SK 증권

2026-11-12

COMMENT

반도체

되돌림

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

Signal: 코어위브에서 확인된 우려의 완화: 임대가격 상승 지속, 자금부족 리스크 하락, 로드맵 불변
Key: 나타나지 않는 오더컷. 오히려 LTA 장기화 중. 속도조절 리스크는 H/W 수급의 여부. 공급 부족 지속
Step: 기회. 실적 기반 견고. 증설은 LTA 통한 수요 예측 제고에 기반. P/E 역대 최저 수준

코어위브에서 확인된 우려의 완화와 J-Curve 기대

AI 인프라 투자에 대한 우려가 완화되기 시작했다. 시장 고민과 주가 하락의 원인은 고금리 등에 따른 CDS 스프레드 급등이 높은 레버리지 비즈니스인 네오클라우드에 대한 자금조달 우려와, 이에 따른 수주잔고 실행 실패 등에 따른 생태계 내 연쇄효과였다. 하지만 코어위브의 이번 실적 발표를 통해 가중평균조달금리 하락, 임대가격 인상, 수주잔고 및 매출 상승세 강화가 확인되기 시작했다.

가격: GPU 장기계약 기준 $20-25/W (+10% QoQ), 단기계약 $40/W 초과. 가격 지속 상승 중

자금: 추정 가중평균 조달금리 7.9% (-1.1%p QoQ), 이자비용/EBITDA 37% (-9%p QoQ), 선급금 $9B 확보

또한 코어위브는 2028년 용량에 대한 판매를 서두르고 있지 않다고 밝혔다. 이는 임대가격에 대한 낙관적인 전망에 근거한 전략이라 판단한다. 가격 상승, 비용 증가율 둔화를 감안하면 수주잔고를 매출로 환원시키기 위한 자금 부족에 대한 우려는 크게 낮아지고 있다. 데이터센터 지연에 대한 시장 우려에도 현재 진행중인 공사 모두가 인허가 완료, 그 이후의 우려에 대해서는 적극적인 협상에 대한 입장이 재확인되었다. 장기적인 모든 우려가 해소되는 것은 아니지만, 극단적 우려의 되돌림, AI 에 대한 우려가 수요 견인이 아니라는 것이다. 이는 AI 인프라의 가치 상승, 이에 따른 투자 명분 강화의 방향이 매우 견고하다는 것을 의미한다.

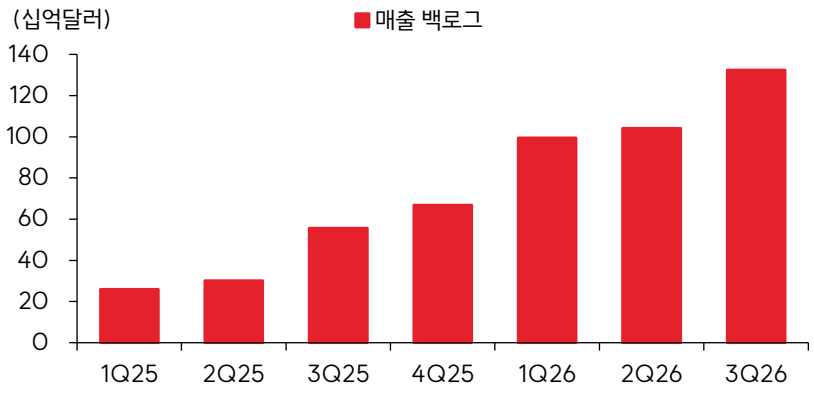
오더컷은 나타나지 않고있다

다운턴의 시작이라면 오더컷의 '출현과 확산'이 필요하다. 역사적으로 메모리 주가의 고점은 매크로 충격으로 형성되며, 이후 오더컷 발생, 그 이후 메모리 가격 하락으로 다운턴이 시작되었기 때문이다. 2015 년은 그리스 디폴트 사태가 남유럽 재정위기로 확산되며 주가의 고점이 형성되었고, 2018년에는 미-중 무역분쟁이 주가 고점을 만들었다. 주가 고점 형성 3개월 후 오더컷이 발생하고, 그 이후 3개월 후 메모리 가격이 하락했다. 이는 2015, 2018, 2022년 같은 패턴과 같은 시차를 두고 반복된 메모리 주가의 역사이다. 하지만 6 월 주가 고점 이후 오더컷은 발생하지 않고있다. 오히려 3+2 년 구조의 LTA 는 5 년으로 확장 및 강화에 대한 논의가 진행 중이며, 속도 조절이 나타날 수 있는 영역은 병목 H/W 수급에 어려움을 겪고 있는 쪽일 뿐이다. 대부분의 업체들이 LTA 를 통해 목표 물량을 확보하지 못했다는 점을 감안하면, 잠재적인 일부의 속도 조절 리스크가 메모리 공급 부족 구조를 바꿀 수 없다. 또한 수요 하향과 계약 재협상 국면에 메모리 공급사들이 기존 생산능력 확장 계획을 유지할 리 없다. 현재 메모리 투자 기조는 Shell-first 이다.

증명될 실적과 이익의 고원, 밸류

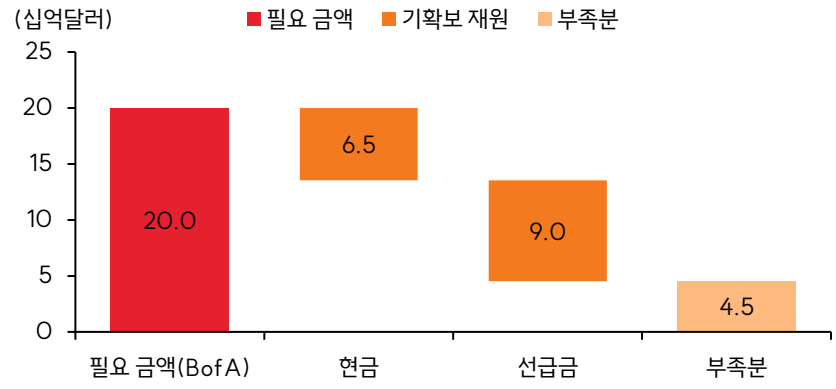
AI 인프라의 우려가 완화된다는 것은 메모리 이익 신뢰도의 제고를 의미한다. 현재 삼성전자, SK 하이닉스의 12MF P/E 는 각각 3.3X, 2.9X 로 역사적 저점을 하향 이탈한 상황이다. 1Q27 HBM3e, 4 의 큰 폭 가격 인상 반영, 모바일 DRAM 가격 정상화 등을 감안하면 메모리 실적 전망은 견고하며, LTA 위반 비용은 단순히 선수금 등의 페널티에 그치지 않는다. 이후의 물량 확보, 계약 조건, AI 생태계 내 경쟁 논리 등에도 영향을 미칠 것이기 때문이다. 2028 년 이익 절벽 시나리오는 메모리가 증설하면 약해진다는 과거의 기억에 기반한다고 판단한다. 증설은 LTA 를 통해 제고시킨 수요 예측력에 기반하며, 증설이 없으면, AI 인프라 확장도 없다. 실적으로 증명하는 과정에서 고정관념은 자연스레 희석될 것이다. 현재 메모리 밸류는 기회이다. 비중확대 의견을 유지한다.

코어위브 수주잔고 추이



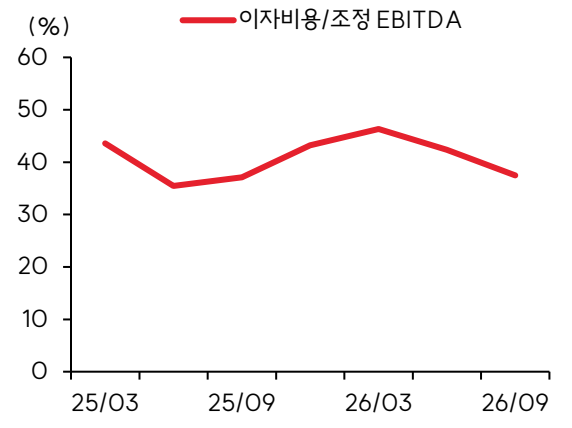
자료: CoreWeave, SK 증권

코어위브 필요금액 및 부족분



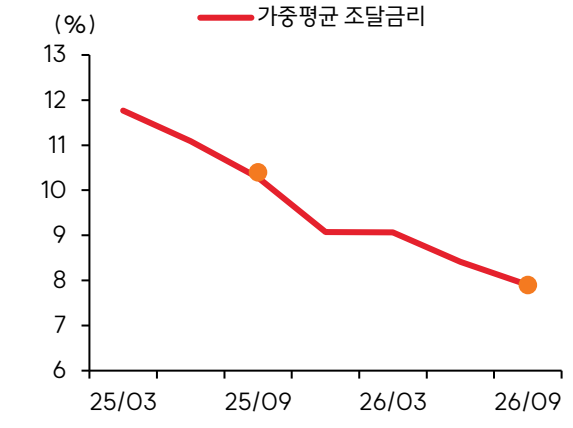
자료: 언론 자료, CoreWeave, SK 증권

코어위브 이자비용/조정 EBITDA 추이



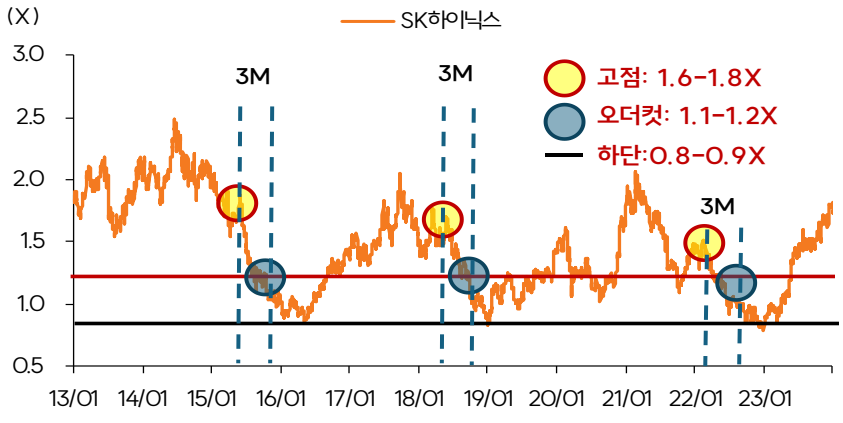
자료: CoreWeave, SK 증권

코어위브 가중평균 조달금리 추이 (추정)



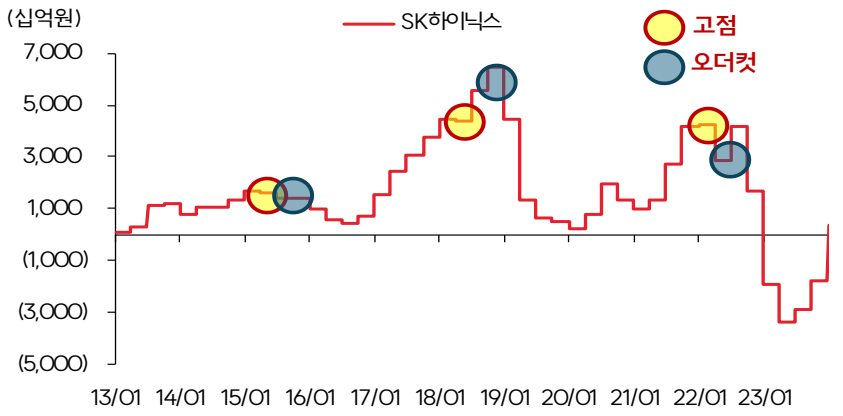
자료: CoreWeave, SK 증권 추정 / 4Q25, 3Q26 은 직접 수치 공개

SK 하이닉스의 주가 고점, 오더컷, 하단 12MF P/B (2013-2023)



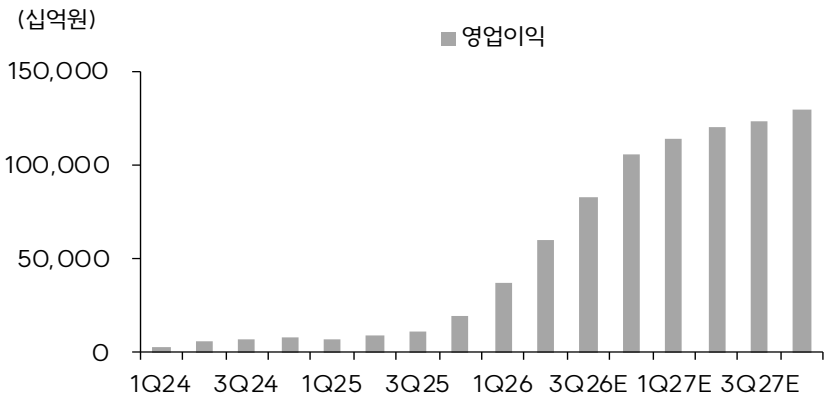
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스의 분기 영업이익 (2013-2023)



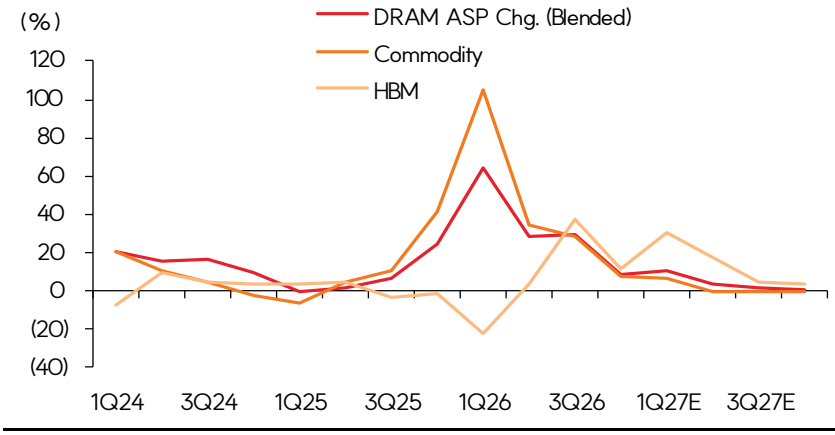
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스의 분기 영업이익 전망 (2023-2027E)



자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 분기 가격 변화율 추이 및 전망



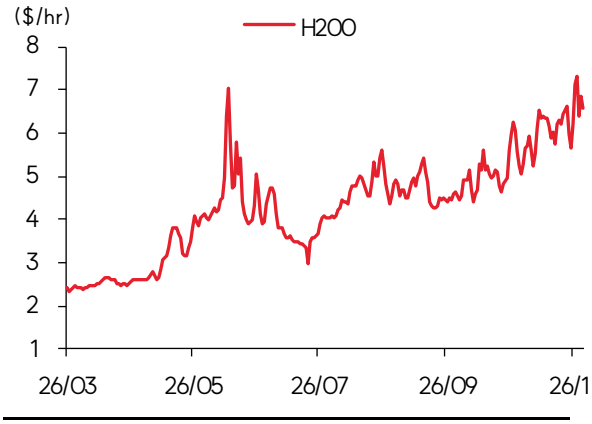
자료: SK 증권 추정

B200 임대가격 추이



자료: Silicon Data, SK 증권

H200 임대가격 추이



자료: Omn, 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)		7.9%	14.5%	16.6%

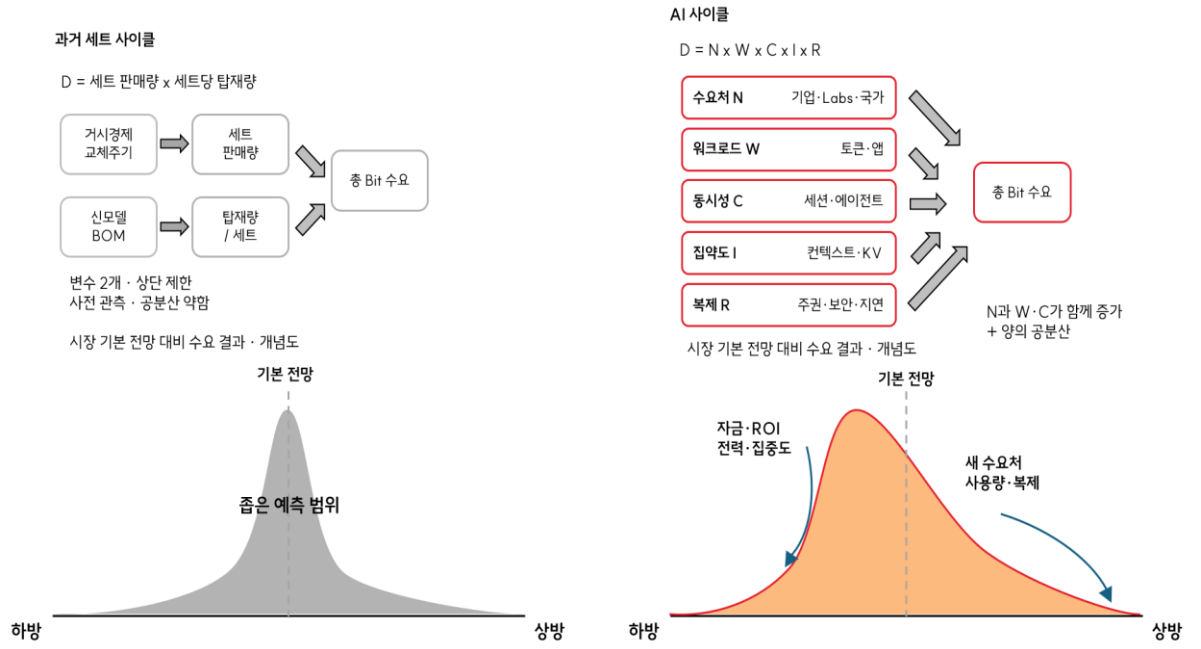
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 주주환원 시나리오

(단위: 십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
OCF	53,373	201,633	386,968	485,842
CapEx	27,374	49,309	70,200	76,000
FCF	25,999	152,324	316,768	409,842
주주환원재원 (50% 기준)	13,000	76,162	158,384	204,921
주주환원액	2,105	100,000	158,384	204,921
지배순이익	42,984	258,488	378,210	448,474
주주환원/지배순이익	4.9%	29.5%	41.9%	45.7%
주주환원/현재시가총액		10.7%	17.0%	22.0%

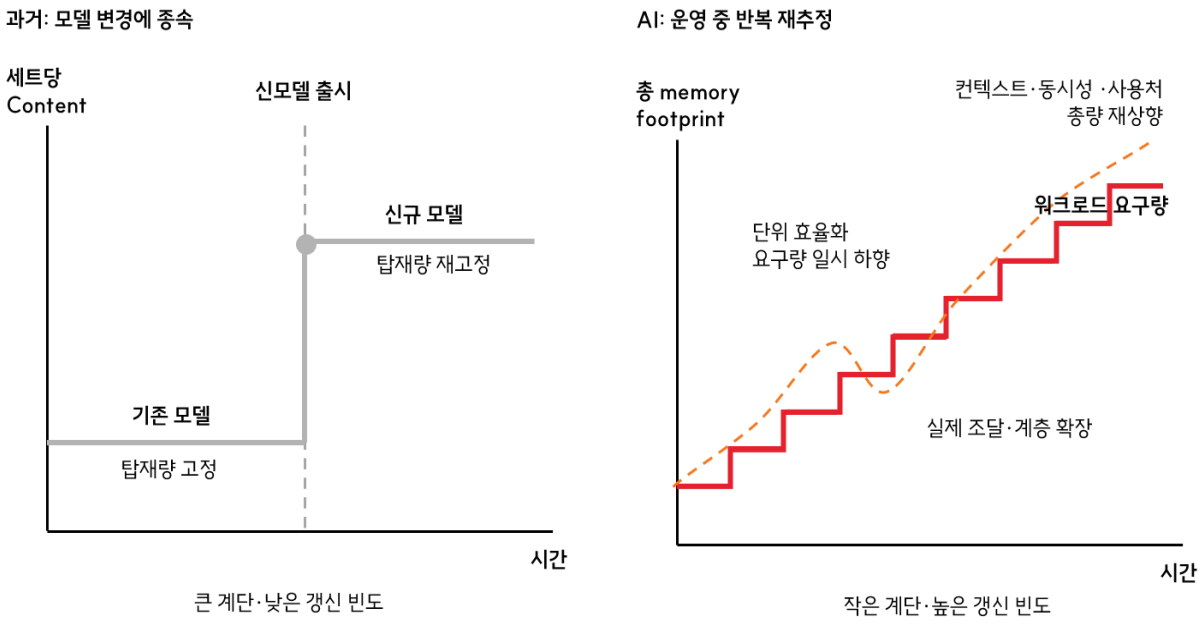
자료: SK 증권 추정

메모리 수요 성격의 변화



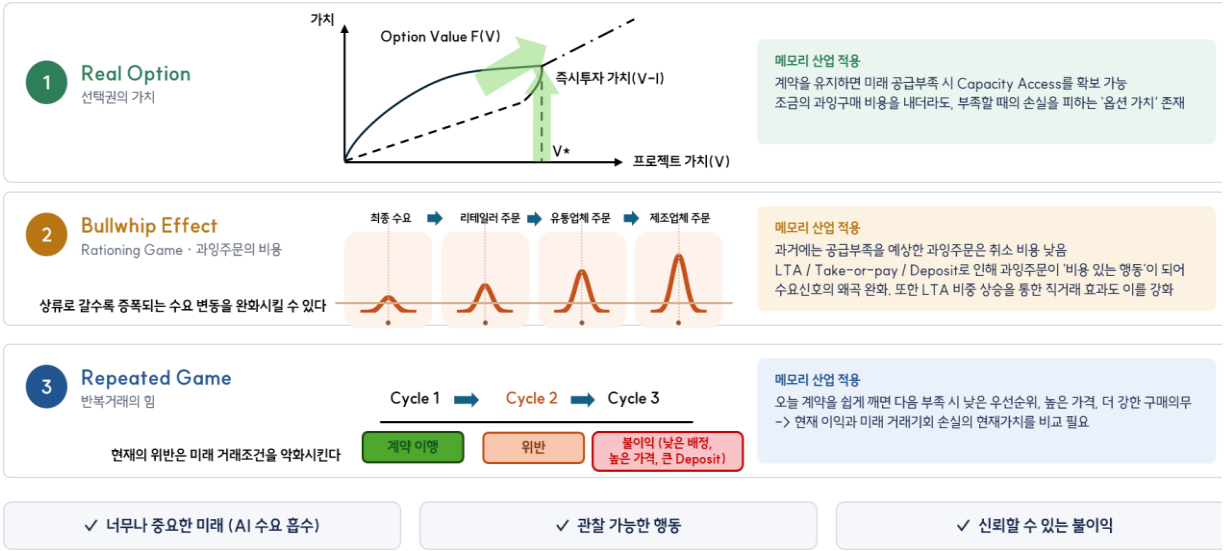
자료: SK 증권

메모리 Contents cadence 의 변화



자료: SK 증권

LTA 의 경제적 힘: 수요의 질 제고



자료: SK 증권

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 11 월 12 일 기준)	매수	96.35%	중립	3.65%	매도	0.00%