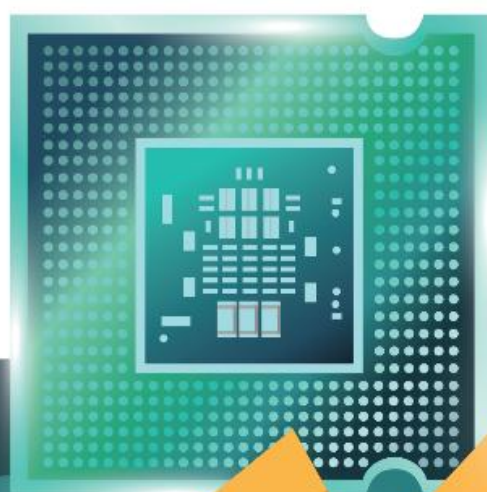


[2026년 연간전망]
반도체

가보지 않은 길

반도체. 한동희



반도체 비중확대(유지)

가보지 않은 길

누가 뭐래도 Supercycle

SK 증권은 메모리 산업의 유래 없는 Supercycle 진입 전망을 유지한다.

메모리는 유래없는 Supercycle 진입
수요: AI Scale-out 효과
공급: CapEx Discipline, 공간 제약

수요는 AI scale-up 에서 scale-out, scale-across 로 확대되며 더욱 구조적 상승을 견인할 것이다. 이에 반해 공급 상승 여력 제한은 수 년간 지속 될 것이다. 지속되어 온 CapEx Discipline 에 따른 단기 공급 증가 요소 제한, 신규 생산 능력 확대를 위한 공간적 제약은 과거 그 어느 때 보다 장기화 될 가능성이 높기 때문이다.

신규 투자 가능 공간
26년: P4 (DRAM 전반), M15X (HBM)

2026년 신규 투자가 가능한 공간은 삼성전자의 P4, SK 하이닉스의 M15X 정도이다. AI Scale-out 사이클에서의 메모리 수요가 HBM 뿐 아니라 서버DRAM, GD7, SOCAMM2 등으로 확대되고 있는 데 반해, SK 하이닉스의 M15X 는 HBM 강세 대응에 활용 될 것으로 판단한다. 그 이후의 Fab 가동은 SK 하이닉스의 용인 Fab (27년 상반기), 삼성전자의 P5 (28년 상반기)이다. 신규 Fab 이 중첩되지 않는다.

공급부족 심화 및 장기화
->메모리 가격 폭력적인 상승
->장기공급계약 유인 상승

공급부족 심화 및 장기화는 메모리 장기공급계약의 확대를 견인할 것이다. 유래 없는 수급 상황에서 공급자들의 가격 결정력은 극대화되며, 이는 메모리 가격의 폭력적 상승으로 이어지고 있다. 이는 장기공급계약의 강력한 유인이다. 메모리의 안정적 수급 없이 AI 로드맵 달성은 불가능하며, 공급부족 장기화 국면에서 메모리향 지출을 예측 가능하게 만들어야 하기 때문이다.

메모리는 선수주, 후증설로 변모
->산업의 시클리컬 성격 완화
->거시경제를 이기는 업황
->메모리 업종 밸류 확장

장기공급계약은 메모리 산업을 선수주, 후증설 구조로 변모시킬 것이다. 이는 메모리 산업의 시클리컬 성격을 완화시키며, 성장에 대한 구조성과 안정성 제고를 견인할 요소이다. 거시경제를 이기는 메모리 업황은 밸류 확장의 명분에 정당성을 부여할 것이며, 이 과정에서 메모리 주가의 고점은 PER 이 설명할 것으로 전망한다.

반도체 Supercycle 의견 유지

메모리 Supercycle 은 아직 시작에 불과하다.

반도체. 한동희

donghee.han@sk.com / 3773-8826

25 년 리뷰: Supercycle 로의 전환기

AI Scale-out 이 견인하는 Supercycle

AI Scale-out 의 효과
메모리 수혜를
HBM 뿐 아니라 메모리 전반으로 확산

2025 년 반도체 업황은 드라마틱한 변곡점을 맞이하고 있다.
Scale-up 중심의 AI 사이클이 Scale-out 으로 전환되며, HBM 뿐 아니라 서버 DRAM, eSSD 등까지 AI 수혜 메모리로 거듭나기 시작했기 때문이다.

AI Scale-up 은 메모리의 질적 성장
Scale-out 은 양적 성장을 견인
컴퓨팅 파워 제고와 비용 효율화를 위함

Scale-up 은 단일 노드의 고성능화를 의미하므로 GPU, HBM 등의 질적 성장, Scale-out 은 노드 수량 확대를 통한 컴퓨팅 파워의 제고와 효율화를 추구하는 양적 성장이 핵심이다. AI 서버뿐만 아니라 일반 서버의 본격 확대를 의미한다.

AI Scale-out 본격화는
메모리 이익 극대화 추구의 기회
→HBM 경쟁논리 중요성 하락

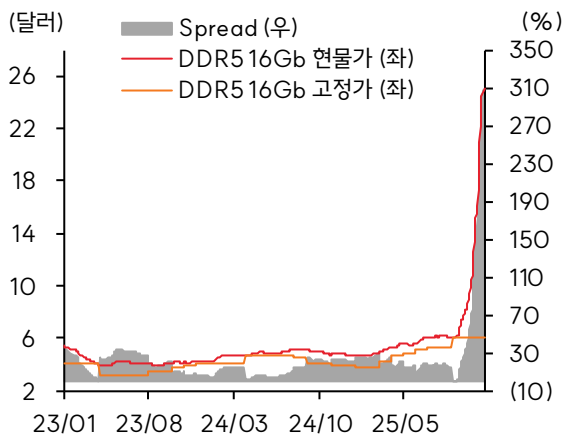
더 이상 HBM 경쟁 심화에 따른 업황 훼손 우려는 중요하지 않게 되었다. Scale-out 사이클 시작으로 HBM 뿐 아니라 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2 등 다양한 제품의 수요가 확대되고 있기 때문이다. 이제 생산 능력을 다양한 제품에 배분해 수익을 극대화 시킬 수 있게 된 것이다.

메모리 공급 부족 심화는
HBM 가치 역시 제고시키는 역할
→메모리 가격 결정력 극대화 국면

반면 수요 증가에 대응할 공급 여력은 부족하다. 메모리 공급자들은 HBM 과 전환 중심의 CapEx discipline 을 수 년간 유지해왔기 때문이다. 공급부족 심화와 장기화에 대한 우려는 메모리 가격의 급등을 견인하기 시작했다. 이 과정에서 HBM 가격 협상력 또한 상승했다. 일반 DRAM 은 HBM 의 기회 비용이기 때문이다.

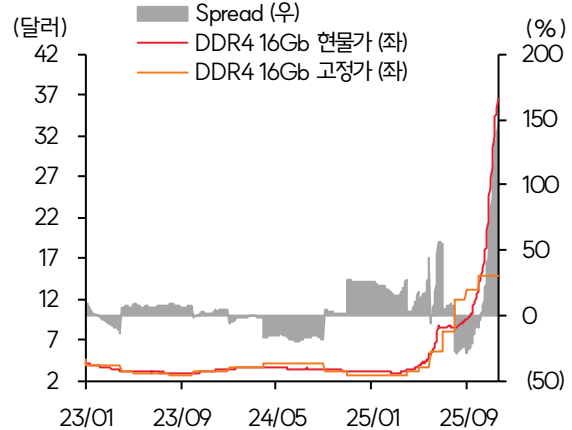
메모리 가격 결정력 극대화가 진행되는 국면의 시작이다.

DDR5 16Gb (2Gb*8) 현물, 고정가격 추이



자료: DRAMeXchange, SK 증권

DDR4 16Gb (2G*8) 현물, 고정가격 추이



자료: DRAMeXchange, SK 증권

26 년 전망: 가보지 않은 길

공급부족 장기화

26 년 말에도 공급부족 해소 불가
현재 DRAM 재고 3 주 수준,
26 년 말 유사한 수준 또는 그 이하

2026 년 말에도 현재의 메모리 공급 부족 상황은 해소되기 어렵다.
현재 3 주 수준의 DRAM 공급자들의 재고 상황은 2026 년 말에도 유사한 수준 또는 그 이하가 될 것으로 전망하기 때문이다.

공간 제약 지속,
메모리 전 응용 공급 부족,
AI 수혜 메모리 확대 동반

2026 년 DRAM 수요는 20~25% 성장이 전망되나, 생산을 이를 상회하기 어렵다. DRAM 업계의 감산 이후 투자는 HBM 및 전환에 집중되며 CapEx discipline 이 지속되었기 때문이다. 또한 AI 강세에 따른 HBM3e 12H, 4 12H 수요 상향과 2026 년 신규 투자를 위한 공간 제약도 구조적인 병목으로 작용할 것이다.

공급자들의 신규 Fab 증설 중첩되기
어려운 구조. 반면, 수요는 구조적

2026 년 삼성전자의 P4 투자의 생산 기여는 2026 년 하반기부터 점진적으로, SK 하이닉스의 M15X 는 HBM 중심으로 2026 년 중순부터 생산에 기여할 것이다. 그 이후의 신규 Fab 인 SK 하이닉스의 용인 Fab 은 27 년 상반기, 삼성전자의 P5 는 28 년 상반기 생산 시작을 전망한다. 이는 과거와 달리 공급자들의 증설이 중첩되며 공급량을 폭발적으로 증가시키기 어려운 구조가 장기화 될 것임을 암시한다.

구조적 공급자 우위 사이클 장기화 전망

현재의 메모리 현물가격 급등은 공급부족의 강도뿐만 아니라 장기화를 반영하기 시작했다고 판단한다. 구조적 공급자 우위 사이클에서 메모리 업황은 과거와 달리 거시경제의 흐름을 상회할 것으로 전망한다.

2026 년 말 DRAM 재고 시나리오

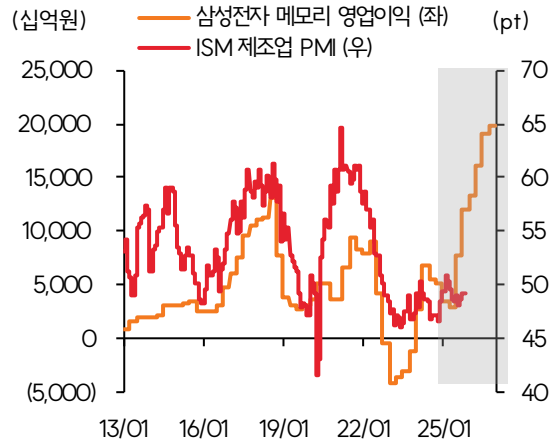
		2026 년 출하 성장률										
2026 년 생산 성장률		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%
	-20%	3.5	0.2	(2.7)	(5.3)	(7.7)	(9.8)	(11.7)	(13.5)	(15.1)	(16.5)	(17.9)
	-15%	6.6	3.2	0.1	(2.7)	(5.1)	(7.4)	(9.4)	(11.3)	(13.0)	(14.5)	(16.0)
	-10%	9.7	6.1	2.9	(0.0)	(2.6)	(5.0)	(7.1)	(9.1)	(10.9)	(12.5)	(14.1)
	-5%	12.9	9.1	5.7	2.6	(0.1)	(2.6)	(4.9)	(6.9)	(8.8)	(10.5)	(12.1)
	0%	16.0	12.0	8.4	5.2	2.4	(0.2)	(2.6)	(4.7)	(6.7)	(8.5)	(10.2)
	5%	19.1	15.0	11.2	7.9	4.9	2.2	(0.3)	(2.6)	(4.6)	(6.5)	(8.3)
	10%	22.3	17.9	14.0	10.5	7.4	4.6	2.0	(0.4)	(2.5)	(4.5)	(6.3)
	15%	25.4	20.9	16.8	13.2	9.9	6.9	4.3	1.8	(0.4)	(2.5)	(4.4)
	20%	28.6	23.8	19.6	15.8	12.4	9.3	6.5	4.0	1.7	(0.5)	(2.5)
	25%	31.7	26.8	22.4	18.4	14.9	11.7	8.8	6.2	3.7	1.5	(0.6)
	30%	34.8	29.7	25.2	21.1	17.4	14.1	11.1	8.4	5.8	3.5	1.4
	35%	38.0	32.7	27.9	23.7	19.9	16.5	13.4	10.5	7.9	5.5	3.3

자료: SK 증권 추정

거시경제를 이기는 메모리. 밸류 확장의 강력한 명분

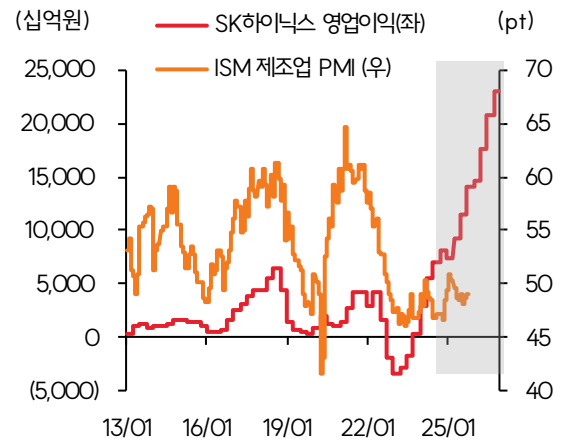
메모리 장기공급계약 비중 확대 전망 : 시클리컬 성격 희석 요소	메모리 업종 내 장기공급계약 비중 확대를 전망한다. 이는 과거와 달리 메모리 업종이 시클리컬이 아닌, 거시경제를 이기는 기반이 될 것이다.
AI 컴퓨팅 파워 제고의 핵심 축은 메모리 하드웨어 내 최대 병목도 메모리	구조적으로 공급 증가 여력 제한은 장기화되고, AI 사이클은 Scale-up 에서 Scale-out 으로 확장되며 메모리 수혜 강도는 증가하는 국면이다. 엔비디아는 글로벌 데이터센터 CapEx 에 대해 2025 년부터 2030 년까지 연평균 40%까지로 전망하고 있다. AI 컴퓨팅 파워 제고의 핵심 축이 메모리로 이동하는 국면에서 공급 부족 장기화는 AI 사이클 내 메모리를 최대 병목 요소로 만들 것이다.
폭력적인 메모리 가격 상승은 장기공급계약의 강력한 유인 메모리의 안정적 수급도 매우 중요	공급 부족 장기화는 메모리의 장기공급계약 확대를 견인할 것이다. 공급 부족이 장기화 될수록, 메모리 가격의 잠재적 인상 폭은 확대되며, 폭력적으로 변모하고 있는 메모리 가격 인상은 장기공급계약의 강력한 유인으로 작동할 것으로 판단하기 때문이다. 메모리의 안정적 수급없이 AI 로드맵의 달성은 불가능하며, 공급부족 장기화 국면에서 메모리향 지출을 예측 가능하게 만들어야 한다.
메모리 산업의 선수주, 후증설 구조 전망 수요 예측력의 제고는 실적 안정성과 업황 신뢰를 높이는 요소	장기공급계약은 메모리 산업을 선수주, 후증설 구조로 변화시킬 것이다. 이는 메모리 산업의 시클리컬 성격을 완화시키며, 성장에 대한 구조성과 안정성을 높이는 요소가 될 것으로 전망한다. 언제나 시클리컬이었던 메모리 산업의 근간은 불확실한 거시경제 예측을 기반으로 한 선증설, 후수주의 구조였기 때문이다.
수주 기반의 증설은 Peak-out 의 지표가 될 수 없음	이는 기존 '메모리 증설->Peak-out' 논리의 변화 역시 수반할 것이다. 장기공급계약을 기반으로 한 메모리 업계의 수요 예측력 제고는 증설 당위성을 높여 초과공급에 대한 우려를 제한할 것으로 전망하기 때문이다. 시장이 선수주, 후증설 구조를 갖는 TSMC 의 증설에도 초과공급을 걱정하지 않는 것과 같다.
거시경제를 이기는 메모리 업황 전망 이는 밸류 확장의 명분이 될 것	SK 증권은 AI 패권경쟁 속 경쟁력 제고를 위한 투자의 명분과 컴퓨팅 파워의 제고를 통한 비용 효율화는 여전히 진행형이라고 판단한다. 거시경제 불안에도 메모리 산업의 이익 흐름은 거시경제를 상회할 것이며, 그 과정에서 밸류 확장 명분이 정당화 될 것으로 전망한다. 메모리 Supercycle 은 이제 막 시작되었을 뿐이다. 반도체 Supercycle, 비중확대 의견을 유지한다.

ISM 제조업 PMI 지수와 삼성전자 메모리 실적 추이 및 전망



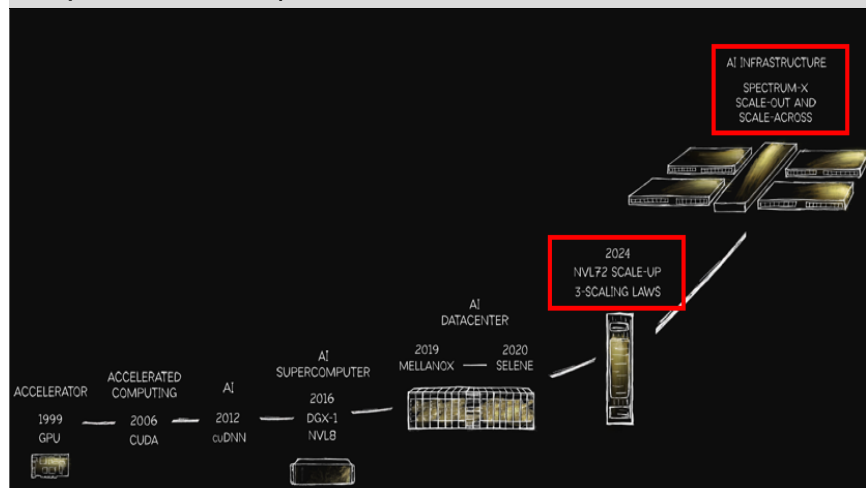
자료: SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI 지수와 SK 하이닉스 실적 추이 및 전망



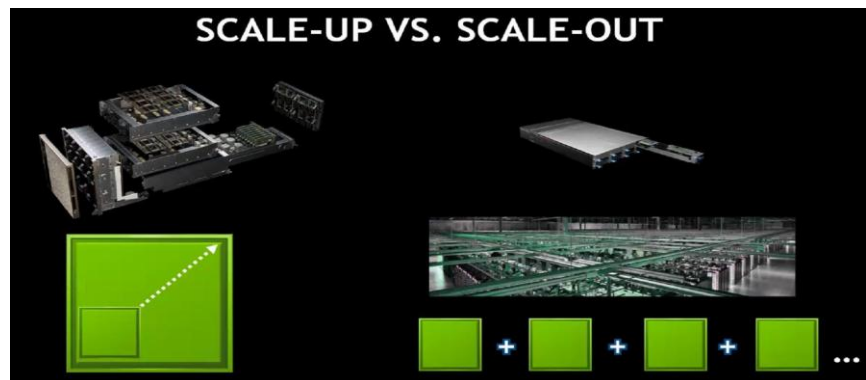
자료: SK 증권 추정

AI Cycle 의 단계: Scale-up 에서 Scale-out 과 Scale-across



자료: GTC Washington, SK 증권

Scale-up 과 Scale-out 의 차이



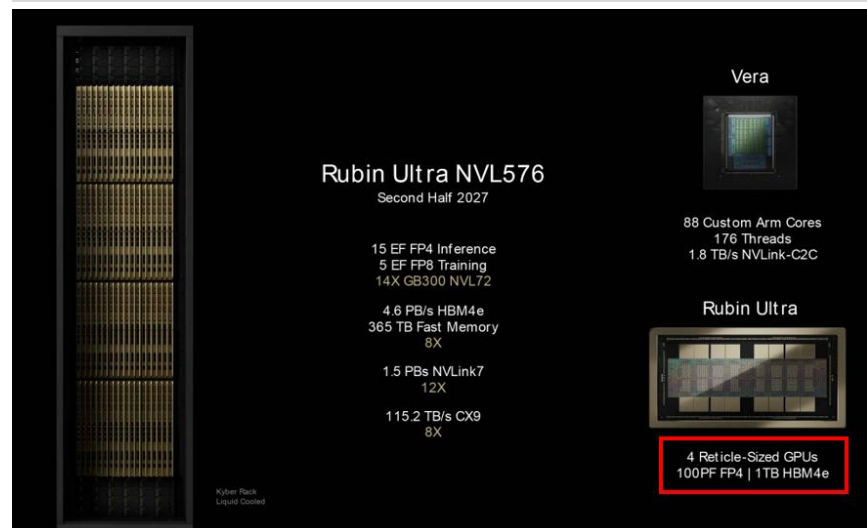
자료: GTC Washington, SK 증권

AI 향 핵심 메모리 다변화: HBM에서 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, SSD 까지



자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

엔비디아 Rubin-ultra 에 채용될 HBM4e 1TB



자료: 엔비디아, SK 증권

Top Picks: 삼성전자

메모리 실적 회복 본격화 진입

- ▶ AI Scale-out 본격화 시작으로 메모리 수혜 HBM 뿐 아니라 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, eSSD 등 메모리 전반으로 확산 중. 관련 수요 모두 강세
- ▶ 지속 된 CapEx Discipline 과 증설-생산 리드타임으로 26년 수요 충족 불가능. 이에 따른 메모리 가격 급등 시작. 4Q25 부터 실적 반영 본격화 전망
- ▶ 2026년 영업이익 86조원 (+123% YoY)으로 실적 회복 가속화 전망. 메모리는 68조원 (+162% YoY)로 전사 실적 강하게 견인할 것 (이익 비중 79%)
- ▶ 최근 2년 AI Scale-up 사이클에서 HBM 시장 진입 본격화 지점으로 실적 열위 불가피했으나, AI Scale-out 사이클이 제공하는 양적 성장은 열위 해소 요소
- ▶ 2026년 기준 DRAM 3사 중 신규 생산능력 확대를 위한 공간 여력 우위 보유. 메모리 공급부족 장기화 국면에서의 탄력적 가격 상승과 수요 흡수에 상대적으로 용이. 이는 HBM4 다이사이즈 확대에 따른 상대적 원가 열위를 보완
- ▶ HBM 경쟁 열위의 단기 해소 가시성은 제한적이지만, 2026년 HBM4 시장 진입 시작을 통한 점진적 경쟁력 회복에 대한 가시성 높다고 판단
- ▶ 파운드리 실적의 가파른 턴어라운드보다 점진적 가동률 회복과 AI 사이클 내 선단공정 수주를 통한 경쟁력 증명 모멘텀에 집중
- ▶ 업체간 경쟁, 선별 논리보다는 메모리의 공급자 우위 장기화에 따른 가격 결정력 극대화, 장기공급계약 확대에 따른 시클리컬 성격 완화에 집중할 것을 권고. 그 과정에서 메모리 밸류 확장은 필연적으로 판단. 주가 고점은 PER 이 설명할 것

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	300,871	327,261	388,430
영업이익	십억원	32,726	38,444	85,931
순이익(지배주주)	십억원	33,621	37,438	73,507
EPS	원	4,950	5,558	10,913
PER	배	10.7	18.1	9.2
PBR	배	0.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	3.6	7.6	4.5
ROE	%	9.0	9.4	16.7
배당성향	%	29.2	25.9	13.1

Top Picks: SK 하이닉스

빛나는 경쟁력

- AI Scale-out 본격화 시작으로 메모리 수혜 HBM 뿐 아니라 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, eSSD 등 메모리 전반으로 확산 중. 관련 수요 모두 강세
- 지속 된 CapEx Discipline 과 증설-생산 리드타임으로 26년 수요 충족 불가능. 이에 따른 메모리 가격 급등 시작. 4Q25 부터 실적 반영 본격화 전망
- 2026년 영업이익 76조원 (+80% YoY)의 고성장 지속 전망 (OPM 58%)
- AI Scale-out 에 따른 수요의 양적 성장과 공급부족 장기화는 범용 메모리 가격의 탄력적 상승을 견인. 최근 2년간 시현한 실적 차별화 강도는 희석 불가피
- 다만, AI 수요 강세 속 HBM4 12H 경쟁 우위, 예상을 상회하는 공정 안정화, 고용량 QLC 기반 SSD 경쟁력으로 메모리 이익, 수익성 업계 선두 유지 전망
- 엔비디아 Rubin, Blackwell 강세 지속과 Google TPU 호조 등 감안하면, M15X 조기 가동 및 증설 규모 확대 예상. 이는 HBM 출하량 전망의 상향을 암시
- 업체간 경쟁, 선별 논리보다는 메모리의 공급자 우위 장기화에 따른 가격 결정력 극대화, 장기공급계약 확대에 따른 시클리컬 성격 완화에 집중할 것을 권고. 그 과정에서 메모리 밸류 확장은 필연적으로 판단. 주가 고점은 PER 이 설명할 것
- PER 의 근거가 단기 실적의 상향 폭보다 실적 안정성과 꾸준한 성장성이라는 관점에서 HBM 경쟁력 역시 매우 중요. 또한 메모리의 구조적 공급 부족은 HBM 의 가치까지 제고시킬 요인이라는 점에 주목할 필요가 있다고 판단

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	66,193	91,231	130,225
영업이익	십억원	23,467	42,156	76,039.
순이익(지배주주)	십억원	19,796	39,480	65,908
EPS	원	27,182	54,231	90,533
PER	배	6.4	10.5	6.3
PBR	배	1.7	3.7	2.3
EV/EBITDA	배	3.9	7.1	3.9
ROE	%	31.1	42.7	46.0
배당성향	%	7.7	2.6	1.6

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도