반도체

험난한 8부능선

비중확대(유지)

고영민
ym.ko@koreainvestment.com
김연준
fedkim@koreainvestment.com

데이터센터 모라토리엄? 민주당도 미국이다

데이터센터에 대한 조건부 규제를 넘어 아예 반대를 외치는 주지사 후보가 당선된 곳은 텍사스, 조지아, 뉴욕, 오리건 등이다. 이 중 특히 텍사스는 예정된 DC 건설 규모가 큰 곳이라 관련 우려가 심화됐다. 그러나 현재의 산업 구조 하에서 데이터센터는 국가 경쟁력과 연결되는 전략 자원이다. 특히 미국과 중국의 AI 패권 전쟁 측면에서 데이터센터 모라토리엄은 중국의 추격을 용인하는 것이다. 민주당도 미국이다. 정치적인 부분에 앞서 국가 경쟁력을 훼손하는 정책 연결 가능성은 낮다고 판단된다.

결국 정치에서 시작된 심리 문제, 회복의 실마리 2가지

그럼에도 단기적으로 지연이 발생하고 이에 따른 실적 영향이 있을 것이라는 우려는 이어질 수 있다. 결국 심리적인 부분이기에 이를 진정시켜줄 실마리가 필요하며, 2가지를 기대한다.

① 주정부와 지방정부의 동상이몽

당초 지방정부가 데이터센터 유치를 선호했던 배경은 고용창출, 세수 확대 등이었다. 주정부의 모라토리엄으로 인한 수익 저하 및 재정적 손실로 인해 지역 경제가 악화될 수 있다는 점을 기반으로 직접적인 반발을 제기하는 경우가 있었다. 금번 중간선거 결과로 우려가 커진 대표 지역 중 뉴욕과 오리건에서도 과거 사례가 확인된다. 지난 10월 전후 오리건주의 Umatilla County, Hermiston, Prineville, Morrow County에서 주정부 조치에 반발을 제기했으며 이 중 Umatilla County에서는 비상사태를 선포하고 타 지방정부와 연대해 법적 대응을 추진 중이다.

② 주요 AI DC Value-Chain들의 구체적 대응 → 모라토리엄 명분 축소

전일 OpenAI는 데이터센터 개발 과정에서 각 지역 주민들이 느낄 부담을 최소화 시켜주는 협약 및 정책을 발표했다. 1) 에너지 - 전력 및 관련 인프라 비용 전액 부담, 2) 환경 – 캠퍼스별 전력/용수 사용량 공개, 3) 지역사회 상생 – 일자리 창출 계획 및 주민 대상 직업훈련 지원 등의 내용이다. 주요 대표 업체들은 블루웨이브 가능성을 두고 사전적 대응책을 마련해 놓았을 가능성이 높다. 점진적으로 관련 내용들이 확인될 전망이다. 지방정부에서의 실질적인 불만 제기 및 반대 행동들이 이어지는 상황에서 대표 업체들의 대응 방안 발표가 구체화될수록 주정부의 모라토리엄 명분은 축소될 수밖에 없다.

지지선을 찾아라 – 삼성전자 17.5만원, SK하이닉스 100만원

미국 주요 하드웨어 종목은 금일 새벽 급락으로 26년 고점 대비 NVIDIA -25%, Micron -48%, Sandisk -66% 하락했다. 삼성전자는 전일 종가 기준으로 이미 -47%, SK하이닉스 -58% 빠진 것을 감안하면 선반영된 부분이 있다. 전일 종가 및 당사 추정치 기준, 27F PBR은 삼성전자 1.25배, SK하이닉스 1.3배에 위치한다. 과거 역사적 하단에서 확인되는 1.0~1.1배 수준이 얼마 남지 않아 공포감이 클 수 있으나 최근 자사주 및 배당 정책, 높아진 이익 모멘텀 등을 감안하면 해당 레벨을 깨고 내려가는 것을 가정하는 것이 더 어렵다. 당사 27F BPS 추정치 기준, 1.1배 가격인 삼성전자 17.5만원, SK하이닉스 100만원을 강한 지지선으로 판단한다.

다음주 11월 11일 Coreweave로 시작해서 18일 NVIDIA까지 데이터센터 관련 Value-Chain들의 실적 발표가 이어진다. 선거 후 기업들의 구체적인 대응 방안과 향후 전망이 공식적으로 확인될 수 있다. 업종 내 안도 심리가 형성될 전망이다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

<표 1> 모라토리엄 공약이 제시되었던 주의 중간선거 결과

주	DC 용량 (MW)	주 정치 성향 (2024 대선 기준)	주 분류	주지사 당선인	공약 유형	선거 전 기존 공약
Texas	6,480	Republican	조건부 규제	Gina Hinojosa (D)	반대	신규 데이터센터 건설 전면 중단 요구 (조건부 규제는 실질적 효과가 없다고 비판)
Ohio	2,852	Republican	조건부 규제	Amy Acton (D)	조건부 규제	대기 및 수질 기준 준수 요구
New Mexico	1,968	Democratic	찬성	Deb Haaland (D)	조건부 규제	규제마련 시까지 데이터센터 건설 일시 중단
Iowa	1,821	Republican	조건부 규제	Rob Sand (D)	찬성	모라토리엄 관련 공약 없음
Michigan	988	Republican	조건부 규제	Jocelyn Benson (D)	조건부 규제	규제 마련 시까지 데이터센터 건설 중단
Georgia	681	Republican	조건부 규제	Keisha Lance Bottoms (D)	반대	신규 데이터센터 건설 일시 중단
Oklahoma	521	Republican	조건부 규제	Mike Mazzei (R)	찬성	모라토리엄 관련 공약 없음
Alabama	504	Republican	찬성	Tommy Tuberville (R)	찬성	모라토리엄 관련 공약 없음
New York	436	Democratic	반대	Kathy Hochul (D)	반대	20MW 이상 신규 AI 데이터센터 승인 1 년간 중단
Oregon	334	Democratic	반대	Tina Kotek (D)	반대	27 년 7 월까지 데이터센터 관련 인허가 검토 중단
Pennsylvania	261	Republican	조건부 규제	Josh Shapiro (D)	찬성	모라토리엄 관련 공약 없음
South Carolina	129	Republican	조건부 규제	Alan Wilson (R)	찬성	모라토리엄 관련 공약 없음
Florida	0	Republican	조건부 규제	Byron Donalds (R)	찬성	모라토리엄 관련 공약 없음
Maine	0	Democratic	조건부 규제	Hannah Pingree (D)	반대	대형 데이터센터 모라토리엄의 신속한 통과 지시
Maryland	0	Democratic	조건부 규제	Wes Moore(D)	반대	의회가 데이터센터 중단/금지 법안을 통과시킬 시 반드시 서명
New Hampshire	0	Democratic	조건부 규제	Kelly Ayoitte (R)	반대	차기 예산안에 데이터센터 모라토리엄을 포함시키는 방안 검토 (27 년 7 월 발효)

자료: 언론종합, 한국투자증권

<표 2> 주정부의 모라토리엄에 대한 지방정부의 반대 사례

주	시/카운티	반발 내용
Oregon	Umatilla County	주정부의 모라토리엄으로 인한 재정적 손실을 근거로 비상사태(Emergency) 선포, 주지사에게 모라토리엄 철회 또는 수정을 요청, 타 지방정부와 연대해 법적 대응을 추진
	Hermiston	Amazon 의 신규 데이터센터 개발 중단 사례를 근거로 들며 데이터센터 개발 중단에 따른 예상 수수료 수입 손실에 대한 문제 제기
	Morrow County	카운티 위원회가 주지사의 모라토리엄 조치를 행정권 남용이라고 비판
	Prineville	데이터센터가 지역 경제 재건에 크게 기여했다며 주 정부의 조치에 반발
New York	Genesee County	Stream U.S. Data Centers 의 500MW 규모 프로젝트를 지속할 수 있도록 주 정부와 협상 요청 (수자원 재활용, 소음 저감, 전력 인프라 구축 등 절충안 제시)
	St. Lawrence County	데이터센터 모라토리엄 표결이 찬성 2 표, 반대 3 표로 부결됐으며, 진행 중인 프로젝트가 주 단위 모라토리엄의 범위에 포함되지 않는다고 주장

자료: 언론종합, 한국투자증권

<표 3> OpenAI의 'Standard for responsible AI infrastructure' 주요 내용

분야	내용
에너지	- 전력 사용 및 기반시설 확보와 관련된 비용 전액 지불 - 지출 개시 전 재정적 보증을 제공해 프로젝트 지연 시에도 다른 고객들을 보호
환경	- 캠퍼스별 용수 관리 계획 수립 - 폐쇄형 냉방 또는 저수량 냉방 시스템 우선 도입 - 캠퍼스별 용수 및 전력 사용량 공개 - 건설 계획 및 소음 연구 결과를 운영 시작 전, 운영 개시 이후 매년 공개
NDA	- NDA 를 체결하지 않고 합법적인 보안 정보, 영업 비밀, 또는 기업 독점 정보나 경쟁상 민감한 정보에 한해서만 제한적인 보호를 적용
지역사회	- 지역 내 창출 예정인 일자리를 공개 - 노조 및 직업훈련 기관과 협력해 주민 대상 직업훈련 지원
기타	- 연방, 주, 지방 정책 입안자들에게 데이터센터 건설에 대한 명확한 규칙을 제정할 것을 요구

자료: OpenAI, 한국투자증권

<표 4> 주요 하드웨어 기업 고점 대비 낙폭

기업	연중 최고가(원, 달러)	연중 최고가 대비 낙폭 (11.04 종가 기준)	연중 최고가 대비 낙폭 (11.05 종가 기준)
삼성전자	380,000	-42.6%	**-47.0%**
SK 하이닉스	3,002,000	-53.5%	**-57.9%**
NVIDIA	243.37	-17.8%	**-25.4%**
AMD	658.52	-25.8%	**-38.6%**
Micron Technology	1,255.00	-36.6%	**-47.7%**
Seagate Technology	1,145.00	-51.3%	**-59.3%**
SanDisk	2,354.39	-55.9%	**-65.7%**

자료: 한국투자증권

<표 1> 커버리지 valuation

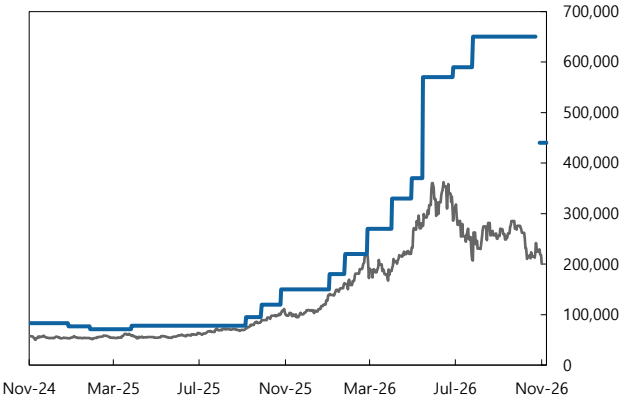
투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation								
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
삼성전자	투자의견	매수	2024A	300,871	32,726	33,621	4,950	57,981	10.7	0.92	9.0	3.6	2.7
(005930)	목표주가(원)	440,000	2025A	333,606	43,601	44,261	6,605	63,997	18.2	1.87	10.8	7.6	1.4
	현재가 (11/5,원)	201,500	2026F	716,587	377,452	282,533	42,703	95,117	4.7	2.12	54.1	-0.1	7.1
	시가총액(십억원)	1,178,025	2027F	1,000,179	630,043	479,051	72,837	160,845	2.8	1.25	57.5	-0.6	4.5
			2028F	1,332,642	868,598	648,485	98,580	250,934	2.0	0.80	48.4	-1.0	5.3
SK하이닉스	투자의견	매수	2024A	66,193	23,467	19,789	28,732	107,256	6.1	1.62	31.1	3.8	1.3
(000660)	목표주가(원)	3,200,000	2025A	97,147	47,206	42,919	62,044	171,751	10.5	3.79	44.2	7.6	0.5
	현재가 (11/5,원)	1,264,000	2026F	372,776	293,578	263,282	373,053	523,375	3.4	2.42	110.4	-0.2	3.2
	시가총액(십억원)	923,342	2027F	618,994	507,817	398,187	584,524	953,770	2.2	1.33	79.1	-0.5	12.3
			2028F	838,900	691,289	561,290	823,952	1,720,477	1.5	0.73	61.6	-1.0	4.6

자료: 각 사, 한국투자증권

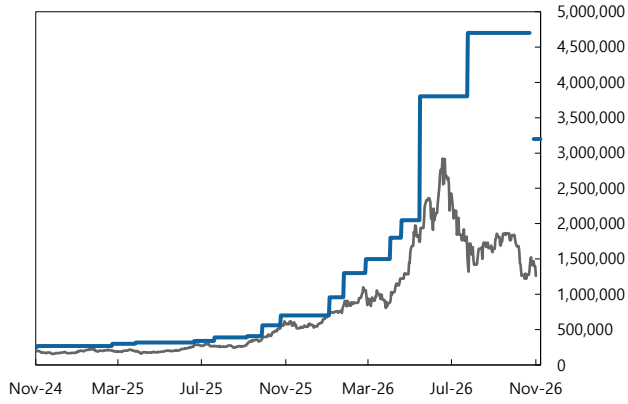
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
삼성전자 (005930)	2024.10.31	매수	83,000원	-33.8	-29.3		2024.11.07	매수	270,000원	-30.2	-16.5
	2024.12.31	매수	77,000원	-29.3	-25.6		2025.02.25	매수	300,000원	-33.1	-28.2
	2025.01.31	매수	71,000원	-20.5	-13.0		2025.03.31	매수	320,000원	-36.7	-13.0
	2025.03.31	매수	78,000원	-20.7	-6.9		2025.06.25	매수	340,000원	-16.9	-11.8
	2025.09.10	매수	95,000원	-14.4	-9.4		2025.07.24	매수	390,000원	-32.2	-26.2
	2025.10.02	매수	120,000원	-19.0	-15.0		2025.09.10	매수	410,000원	-15.9	-12.0
	2025.10.30	매수	150,000원	-28.7	-7.4		2025.10.02	매수	560,000원	-16.4	-4.5
	2026.01.07	매수	180,000원	-18.2	-9.8		2025.10.29	매수	700,000원	-16.8	6.0
	2026.01.29	매수	220,000원	-18.3	-0.9		2026.01.08	매수	960,000원	-21.0	-12.4
	2026.03.02	매수	270,000원	-30.8	-22.8		2026.01.29	매수	1,300,000원	-29.1	-15.5
	2026.04.06	매수	330,000원	-35.1	-31.5		2026.03.02	매수	1,500,000원	-38.2	-29.6
	2026.05.04	매수	370,000원	-24.9	-20.0		2026.04.07	매수	1,800,000원	-38.2	-32.0
	2026.05.20	매수	570,000원	-42.6	-36.4		2026.04.23	매수	2,050,000원	-21.2	-3.6
	2026.07.02	매수	590,000원	-55.0	-46.1		2026.05.20	매수	3,800,000원	-41.5	-23.2
	2026.07.30	매수	650,000원	-61.2	-56.1		2026.07.29	매수	4,700,000원	-65.7	-60.3
	2026.10.28	NR	-	-	-		2026.10.28	NR	-	-	-
	2026.11.02	매수	440,000원	-	-		2026.11.02	매수	3,200,000원	-	-
SK하이닉스 (000660)	2024.09.12	매수	250,000원	-26.8	-19.6						

삼성전자(005930)



SK하이닉스(000660)



■ Compliance notice

- 당사는 자료 공표일 현재 SK하이닉스, 삼성전자 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK하이닉스, 삼성전자 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2026. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
88.3%	11.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.