SK 증권

2026-04-01

COMMENT

# 반도체

## 물러설 수 없는 주가

반도체. 한동희 / donghee.han@sks.co.kr / 3773-8826

**Signal: 경기 우려가 AI 투자의 명분 자체를 끝내기는 어렵다**
**Key: 장기공급계약을 통해 거시경제 민감도는 구조적으로 하락한다**
**Step: 펀더멘털 대비 지나친 주가 조정. 물러설 수 없는 주가**

### 세상이 끝났는가

시장 주도 섹터였던 메모리 주가 조정이 강하게 진행되고 있다. 조정 논리는 미국-이란 분쟁에 따른 유가 상승, 이에 따른 경기 침체 우려로 해석된다. 이는 유동성 위축 가능성 의미하므로, 대표 성장주인 메모리에 대한 선호도 하락 요소임은 분명하다. AI 사이클에서 메모리는 사실상 최초로 역대급 호황과 금리 인하의 동반 효과를 누린 것도 부정할 수 없는 사실이기 때문이다.

다만 경기에 대한 우려가 메모리 업황 강세와 재평가 요소 그 자체를 없던일로 만들지 않는다는 것도 사실이다.
AI 투자의 의사결정은 거시경제 대비 구조적으로 진행되어왔다. 또한 AI 추론 고도화에 따른 KV Cache 증가는 메모리 계층화를 수반하며, 그 수혜를 메모리 전체로 확산시키고 있다. 메모리는 AI 성능 제고, 비용 효율화의 직접 변수가 되었고, 이는 메모리 구매가 선택이 아닌 필수라는 것을 의미한다. 메모리 수요는 과거대비 거시경제 민감도가 낮아지고 있는다는 점은 변하지 않은 사실이다.
거시경제에 대한 우려가 성장주에 대한 평가를 바꿀 수는 있지만, 메모리를 이끌어 온 AI 투자의 명분 자체를 끝내지는 못한다.

### 현물시장은 더 이상 전체를 대표하지 못한다

메모리 현물시장은 더 이상 시장 전체를 대표하지 못한다. 메모리 수요의 핵심 변수가 거시경제에서 AI로 변화했기 때문이다. AI 핵심 메모리였던 HBM 은 현물 시장이 존재하지 않고, 이제 DRAM 과 NAND 역시 AI 를 위한 장기공급계약 대상이다. 이는 현물가격이 고정가격을 선행하고, 실적이 연동된다는 과거의 논리는 희석된다는 것을 의미한다. 장기공급계약의 조건과 그 비중에 따른 공급사들의 Cycle exposure 설계가 중요해지는 국면이다. 현물가격이 하락하는 것은 거시경제에 대한 우려 영향이 가장 크다고 판단한다.

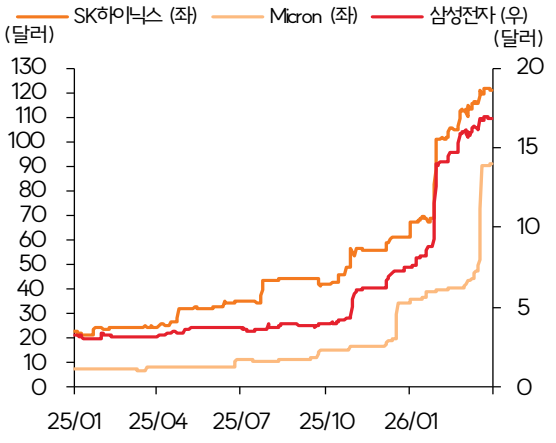
### 장기공급계약의 핵심: 메모리 구매에 조건이 붙는다

장기공급계약의 핵심은 메모리 구매에 조건이 붙는다는 것이다. 조건이 생긴다는 것은 조건마다 가격이 달라진다는 것을 의미한다. 다른 가격을 받아들인다는 것은 공급부족 때문이 아니라, 수요의 성격이 변화했기 때문이다. 메모리 구매의 기준이 가격이 아닌 물량으로 변화해야 나타날 수 있는 현상이다. 장기공급계약의 세부 조건과 비중은 밝혀지지 않았지만, 공급사들의 목표는 장기실적 안정화와 안정적 업사이드의 추구가 될 것이다. 이는 메모리가 시클리컬을 구조적으로 탈피하기 시작한다는 것을 의미한다.

### 물러설 수 없는 주가

반도체 비중 확대 의견을 유지한다. 또한 최근 주가의 조정은 업종 펀더멘털 대비 과도하다고 판단한다. 시장 컨센서스 기준 순수 메모리인 SK 하이닉스의 2026, 2027 년 합산 영업이익과 EBITDA 는 각각 410 조원, 450 조원 수준이며, 시가총액은 575 조원에 불과하다. 예상을 상회하고 있는 메모리 가격 상승률과 장기공급계약에 따른 실적 안정성 확보, 이에 따른 구조적인 주주환원정책 강화 등을 감안하면 메모리가 이렇게 끝날리 없다. SK 증권의 목표주가는 삼성전자 300,000 원, SK 하이닉스 1,600,000 원이다.

### 메모리 3사 12M Fwd. EPS 추이

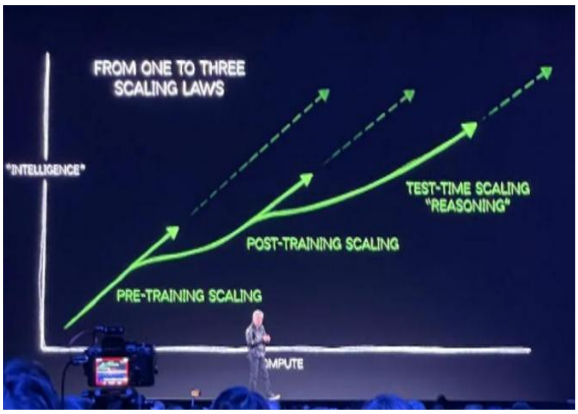



자료: Bloomberg, SK 증권

### 메모리 3사 12M Fwd. P/E 추이

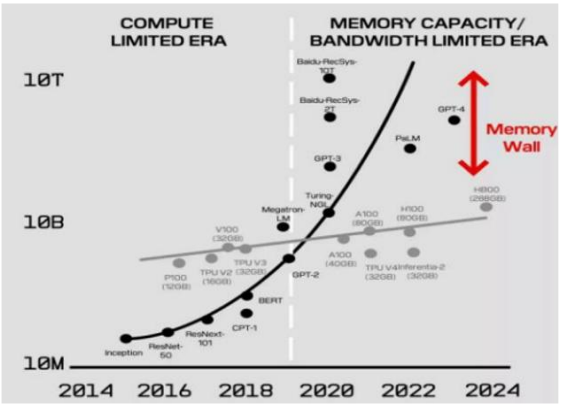
자료: Bloomberg, SK 증권

### AI Scaling law



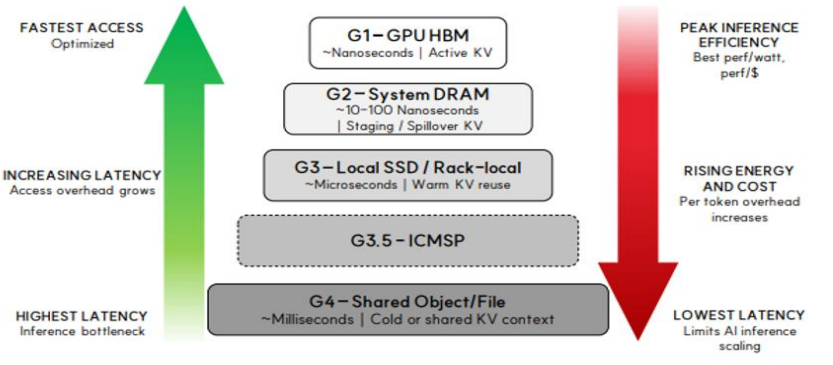

자료: 엔비디아, SK 증권

### Memory wall



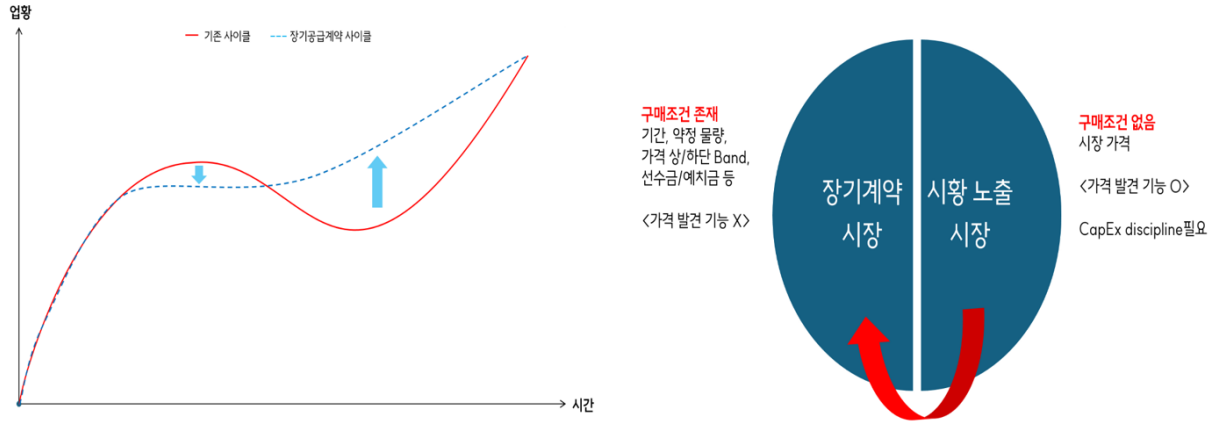

자료: 산업자료, SK 증권

### KV cache memory hierachy



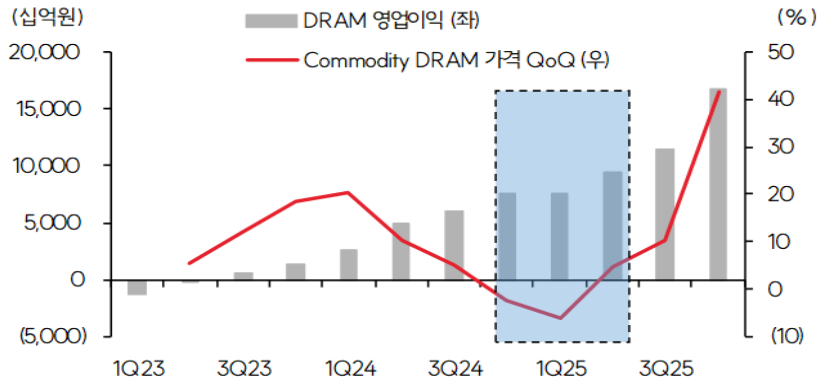

자료: 산업자료, SK 증권

장기공급계약의 의미



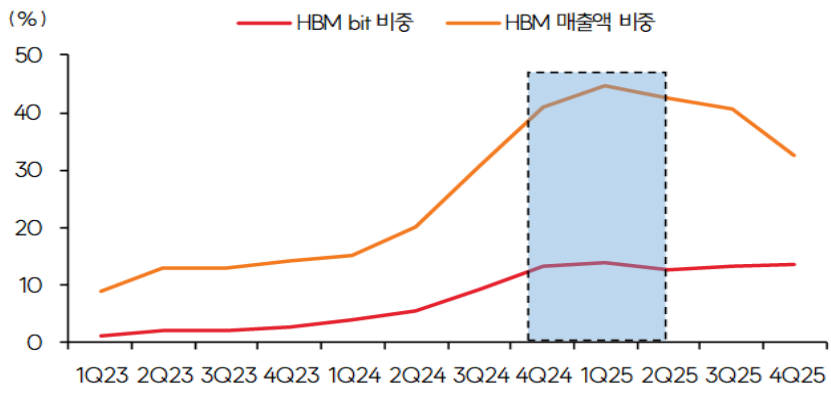

자료: SK 증권

SK 하이닉스 DRAM 영업이익과 일반 DRAM ASP QoQ 변화율 (1Q23~4Q25)



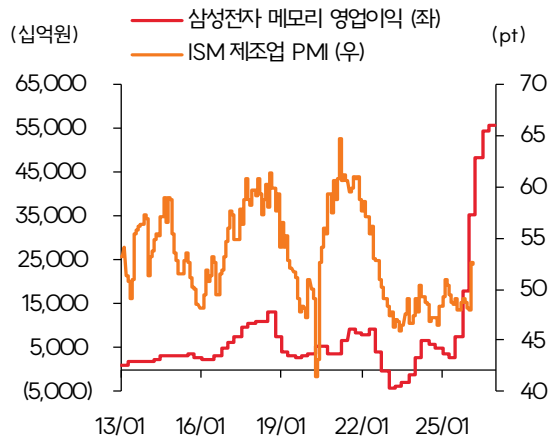

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 내 HBM 판매, 매출액 비중 (1Q23~4Q25)



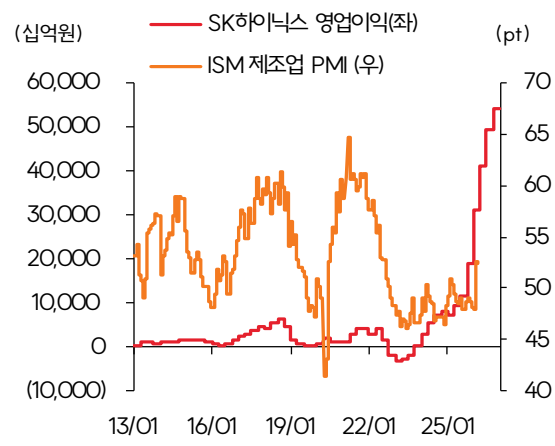

자료: SK 증권 추정

삼성전자 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI




자료: ISM, SK 증권 추정

SK 하이닉스 영업이익과 ISM 제조업 PMI




자료: ISM, SK 증권 추정

## 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(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

| SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 04 월 01 일 기준) | 매수 | 93.63% | 중립 | 6.37% | 매도 | 0.00% |
|---|---|---|---|---|---|---|