

[반도체]

레거시 훈풍 속 소부장 옥석 찾아드립니다!

이수림 반도체 02-709-2661 surim.lee@ds-sec.co.kr

2025.09.16

메모리 업사이클 지속에 대한 기대감, NAND까지도 확산

서버 중심으로 2026년에도 DRAM 수요는 강할 것으로 전망한다. 당사는 2025/08/19 발간한 “De-rating이 아닌 구조적 Re-rating” 보고서를 통해 CSP 업체 2Q25 실적 발표를 통해 일반 서버의 교체 시그널을 포착했다고 언급한 바 있다. 주요 CSP 업체 합산 감가상각비는 2Q25 YoY +39% 증가했으며 2025년 연내 Capex 상향 지속 중이다. 2Q25 인텔 CPU 서버용과 클라이언트용 모두 출하 견조했다는 부분에서도 확인 가능하다. 범용 서버 수요에서 가장 많은 비중을 차지하는 AWS의 Capex 상향이 이를 증명한다는 판단이다.

추론 AI의 확산으로 데이터센터 스토리지 역시 수요가 증가하고 있다. HDD 업체들이 보수적인 증설 전략을 유지하면서 기존 HDD 공급망이 이를 감당하지 못하는 상황으로 판단한다. 이로 인해 QLC eSSD가 콜드/웜 데이터 저장의 대체 기술로 부상하며 최근 NAND 수요 회복에 기여하고 있다. HDD 공급 문제는 단기간에 해소되지 않을 것으로 보여 CSP들은 대체재 확보가 불가피하며 이에 따른 QLC eSSD 수요 증가가 지속될 전망이다.

DRAM 가격&가동률 상승, NAND는 가격 상승, Capex 증가는.. Maybe?

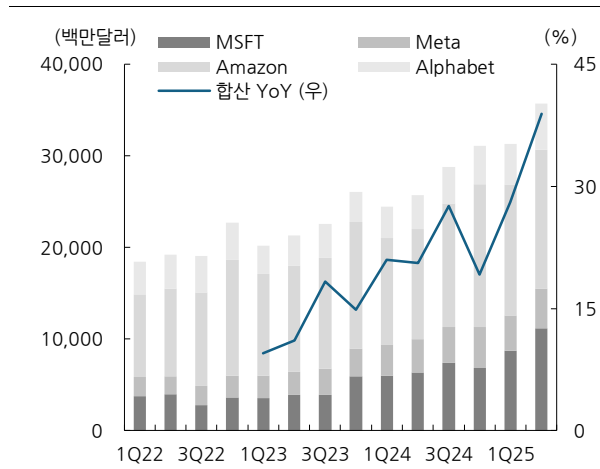
예상보다 수요가 올라오고 있는 상황에서 주요 메모리 공급업체들의 CAPA 배분은 여전히 HBM과 최선단 제품에 집중될 전망으로 금번 레거시 가격 상승은 2026년 상반기까지 가시성이 높아지고 있다. 2분기 가이드를 크게 상회했던 B/G를 감안할 때 공급사 재고 레벨도 많이 낮아져있을 것이다. SK하이닉스의 경우 이미 HBM과 DDR5를 중심으로 DRAM 가동률이 높게 유지되고 있던 상황이었으나 삼성전자는 상반기 상대적으로 낮았던 가동률을 6~7월부터 빠르게 올리고 있다.

다만 NAND의 경우, 메모리 업체들은 3분기 실적부터 온기 반영될 수 있으나 DRAM만큼 수요 가시성이 높지는 않아 공급 확대에 이어질 가능성은 낮다. 또한 내년 하반기 YMTC의 공격적인 CAPA 확대가 예정되어 있어 공급업체들의 보수적인 전략이 지속될 것으로 판단한다. NAND 익스포저가 높은 소부장에서 옥석 가리기가 필요한 이유다. SK하이닉스는 300단대 전환투자에 지속 집중할 것으로 전망한다. 삼성전자의 V9 대용량 QLC 제품 역시 아직 본격화 전으로 수요 대비 공급이 부족한 상황이 당분간 지속될 전망이다.

이엔에프테크놀로지, 에스앤에스텍, 하나마이크론 추천

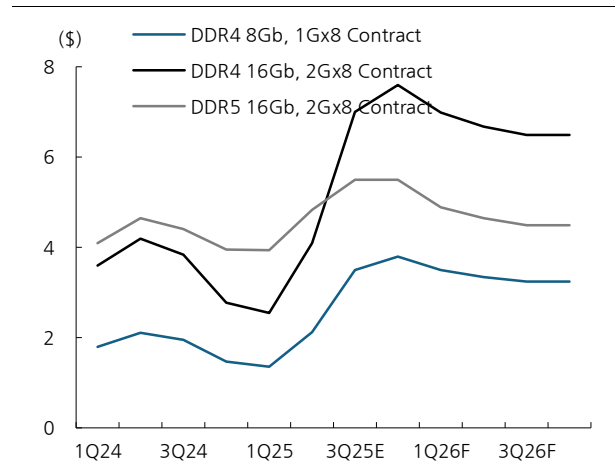
대형주 Top-pick은 SK하이닉스를 유지한다. 삼성전자, SK하이닉스 모두 하반기 실적 추정치 상향이 필요할 전망이다. 소부장에서는 삼성전자 DRAM/파운드리 소재 밸류체인을 현재 시점에서 가장 선호하며, 주요 Top-picks로는 이엔에프테크놀로지, 에스앤에스텍을 제시한다. 하나마이크론 역시 관심종목으로 신규 제시하는데, 메모리 업체 외주 물량 확대에 인한 수혜가 예상되기 때문이다. 섹터가 다같이 오르는 상황일수록 하반기 실적 가시성이 높은 종목 위주로 옥석 가리기가 필요하다. 장비보다 소재 밸류체인을 선호하는 이유는, 2027년까지 신규 투자 모멘텀이 지속되기는 하나 2H25 장비 발주 규모는 크지 않을 것으로 판단하며 Capex 추가 상향을 논하기에는 아직 시점이 이르다고 판단하기 때문이다.

그림1 주요 CSP 업체 분기별 감가상각비 추이



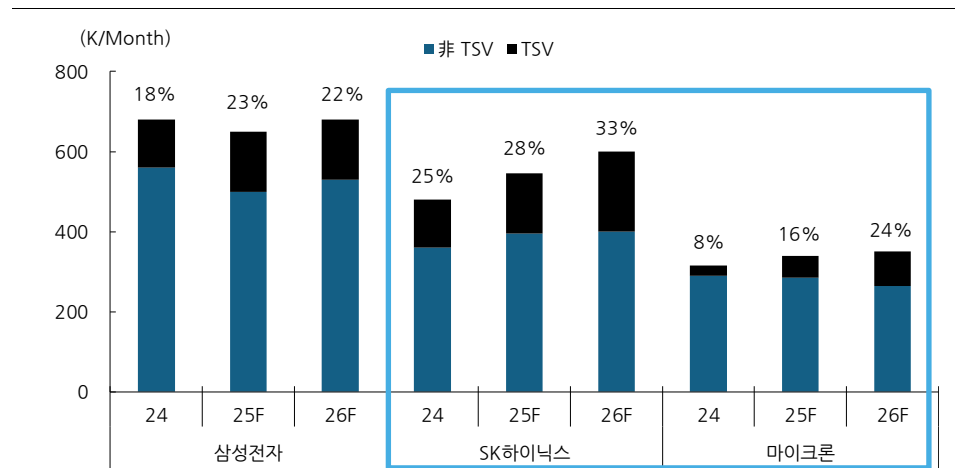
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림2 DRAM 분기별 Contract 가격 전망



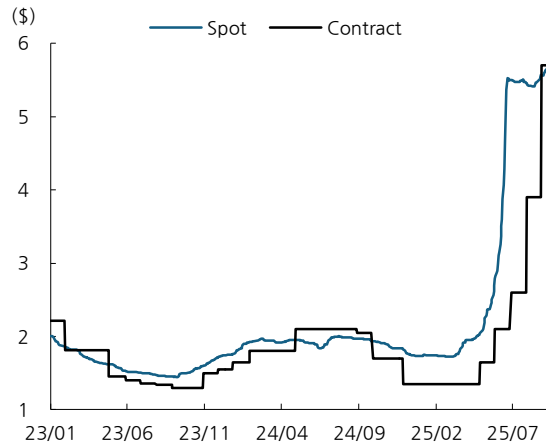
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림3 DRAM 공급업체 CAPA 및 TSV CAPA 비중



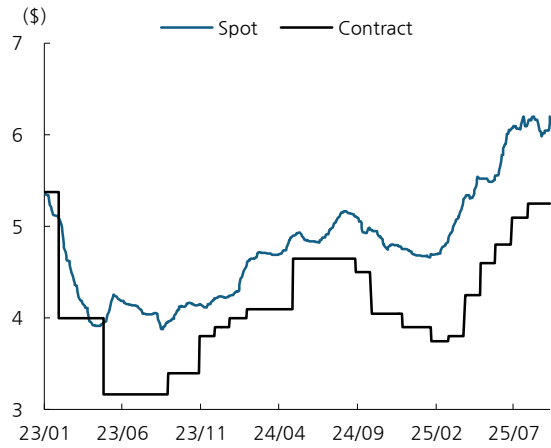
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림4 DDR4 8Gb 가격 추이



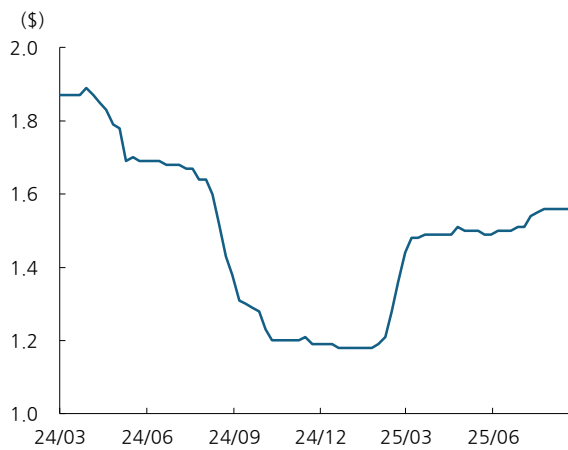
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림5 DDR5 16Gb 가격 추이



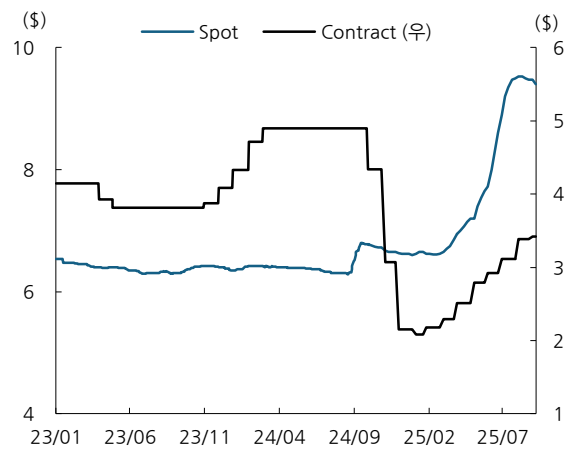
자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림6 TLC 256Gb 가격 추이



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

그림7 MLC 128Gb 가격 추이



자료: 업계 자료, DS투자증권 리서치센터

표1 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추정 Table

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	157.8	164.2	176.5	184.2	184.8	189.9	190.4	193.6	582.4	682.8	758.7
QoQ/YoY %	29.4	4.1	7.5	4.4	0.3	2.7	0.3	1.7	9.7	17.2	11.1
반도체	102.6	106.7	120.2	125.1	128.0	131.4	134.8	138.1	378.6	454.6	532.3
디스플레이	55.2	57.5	56.3	59.1	56.8	58.5	55.6	55.6	203.9	228.2	226.4
매출원가	118.2	121.9	130.6	135.8	133.1	136.7	136.5	141.0	450.2	506.4	547.2
% Sales	74.9	74.2	74.0	73.7	72.0	72.0	71.7	72.8	77.3	74.2	72.1
매출총이익	39.6	42.4	45.9	48.4	51.7	53.2	53.9	52.7	132.2	176.3	211.5
% Sales	25.1	25.8	26.0	26.3	28.0	28.0	28.3	27.2	22.7	25.8	27.9
판매비	18.1	18.9	22.2	23.9	24.0	24.7	24.8	25.2	72.9	83.2	98.6
% Sales	11.5	11.5	12.6	13.0	13.0	13.0	13.0	13.0	12.5	12.2	13.0
영업이익	21.5	23.5	23.7	24.5	27.7	28.5	29.1	27.5	59.3	93.1	112.8
QoQ/YoY %	39.8	9.5	0.7	3.6	13.2	2.7	2.3	-5.6	148.6	56.9	21.2
% OPM	13.6	14.3	13.4	13.3	15.0	15.0	15.3	14.2	10.2	13.6	14.9
당기순이익	14.1	14.7	14.2	14.7	16.7	17.3	17.6	16.5	29.7	57.8	68.2
% NPM	9.0	9.0	8.1	8.0	9.0	9.1	9.2	8.5	5.1	8.5	9.0

자료: 이엔에프테크놀로지, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 에스앤에스텍 실적 추정 Table

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	57.9	60.7	60.7	57.4	68.0	71.3	72.6	70.5	176.0	236.6	282.4
QoQ/YoY %	27.9	4.9	0.0	-5.4	18.5	4.9	1.8	-2.9	17.1	34.4	19.3
블랭크마스크	54.9	58.6	59.6	61.4	65.1	69.2	69.4	72.5	166.6	234.4	276.2
디스플레이	38.4	40.1	38.3	39.1	41.1	42.8	40.6	43.6	105.3	155.9	168.1
반도체	16.5	18.5	21.3	22.3	24.0	26.4	28.8	28.9	61.3	78.5	108.1
기타	3.0	2.1	1.1	-4.0	2.9	2.1	3.2	-2.0	9.4	2.2	6.2
매출원가	37.6	38.7	38.6	39.4	44.3	45.7	46.2	47.9	116.5	154.4	184.2
% Sales	64.9	63.8	63.7	68.7	65.2	64.1	63.7	68.0	66.2	65.2	65.2
매출총이익	20.3	22.0	22.0	18.0	23.7	25.6	26.3	22.6	59.5	82.3	98.2
% Sales	35.1	36.2	36.3	31.3	34.8	35.9	36.3	32.0	33.8	34.8	34.8
판매비와관리비	8.4	8.7	8.9	8.9	9.9	10.2	10.4	11.4	30.0	34.8	41.8
% Sales	14.5	14.3	14.6	15.5	14.5	14.3	14.3	16.1	17.1	14.7	14.8
영업이익	11.9	13.3	13.2	9.1	13.8	15.4	16.0	11.2	29.5	47.4	56.4
QoQ/YoY	197.0	11.9	-1.0	-31.1	52.2	11.6	3.7	-29.8	17.7	60.8	18.9
% OPM	20.5	21.9	21.7	15.8	20.3	21.6	22.0	15.9	16.7	20.0	20.0
당기순이익	11.9	10.1	12.9	9.1	12.9	14.6	15.0	10.8	30.3	44.0	53.3
% NPM	20.6	16.7	21.2	15.8	19.0	20.4	20.7	15.3	17.2	18.6	18.9

자료: 에스앤에스텍, DS투자증권 리서치센터 추정

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.
-