

반도체 매수

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

Signal: 극단적 다운턴을 선반영하고 있는 주가. 업황은 여전히 강세

Key: 전망치 상승, 가시성 제고. 27년 HBM4 가격 예상 상회, 1Q27 모바일 DRAM 가격 강세

Step: 메모리 매수의 적기. 거시경제 우려에도 실적, 주주환원으로 지속 증명할 것

극단적 다운턴을 선반영하고 있는 주가. 업황은 여전히 강세

한국 메모리 공급자들의 현 주가는 극단적 다운턴을 선반영하고 있다. 삼성전자, SK 하이닉스의 12 개월 선행 P/E 는 3.3X, 3.0X 수준으로 2010 년 이후 최저치 (각각 5.5X, 3.0X)를 하회하고 있기 때문이다. 하지만 SK 증권은 거시경제에 대한 우려에도 불구하고, 메모리 업황 펀더멘털은 여전히 강세 국면이라 판단한다. 그 근거는 아래와 같다.

① 실적 전망치 재차 상향 중

원/달러 하락에도 불구하고, 예상을 상회하는 메모리 공급 부족의 심화와 2027 년 HBM 가격 인상 전망 등으로 2027 년 실적 전망치는 상향 조정 중이다. DDR5 RDIMM 64GB 제품의 현물, 고정가격은 지속 상승 중인 가운데 현물 프리미엄 역시 115% 수준으로 지속 확대되고 있으며, 32GB 제품의 현물 프리미엄은 150%에 육박하고 있다. D5 고용량 모듈의 현물 프리미엄 확대가 본격화되기 시작한 시점은 2025 년 9 월로 AI Scale out 본격화와 맞닿아 있는 AI 시대 메모리의 중요한 지표이다. 현재 Mainstream 내 D5 고용량 모듈의 최상위 제품인 128GB, 열리기 시작한 256GB 에 대한 정보는 집계되고 있지 않으나, 같은 상황일 것이다. 2027 년형 HBM4 12H 가격 역시 특정 계약 조건이 없다는 가정하에 Gb 당 4 달러 중 후반에서 형성되며 예상을 상회할 것이며, 8H 디스팩 가격 디스카운트 가능성 역시 극히 제한적이라 판단한다. HBM 을 포함한 메모리 전반 공급 부족과 서버 DRAM 등 대안이 존재한다.

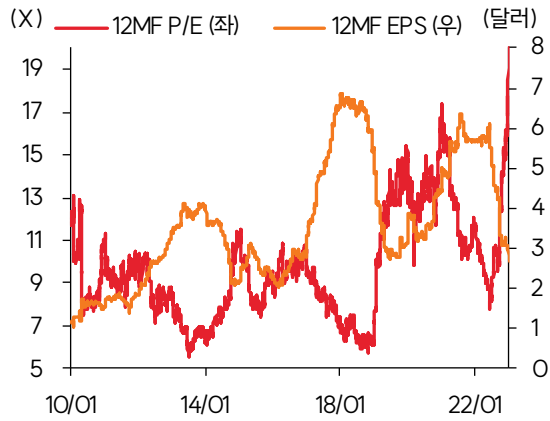
② LTA 본격화에 따른 실적 가시성 확대

LTA 본격화는 실적 가시성 제고를 견인하는 AI 시대 메모리의 가장 중요한 포인트 중 하나이다. 역사적으로 메모리의 낮은 P/E 는 업황의 후반부에 나타나는 현상이었고, 시장은 이를 근거로 낮은 P/E 는 오히려 매도의 신호로 인식하고 있다. 하지만 이는 향후 실적에 대한 가시성이 낮은 거시경제 기반 세트 수요 중심의 산업에서 나타나는 패턴일 뿐이다. LTA 는 가격의 상단을 막는 손해보는 계약이 아닌, 가격의 하단을 높이고, 생산능력의 약정을 확보해 생산 능력을 잠그는, 사이클의 진폭을 줄이는 계약이다. 또한 마이크론은 제품 세대 변화, 차세대 신제품에 대한 적절한 가격 프리미엄을 협상할 수 있도록 장기공급계약에 반영했다고 언급하고 있다. 기존 제품, 계약에 가격 상한이 걸려도, 신규 계약 및 미계약 물량 믹스로 메모리 전체적인 가격은 상승할 수 있는 것이다. 높은 기저에 따른 가격 상승 폭이 둔화되는 흐름 자체는 자연스럽지만, 이를 곧 하락할 가격이라 해석하는 것은 지나치게 비관적이다. SK 증권은 LTA 에 따른 높은 이익의 지속성 증가에 따른 구조적인 현금창출력 제고와 이에 따른 주주환원 강화 논리 주장을 유지한다.

여전히 AI. 메모리 매수의 적기

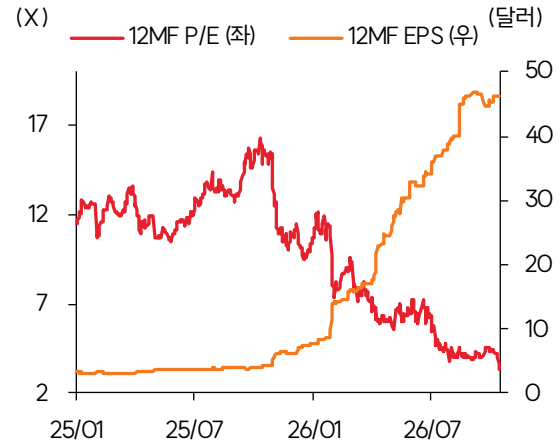
SK 증권은 메모리 비중확대 의견을 유지하며, 현 시점이 메모리 매수의 적기라고 판단한다. 펀더멘털과 시장センチ먼트의 괴리는 전례를 찾아볼 수 없을 정도로 확대되어 있으며, 거시경제에 대한 불안에도 불구하고 메모리는 실적과 주주환원으로 지속 증명할 것이라고 판단하기 때문이다. 또한 2027 년 HBM4 가격 인상의 본격 반영, 공급 부족 심화 및 LTA 로 인한 생산능력 잠김 현상으로 인해 서버 외 세그먼트에서의 가격 인상이 1Q27 에 동반되기 시작할 것이다. 주가의 반등, 회복은 새로운 모멘텀보다 주가 하락에서 발생한 수많은 우려들이 실현되지 않는 과정에서 발생하며, 업황 강세는 여전히 진행형이다. 10 월 말, 11 월 메모리, 빅테크들의 실적 발표를 거치며 여전히 공고한 AI, 높아진 메모리 밸류에이션 매력도를 재확인하게 될 것이다.

삼성전자 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클 이전)



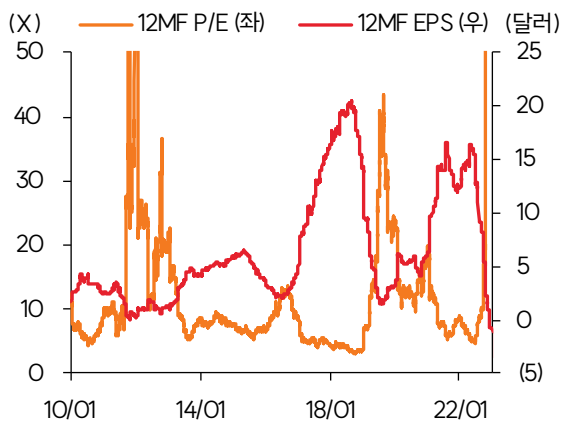
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클)



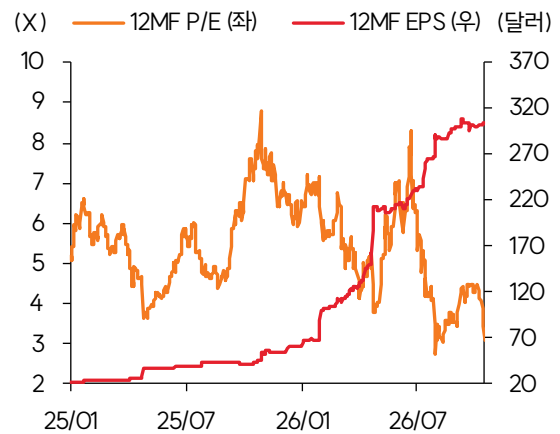
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클 이전)



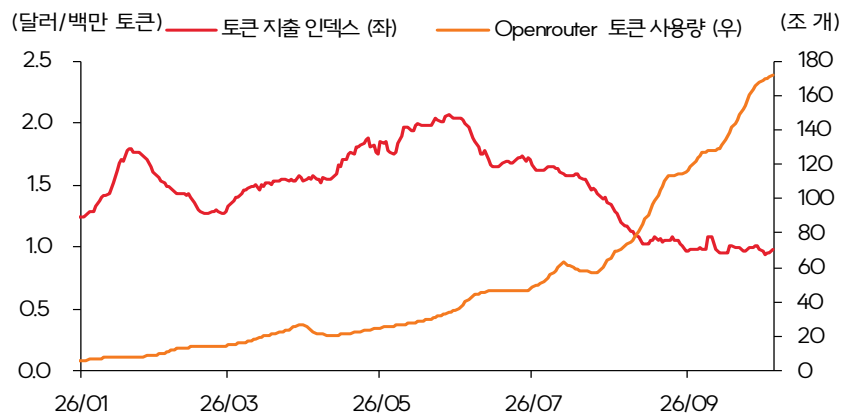
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클)



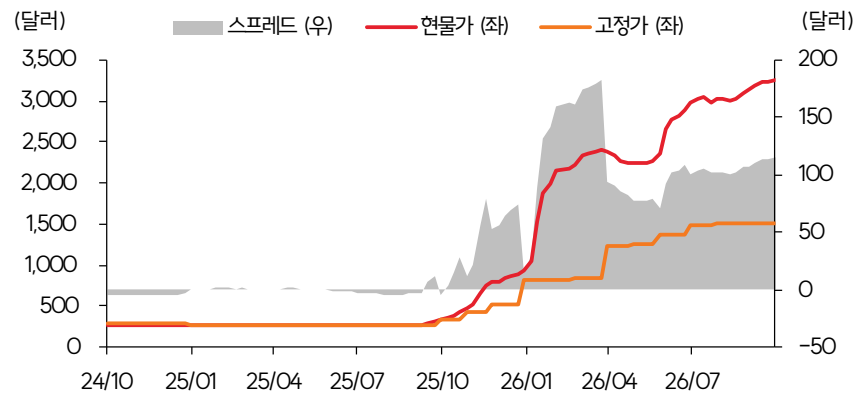
자료: Bloomberg, SK 증권

AI 토큰 지출 인덱스, Openrouter 토큰 사용량 추이



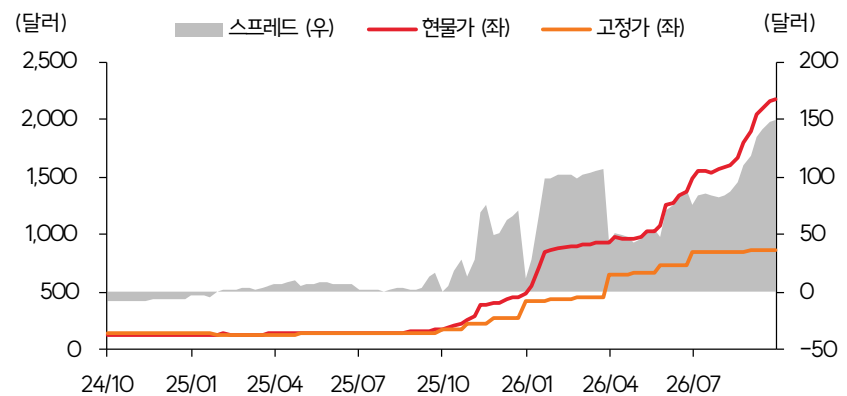
자료: Silicon Data, Openrouter, SK 증권

DDR5 RDIMM 64GB 현물, 고정가격 및 현물 프리미엄 추이



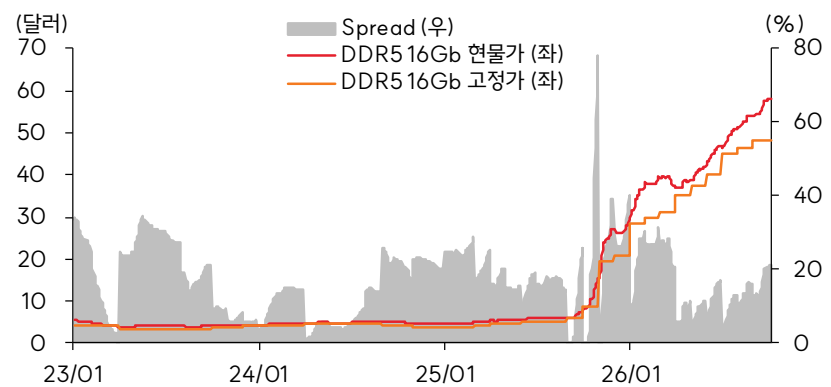
자료: DRAmExchange, SK 증권

DDR5 RDIMM 32GB 현물, 고정가격 및 현물 프리미엄 추이



자료: DRAmExchange, SK 증권

DDR5 16Gb 현물, 고정가격 및 현물 프리미엄 추이



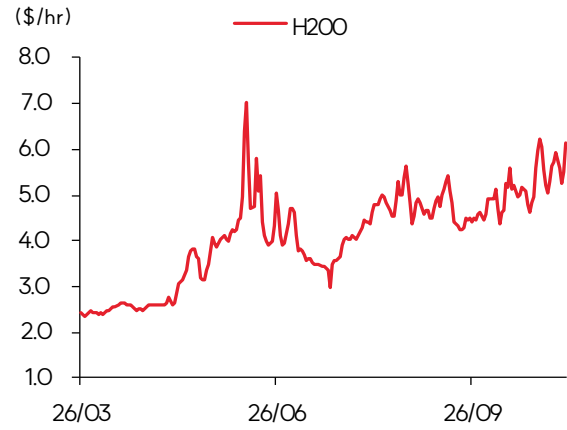
자료: DRAmExchange, SK 증권

B200 임대가격 추이



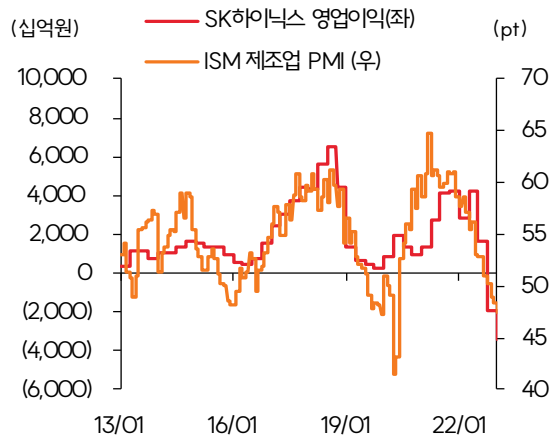
자료: Silicon Data, SK 증권

H200 임대가격 추이



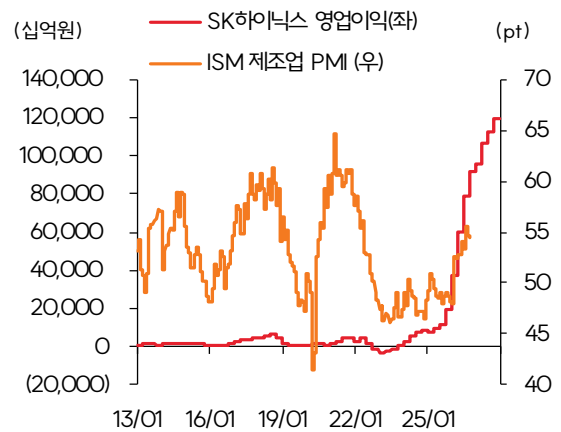
자료: Omn, SK 증권

ISM 제조업 PMI와 SK 하이닉스 영업이익 추이 (AI 이전)



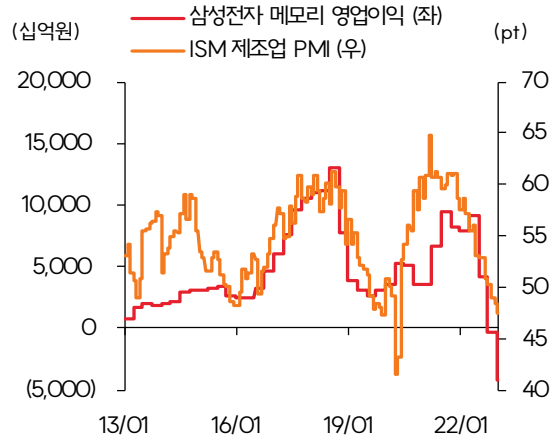
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI와 SK 하이닉스 영업이익 추이 (AI 포함)



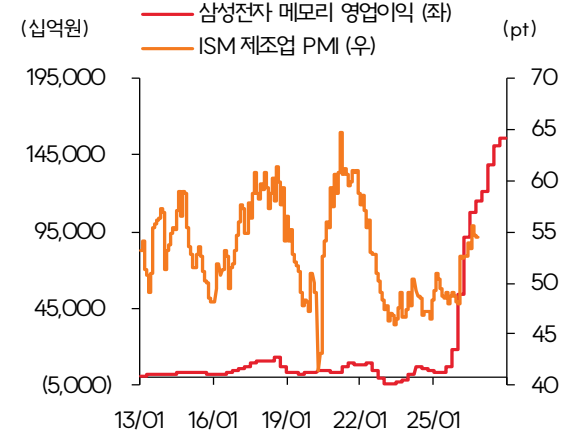
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI와 삼성전자 메모리 영업이익 추이 (AI 이전)



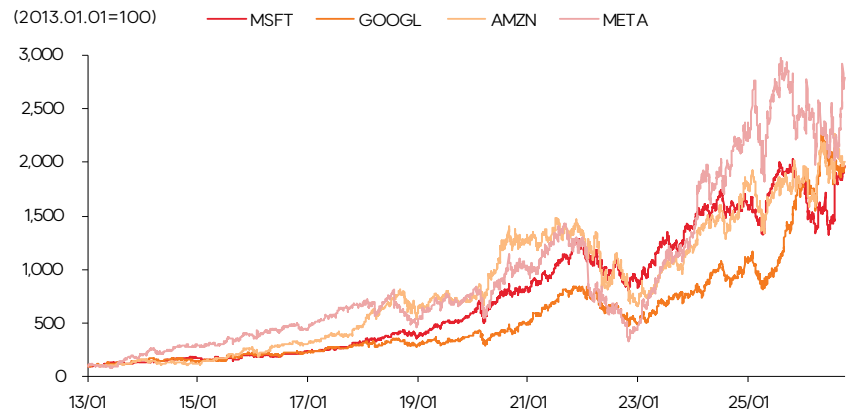
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI와 삼성전자 메모리 영업이익 추이 (AI 포함)



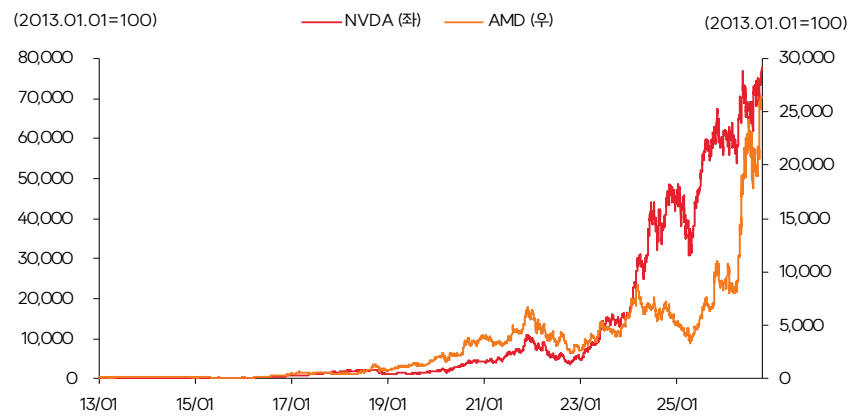
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

북미 하이퍼스케일러 4사 주가 추이



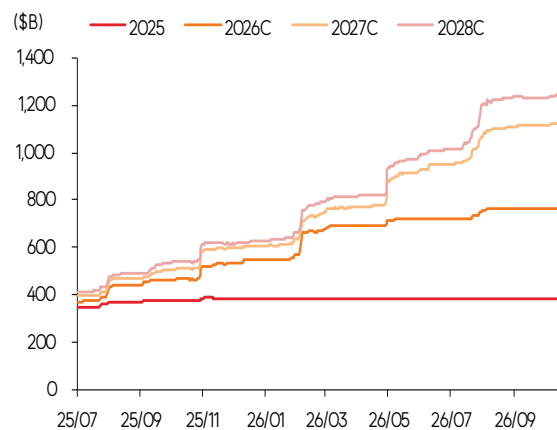
자료: Bloomberg, SK 증권

GPU 가속기 2사 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

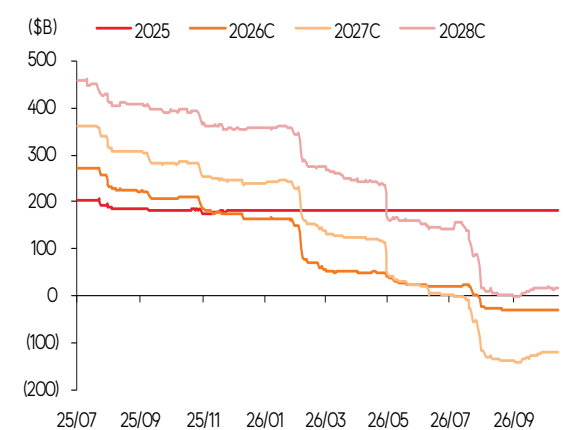
북미 6개사 합산 CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 6사 (구글, 아마존, MS, 메타, 오라클, 코어위브)

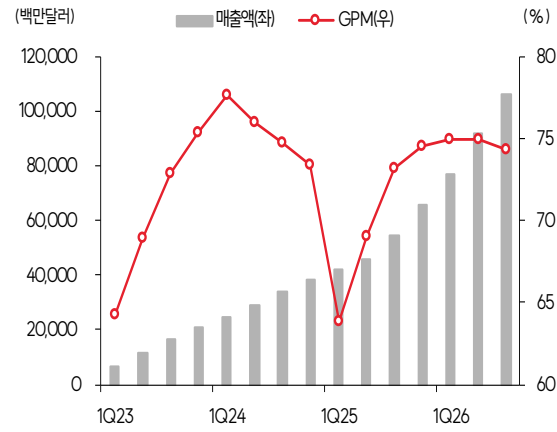
북미 6개사 합산 FCF 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

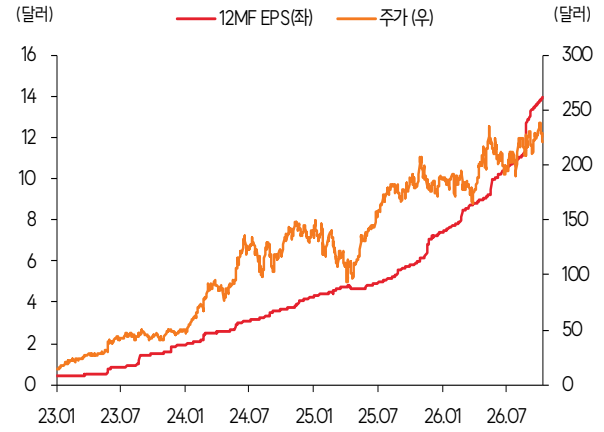
주: 6사 (구글, 아마존, MS, 메타, 오라클, 코어위브)

엔비디아 매출액 및 GPM 추이



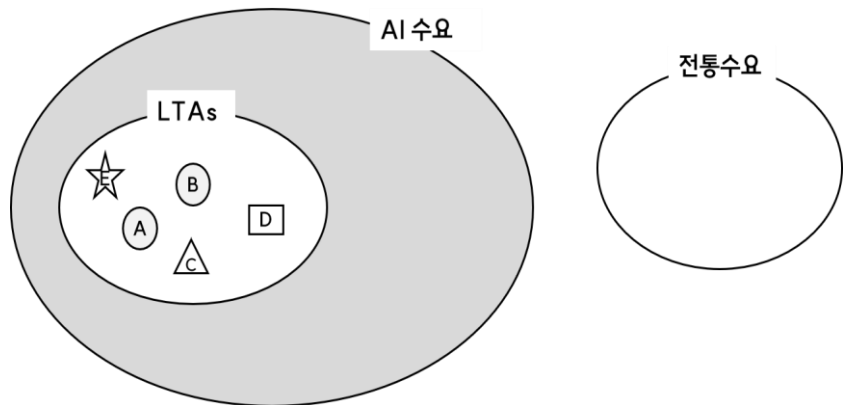
자료: Bloomberg, SK 증권

엔비디아 12MF EPS 및 주가 추이



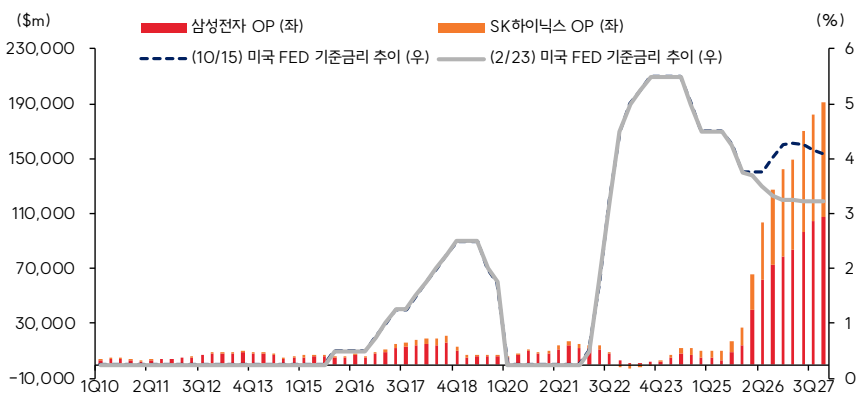
자료: Bloomberg, SK 증권

Dual market 화 되는 메모리



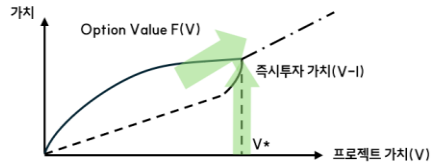
자료: SK 증권

미국 기준금리, 한국 메모리 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권 추정

LTA의 경제적 함: 수요의 질 제고

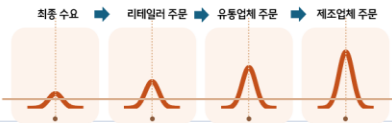
1 Real Option
선택권의 가치

메모리 산업 적용

계약을 유지하면 미래 공급부족 시 Capacity Access를 확보 가능
조금의 과잉구매 비용을 내더라도, 부족할 때의 손실을 피하는 '옵션 가치' 존재

2 Bullwhip Effect
Rationing Game · 과잉주문의 비용

상류로 갈수록 증폭되는 수요 변동을 완화시킬 수 있다



메모리 산업 적용

과거에는 공급부족을 예상한 과잉주문은 취소 비용 낮음
LTA / Take-or-pay / Deposit로 인해 과잉주문이 '비용 있는 행동'이 되어
수요신호의 왜곡 완화. 또한 LTA 비중 상승을 통한 직거래 효과도 이를 강화

3 Repeated Game
반복거래의 힘

현재의 위반은 미래 거래조건을 악화시킨다

Cycle 1 → Cycle 2 → Cycle 3

계약 이행

위반

불이익 (낮은 배정, 높은 가격, 큰 Deposit)

메모리 산업 적용

오늘 계약을 쉽게 깨면 다음 부족 시 낮은 우선순위, 높은 가격, 더 강한 구매의무
→ 현재 이익과 미래 거래기의 손실의 현재가치를 비교 필요

✓ 너무나 중요한 미래 (AI 수요 흡수)

✓ 관찰 가능한 행동

✓ 신뢰할 수 있는 불이익

자료: SK 증권

삼성전자 주주환원 시나리오

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
OCF	85,315	283,650	479,360	544,440
CapEx	47,372	72,082	93,000	100,000
FCF	37,943	211,568	386,360	444,440
주주환원재원 (50% 기준)	18,972	105,784	193,180	222,220
주주환원액	18,436	105,784	193,180	222,220
지배순이익	49,904	309,362	438,720	484,798
주주환원/지배순이익	36.9%	34.2%	44.0%	45.8%
주주환원/현재시가총액 (보통주+우선주)		6.0%	11%	13%

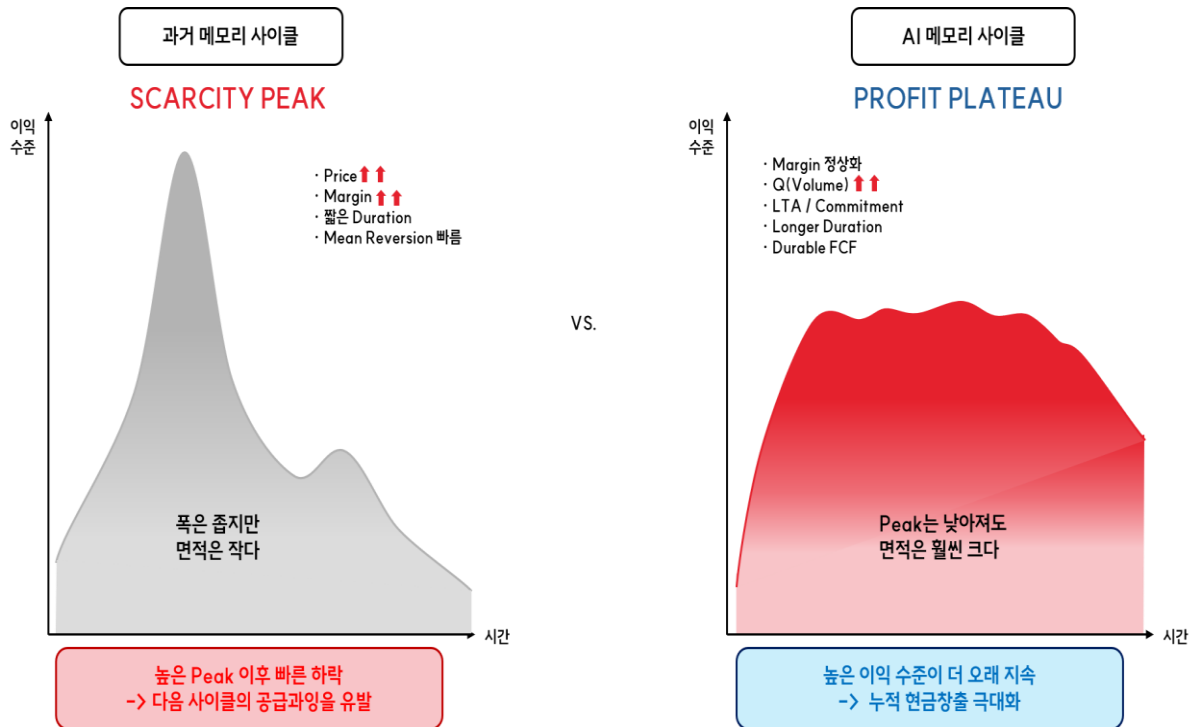
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 주주환원 시나리오

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
OCF	53,373	219,964	338,770	432,960
CapEx	27,374	49,309	70,200	76,000
FCF	25,999	170,655	268,570	356,960
주주환원재원 (50% 기준)	13,000	85,328	134,285	178,480
주주환원액	2,105	85,328	134,285	178,480
지배순이익	42,984	272,544	330,893	393,144
주주환원/지배순이익	4.9%	31.3%	40.6%	45.4%
주주환원/현재시가총액		6.8%	10.6%	14.1%

자료: SK 증권 추정

Peak 보다 Area



자료: SK 증권

COMMENT

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 3자에게 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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 10월 16일 기준)

매수

96.48%

중립

3.52%

매도

0.00%