회수도 빠르다. 한양은 삼성전자로부터 수시로 주문을 받고 납품 다음 달에 현금을 회수한다. 가장 비싼 재료인 DRAM은 삼성이 무상으로 공급하고, 한양이 직접 사는 PCB·부품 대금은 약 2개월 뒤에 지급한다.

표 9. 한양디지텍 현금흐름 추이

현금흐름 추이 (억원)	2021	2022	2023	2024	2025	1H26
영업현금흐름	320	197	30	518	272	245
유형자산 취득	159	404	314	173	198	283
FCF	161	-207	-284	345	74	-38
차입금 순증감	-111	+79	+209	-168	+13	-63
자기주식 취득(-)/처분(+)	-	-	-4	-6	-23	+171
기말 현금	147	71	30	184	172	310
단기차입금	30	109	318	150	163	100

자료:DART, KUVIC 리서치 4팀

순현금 상태, 시설 자금 집행 후에도 부담은 낮다

1H26 말 현금 310억원, 차입금 100억원 순현금 210억원이다. 2019년 이후 가장 좋은 재무 상태다. 다만 1H26 현금 증가의 상당 부분은 본업이 아닌 재무활동에서 나왔다. 1H26 FCF는 -38억원이었고 차입금도 63억원을 갚았지만, **2월 자기주식 처분 171억원과 예금 해지 55억원**, 환율 효과 17억원이 더해지며 현금이 138억원 늘었다. 공시상 자기주식 처분 목적은 '투자 및 운영자금 확보'이며, 1Q26 설비 대금의 재원이었다고 판단한다.

부담 없는 차입금
규모

또한 8월에는 베트남 법인이 **한국수출입은행에서 5년 만기 시설자금 USD 16.5M(약 235억원)을 차입**했다. 2019년 이후 **처음 생기는 장기차입금**이다. 자금이 설비에 모두 집행되면 차입금은 약 335억원으로 늘고 일시적으로 소폭 순차입(약 -25억원) 상태가 되지만, **차입금은 EBITDA(2025년 약 420억원)의 약 0.8배에 그친다**. 재무 부담이 증설을 제약할 수준은 아니다.

1H27까지 1H26 속도로 투자를 이어가도 가용자금은 충분하다

경쟁사 드림텍은 2027년 추가 증설을 1~3분기에 나눠 진행해 6월 말까지 대부분 마칠 계획이라고 밝힌 만큼 이번 업계 증설 구간은 1H27까지로 본다. 따라서 1H26 투자 속도(반기 283억원)를 2H26~1H27 두 개 반기 더 이어가는 데 필요한 **약 570~650억원을** 기준으로, 같은 1년 동안 쓸 수 있는 자금과 비교했다.

영업현금은 추정 대신 가장 최근 실적인 2Q26 영업현금흐름(173억원)을 썼다. 2Q26은 운전자본 변동이 +3억원으로 거의 없어, 외상·재고가 풀려 부풀려진 숫자가 아니라 본업에서 나온 현금이다. 이를 4개 분기로 늘리면 약 690억원이다. 여기에 여유 현금 약 210억원(현금 310억원 - 운영 최소 현금 약 100억원)과 수출입은행 시설자금 235억원을 더하고 기존 차입금 상환 100억원을 빼면 가용 자금은 약 1,035억원이다.

필요 투자를 충분히
감당 가능하다

미사용 한도대출 210억원은 재원에 넣지 않고 별도 안전판으로 남겨뒀다. 영업현금이 1H26 평균(반기 245억원)에 그쳐도 가용 자금은 약 835억원으로 **필요 투자의 1.3~1.5배**다. 영업현금을 전혀 가정하지 않아도 현금, 시설자금, 한도대출만으로 **필요 투자의 85~97%를 충당**한다.

표 10. 투자 여력 점검

투자 여력 점검 (2H26~1H27, 억원)	금액	근거
여유 현금	210	1H26 말 현금 310 - 운영 최소 현금 약 100
수출입은행 시설자금	235	USD 16.5M, 2026.8.20 실행
영업현금흐름	약 690	2Q26 실적 173 × 4개 분기
기존 차입금 상환	-100	1H26 말 단기차입금
가용 자금	약 1,035	
필요 투자	570~650	1H26 투자 속도(반기 283) × 2개 분기
커버 배수	1.6~1.8배	미사용 한도대출 210 포함 시 1.9~2.2배

자료:DART, KUVIC 리서치 4팀

매출이 늘면 운전자본도 묶이지만, 늘어나는 이익이 이를 상쇄한다. DRAM은 삼성이 무상으로 공급하고 납품 다음 달에 현금을 회수하며, PCB·부품 매입채무(재료 사용액의 약 1.8개월치)가 매출채권과 재고의 대부분을 받쳐 준다. 매출이 1,000억원 늘면 운전자본 60~70억원(매출의 6~7%)이 한 번 묶이지만, 이미 늘어난 고정비 위에서 추가 매출의 공헌이익률은 약 14%여서 세후 이익이 매년 약 110억원 늘어난다. 성장은 스스로 자금을 댈다. 수요가 와도 증자나 메자닌으로 주주가치를 희석할 이유가 없다.

드림텍 대비 재무 체력 우위

재무 여력으로 격차가 빠르게 좁혀지기도 어렵다. 드림텍은 연 영업현금(2023~25년 평균 약 850억원)이 한양의 약 3배로 예정된 증설을 감당할 체력은 있다. 그러나 배당·자사주에 연 230~300억원을 쓰며 차입을 늘려 온 결과, 2022년 순현금 334억원이 1H26 순차입금 713억원으로 바뀌었고 **1년 내 만기 차입금(약 1,860억원)이 현금성 자산(약 1,500억원)을 웃돈다**. 본업 영업이익이 1H26 5억원까지 줄어든 상황에서 **주주환원·차입 차환·다른 사업 투자**가 같은 현금을 나눠 쓰고, 2027년 증설은 자본잠식 인도법인의 13개월 차입에 기댄다. 예정된 증설은 두 회사 모두 가능하지만, 추가 증설이 필요할 때 드림텍은 주주환원 축소나 차입 확대라는 선택을 먼저 거쳐야 한다

표 11. 증설 자원 비교

(1H26, 억원)	한양디지텍	드림텍
순현금(+)/순차입(-)	+210	-713
1년 내 만기 차입 / 현금성 자산	100 / 310	약 1,860 / 약 1,500
차입금/EBITDA (2025)	약 0.2배	약 2.9배
배당·자사주 매입 (2025)	23	296
메모리 증설 자원	영업현금 + 5년 시설자금	2026년 보유현금(254), 2027년 자본잠식 인도법인 차입 약 329(13개월 보증)

자료:DART, KUVIC 리서치 4팀

메모리 모듈 매출 추정

데이터 기준

분기 실적은 DART 정기보고서의 누적 공시치를 차감해 산출하였다. 기준점은 최근 실적 분기인 2Q26으로, 시간당 생산능력 6,958개(일일 166,992개), 생산량 1,347만개, 매출 1,724억원(가동률 88.6%, 달러 ASP 8.52달러)이다. 동사는 2025년 사업보고서에서 서버향 고용량 제품 증가를 이유로 시간당 생산능력을 10,200개에서 6,600개로 재산정하였다. 이에 연간 가동률은 2024년 55.8%에서 2025년 81.8%로 올랐지만 생산량은 4,984만개에서 4,731만개로 줄었으므로, 2025년 이전 가동률은 명목치로 보았다.

생산량: 생산능력과 가동률

시간당 생산능력
2Q26 6,958개 →
4Q28E 19,182개,
가동률 85%

생산량은 동사의 생산능력에 가동률을 곱해 산출하였다. 생산능력은 회사 산출 기준(시간당 생산능력 × 24시간 × 가동일수)을 따르고, 증설은 가동 분기부터, 투자는 가동 직전 분기에 반영하였다.

$$\text{생산량} = \text{시간당 생산능력} \times 24\text{시간} \times \text{가동일수} \times \text{가동률}$$

2H26 시간당 생산능력은 9,170개로 2Q26(6,958개)보다 32% 늘어난다고 추정하였다. 동사 반기보고서에 따르면 1H26 유형자산 취득액은 315억원(건설중인자산 132억원, 기계장치 96억원, 기타 84억원)이고, 기계장치 장부가액은 279억원에서 510억원으로 83% 늘었다. 디일렉(2026.09.16)은 이 투자가 신규 설비·자동화에 쓰였다고 전했다. 증설 직후인 3Q26E와 4Q26E 생산량은 각 1,675만개로 가동률 82.7%이다.

2027E부터는 분기 생산량을 2027E 2,200만~2,750만개, 2028E 3,400만~3,600만개로 늘리고, 가동률 85%에서 이를 생산하는 데 필요한 생산능력만큼 증설한다고 보았다. 증설이 가장 큰 분기는 1Q27E(하루 67,502개)와 1Q28E(하루 87,898개)이다. 1Q27E 증설 투자(4Q26E 237억원)는 동사가 2026년 8월 차입 보증을 공시한 베트남 법인 시설자금 1,650만달러(약 235억원)와 규모가 비슷하다. 디일렉(2026.09.15)에 따르면 삼성전자는 2025년 6월부터 협력사에 생산라인 증설을 요청해 왔다. 그 결과 시간당 생산능력은 1Q27E 11,983개, 1Q28E 18,315개, 4Q28E 19,182개로 늘어난다.

$$\text{필요 일일 생산능력} = \text{분기 생산량} \div (\text{가동률 } 85\% \times \text{분기 가동일수})$$

가동률은 2Q26 분기 실적(88.6%)보다 낮은 85%를 적용하였다. 모듈 업종 특성을 고려하여 80%가 상한이면 같은 생산능력에서 2027E 생산량은 5.9% 줄어든 9,412만개이다. DART 분기 가동률을 보면 과거 증설 직후 첫 분기는 75~89%, 둘째 분기는 81~93%로 신규 설비는 1개 분기 안에 정상 가동되었다.

증설 단가는 모듈 생산능력만 늘던 2021~2022년의 유형자산 취득액 564억원을 같은 기간 일일 생산능력 증가분 160,776개로 나눈 1,000개당 3.5억원을 적용해, 모듈 투자는 2026E 237억원, 2027E 533억원, 2028E 73억원이다. 1H26 실적 단가(1,000개당 5.9억원)를 적용하면 2027E 투자는 약 900억원으로 늘어난다. 이는 매출 추정에는 영향이 없지만, 2023~2025년 연평균 유형자산 취득액(228억원)을 크게 웃돌아 차입과 영업현금흐름으로 증설 속도를 유지하는지가 핵심 변수이다.

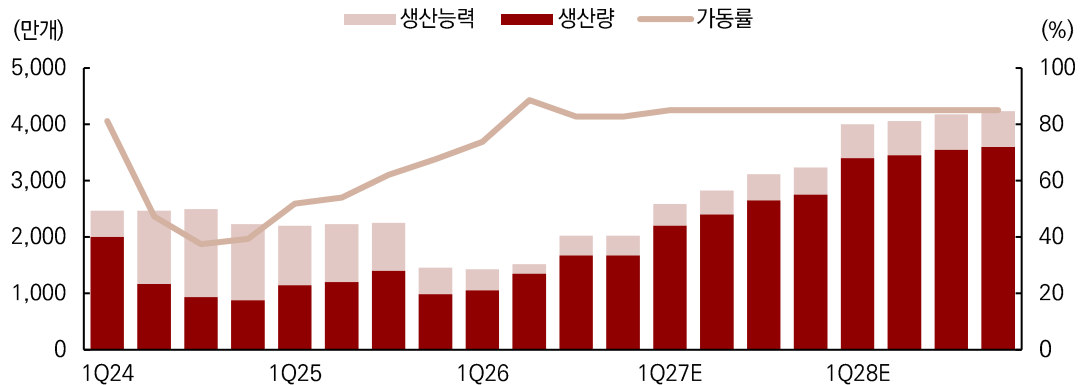
$$\text{모듈 투자} = \text{다음 분기 증설 일일 생산능력} \div 1,000\text{개} \times 3.5\text{억원}$$

표 12. 메모리 모듈 생산능력과 증설 추정

(개, 만개, 억원)	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E
시간당 생산능력 (개)	9,170	9,170	11,983	12,928	14,120	14,653	18,315	18,584	18,915	19,182
일일 생산능력 (개)	220,080	220,080	287,582	310,278	338,875	351,662	439,560	446,025	453,964	460,358
증설 (개/일)	53,088	-	67,502	22,696	28,597	12,788	87,898	6,464	7,940	6,394
생산능력 (만개)	2,025	2,025	2,588	2,824	3,118	3,235	4,000	4,059	4,176	4,235
가동률	82.7%	82.7%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
생산량 (만개)	1,675	1,675	2,200	2,400	2,650	2,750	3,400	3,450	3,550	3,600
모듈 투자 (억원)	-	237	80	100	45	308	23	28	22	-

자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 24. 메모리 모듈 분기별 생산능력, 생산량, 가동률



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

수요 점검 : 삼성 외주 물량

동사 생산은 외주 물량의 54~59%, SFA반도체가 밝힌 비중 50~60%와 같은 범위

생산능력으로 산출한 생산량이 팔릴 수 있는지는 삼성전자 외주 물량 가운데 동사가 차지하는 비중으로 점검하였다.

$$\text{외주 물량 대비 동사 비중} = \text{동사 생산량} \div \text{삼성 외주 모듈 물량}$$

외주 물량은 2026E 1.06억개, 2027E 1.7억개, 2028E 2.4억개로 추정하였다. 2026E는 각사 생산 추정 의 합(동사 0.575억개, SFA반도체 0.3억개, 드림텍 0.08억개, 기타 0.1억개)이다. 2027E 이후는 산업 분석에서 추정된 삼성전자 서버 모듈 수요(2027E 1.60억개, 2028E 2.30억개)에 PC 모듈 약 0.1억개를 더해 산출하였다. 2028E는 산업분석에서 도출한 외주 물량 2~3조원 TAM을 고려했다.

경쟁사 물량은 SFA반도체 3,000만개, 기타 조립사 1,000만개로 두고, 드림텍은 인도 법인 증설에 따라 2026E 800만개, 2027E 3,000만개, 2028E 6,000만개로 늘렸다. 동사 생산량은 외주 물량의 **2026E 54.2%, 2027E 58.8%, 2028E 58.3%**로 산출했으며 외주 물량 확대가 동사 생산량 증가를 흡수할 수 있다고 판단한다.

표 13. 삼성 외주 물량과 동사 생산

(연간)	2026E	2027E	2028E
삼성 외주 물량 (만개)	10,600	17,000	24,000
YoY (%)		60.4%	41.2%
SFA반도체 (만개)	3,000	3,000	3,000
드림텍 (만개)	800	3,000	6,000
기타 조립사 (만개)	1,000	1,000	1,000
동사 생산 (만개)	5,749	10,000	14,000
외주 물량 대비 동사 비중 (%)	54.2%	58.8%	58.3%
YoY (%)	21.5%	74.0%	40.0%

자료: 디일렉, Counterpoint, TrendForce, DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

ASP

PCB 인상 전가로
2028E ASP
9.12달러

달러 ASP는 개당 원재료(PCB, 기타 부품)와 개당 가공분의 합이다. 개당 원재료는 DART 주요 원재료 매입액을 생산량과 분기 평균 환율로 나눈 값이고, 개당 가공분은 달러 ASP에서 개당 원재료를 뺀 값이다. DRAM 칩은 무상 사급이라 매출과 매입에 모두 잡히지 않는다.

$$\text{달러 ASP} = \text{개당 PCB} \times (1 + \text{PCB 판가 인상률}) + \text{개당 기타 부품} + \text{개당 가공분} \times (1 - \text{CR 누적})$$

추정 기간에는 2Q26의 개당 PCB 4.91달러, 기타 부품 2.23달러, 가공분 1.38달러를 기준으로 두고, 용량 믹스(64GB 이상 86%, Volza 2026.01~02)도 2Q26 구성을 유지하였다. 원재료가 매입 기준이라 원재료 재고가 231억원에서 382억원으로 늘어난 1Q26에는 가공분이 0.40달러로 낮게 보이며, 재고 변동을 조정하면 1.38달러이다.

동사 반기보고서에 따르면 모듈 PCB 매입 단가는 1H26 4.63달러로 1H25(2.77달러) 대비 67% 올라 SSD PCB(+15%)보다 가파르다. 전자신문(2026.06.30)에 따르면 1Q26 동일 제품 기준 인상률은 3~4%이고, 티엘비 증권신고서에 따르면 기판 업체 가동률은 90%대이다. 이에 **2027E에 PCB 판가 +10%**를 두고, 2028E는 티엘비 안산 2공장(3Q26)과 베트남 2공장(1Q28) 가동으로 공급이 늘어 **+3%**로 낮췄다. 2H26은 고객사의 단가 인하 요청(전자신문 2026.06.30)을 감안해 2Q26 수준으로 유지하였다. PCB는 재료비 전가 구조여서 매출만 늘고 이익에는 중립으로 판단한다.

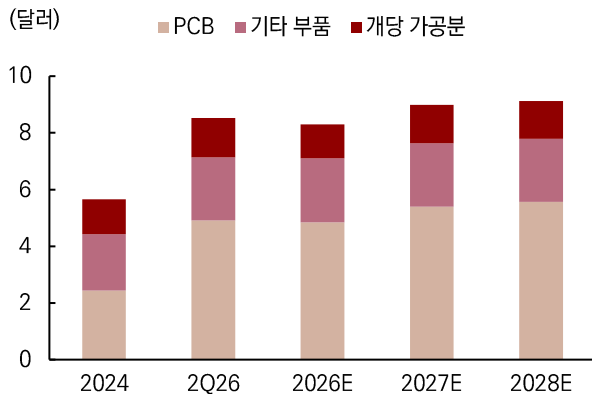
가공분에는 1Q27부터 해마다 연 2%의 CR(고객사 단가 인하)을 적용하였다. 동사와 소통한 바에 따르면 CR은 1년에 한 번 정도이고, 메모리 후공정은 단가 인하보다 물량 조정이 관행이라 인하 폭은 크지 않을 것으로 판단한다. 원화 환산에는 SSD와 같은 환율(3Q26E 1,424.4원, 4Q26E 이후 1,360원)을 적용하였다. 이에 따라 **달러 ASP는 2027E 8.99달러, 2028E 9.12달러, 원화 ASP는 12,222원, 12,406원**이다.

표 14. 메모리 모듈 ASP 추정

(달러/개)	2024	2025	2Q26	2026E	2027E	2028E
PCB	2.43	3.05	4.91	4.85	5.40	5.56
PCB 인상 누적				-	10.0%	13.3%
기타 부품	1.99	2.27	2.23	2.26	2.23	2.23
개당 원재료	4.42	5.32	7.14	7.11	7.63	7.79
개당 가공분	1.23	1.00	1.38	1.19	1.36	1.33
CR 누적				-	-2.0%	-4.0%
달러 ASP (달러)	5.65	6.32	8.52	8.30	8.99	9.12
원/달러 환율 (원)	1,363.9	1,423.3	1,501.9	1,437.9	1,360.0	1,360.0
원화 ASP (원)	7,712	8,998	12,801	11,936	12,222	12,406

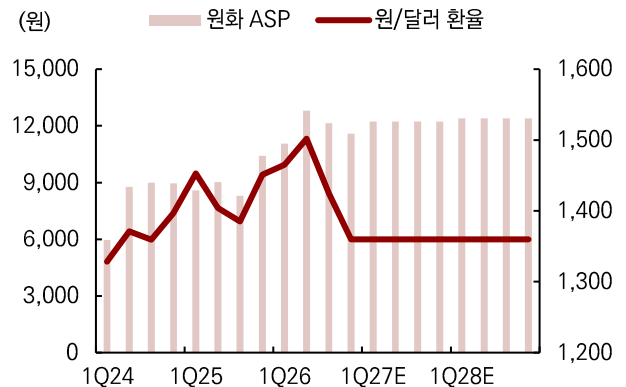
자료: DART(동사, 티엘비), 한국은행 ECOS, 전자신문, Volza, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 25. 메모리 모듈 달러 ASP 구성



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 26. 메모리 모듈 분기 원화 ASP와 원/달러 환율



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

SSD 매출 추정 방법론

데이터 기준

분기 실적은 DART 정기보고서의 누적 공시치를 차감해 산출하였다. 기준점은 최근 실적 분기인 2Q26으로, 일일 생산능력 44,000개, 생산량 326만개, 매출 816억원(가동률 81.5%, 달러 ASP 16.65달러)이며, 달러 환산에는 한국은행 ECOS 매매기준율의 분기 평균(2Q26 1,501.9원)을 사용하였다.

수요와 점유율

삼성 서버 SSD
환산 2028E
8,153만개, 비트
점유율 23.9% 유지

동사 수요는 삼성전자 서버 SSD 비트를 동사 평균 용량으로 나눈 환산 개수에 동사 비트 점유율을 곱해 산출하였다. 환산 개수가 동사 평균 용량 기준이므로 점유율은 동사 비트 ÷ 삼성 서버 SSD 비트이다.

$$\text{삼성 서버 SSD 환산} = \text{삼성 NAND 출하 비트} \times \text{서버 SSD 비중} \div \text{동사 평균 용량}$$

삼성 NAND 출하 비트는 본 리서치 팀의 삼성전자 NAND 생산능력 추정치로, V9·V10 전환을 반영해 2026E 3,959억GB, 2027E 4,883억GB, 2028E 5,806억GB이다. 서버 SSD 비중은 2026E 48%로, Counterpoint의 2Q26 업계 eSSD 비중을 삼성에 대응한 값이며, 삼성전자 기업용 SSD 매출로 추정한 약 42%(E)와 비슷하다. 2027E부터는 TechInsights의 데이터센터 NAND 수요 증가율(+39.8%, +25.8%)로 서버 SSD 비트를 2,657억GB, 3,341억GB로 늘렸고, 그 결과 서버 SSD 비중은 54.4%, 57.5%로 높아진다.

동사 평균 용량은 1H26 베트남 법인 수출 가중평균 3.46TB(Volza)에 업계 SSD 1개당 탑재 용량 증가율 연 8.8%를 적용해 2027E 3.77TB, 2028E 4.10TB로 두었다. 그 결과 삼성 서버 SSD 환산 개수는 2026E 5,485만개, 2027E 7,053만개(YoY +28.6%), 2028E 8,153만개(YoY +15.6%)이다.

동사 비트 점유율은 2Q26 생산량으로 구한 23.9%를 2028E까지 유지하였다. 삼성전자는 30~122TB급 QLC 비중이 커 평균 용량이 동사보다 크므로, 대수 기준 점유율은 약 45%(삼성 평균 6.5TB 가정, E)이다.

$$\text{동사 비트 점유율} = 2Q26 \text{ 생산량 } 326\text{만개} \div (\text{삼성 서버 SSD 환산 } 2026E \times 91 \div 365) = 23.9\%$$

1H26 기준으로는 23.7%이고, 2H26 물량 비중이 더 커 2Q26이 연간의 23~23.5%라면 25~26%가 되므로 23.9%는 보수적인 값이다. 과거 점유율은 같은 식으로 구한 값으로, **2024년 29.4%, 2025년 32.7%**이다. 2025년은 Counterpoint의 2Q25 서버 SSD 비중 26%와 4Q25 수출 평균 용량 2.65TB(Volza)를 연간에 적용한 상단치로, 연평균 용량을 2.3~2.5TB로 두면 25~31%이다. 2024년은

BofA의 2025년 서버 SSD 비트·평균 용량 증가율(+20.8%, +13.2%)로 역산하였다. 2026E 하락은 삼성 서버 SSD 비트가 대용량 QLC 중심으로 129% 늘어나는 동안 동사 생산량이 가동률 상한에 막혀 27% 늘어나는 데 그쳐 비트 뭉치 희석된 결과이지 경쟁력 상실이 아니라고 판단한다.

표 15. SSD 수요

(연간)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
삼성 NAND 총출하 (억GB)	3,189	3,195	3,959	4,883	5,806
서버 SSD 비중 (%)	21.6%	26.0%	48.0%	54.4%	57.5%
서버 SSD 비트 (억GB)	688	831	1,900	2,657	3,341
YoY (%)		20.8%	128.7%	39.8%	25.8%
동사 평균 용량 (GB)	2,341	2,650	3,464	3,767	4,098
YoY (%)		13.2%	30.7%	8.7%	8.8%
삼성 서버 SSD 환산 (만개)	2,939	3,135	5,485	7,053	8,153
YoY (%)		6.7%	75.0%	28.6%	15.6%
동사 비트 점유율 (%)	29.4%	32.7%	23.9%	23.9%	23.9%
동사 수요 (만개)	863	1,026	1,309	1,684	1,946

자료: Counterpoint, TechInsights, Volza, BofA, DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

용량별 비중과 SKU 단가

고용량 SSD일수록 NAND 패키지 수와 폼팩터(M.2 → U.2·E3.S)가 달라져 PCB, 수동부품(PLP 커패시터 등), 케이스 원가와 SMT, 테스트 시간이 늘어난다. NAND는 사급이라 매출에서 빠지지만, 동사가 직접 구매하는 부품과 가공비는 용량 믹스에 따라 달라진다. 이에 분기보고서의 단가 산정 기준(480G~30T)과 같은 7개 SKU로 생산량을 나누고, SKU별 달러 단가와 개당 생산 소요시간을 적용하였다.

4Q25 SKU 비중은 동사 베트남 법인 수출 평균 용량 2.65TB(Volza, 2025.10~11)를 기준으로 추정하였다. 이후에는 매년 일정 비율의 물량이 한 단계 높은 용량으로 이동하고 최상위 30.72TB는 그대로 남는다고 보았다. 이동 비율은 연도별 동사 평균 용량 증가분(2026E 3.46TB → 2028E 4.10TB)을 SKU 비중에 옮기는 값으로, **2026E 34.8%, 2027E 10.3%, 2028E 10.6%**이다.

$$\text{당해 SKU 비중} = \text{전년 비중} \times (1 - \text{이동 비율}) + \text{한 단계 아래 SKU의 전년 비중} \times \text{이동 비율}$$

$$\text{이동 비율} = \text{평균 용량 증가분} \div \sum (\text{전년 SKU 비중} \times \text{SKU 용량, 30.72TB 제외})$$

SKU별 달러 단가와 개당 생산 소요시간은 480GB를 1로 두고 차등을 두었다. 1.92TB부터는 U.2·E3.S 폼팩터 비중이 높아져 케이스·커넥터·PLP 커패시터가 더해지고, 15.36TB부터는 NAND 패키지 수가 늘어 단가가 한 단계씩 높아진다고 가정하였다. 단가와 소요시간의 절대 수준은 2Q26 실적(달러 ASP 16.65달러, 개당 1.96초)을 기준으로 삼았다. 개당 생산 소요시간은 라인 전체가 SSD 1개를 생산하는 데 걸리는 시간으로, 하루(86,400초)를 일일 생산능력으로 나눈 값이다.

$$\sum (2026E \text{ SKU 비중} \times \text{SKU 달러 단가}) = 2Q26 \text{ 달러 ASP } 16.65\text{달러}$$

$$\sum (2026E \text{ SKU 비중} \times \text{SKU 생산 소요시간}) = 86,400\text{초} \div 44,000\text{개} = 1.96\text{초}$$

표 16. SSD 용량별 비중

(SKU)	용량 (GB)	단가 (달러)	소요시간 (초)	4Q25	2026E	2027E	2028E
480GB	480	10.02	1.30	18.0%	11.7%	10.5%	9.4%
960GB	960	11.32	1.43	31.0%	26.5%	25.0%	23.4%
1.92TB	1,920	17.74	1.95	24.0%	26.4%	26.4%	26.3%
3.84TB	3,840	19.24	2.21	17.0%	19.4%	20.2%	20.8%
7.68TB	7,680	21.65	2.60	7.0%	10.5%	11.4%	12.3%
15.36TB	15,360	30.97	3.64	2.0%	3.7%	4.4%	5.2%
30.72TB	30,720	36.78	4.55	1.0%	1.7%	2.1%	2.5%
평균 용량 (GB)				2,650	3,464	3,767	4,098
이동 비율					34.8%	10.3%	10.6%

자료: DART, Volza, KUVIC 리서치 4팀 추정

ASP

고용량화 MLCC
전가로 2028E ASP
18.2달러

달러 ASP는 SKU별 비중과 달러 단가를 곱해 합산하였다. 2027E부터는 삼성전기의 MLCC 판가 인상(20%, 뉴스핌·TrendForce)이 1개 분기 시차를 두고 전가된다고 보아, 1Q27 이후 SKU별 단가를 4.0% 높였다. 인상분은 2Q26 개당 기타 부품 6.69달러 중 MLCC 비중을 50%로 가정해 산출하였으며, 비중이 ±20%p 달라져도 ASP 영향은 ±1.6%p에 그친다.

$$MLCC \text{ 인상분 } 4.0\% = \text{기타 부품 } 6.69\text{달러} \times MLCC \text{ 비중 } 50\% \times \text{인상률 } 20\% \div 16.65\text{달러}$$

개당 부품은 DART 주요 원재료 매입액(능동소자, PCB, 기타 부품)을 생산량과 분기 평균 환율로 나눈 값이고, 개당 가공분은 달러 ASP에서 개당 부품을 뺀 값이다. 원재료가 매입 기준이라 4Q25처럼 부품을 선매입한 분기에는 가공분이 일시적으로 음수가 된다. 추정 기간은 2Q26 구성비(개당 부품 15.53달러, 가공분 1.12달러)로 나눈 값으로 ASP 추정에는 영향이 없으며, MLCC 인상분만 기타 부품에 더하였다. PCB는 별도 판가 인상을 두지 않았다. SSD PCB 매입 단가는 1H26 YoY +15%로 모듈 PCB(+67%)보다 완만하고(반기보고서), 개당 PCB는 믹스에 따라 연 약 2% 오르기 때문이다.

원화 환산에는 3Q26E에 7월 1일~9월 29일 평균 환율 1,424.4원을, 4Q26E 이후에는 9월 29일 매매 기준을 1,360원을 적용하였다. 이에 따라 달러 ASP는 2027E 17.74달러, 2028E 18.17달러, 원화 ASP는 24,127원, 24,717원이다.

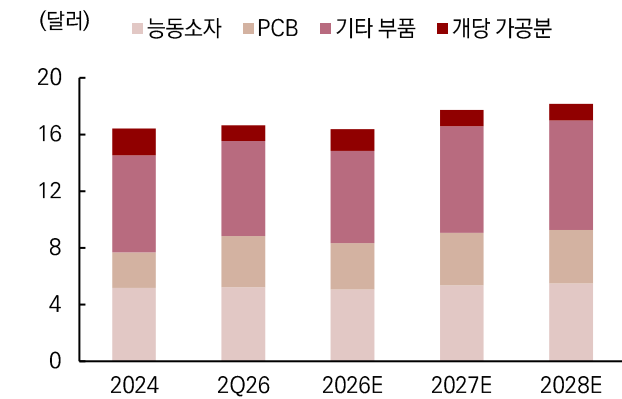
표 17. SSD ASP 추정

(달러/개)	2024	2025	2Q26	2026E	2027E	2028E
능동소자	5.17	5.31	5.23	5.05	5.36	5.49
PCB	2.52	2.53	3.61	3.28	3.70	3.79
기타 부품	6.83	6.89	6.69	6.51	7.54	7.72
개당 부품	14.52	14.73	15.53	14.84	16.59	17.00
개당 가공분	1.90	-0.58	1.12	1.54	1.15	1.18
달러 ASP (달러)	16.42	14.15	16.65	16.38	17.74	18.17
원/달러 환율 (원)	1,363.9	1,423.3	1,501.9	1,437.9	1,360.0	1,360.0
원화 ASP (원)	22,394	20,144	25,011	23,558	24,127	24,717

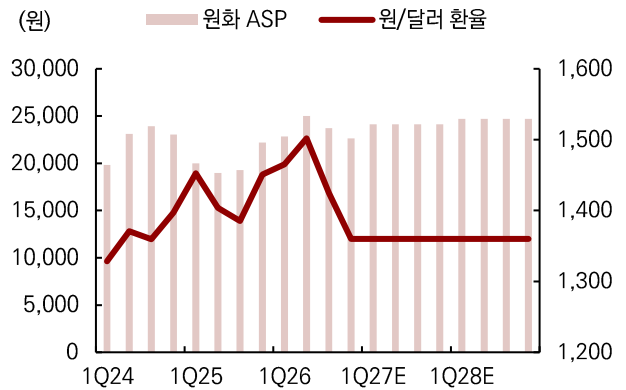
자료: DART, 한국은행 ECOS, TrendForce, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 27. SSD 달러 ASP

그림 28. SSD 분기 원화 ASP와 원/달러 환율



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

생산능력과 증설

가동률은 2Q26 실적 81.5%를 유지하고, 증설 규모도 이 가동률로 산정하였다.

현 생산능력으로는
2027E 수요 감당
불가 →
1Q27·1Q28 증설

고용량 SKU 비중이 늘수록 개당 평균 생산 소요시간이 2026E 1.96초에서 2027E 2.01초, 2028E 2.06초로 길어져, 같은 설비에서 나오는 개수가 2028E까지 약 5% 줄어든다. 이에 일일 생산능력은 2026E 제품 구성으로 하루에 생산할 수 있는 개수로 정의하고, 연도별 생산능력은 개당 평균 생산 소요시간으로 환산하였다.

$$\text{생산능력} = \text{일일 생산능력} \times \text{가동일수} \times 1.96\text{초} \div \text{개당 평균 생산 소요시간}$$

증설은 동사의 과거 이력을 고려하여 매년 1분기에 반영하였고, 그 결과 일일 생산능력은 1Q27 57,900개(+13,900개), 1Q28 68,400개(+10,500개)이다. 기존 동에 라인을 추가한다고 보고 램프업은 1분기 이내로 가정하였으며, 투자는 가동 직전 분기(4Q26, 4Q27)에 반영하였다. 증설이 없으면 비트 점유율은 계속 낮아지고 SSD 매출은 2027E 약 3,790억원의 현 설비 상한에서 멈춘다.

$$\text{필요 일일 생산능력} = \text{연간 수요} \times \text{개당 평균 생산 소요시간} \div 1.96\text{초} \div (\text{가동률} \times \text{연간 일수})$$

증설 단가는 동사가 SSD 라인을 늘린 2023~2024년의 유형자산 취득액 487억원을 같은 기간 일일 생산능력 증가분 36,080개(7,920개 → 44,000개)로 나눈 1,000개당 13.5억원을 적용하였다. 이에 따라 **SSD 투자는 2026E 188억원, 2027E 142억원**이다. 이는 연 1만~1.4만개 증설로 2023~2024년 동사의 실제 증설 속도(연평균 약 18,000개)보다 느리고, 연 투자액도 2023~2025년 연평균 유형자산 취득액(228억원)보다 적다. 즉, 본 리서치팀이 가정한 증설은 동사가 감당할 수 있는 범위로 판단했다.

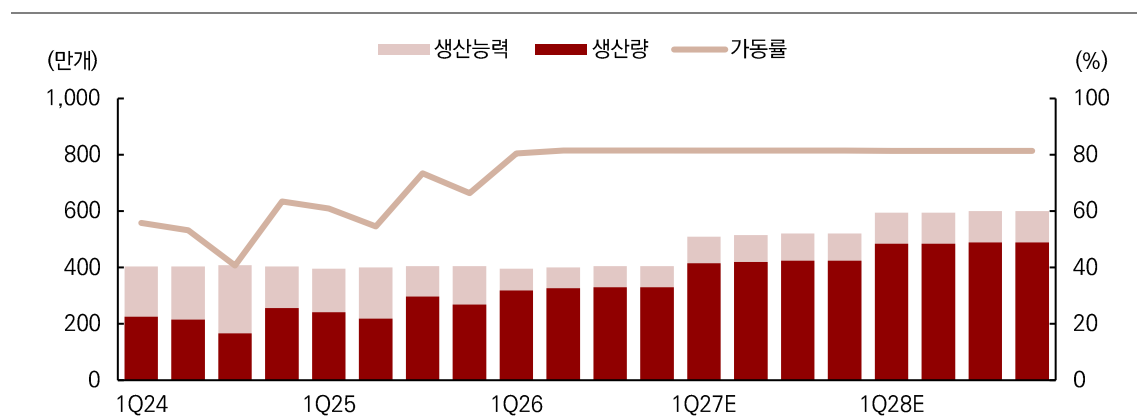
$$\text{SSD 투자} = \text{증설 일일 생산능력} \div 1,000\text{개} \times 13.5\text{억원}$$

표 18. SSD 생산능력과 증설 추정

(개, 만개, 억원)	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	1Q28E	2Q28E	3Q28E	4Q28E
일일 생산능력 (개)	44,000	44,000	57,900	57,900	57,900	57,900	68,400	68,400	68,400	68,400
증설 (개/일)	-	-	13,900	-	-	-	10,500	-	-	-
개당 평균 소요시간 (초)	1.96	1.96	2.01	2.01	2.01	2.01	2.06	2.06	2.06	2.06
생산능력 (만개)	405	405	509	515	521	521	594	594	601	601
수요 (만개)	330	330	415	420	424	424	484	484	489	489
가동률	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%	81.5%	81.4%	81.4%	81.4%	81.4%
생산량 (만개)	330	330	415	420	424	424	484	484	489	489
SSD 투자 (억원)	-	188	-	-	-	142	-	-	-	-

자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

그림 29. SSD 분기별 생산능력, 생산량, 가동률



자료: DART, KUVIC 리서치 4팀 추정

비용 추정

감가상각비

표 19. 감가상각비 추정 테이블

(단위: 억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
감가상각비 합계	176.4	177.4	220.4	372.1	508.9
YoY	+38.6%	+0.6%	+24.2%	+68.9%	+36.8%
기존 자산	176	177	198	261	320
1H26 취득 설비	-	-	23	38	38
신규 증설 설비	-	-	-	73	151
매출원가 반영 (베트남 공장)	171	172	215	367	504
판매관리비 반영 (본사)	5	5	5	5	5
매출액 대비 감가상각비 비중	3.0%	2.7%	2.2%	2.3%	2.3%

자료: KUVIC 리서치 4팀 추정

감가상각비 2.9배
증가에도 매출 대비
비중 하락

감가상각비는 2025년 177억원에서 2028E 509억원으로 2.9배 증가할 것으로 추정한다. 그러나 같은 기간 일일 생산능력이 20.2만개에서 51.8만개로 2.6배, 매출은 3.4배 증가하면서 감가상각비/매출액은 2.7%에서 2.3%로 하락한다.

7.5년 정액 상각,
신규 설비는 1년
후행 반영

모든 설비는 내용연수 7.5년, 정액법으로 상각하였다. 동사 회계정책상 기계장치 내용연수는 5~10년이며, 2022~2025년 실제 기계장치 증가액으로 과거 감가상각비를 재현했을 때 7.5년 가정의 오차(RMSE)가 5.4억원으로 5년(19.3억원), 10년(7.2억원)보다 작았다. 또한 설비는 투자한 다음 분기부터 가동된다고 보고, 취득 첫해에는 실제 가동 개월 수만큼만 상각하였다. 2026E 투자 424억원은 전액 4Q26에 집행되어 1Q27부터 가동되므로 2026년 상각액은 없다. 2027E 투자는 4분기에 450억원(모듈 308억원, SSD 142억원)이 몰려 있어 첫해 상각이 평균 2.2개월분에 그친다. 따라서 신규 증설 설비의 상각비는 2027E 73억원, 2028E 151억원으로 투자 시점보다 1년가량 늦게 본격 반영된다.

본사 감가상각비는 화성 본사의 건물·비품에서 발생하며 베트남 증설과 무관하다. 따라서 2025년 5.4억원을 2028E까지 동일하게 두고 판매관리비에 반영하였다.

인건비

표 20. 인건비 추정 테이블

(단위: 억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
인건비 합계	287.9	290.1	343.8	418.7	480.0
YoY	+20.4%	+0.7%	+18.5%	+21.8%	+14.6%
일일 생산능력	-	-	+16.4%	+61.4%	+36.3%
베트남 평균 인원 (명)	-	1,615	1,805	2,173	2,435
베트남 1인당 인건비 (만원)	-	1,065	1,195	1,289	1,379
매출원가 반영 (베트남 공장)	163.8	172.1	215.8	280.0	335.7
본사 평균 인원 (명)	-	81	84.5	88	88
판매관리비 반영 (본사)	124.1	118.0	128.1	138.7	144.2
인원-캐파 탄력성 (배)	-	-	0.72	0.33	0.33

주: KUVIC 리서치 4팀 추정

인건비 1.65배
증가, 매출 대비
4.5% → 2.1%

인건비는 2025년 290억원에서 2028E 480억원으로 1.65배 증가하지만, 매출 대비 비중은 4.5%에서 2.1%로 절반 아래로 낮아진다. 캐파가 늘어나는 속도보다 인원이 늘어나는 속도가 느리기 때문이다. 인건비는 베트남 생산법인(VINA)의 생산 인력은 매출원가로, 화성 본사 인력은 판매관리비로 나누어 각각 평균 인원 1인당 인건비를 곱해 추정하였다.

1인당 인건비
2028E 1,379만원,
3년간 29% 상승

베트남 1인당 인건비는 2025년 매출원가 종업원급여 172억원을 VINA 인원 1,615명(2026년 1월 푸토성 노동 수요 신고 기준)으로 나눈 약 1,065만원에서 출발한다. 여기에 베트남 최저임금 인상률(2026년 7.2% 확정, 2027년 7.8% 국가임금위원회 합의안, 2028년 7.0% 가정)을 매년 반영하고, 산업·상여·

입사보너스 할증 4.7%를 더하였다. 할증률은 3Q25에서 2Q26 사이 VINA 인건비가 26.1% 늘었으나 인원 증가와 최저임금 인상만으로는 20.5%만 설명된다는 점에서 역산하였다. 이에 따라 1인당 인건비는 2028E 1,379만원으로 2025년 대비 29% 오른다.

1H26 총원 이후
인원 증가 둔화

인원은 전년 평균 인원에 캐파 증가율과 인원-캐파 탄력성을 곱해 늘렸다. 2026E에는 푸토성 생산직 채용공고 두 건(각 200명)을 반영하였다. 1차 채용은 총원을 100%, 2차 채용은 현지 채용난을 고려해 총원을 60%로 두었으며, 그 결과 평균 인원은 1,805명으로 캐파 증가율 16.4% 대비 0.72배 늘어난다. 2027~2028E에는 탄력성 0.33을 적용하였다. 2020→2021년 동사가 메모리 모듈 생산능력을 136% 늘렸을 때 매출원가 인건비는 45% 늘었고, 2021년은 베트남 최저임금이 동결된 해이므로 이를 인원 증가율로 볼 수 있다. 이에 따라 VINA 평균 인원은 2027E 2,173명, 2028E 2,435명이 되고, 매출원가 인건비는 2025년 172억원에서 2028E 336억원으로 1.95배 늘어난다.

본사 인건비는 2025년 말 81명에 2026년 화성 본사 채용공고 7명을 더하고, 한국 임금상승률 연 4%를 적용하였다. 그 결과 2025년 118억원에서 2028E 144억원으로 소폭 증가하며, 판매관리비에 반영하였다.

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
- 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
- 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
- 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.