SK 증권

2026-10-21

COMMENT

반도체

다르다

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

Signal: 수요의 구조적 강세, 반복 재추정
Key: 매우 높은 LTA 위반 비용. 실적 가시성 제고. 업황 강세와 경기 방어력 강화
Step: 매수의 적기. 다운턴 이하의 밸류, 극단적 시장 우려 완화국면 진입 예상

무엇이 다른가 ① 수요의 구조적 강세, 반복 재추정

AI 시대 메모리 수요의 성격은 과거와 크게 다르다. 과거 수요는 거시경제 기반의 PC 및 모바일 등 성숙 산업이므로 구조적으로 Cyclical 이다. Contents 는 신모델이 확정되는 순간 상수이며, 판매량은 거시경제 그 자체이기 때문이다. 결국 하나의 사이클에서 전통 세트 기반의 메모리 수요는 유의미하게 재추정되지 않는다. 하지만 AI 메모리 수요는 한 사이클 내에서 지속적으로 반복 재추정된다. AI 메모리 수요는 수요처 (기업, Labs, 국가 등), 워크로드 (토큰, 앱), 동시성 (세션, 에이전트), 집약도 (컨텍스트, KV), 복제율 (주권, 보안, 지연) 등 성숙되지 않는 다양한 변수들이 지속적으로 영향을 미치기 때문이다. Agent 확산에 따른 AI 추론 수요 증가와 지속 학습 (Continual learning) 도입은 모든 메모리를 요구하며, AI 인프라의 확장의 핵심 명분 중 하나이다.

AI 수요 강세, 메모리 수요의 반복 재추정은 공급 부족 장기화를 의미한다. 공급은 현실의 물리법칙을 따르므로, AI 강세 속 수요의 반복적인 재추정은 초과 수요를 과거보다 빠르게 완화시키기 어렵게 만든다. 수요처는 이를 보완하기 위해서 공급자들에게 과거대비 더 높은 증설 유인의 제공이 필요하며, 그 결과물이 강화된 장기공급계약이다. 이는 메모리의 Cyclical 성격을 크게 완화시킨다.

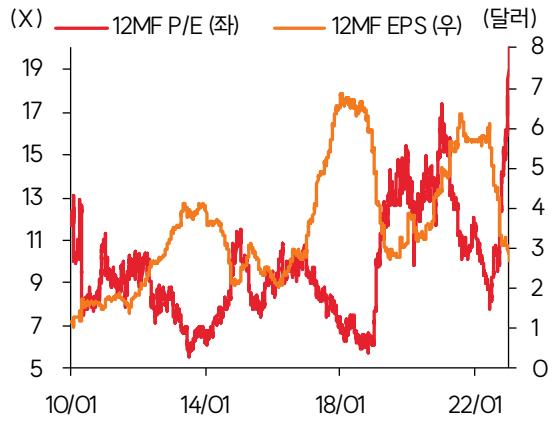
무엇이 다른가 ② 매우 높은 LTA 위반 비용. 실적 가시성 제고

메모리 업계의 장기공급계약은 실적 가시성을 제고하는 AI 시대 핵심 요소이다. 장기공급계약은 가격의 하단을 높이는 동시에 사이클의 진폭을 줄이는 계약이며, 신규 LTA 와 미계약 물량 가격 상승에 따른 믹스 제고 등으로 메모리 가격은 지속 상승할 수 있다. 또한 LTA 는 쉽게 깨지기 어려운 구조이다. LTA 를 위반할 경우 고객은 다음 사이클에서 물량 배정의 후순위로 밀려나거나, 더 강화된 불리한 조건을 수용해야하며, 물량을 충분히 확보하지 못할 경우 AI 잠재 수요 흡수 지연, 경쟁력 저하까지 감당해야만 한다. 메모리 가격 하락 외 고려해야 할 '잠재적 LTA 위반 비용'이 매우 높은 구조인 것이다. SK 증권은 AI 시대 메모리의 차별화 포인트는 거시경제에 연동되지 않는 실적이었고, 이는 여전히 진행형이라 판단한다. 환율 하락에도 예상을 상회하는 메모리 가격으로 삼성전자, SK 하이닉스의 2027 년 실적 전망치는 재차 상향 중이며, 3Q26 실적 발표를 통해 여전한 AI 메모리의 경기 방어력을 증명할 것이다.

메모리 매수의 적기

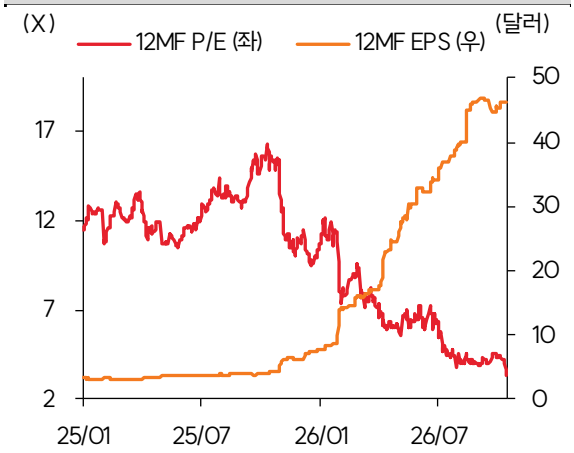
SK 증권은 현 시점이 메모리 매수의 적기라는 주장을 유지한다. 삼성전자, SK 하이닉스의 12MF P/E 는 각각 3.5X, 2.8X 수준으로 역대 다운사이클 최하단을 하향 이탈한 상태이다. 이는 2028 년 이후 큰 폭의 감익 사이클 시작을 가정하고 있기 때문이라고 판단된다. 다만 AI 수요 강세와 메모리 LTA 의 위반 비용이 매우 높다는 점, 메모리 공급 부족 심화를 감안하면 극단적 침체를 가정한 과도한 비관론이다. 메모리 실적 가시성을 신뢰하지 않으므로, 밸류에이션도, 주주환원도 평가받지 못하는 상황인 것이다. 다만 10-11 월 빅테크들의 실적 발표를 통해 Agent AI 확산에 따른 AI 의 성장성, 여전히 공고한 AI 로드맵이 재확인될 것이며, 설비투자 지속 가능성에 대한 극단적인 우려는 완화되기 시작할 것으로 예상한다. GPU 임대 가격 상승세를 고려하면, 회수기간은 축소되고 있으며, 이는 AI 인프라에 대한 여전한 투자 매력도를 의미하기 때문이다. 메모리 실적 발표에서 역시 공급 부족의 장기화, 장기공급계약에 대한 높은 수요, 주주환원에 대한 의지를 재확인할 것이다. 반도체 비중 확대 의견을 유지한다.

삼성전자 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클 이전)



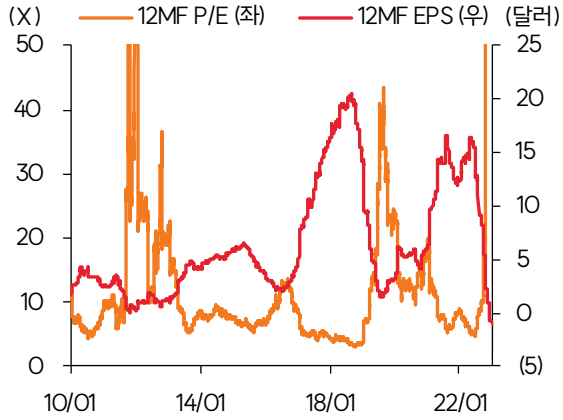
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클)



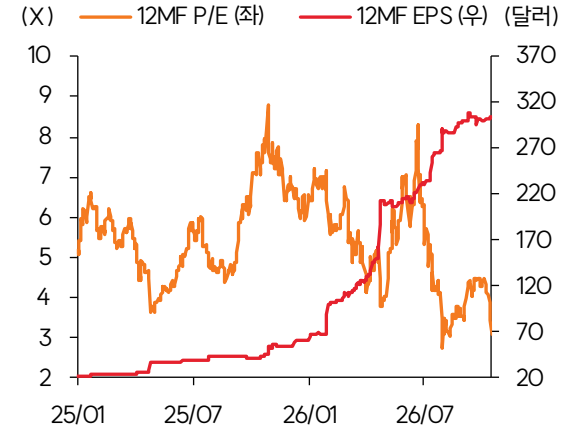
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클 이전)



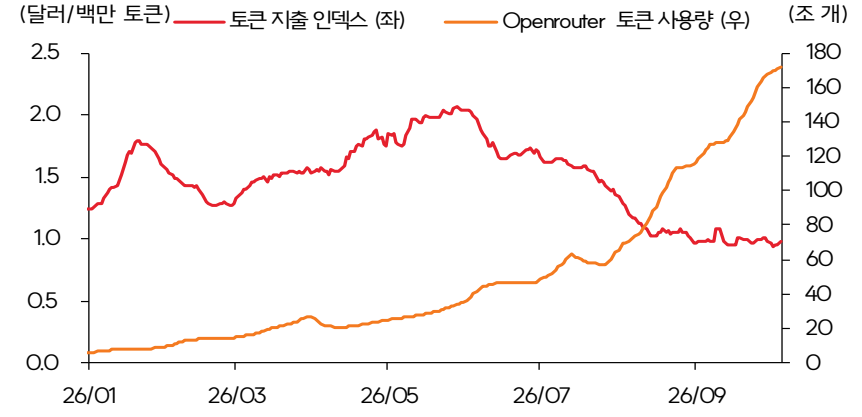
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 12MF P/E, EPS 추이 (AI 사이클)



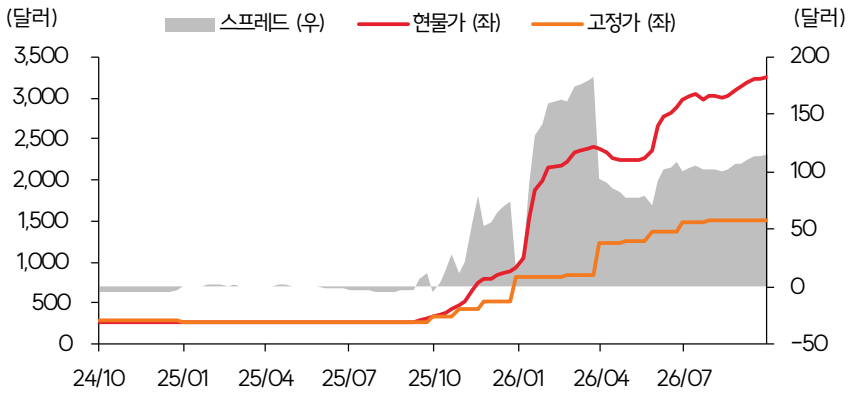
자료: Bloomberg, SK 증권

AI 토큰 지출 인덱스, Openrouter 토큰 사용량 추이



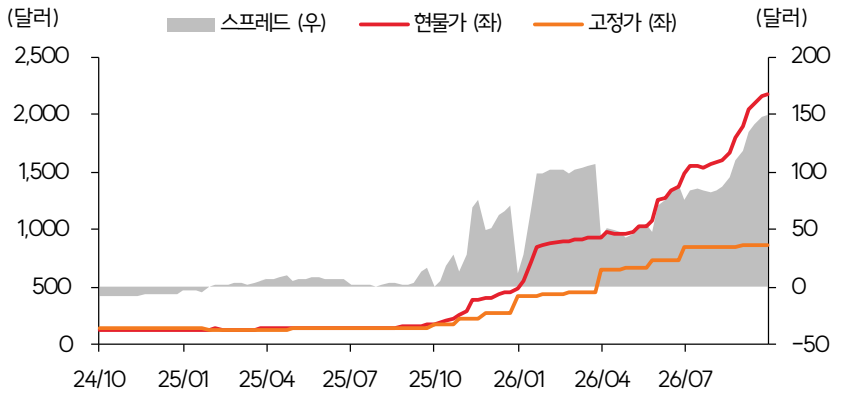
자료: Silicon Data, Openrouter, SK 증권

DDR5 RDIMM 64GB 현물, 고정가격 및 현물 프리미엄 추이



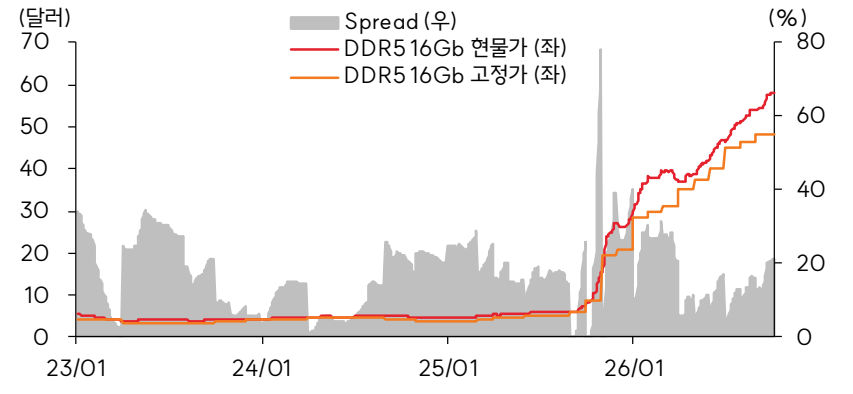
자료: DRAMeXchange, SK 증권

DDR5 RDIMM 32GB 현물, 고정가격 및 현물 프리미엄 추이



자료: DRAMeXchange, SK 증권

DDR5 16Gb 현물, 고정가격 및 현물 프리미엄 추이



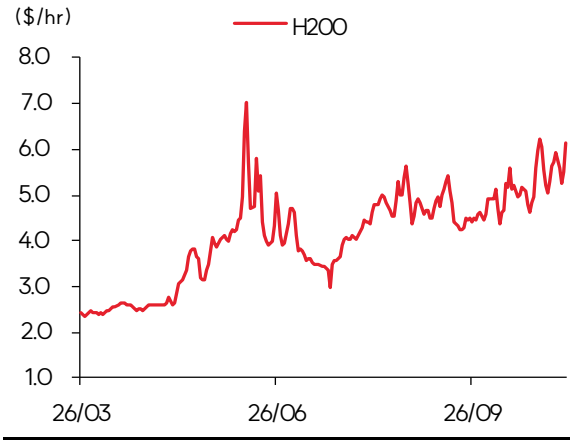
자료: DRAMeXchange, SK 증권

B200 임대가격 추이



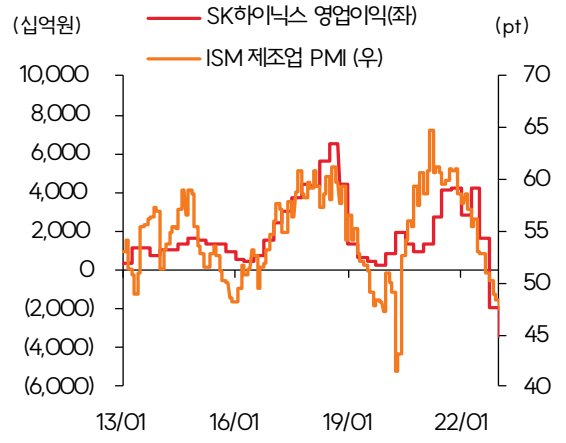
자료: Silicon Data, SK 증권

H200 임대가격 추이



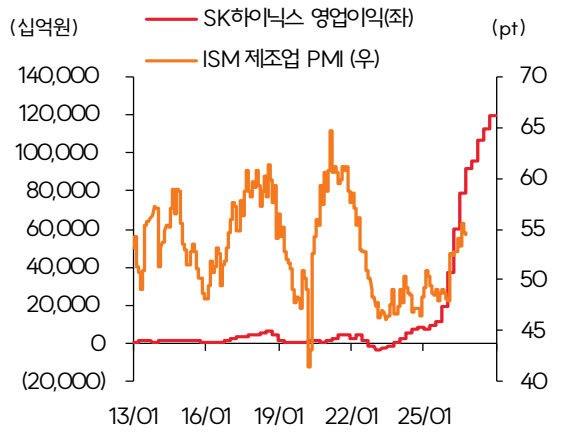
자료: Omn, SK 증권

ISM 제조업 PMI 와 SK 하이닉스 영업이익 추이 (AI 이전)



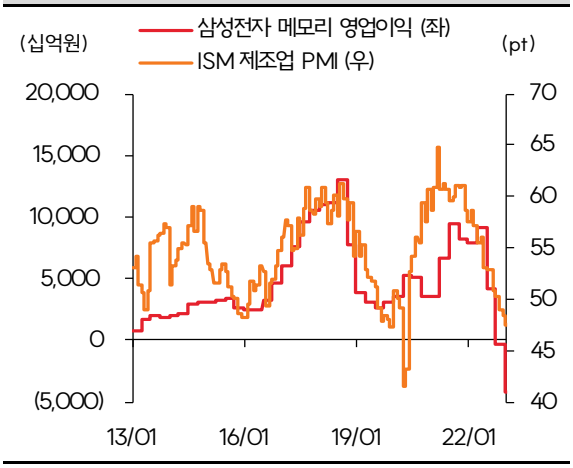
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI 와 SK 하이닉스 영업이익 추이 (AI 포함)



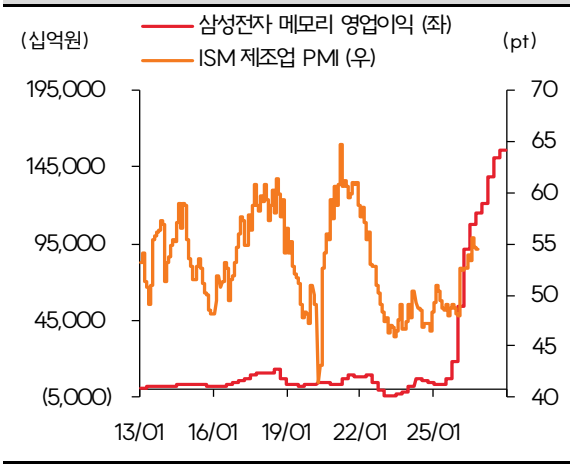
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI 와 삼성전자 메모리 영업이익 추이 (AI 이전)



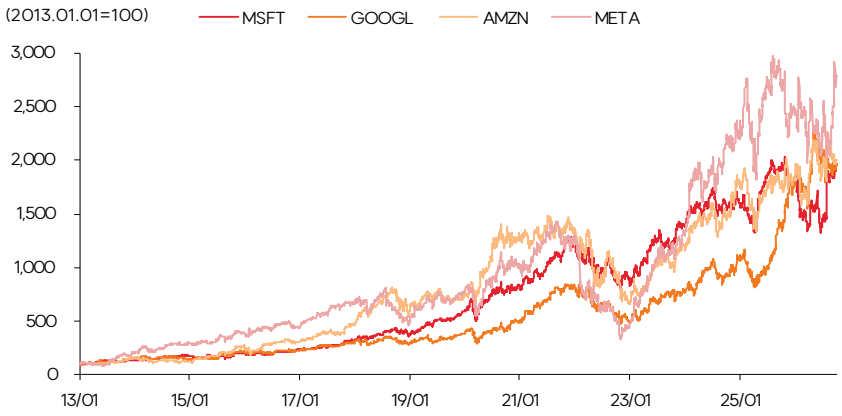
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

ISM 제조업 PMI 와 삼성전자 메모리 영업이익 추이 (AI 포함)



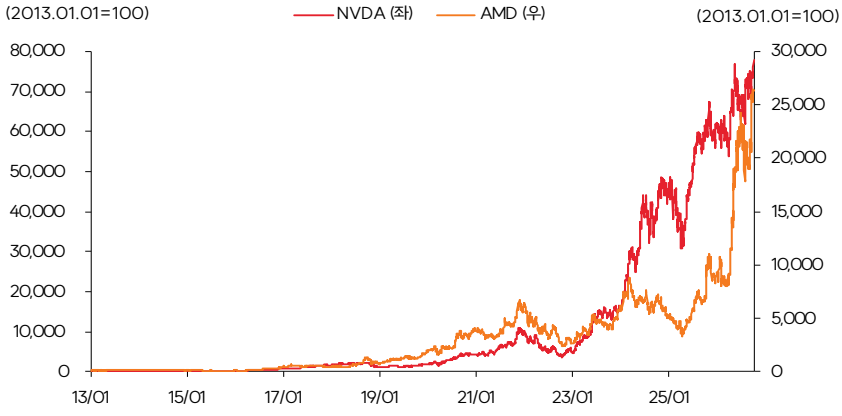
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

북미 하이퍼스케일러 4 사 주가 추이



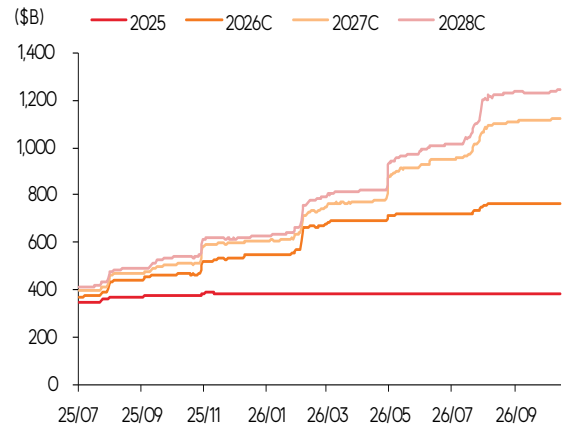
자료: Bloomberg, SK 증권

GPU 가속기 2 사 주가 추이



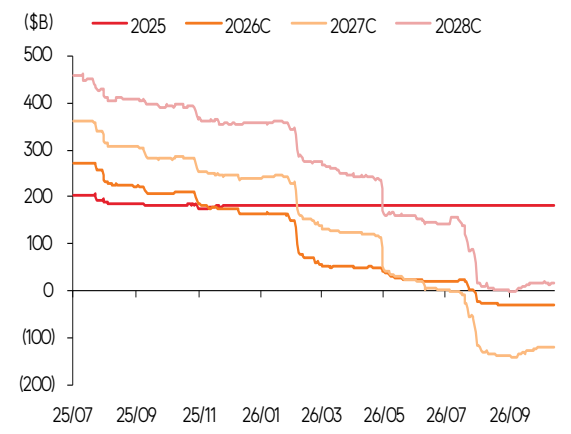
자료: Bloomberg, SK 증권

북미 6 개사 합산 CapEx 추이 및 전망



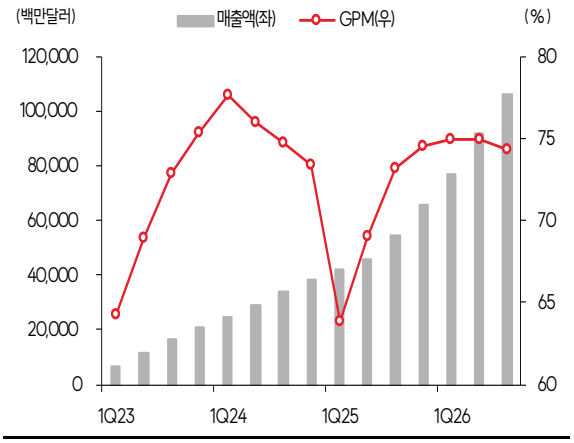
자료: Bloomberg, SK 증권
주: 6 사 (구글, 아마존, MS, 메타, 오라클, 코어위브)

북미 6 개사 합산 FCF 추이 및 전망



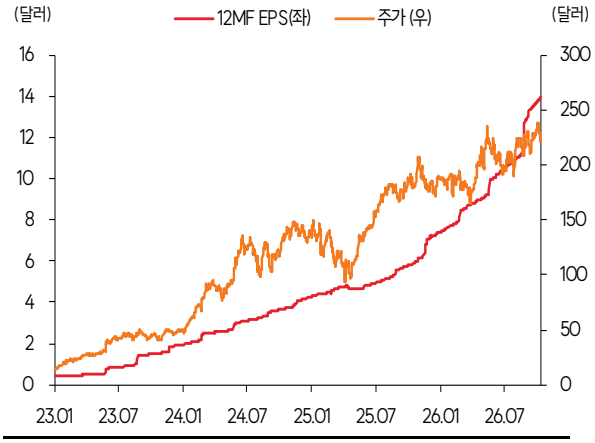
자료: Bloomberg, SK 증권
주: 6 사 (구글, 아마존, MS, 메타, 오라클, 코어위브)

엔비디아 매출액 및 GPM 추이



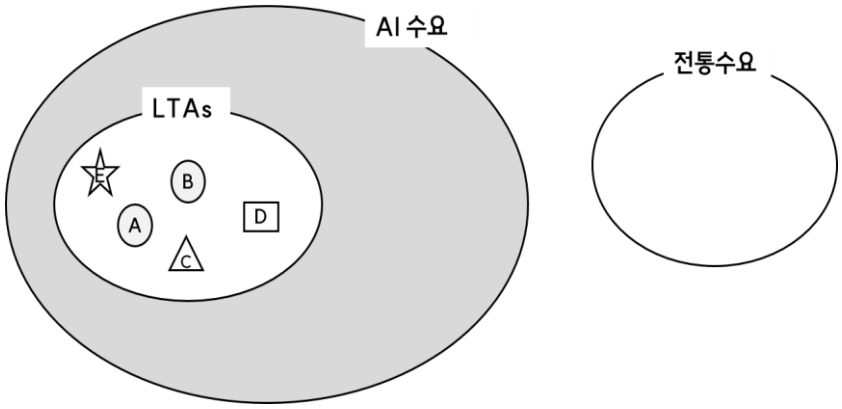
자료: Bloomberg, SK 증권

엔비디아 12MF EPS 및 주가 추이



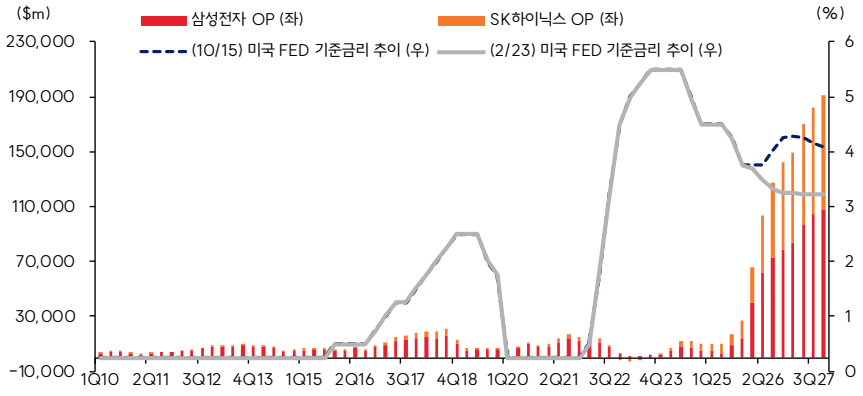
자료: Bloomberg, SK 증권

Dual market 화 되는 메모리



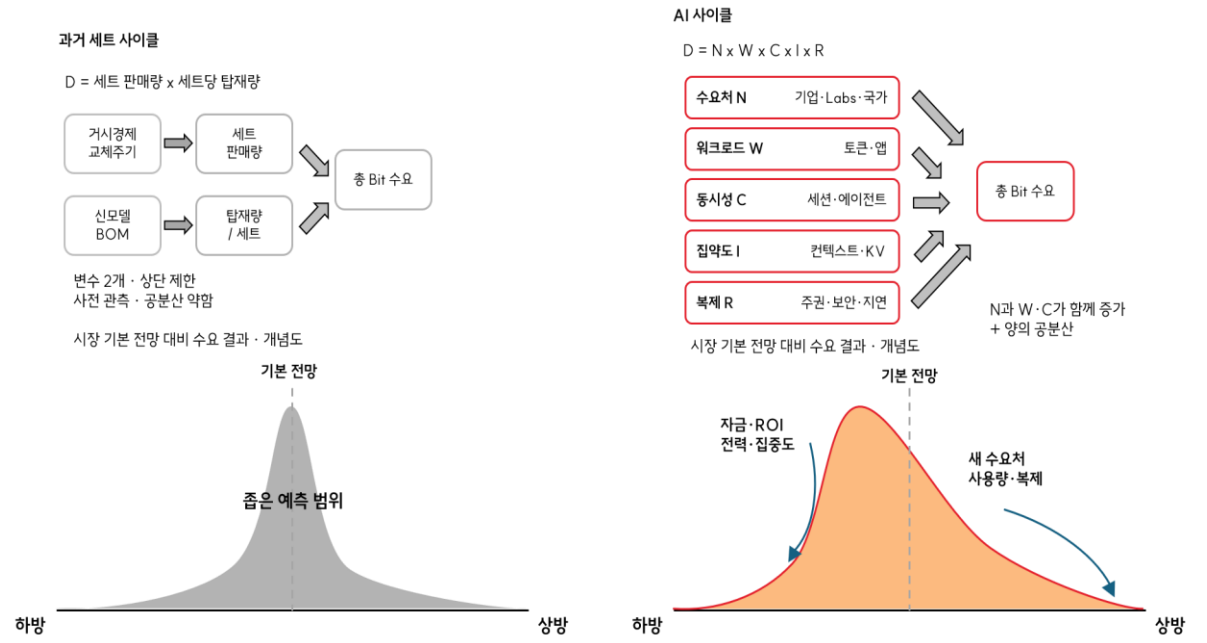
자료: SK 증권

미국 기준금리, 한국 메모리 영업이익 추이 및 전망



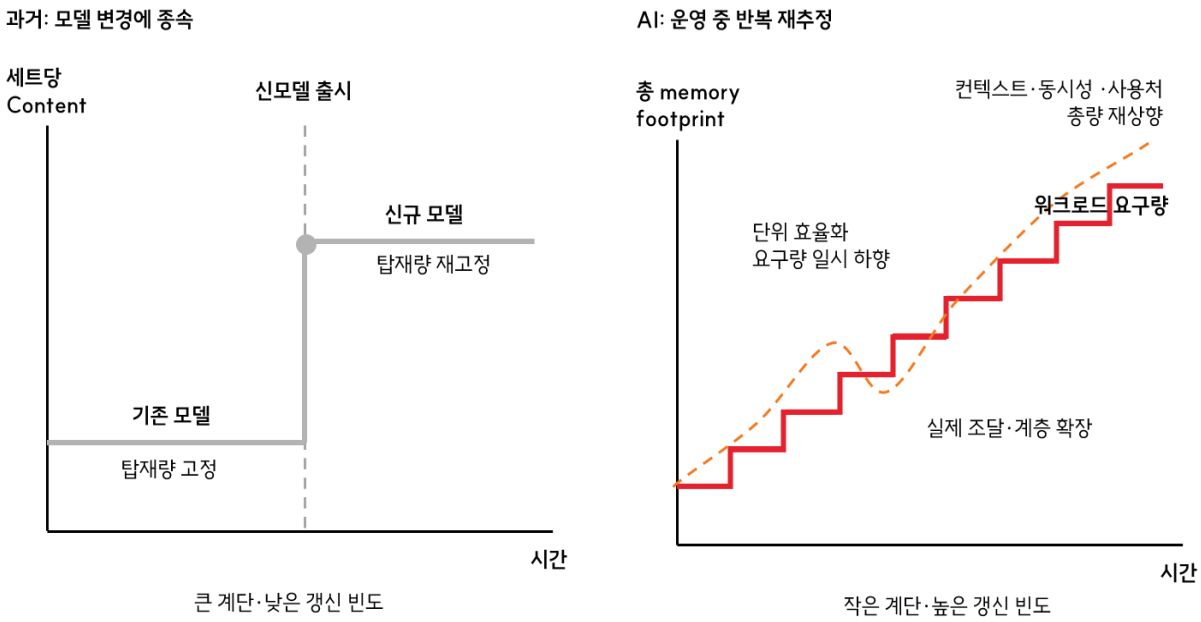
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

메모리 수요 성격의 변화



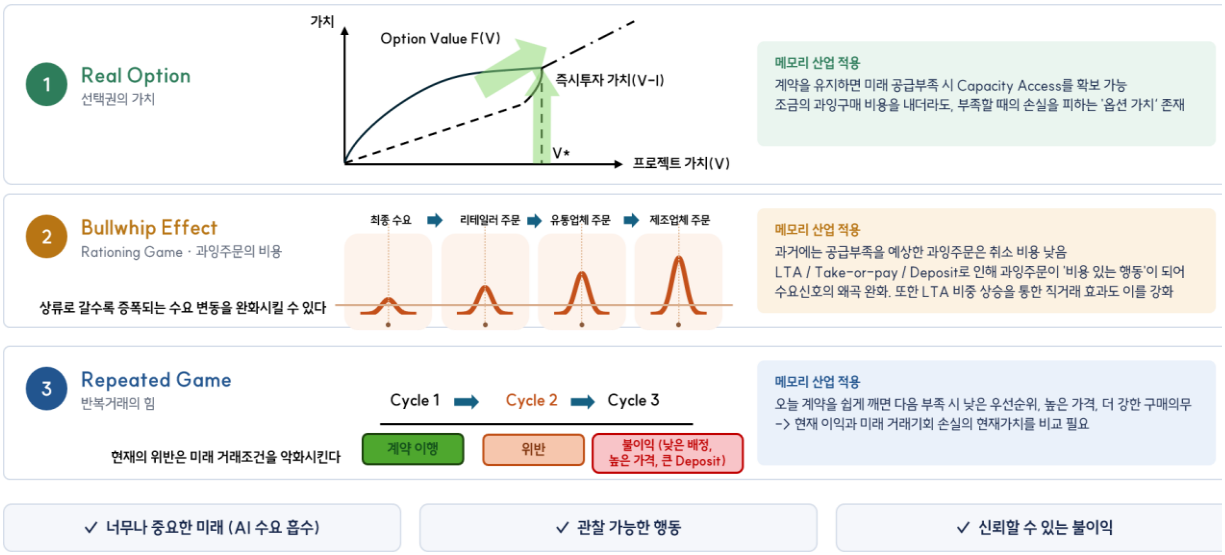
자료: SK 증권

메모리 Contents cadence 의 변화



자료: SK 증권

LTA 의 경제적 힘: 수요의 질 제고



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%

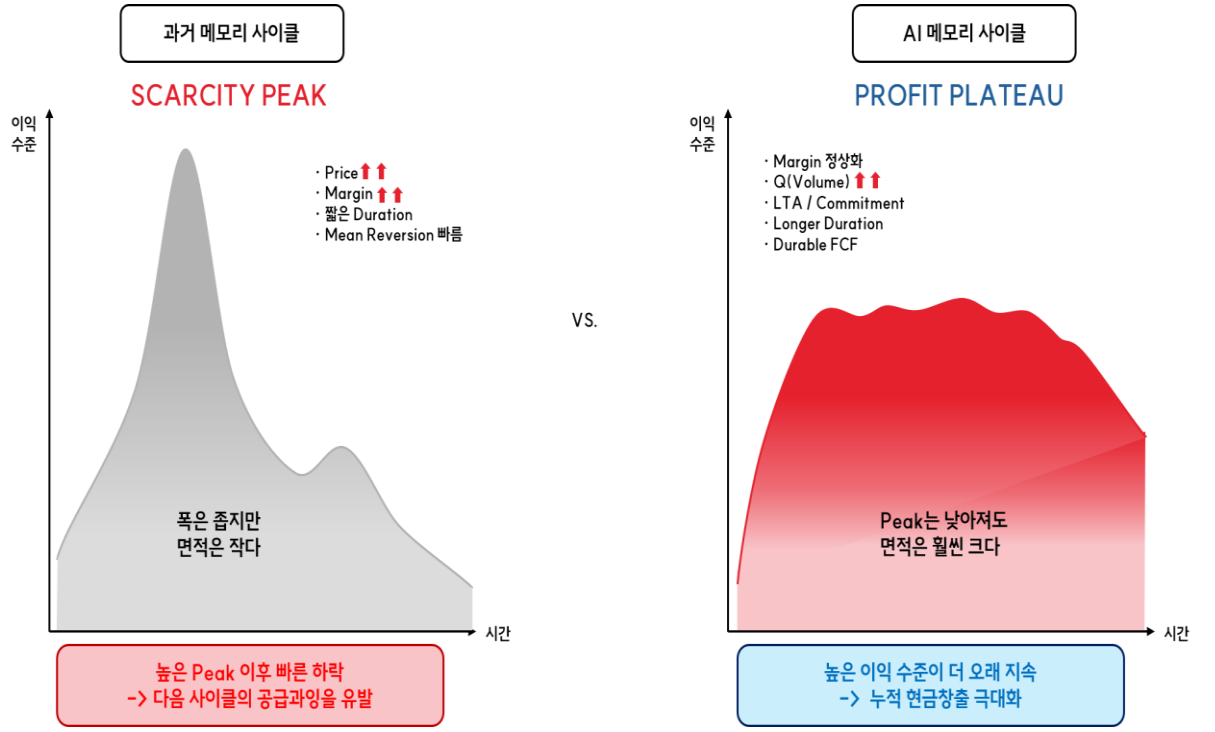
자료: SK 증권 추정

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 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 10 월 21 일 기준)	매수	96.48%	중립	3.52%	매도	0.00%