

반도체 COMMENT

Going the distance

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

Signal: 2026년 말에도 현재의 공급 부족 상황의 큰 폭 개선 불가

Key: 장기공급계약 비중 확대 본격화. 실적 안정성의 구조적 상승 견인

Step: Going the distance

2026년 말에도 공급 부족 상황의 개선은 어렵다

2026년 말에도 현재의 메모리 공급 부족 상황은 크게 개선되기 어려울 것이다. 2026년 DRAM 수요는 20~25% 성장이 전망되나, 생산은 이를 상회하기 어렵다고 판단하기 때문이다. 이는 현재 공급자들의 3주 수준의 재고가 26년 말 유사한 수준 또는 그 이하가 될 것임을 암시한다. 2025년 DRAM 투자는 전환과 HBM 중심으로 진행되었고, 2026년 신규 투자를 위한 공간 제약 및 HBM 수요 상향 (HBM3e 12H, 4 12H) 영향이다. 2026년 삼성전자의 P4 투자분의 생산 기여는 26년 하반기부터 점진적으로, SK하이닉스의 M15X 역시 HBM 중심으로 26년 중순 생산부터 기여할 것이다. 이후의 신규 Fab인 SK하이닉스의 용인 Fab은 27년, 삼성전자의 P5는 28년 생산 시작을 전망한다. 공급자 우위의 Supercycle 장기화는 거시경제를 이기는 원동력이다. 과거와 다르다.

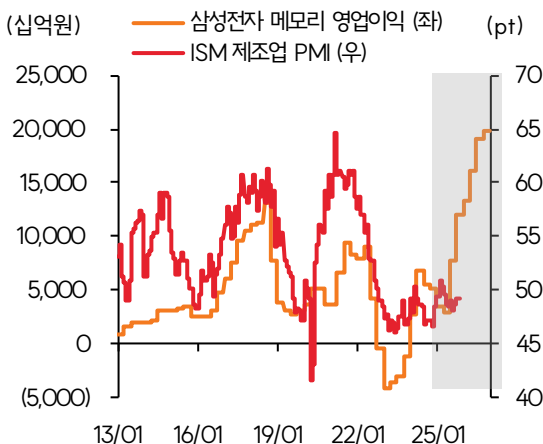
장기공급계약 비중 확대 본격화. 메모리 실적 안정성의 구조적 상승 견인

메모리 업종 내 장기공급계약 비중의 확대가 본격화 될 것이다. 공급 부족이 장기화 될수록 메모리 가격의 잠재적 인상 폭은 확대되며, 폭력적인 가격 인상은 장기공급계약의 강력한 유인으로 작동한다. 또한 AI 사이클이 Scale-up에서 Scale-out/across로 전환되며, 메모리 수요는 구조적으로 확대된다. 안정적 물량 확보를 위한 장기공급계약은 HBM뿐 아니라 서버 DRAM 등으로 확산될 것이다. 이에 따른 수요 예측력 제고는 메모리 업종 내 실적 안정성의 구조적 상승을 의미하며, 증설 당위성을 제공할 것이다.

Going the distance

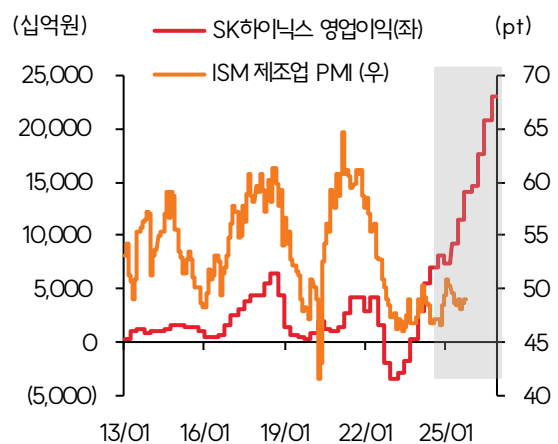
반도체 업종에 대한 비중확대 의견을 유지한다. AI향 메모리 수혜 강도 상승 본격화와 공급 부족의 시너지는 이제 막 시작 단계일 뿐이다. 메모리 업종의 근본적 체질 변화가 밸류 확대의 명분을 지속 제공할 것이다. 주가의 가파른 상승에 따른 조정 우려 상존하나, 예상 상회할 실적의 상/하단이 증명할 것이다. 삼성전자 170,000원, SK하이닉스 1,000,000원의 목표주가를 유지한다.

ISM제조업 PMI 지수와 삼성전자 메모리 실적추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

ISM제조업 PMI 지수와 SK하이닉스 실적추이 및 전망



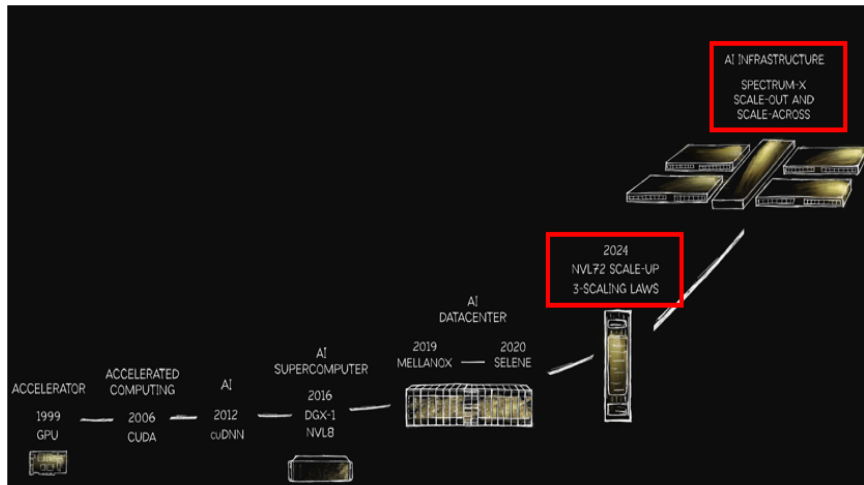
자료: SK 증권 추정

2026년 말 SK 하이닉스의 DRAM 재고주수 시나리오

2026년 생산 성장률	2026년 출하 성장률											
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	
-20%	3.5	0.2	(2.7)	(5.3)	(7.7)	(9.8)	(11.7)	(13.5)	(15.1)	(16.5)	(17.9)	
-15%	6.6	3.2	0.1	(2.7)	(5.1)	(7.4)	(9.4)	(11.3)	(13.0)	(14.5)	(16.0)	
-10%	9.7	6.1	2.9	(0.0)	(2.6)	(5.0)	(7.1)	(9.1)	(10.9)	(12.5)	(14.1)	
-5%	12.9	9.1	5.7	2.6	(0.1)	(2.6)	(4.9)	(6.9)	(8.8)	(10.5)	(12.1)	
0%	16.0	12.0	8.4	5.2	2.4	(0.2)	(2.6)	(4.7)	(6.7)	(8.5)	(10.2)	
5%	19.1	15.0	11.2	7.9	4.9	2.2	(0.3)	(2.6)	(4.6)	(6.5)	(8.3)	
10%	22.3	17.9	14.0	10.5	7.4	4.6	2.0	(0.4)	(2.5)	(4.5)	(6.3)	
15%	25.4	20.9	16.8	13.2	9.9	6.9	4.3	1.8	(0.4)	(2.5)	(4.4)	
20%	28.6	23.8	19.6	15.8	12.4	9.3	6.5	4.0	1.7	(0.5)	(2.5)	
25%	31.7	26.8	22.4	18.4	14.9	11.7	8.8	6.2	3.7	1.5	(0.6)	
30%	34.8	29.7	25.2	21.1	17.4	14.1	11.1	8.4	5.8	3.5	1.4	
35%	38.0	32.7	27.9	23.7	19.9	16.5	13.4	10.5	7.9	5.5	3.3	

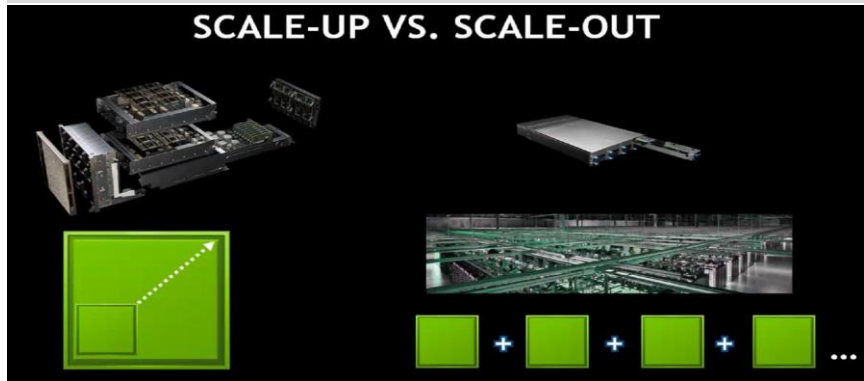
자료: SK 증권 추정

AI Cycle의 단계: Scale-up에서 Scale-out과 Scale-across까지



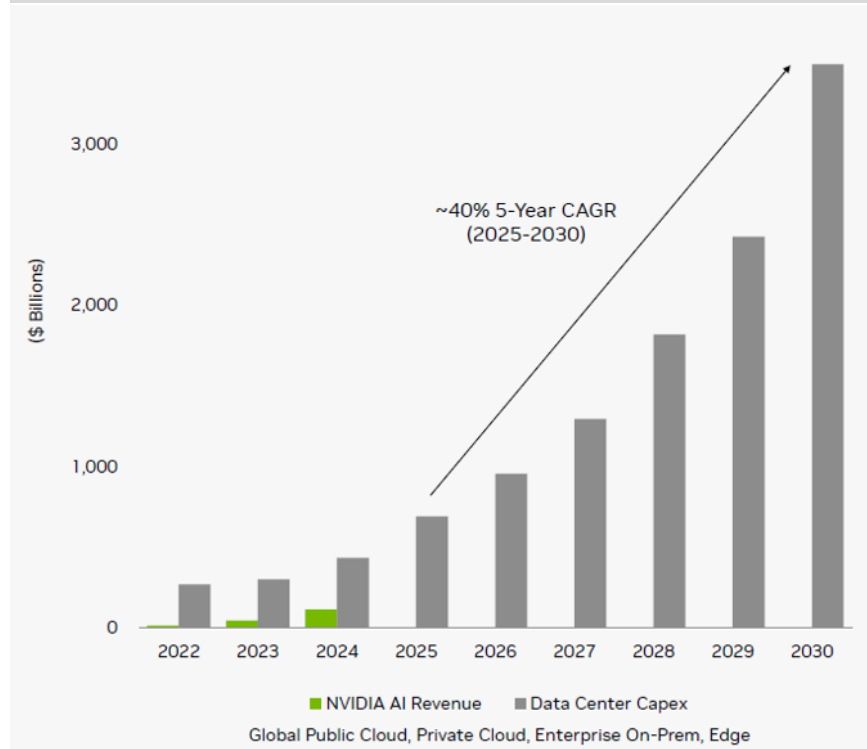
자료: GTC Washington, SK 증권

Scale-up과 Scale-out의 차이



자료: GTC Washington, SK 증권

엔비디아의 글로벌 데이터센터 CapEx 전망



자료: 엔비디아 (25.10), SK 증권

AI 향 핵심 메모리 다변화: HBM에서 서버 DRAM, GD7, SOCAMM2, SSD 까지



자료: 각 사, 언론보도, SK 증권

COMMENT

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망													(단위: 조원)		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	71.9	74.1	79.1	75.8	79.1	74.6	86.1	87.5	89.8	89.5	103.2	105.9	301.0	327.3	388.4
YoY %	13%	23%	17%	12%	10%	1%	9%	15%	13%	20%	20%	21%	16%	9%	19%
QoQ %	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	2%	3%	0%	15%	3%			
DX	47.0	41.8	44.7	40.2	51.5	43.3	48.0	42.6	49.5	44.2	49.9	45.7	173.6	185.4	189.4
VD/CE	13.5	14.4	14.1	14.4	14.5	14.1	13.9	14.2	13.9	14.3	14.5	15.0	56.4	56.7	57.7
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	29.2	34.1	28.4	35.6	30.0	35.4	30.7	117.2	128.7	131.7
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	27.9	33.1	37.7	38.1	42.7	49.0	53.4	111.1	123.8	183.2
Memory	17.5	21.7	22.3	23.0	19.1	21.2	26.7	31.0	31.5	35.5	41.2	45.1	84.5	98.0	153.4
DRAM	9.7	12.7	13.9	14.6	12.5	13.9	18.2	21.9	22.7	26.1	30.6	33.1	50.9	66.5	112.5
NAND	7.0	8.4	8.4	7.7	6.2	7.3	8.5	8.4	8.5	9.5	10.6	11.3	31.5	30.5	39.8
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.1	6.0	6.7	6.4	6.7	6.5	7.2	7.8	8.3	26.6	25.8	29.8
SDC	5.4	7.7	8.0	8.1	5.9	6.4	8.1	9.0	6.4	6.8	8.6	9.4	29.1	29.4	31.2
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	3.8	4.0	3.8	3.5	3.9	4.3	4.2	14.3	15.0	15.9
영업이익	6.5	10.5	9.2	6.5	6.7	4.7	12.2	14.9	17.0	19.5	24.7	24.7	32.7	38.5	85.9
YoY %	920%	1476%	249%	140%	2%	-55%	32%	130%	156%	314%	103%	66%	393%	18%	123%
QoQ %	142%	61%	-13%	-29%	2%	-29%	158%	23%	14%	15%	26%	0%			
DX	4.0	2.7	3.3	2.3	4.7	3.3	3.5	2.0	3.6	2.8	3.4	2.7	12.4	13.5	12.5
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.2	0.1	(0.0)	1.8	0.2	0.5
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	3.1	3.6	2.2	3.4	2.6	3.3	2.7	10.7	13.2	12.0
DS	1.8	6.5	3.9	2.9	1.1	0.4	7.0	11.5	12.8	15.7	19.3	20.2	15.1	20.0	68.1
Memory	2.7	6.8	5.6	5.1	3.4	2.9	7.7	11.9	13.2	16.1	19.1	19.8	20.2	26.0	68.2
DRAM	1.9	5.0	4.6	4.8	3.7	3.2	6.8	10.7	11.9	14.4	16.9	17.6	16.4	24.4	60.8
NAND	0.9	1.8	0.9	0.3	(0.3)	(0.3)	0.9	1.2	1.3	1.7	2.2	2.3	4.0	1.6	7.5
Foundry/LSI	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(0.7)	(0.5)	(0.5)	(0.4)	0.2	0.4	(5.0)	(6.0)	(0.2)
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.5	1.2	1.1	0.5	0.5	1.4	1.4	3.8	3.3	3.8
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.5	0.6	0.4	1.3	1.5	1.7
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	6%	14%	17%	19%	22%	24%	23%	11%	12%	22%
DX	9%	7%	8%	6%	9%	8%	7%	5%	7%	6%	7%	6%	7%	7%	7%
VD/CE	4%	3%	4%	1%	2%	1%	-1%	-1%	2%	1%	1%	0%	3%	0%	1%
MX/NW	10%	8%	9%	8%	12%	11%	11%	8%	10%	9%	9%	9%	9%	10%	9%
DS	8%	23%	13%	10%	4%	1%	21%	30%	34%	37%	39%	38%	14%	16%	37%
Memory	16%	31%	25%	22%	18%	14%	29%	38%	42%	45%	46%	44%	24%	26%	44%
DRAM	20%	39%	34%	33%	29%	23%	37%	49%	53%	55%	55%	53%	32%	37%	54%
NAND	13%	21%	11%	4%	-4%	-4%	11%	15%	15%	18%	21%	21%	13%	5%	19%
Foundry/LSI	-16%	-3%	-25%	-31%	-39%	-38%	-11%	-7%	-7%	-5%	3%	5%	-19%	-23%	-1%
SDC	6%	13%	19%	11%	8%	8%	15%	12%	8%	8%	16%	15%	13%	11%	12%
Harman	8%	9%	10%	10%	8%	13%	10%	10%	8%	13%	13%	10%	9%	10%	11%
자배순이익	6.6	9.6	9.8	7.6	8.0	4.9	11.0	13.6	15.0	16.7	21.1	20.9	33.6	37.5	73.9

자료: 삼성전자, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망										(단위: 십억원)	
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	17,639	22,232	24,449	26,911	26,806	30,609	35,026	37,784	66,122	91,231	130,225
QoQ %	-10%	26%	10%	10%	0%	14%	14%	8%	102%	38%	43%
YoY %	42%	35%	39%	37%	52%	38%	43%	40%			
DRAM	14,005	17,013	18,934	20,737	20,822	24,050	27,782	29,854	44,998	70,689	102,508
NAND	3,179	4,685	4,882	5,423	5,530	6,065	6,809	7,238	19,103	18,169	25,642
영업이익	7,441	9,210	11,383	14,120	14,617	17,530	20,807	23,085	23,468	42,155	76,039
QoQ %	-8%	24%	24%	24%	4%	20%	19%	11%	흑전	80%	80%
YoY %	158%	68%	62%	75%	96%	90%	83%	63%			
DRAM	7,510	9,438	11,415	13,651	13,808	16,294	19,093	21,061	21,044	42,014	70,256
NAND	4	(121)	(31)	469	809	1,236	1,715	2,024	2,864	320	5,783
지배순이익	8,107	6,997	12,595	11,781	13,128	15,361	17,731	19,688	19,789	39,480	65,788
QoQ %	1%	-14%	80%	-6%	11%	17%	15%	11%	흑전	100%	67%
YoY %	322%	70%	119%	47%	62%	120%	41%	67%			
영업이익률	42%	41%	47%	52%	55%	57%	59%	61%	35%	46%	58%
DRAM	54%	55%	60%	66%	66%	68%	69%	71%	47%	59%	69%
NAND	0%	-3%	-1%	9%	15%	20%	25%	28%	15%	2%	23%
지배순이익률	46%	31%	52%	44%	49%	50%	51%	52%	30%	43%	51%

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 17일 기준)

매수

92.64%

중립

7.36%

매도

0.00%