SK 증권

2026-02-24

INDUSTRY ANALYSIS

반도체

New paradigm, New multiple Part.2

반도체. 한동희 3773-8826 / 해외주식. 박제민 3773-8884

Signal: AI 수혜 메모리 전체로 확산. 공급은 복합제약 심화
Key: 수요 기반 변화. 경기 ->AI. 구조적인 메모리 위상 격상
Step: Earnings power 는 상향 재정의. 한국 메모리 재평가 필요

시대가 변했다
AI 메모리: HBM->DRAM->NAND
요구 특성: 용량->대역, p99 지연 등
공급: 복합 제약 심화 지속

과거와 전혀 다른 메모리 산업

메모리 산업은 과거와 전혀 다르다. AI는 기존 HBM에서 DRAM, NAND 전체를 활용하기 시작했다. 용량, 대역, p99 지연 등 다양한 특성을 복합적으로 요구한다. 메모리 위상이 높아졌다. 공급 부족 심화는 그 결과이다. 공급은 복합적으로 제약된다. 생산 믹스, 선별, 후공정이 얽히며 공급은 단순 웨이퍼 캐파가 아니게 된다. 시대가 변했다.

수요의 기반
과거: 세트 교체주기
AI: 운영 구조 (성능⬆, 비용⬇)

무엇이 다른가 ①: 소순환주기 (경기)->대순환주기 (AI)

수요의 성격이 변했다. 과거 수요는 세트 교체주기에 기반했다. 업황은 거시경제, 재고, 가격 사이클에 종속되므로 미래를 신뢰할 수 없었다. 업황이 둔화되면 끝이었다. 반면, AI 에서 메모리는 AI 성능 제고, 비용 효율화의 직접변수이다. 이는 연산 능력 상승 국면 내 메모리 병목의 지속성을 암시한다. AI 메모리 수요는 구조적이다.

컨텍스트 증가->KV Cache 증가
-> 메모리 계층화 필수
-> NAND 까지 연산 보조 영역 진입

무엇이 다른가 ②: AI 로 인한 메모리 위상 격상과 시장 창출

AI 추론 고도화는 메모리의 위상을 격상시킨다. 컨텍스트 길이에 KV Cache 는 사실상 선형으로 증가, 서비스 관점에서 동시성, 프리페치, 에이전트 등은 메모리 요구량을 체증시킨다. 메모리 계층화는 필수이다. HBM 은 DRAM 을 가속기의 일부로 격상, Host DRAM은 운영 메모리로 재정의, NAND는 추론 상태를 담는 계층으로 상향 재편된다.

공급은 복합 제약화
HBM: DRAM 유효 용량 잠식
ICMSP (TLC), HBF (pSLC)
: NAND 유효 용량 잠식

무엇이 다른가 ③: AI 가 만드는 공급의 복합 제약

AI 메모리 공급은 단순 캐파가 아닌, 믹스/후공정/선별이 얽힌 복합제약으로 변화한다. HBM 이 일반 DRAM 캐파를 잠식해 유효 캐파 구조를 바꾼것처럼, NAND 역시 ICMSP, HBF 로 인해 중장기적으로 같은 현상을 겪을 것이다. ICMSP 는 TLC 중심, HBF 는 pSLC 적용으로 단위 캐파 당 유효 용량의 하락이 불가피하다.

목표주가
삼성전자 300,000 원
SK 하이닉스 1,600,000 원

Still 'LONG': 한국 메모리 재평가의 명분

반도체 비중확대 의견을 유지한다. AI 메모리 구조적 수요와 공급 제약은 가격 결정력과 믹스 극대화, 높은 구속력의 장기공급계약 가시성을 견인한다. 메모리 Earnings power 자체가 상향되고, 실적의 분산은 크게 둔화된다. 재평가의 본격화는 시작도 하지 않았고, 메모리 반도체 호황이 유동성 확장과 만난것은 처음이다. 글로벌 AI 관련주에서 한국 메모리가 가장 저렴하다. 메모리 밸류에이션을 P/E 로 유지한다.

(참고: New paradigm, New multiple. 2025/11/03)

CONTENT

01	AI Agent 진입 국면	3
02	메모리 전방, 과반은 서버	4
03	AI 공급 점검: 강해진 서버 사업자들의 확신	6
04	AI 수요 점검: 챗봇보다 큰 수요, Coding Agent	10
05	무엇이 다른가	17
	(1) 수요 기반 변화: 소순환주기 (경기) -> 대순환주기 (AI)	
	(2) AI 로 인한 메모리의 위상 격상과 시장 창출	
	(3) AI 가 만드는 공급의 복합 제약	
06	메모리 밸류에이션 P/E 유지	24
	(1) 과거 메모리는 왜 P/B 에 갇혔나	
	(2) AI 가 Earnings 프레임을 만든다	
07	Still 'LONG': 한국 메모리 재평가의 명분	26
08	기업분석	30
	삼성전자 (005930): 재평가가 시급하다	
	SK 하이닉스 (000660): 시급한 재평가	

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 02 월 21 일 기준)	매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0.00%

1. AI Agent 진입 국면

2026 년 주목해야할 AI 방향성은 Agent 진입

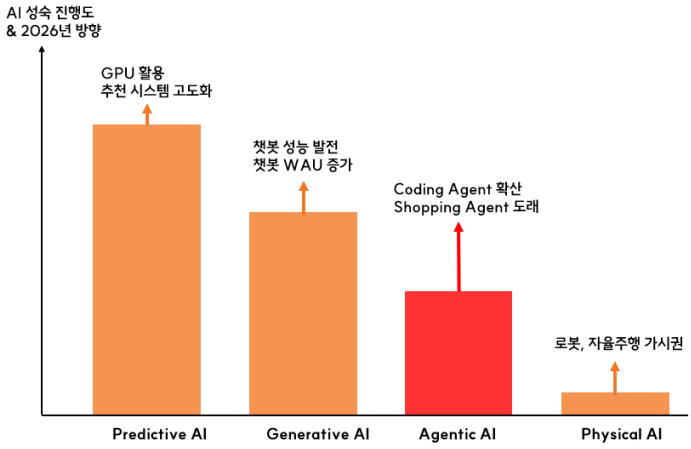
2026 년 AI 는 만능 백과사전, 업무 보조 수단에서 나아가 동료(Coworker)로 변모를 시도 중이다. AI 서비스는 2023 년 단문 단답하는 ChatGPT 의 탄생 이후 Test time scaling, Reinforcement learning, RAG 등의 기술 개선으로 업무를 보조(Copilot, Tool) 수준까지 발전해왔다. 현재 코딩 Agent 사용률이 급증 중이다. 기존 코딩 AI 와 다르게 한번의 명령으로 긴 시간을 작업에 몰두한 후 보고한다.

코딩 Agent 의 확산은 1) Claude Opus 4.6 등의 신규 모델 2) Claude Cowork 등 Application 으로 접근성이 편리해진 것이 주요 원인이다. 메신저로 접근성을 더 끌어올린 OpenClaw 도 반응이 뜨겁다. Amazon 은 기업 업무 자동화 수요가 현재 AI 훈련, 추론 수요보다 더 클 것이라고 언급했다.

Shopping Agent 도 곧 도래할 미래다. OpenAI, Google, Shopify 모두 쇼핑 자동화를 위한 제반 작업을 시작한 상태이다. Amazon 역시 웹 내에서만 작동하는 Rufus 를 외부 Agent 와 연결하기 위한 구상 중이다. 쇼핑도 AI 에게 보조(Tool)받는 시대에서 AI 에게 맡기는 시대(Cowork)로 변할 예정이다.

Agent 이후의 미래인 Physical AI 도 발전이 빠르다. 로봇, 자율주행 '타임라인이 확정'되는 단계까지 발전했다. 현대차는 2028 년 3 만대의 휴머노이드 생산을 예고했다. 올해 테슬라 FSD 는 구독 체재로 전환되며 더 많은 Compute 를 요구할 예정이며, 엔비디아의 Alpamayo 탑재 차량이 서비스될 예정이다.

AI 산업 변화 도식



자료: SK 증권

2. 메모리 전방, 과반은 서버

메모리 전방의 가장 큰 축이된 서버
AI 서비스 밸류체인에는 AI Labs 필요, 최근 들어 역할 확대

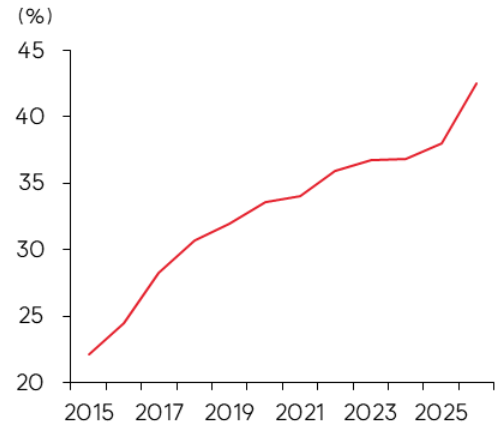
2026 년 DRAM, NAND 비트 수요의 각각 45%, 42%가 서버향으로 전망된다. 높은 서버 메모리 ASP 를 감안하면 매출액 기준 시장의 절반 이상이 서버향이라고 볼 수 있다. 서버 밸류체인 분석이 곧 메모리 전방 분석이 되는 중이다.

클라우드 사업자(CSP)들은 인프라를 구매하고 조립하여 데이터센터(=서버)를 구동한 후 전방 기업 고객들에게 서비스한다. 데이터센터가 만들어내는 '가상의 땅'이 곧 서버이며, CSP 들은 자본금을 동원해 가상의 땅을 만들고 세입자를 구하는 일종의 '디지털 지주 사업'을 전개한다.

AI 로 인해 CSP 비즈니스에도 큰 변화가 생겼다. 1) GPU 라는 신규 서버(땅)가 생겨났고 2) AI Labs 가 새로운 밸류체인 플레이어로 부상했다. AI Labs 는 AI 서비스 측면에서는 공급자이지만 CSP 입장에서 매우 큰 수요자다. CPU 서버는 다양한 기업 세입자가 존재하나 GPU 서버의 경우 핵심 세입자(Anchor Tenant) 비중이 압도적이다. 최근 들어서는 AI Labs 들이 B2B, B2C 서비스들을 직접 시행하면서 AI Labs 들의 영향력이 더 강해지는 중이다.

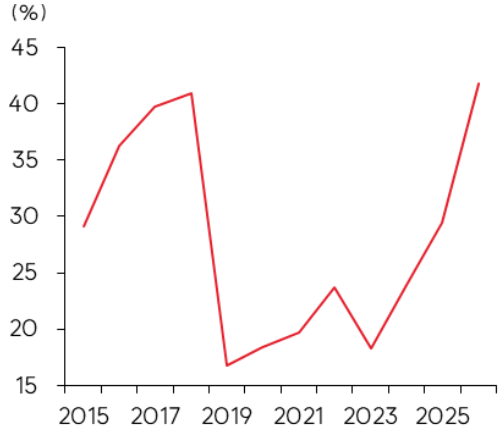
다행히 AI 인프라 투자자는 강한 AI Labs 의 영향력으로 인한 전방 산업 재편에서 비교적 자유롭다. 그럼에도 AI Labs 들의 경쟁 상황, CSP 사업자들과의 관계, AI Labs 들의 전방 수요 등에 의한 AI 인프라 수요 기울기에 주의해야한다.

DRAM 서버 수요 용량 비중 추이 및 전망



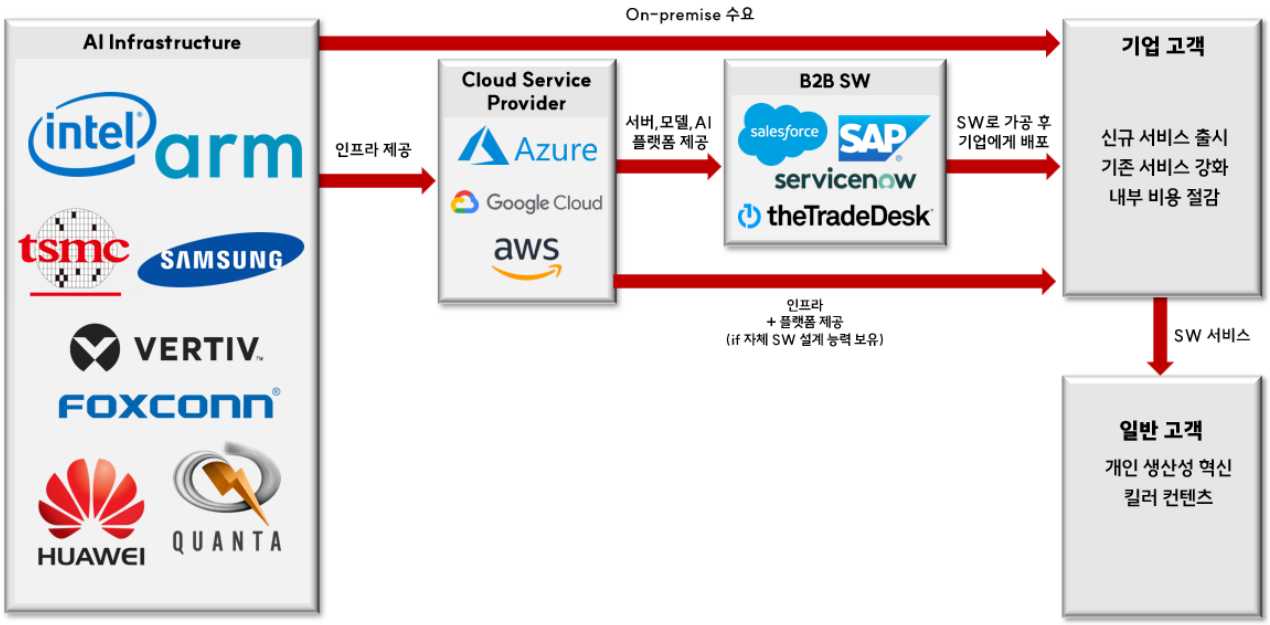
자료: Trendforce, SK 증권 / 주: 2Gb Equiv 기준

NAND 서버 수요 용량 비중 추이 및 전망



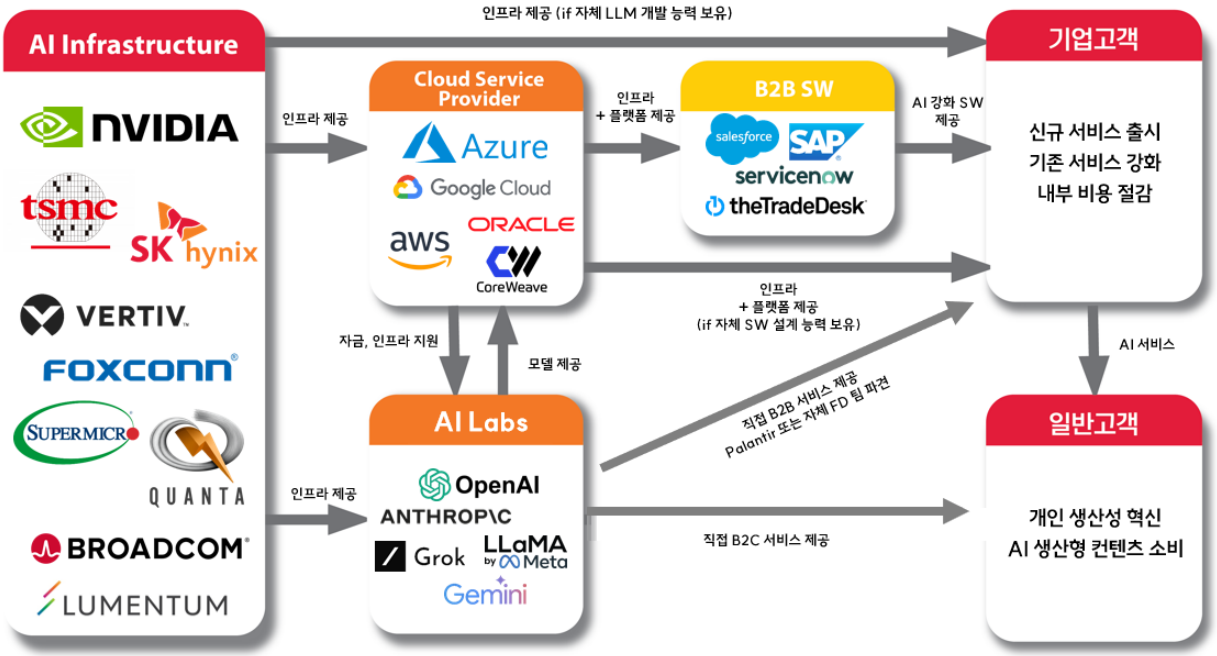
자료: Trendforce, SK 증권 / 주: 8Gb Equiv 기준

CPU 서버 밸류체인 흐름도



자료: SK 증권

AI 서버(GPU 서버) 밸류체인 흐름도



자료: SK 증권

3. 공급 점검 (1): 더 강해진 서버 사업자들의 확신

높은 Capex, 부채 조달, AI Labs 지원을 통해 수요 확신 확인 가능

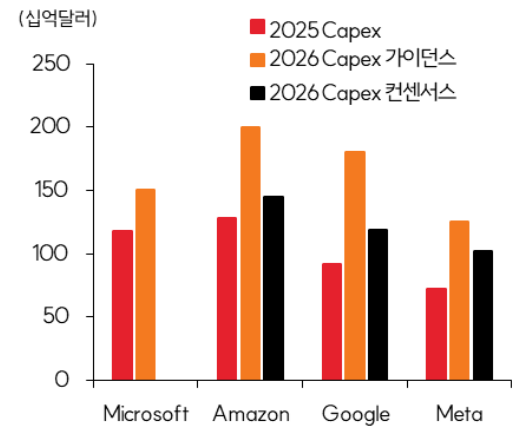
서버 사업자들은 메모리를 포함한 AI 인프라를 구입하여 1) AI Labs 2) 기업 고객 3) B2B SW 기업들에게 제공한다. 아직까지 AI 훈련 수요가 높은 만큼 AI Labs 의 수요 비중이 압도적일 것으로 추정된다.

2025 년 미국, 유럽 기업들의 IT 예산 성장률은 3.8%를 기록했다. 클라우드 도입기(4~5.5%) 대비 낮은 수치이며 전년 대비 성장률이 거의 없다. 기업들의 AI 도입이 본격화되지 않아 AI 를 아직 R&D 비용으로 활용 중인 것으로 해석된다.

그럼에도 서버 사업자들의 자신감은 강하다. CSP 3 사 모두 2026F Capex 가이던스를 컨센서스 대비 25~50%, 2025 년 대비 50~90% 이상 높은 수치로 제시했다. 매출액, 이익률, Backlog 성장세도 강했다. 아마존은 4Q25 실적발표에서 기업 고객들의 AI 도입 수요가 향후 AI Labs 수요 보다 높을 것이라고 확신했다. 높은 Capex 는 AI Labs 의 훈련, 추론 수요이기도 하지만 결국 기업 고객향으로 자동화 수요가 증가할 것이라는 확신에서 비롯된다.

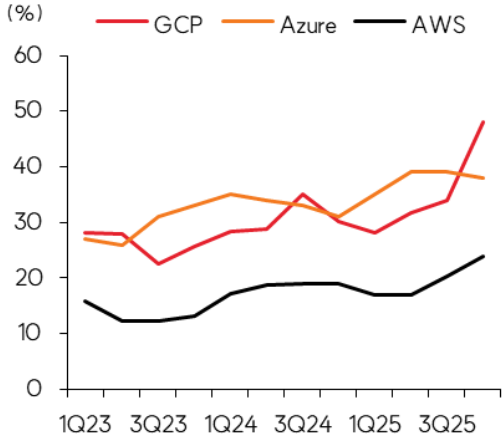
자신감은 AI Labs 에 대한 투자 의지 지속에서도 드러난다. 언론 보도에 의하면 최근 OpenAI 의 $100B 라운드에 아마존이 최대 $50B, 마이크로소프트는 $10B 수준을 투자할 계획이다. Amazon, Google 의 채권 시장 고려도 장기전에 대한 채비로 해석된다. Google 은 최근 $31B 규모의 채권을 발행하였으며 추가 발행이 전망된다. Amazon 도 채권 발행을 고려한다는 보도가 자주 보인다. UBS 는 2 월 2026 년 미국 테크 IG 회사채 발행 전망을 $360B 로 20% 상향했다.

빅테크 Capex 정리



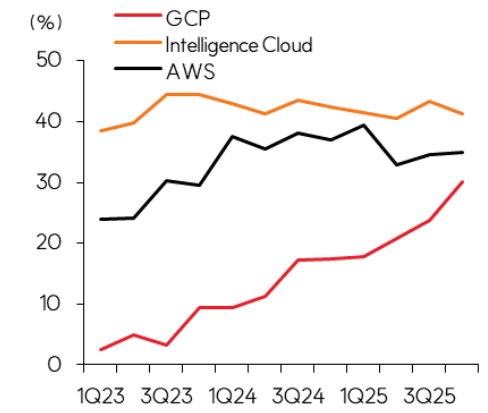
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주:Microsoft 는 차분기 가이던스 연율화

CSP 3 사 매출액 성장률 추이



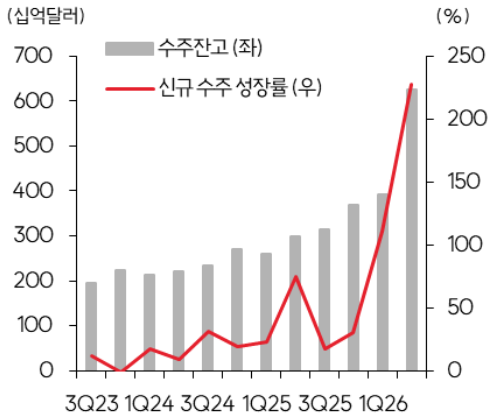
자료: Bloomberg, SK 증권

CSP 3사 영업이익률 추이



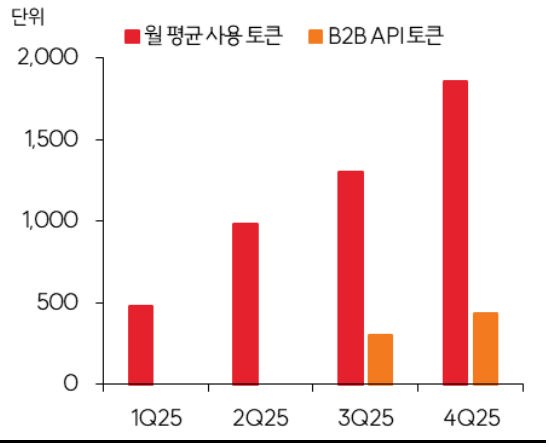
자료: Bloomberg, SK 증권

Microsoft Backlog 추이



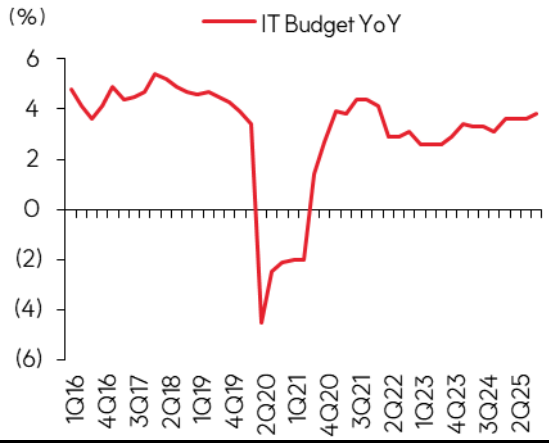
자료: Microsoft, SK 증권

Google 토큰 사용량 추이



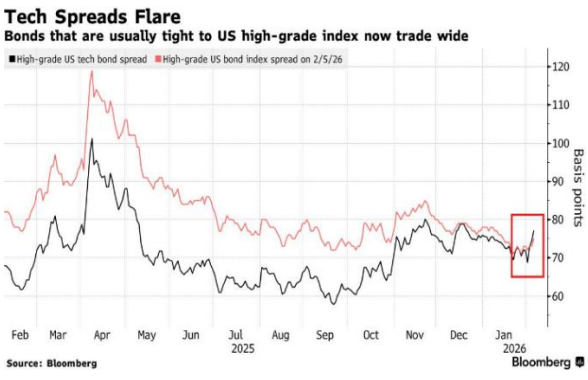
자료: Google, SK 증권 추정 / 주: 4Q25는 API 토큰 성장률 대입

미국-유럽 기업 IT 예산 성장률 추이



자료: Morgan Stanley, SK 증권

Tech Spread 추이 (실적 발표 이후 반등)



자료: Bloomberg, SK 증권

OpenAI 2026년 라운드 주요 사항

밸류에이션	$830B
총 조달 규모	$100B
주요 투자 참여자 (투자금액)	Amazon, SoftBank($30B) Nvidia($30B), Microsoft
투자 참여자 특이사항	Nvidia: 10GW 투자 조건 없애고 투자 규모 축소 Amazon: 서버 사용 또는 칩 사용에 따라 투자 금액 변동 보도

자료: 언론 종합, SK 증권

3. 공급 점검 (2): AI Labs 실탄 장전의 해

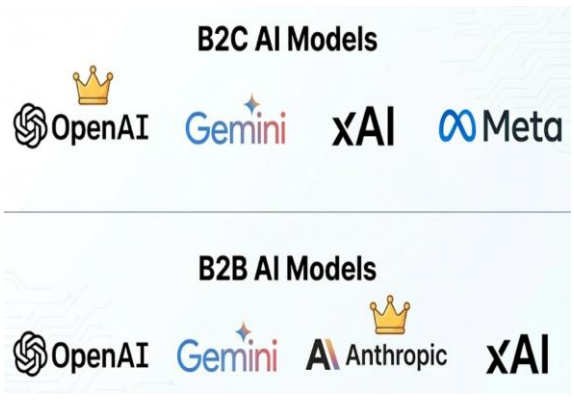
AI Labs 의 전방 개선, 자금 조달로 공급 전망 이상 무

AI Labs 는 높은 ARR(반복 매출) 성장률을 토대로 자금 확보에 한창이다. 주목할 만한 점은 매출 비중의 변화인데, OpenAI 의 경우 작년 6 월까지 B2B 매출이 23% 이었던 것에 비해 연말 비중이 49% 수준으로 추정된다. B2B 에 집중하는 Anthropic 의 ARR 급증 또한 B2B 향 매출이 질적으로 성장 중임을 보여준다. AI Labs 의 전방 산업이 다각화되며 밸류에이션 상승의 명분이 강화되는 국면이다.

2026 년 주요 AI Labs 들의 자금 조달을 적극적으로 진행 중이다. OpenAI 는 $100B 라운드를 마무리 단계에 있으며, Anthropic 또한 $30B 의 자금 조달을 진행 중이다. xAI 는 SpaceX 와 합병하여 $50B 규모의 자금 조달을 상반기 내 완성하기 위해 전력질주 중이다. Gemini, Meta 역시 모회사의 강한 Capex 집행 및 부채 조달로 머니게임에서 밀리지 않으려는 강한 지출을 준비 중이다.

AI Labs 간 경쟁의 핵심은 여전히 AI 인프라 확보이다. 최근 가장 큰 반향을 일으켰던 Gemini 3.0 의 수석 개발자는 X 를 통해 Computing 의 추가를 통한 AI 성능 향상 여지가 아직 많이 남았음을 확인시켜주었다. 올해 상반기 Blackwell 로 Pre-training 된 모델들의 출시가 전망된다. 해당 모델들의 Benchmark 상회는 다시한번 인프라의 중요성을 상기시켜줄 수 있으며 AI Labs 간 인프라 확보 경쟁을 정당화할 것으로 판단된다.

주요 AI Labs 정리



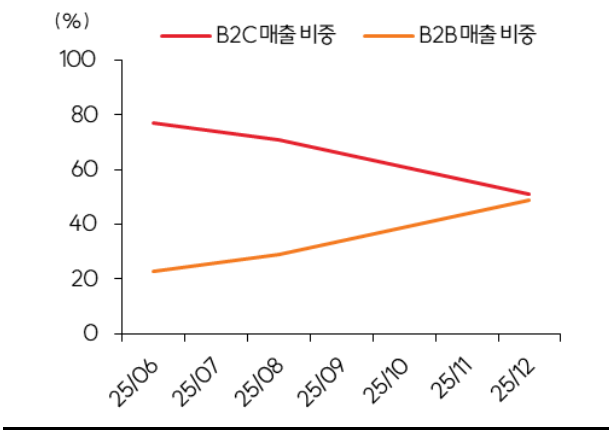
자료: SK 증권

주요 AI Labs 자금 조달 계획 현황

기업명	최근 조달금 (십억달러)	최근 밸류 (십억달러)	IPO 계획
OpenAI	100 (진행 중)	830	2026 년말~2027 년 전망 보도
Anthropic	30 (진행 중)	380	IPO 로펌 선임, 2026 년 가능성 보도
xAI	20 (완료)	230	SpaceX 와 합병, 2026 년 6 월 상장 타겟

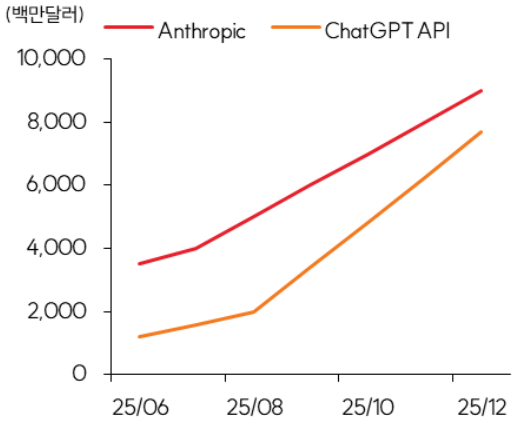
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

OpenAI ARR(반복매출) 비중 변화



자료: 언론 종합, SK 증권 추정

Anthropic, OpenAI API 사업부 ARR 추이



자료: 언론 종합, SK 증권 추정

2026 년 주요 AI Labs DC 정리

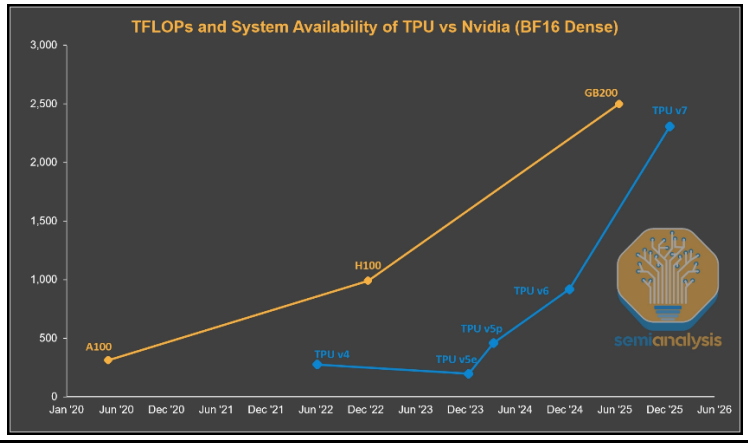
	Stargate (OpenAI)	Prometheus (Meta)	Colossus (xAI)	Project Rainer (Anthorpic)
용량	1GW+	1GW+	1GW+	0.8GW
칩 타입	GB200/300	GB200/300	GB200/300	Trainium 2
칩 개수(k)	400	500	550	800
가동 예정 시기	Mid-2026	2026 년 중	2026 초 시작 2027 완전가동	2027 년

자료: 각 사, SK 증권
주: 현재 가동되는 가장 큰 GPU DC 는 Colossus 1 으로 400MW 전후

Gemini 3.0 수석 개발자가 언급한 성공 공식은 Compute

자료: X, SK 증권
주: Pre-training 는 데이터와 훈련 연산, Post training 는 추론 연산을 요구

Nvidia GPU vs TPU 성능 변화



자료: Semianalysis, SK 증권

4. 수요 점검 (1): 챗봇보다 큰 수요, 코딩 Agent

Next ChatGPT 는 Coding Agent

Coding Agent 에 대한 수요가 급증하는 추세다. 업계에서는 Claude Cowork 출시를 Next ChatGPT 모먼트로 평가한다. 코딩 AI 가 보조(Copilot, Tool)에서 동료(Cowork, Agent)로 전환되는 성능 개선이었기 때문이다. 그간 AI Labs 들의 매출을 B2C 챗봇이 담당했다면, 이제는 Coding Agent 활용을 위한 API 매출이 드라이버가 될 것으로 판단된다.

2026 년들어 Anthropic 은 Claude Cowork 를, OpenAI 는 Codex 5.3 를 App 으로 출시했다. 모두 코딩 특화 모델(Codex, Claude)을 사용자가 접근하기 쉽게 성능 및 UI/UX 를 개선한 Application 단계까지 제공한다. Codex 5.3 으로 성능 개선된 후 Codex macOS 앱은 출시 1 주일만에 1M+ 다운로드를 기록하였고, 전체 Codex 사용자가 60% 증가했다. SimilarWeb 에 의하면 Claude Cowork 출시 이후 claude.ai 트래픽이 18% MoM 증가했다.

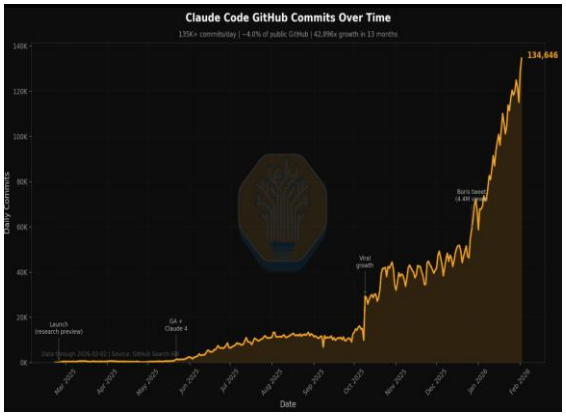
여기에 더해 1 월 OpenClaw 가 크게 바이럴되며 코딩 봇 관심도가 급증했다. Codex App, Claude Cowork 이 UI/UX 개선으로 개발자 코딩 접근성을 올렸다면 OpenClaw 는 메신저로 코딩 에이전트 접근이 가능해지면서 사용자들의 편의성을 극대화한 접근이었다. 로컬 에이전트 상시 구동 수요가 폭발하면서 미국에서는 맥 미니가 품절되는 사태로 이어졌다. 개인들의 Token 사용량을 추정해볼 수 있는 OpenRouter 사이트의 Token 사용량은 연말 이후 2 배 이상 증가했다. 개인 수요 급증은 결국 기업용 솔루션 도입으로 이어질 가능성이 높다. 2023 년 ChatGPT 가 개인에게 바이럴된 이후 보안, 데이터 정렬, RAG 등 여러 개선들을 토대로 기업 도입이 이루어졌다. 코딩 Agent 는 개선된 환경을 토대로 쉽게 기업들에게 적용될 것으로 판단된다.

주요 3 사 코딩 서비스 Layer 정리

	모델	오케스트레이션 (CLE)	어플리케이션 (IDE, App)
Anthropic	Claude Opus / Sonnet	Claude Code	Claude Cowork
OpenAI	GPT-Codex 5.3	Codex CLI	Codex macOS App
Google	Gemini	Gemini CLI	Antigravity

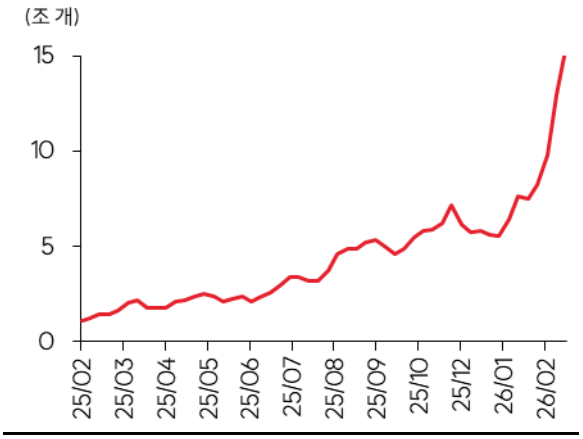
자료: SK 증권

Github 내 Claude Code 사용(commit) 횟수



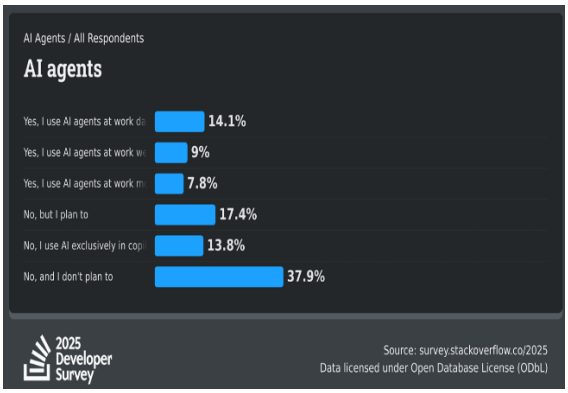
자료: X, SK 증권

OpenRouter 토큰 사용량 추이



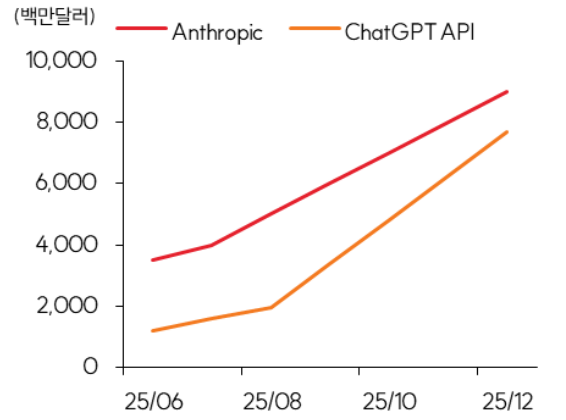
자료: Stackoverflow, SK 증권

2025 년 개발자 Agent 활용 설문



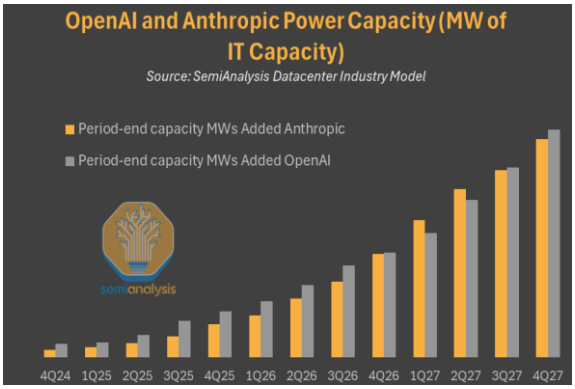
자료: OpenRouter, SK 증권

OpenAI API, Anthropic ARR 추이



자료: 각 사, SK 증권 추정

Anthropic, OpenAI 요구 DC 용량



자료: Semianalysis, SK 증권

코딩 Agent 는 기존 LLM 에 비해 메모리를 더 많이 요구할까?

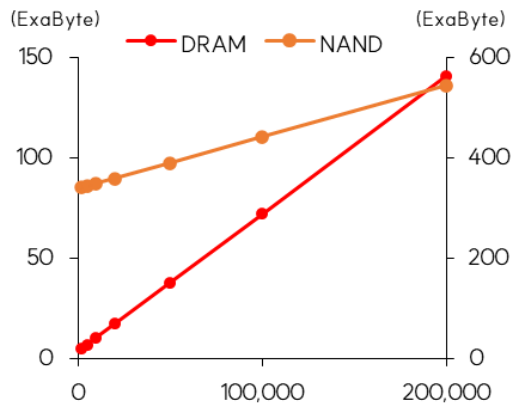
1. Context Length 증가 = KV Cache 증가
2. Multi Worker = Log 증가

코딩 Agent(Codex 5.3, Claude Cowork)는 챗봇보다 구조적으로 많은 메모리를 요구한다. 도구(tool)가 아닌 동료(worker)가 된 만큼, 기억해야할 것이 많다. Claude Cowork 는 '일문일답'이 아닌 복잡한 멀티스텝 작업을 수행하도록 설계됐고, Codex 5.3 도 복잡한 실행을 포함한 장시간 작업을 목표로 한다.

코딩 Agent 는 추론 과정에서 '기억 길이'가 증가하면서 KV Cache 가 증가하며 메모리 요구도가 커진다. KV Cache 를 HBM 만으로 못 담게 되면 DRAM/SSD 로 오프로딩이 필요해진다. 동시성도 메모리 요구도를 늘린다. 동시에 여러 작업을 굴리고(병렬 worker), 각 worker 가 별도 환경에서 구동되는 구조는 모델 사용 메모리 외에 로그 사용량을 증가시키며 총 메모리량의 증가를 수반한다. Agent 출시 초기인 2024 년 SWE-agent 문서는 worker 당 메모리 한도 10GB 제한 설정을 권고했다. 병렬적인 worker 들의 무분별한 메모리 활용을 막기 위해서다.

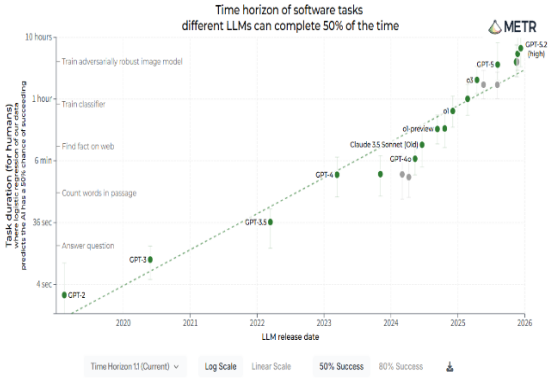
LLM 모델 추론에서 KV Cache 의 핵심 파라미터들을 대표적인 수준으로 가정할 경우 (1. FP16 KV 2. 96 layers 3. GQA 8 KV heads 4. head dim 128) 입력 토큰을 2,000 에서 100,000 까지 늘리는 동안 메모리 요구량이 선형적으로 증가한다. 현재 Agent 사용은 입력양이 많아진다고 효율화가 어려운 것이다. 앞으로 Codex, Claude 등의 Agent 들이 코딩 정확도를 위해 1) 모델 역량을 높이고 2) 더 긴 컨텍스트를 표준으로 제공하며 3) 에이전트가 하나의 태스크를 더 오래 붙잡고 끝까지 책임지는 방향으로 진화할수록, KV Cache 와 로그 등이 동시에 팽창해 메모리 용량 증가가 수반될 수밖에 없다.

Agent Input 에 따른 메모리 요구량 변화



자료: 산업 자료, SK 증권

METR Benchmark, 아직 인간 전문가의 5 시간 수준



자료: Bloomberg, SK 증권 추정

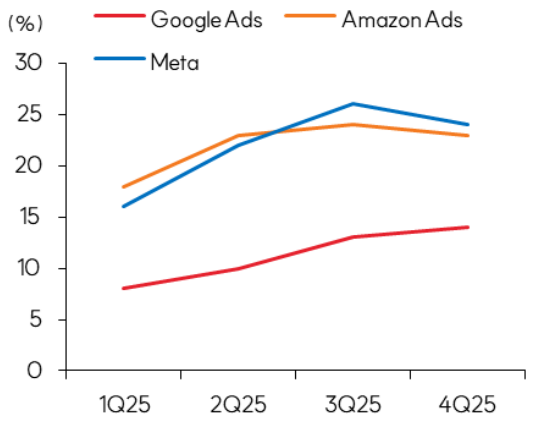
4. 수요 점검 (2): 광고 시장 성장 지속

서버의 주요 전방인 광고 현재, 미래 수요 모두 강력

광고 사업은 서버의 큰 전방 중 하나다. GPU 를 활용한 추천 시스템 고도화가 사용자 체류시간을 증가(Q)시키고, 광고 적중률을 증가(ASP)시켜 사업자의 매출을 끌어올리는 중이다. CY4Q25 빅테크 실적은 GPU 효과를 다시금 입증했다.

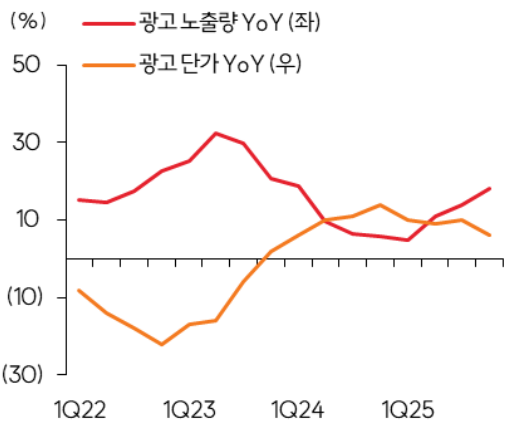
Meta 는 매출액의 99%가 광고에서 나온다. 2026F Capex 의 전부를 본업을 강화해줄 것으로 믿고 있는 AI 모델 강화에 배치할 예정이다. Google 역시 매출액의 70% 이상이 광고이다. 2026F Capex 의 절반을 내부 사용할 것으로 소통했다. 내부 사용 중 가장 큰 투자는 Gemini 엔진 강화일 것이나, YouTube, Search 사업부의 추천 시스템 강화에도 적지 않은 서버가 할당될 것으로 판단된다.

빅테크 광고 사업부 매출액 성장률



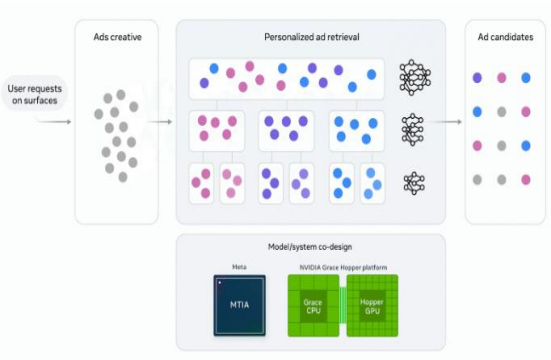
자료: Bloomberg, SK 증권

Meta 광고 노출량, 단가 추이



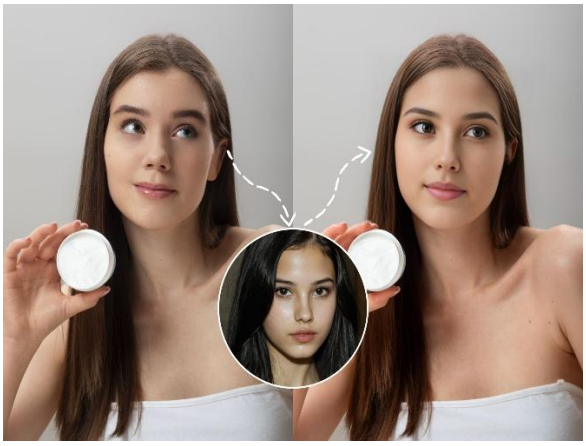
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

GPU 로 구동되는 Meta 의 GEM 모델



자료: Medium, SK 증권

향후 합성 광고, 합성 컨텐츠 도입 전망



자료: AI Boost, SK 증권

4. 수요 점검 (3): Shopping Agent 등장의 해

Shopping Agent 개화 시 요구 인프라량 증가는 필연적

B2B Agent 가 코딩을 중심으로 강화된다면 B2C 챗봇은 쇼핑을 기준으로 고도화될 것으로 보인다. 현재 챗봇 서비스는 의도 파악과 상품 검색까지는 가능하나 결제에 있어 신뢰 문제가 아직 존재하며 판매자 입장에서도 재고, 주문 관리에 어려움이 존재한다. 이를 해결해줄 Agent 를 대비해 OpenAI 는 자사 챗봇 서비스에 Instant Checkout 서비스를, Google 의 UCP 를 출시했다. 모두 2026 년 내로 Agent 를 활용하여 쇼핑 경험 개선을 이루겠다는 목표다.

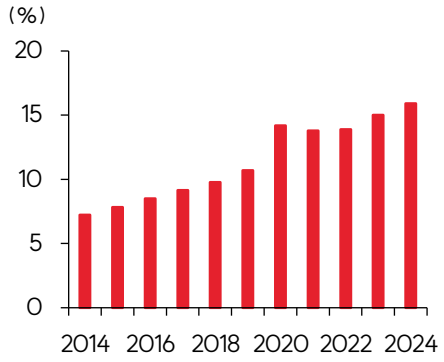
미국 소매판매의 80~85%는 오프라인에서 이루어진다. 쇼핑 Agent 로 쇼핑 편의성이 증가된다면 기회가 큰 이유다. 쇼핑 Agent 는 수익화가 명확한만큼 Token 당 서버 사용 과금을 감당할 수 있는 비즈니스 모델이다. 기존 챗봇 사업의 경우 무료 이용자가 많아 Unit economy 를 맞추는데 어려움이 있었다. 또 Agent 인만큼 현재 챗봇 대비 추론용 Compute 과 메모리 사용량이 늘어날 가능성이 높다.

아마존은 실적발표를 통해 자사몰 Agent 인 Rufus 사용자들의 구매 완료 확률이 일반 고객에 고객에 비해 60% 이상 높으며, 연간 3 억명의 이용자가 활용했다고 답변했다. 또 3rd party Agent 와의 협력에 열려 있다고 언급하며 Walmart 와 Google/OpenAI 동맹을 견제하는 모습을 보였다. Shopify 역시 실적발표에서 외부 에이전트(ChatGPT·Gemini 등)가 어디서 쇼핑하든 'Shop Pay'로 거래 가능한 플랫폼을 제시하며 Agent 를 활용한 쇼핑을 가속화하기 위해 분주한 모습이다.

Agent Shopping 자동화 단계

자료: Retaligentic, SK 증권

미국 리테일 소비 중 이커머스 비중

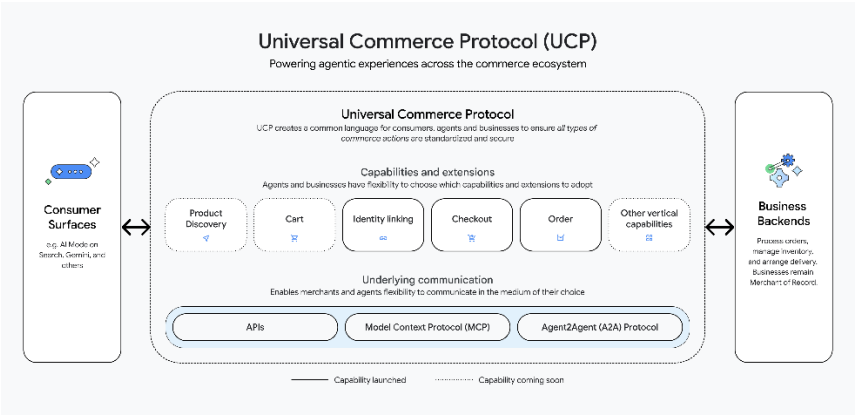


자료: US Census Bureau, SK 증권

UCP 파트너십

자료: OpenAI, SK 증권

UCP(Universal Commerce Protocol) 구성

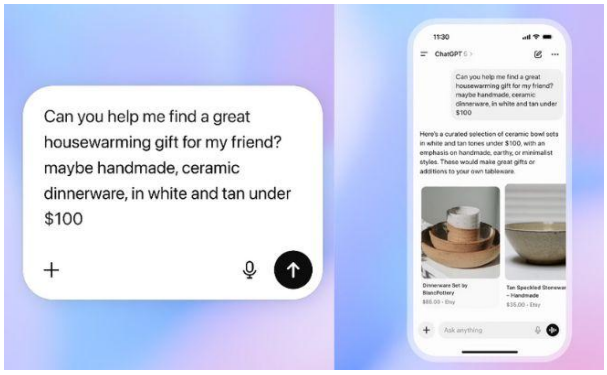


자료: Semianalysis, SK 증권

AI 친화적인 Agentic Storefront 기능

자료: Shopify, SK 증권

OpenAI의 Instant Checkout



자료: OpenAI, SK 증권

4. 수요 점검 (4): 구체화될수록 커지는 VLM 의 꿈

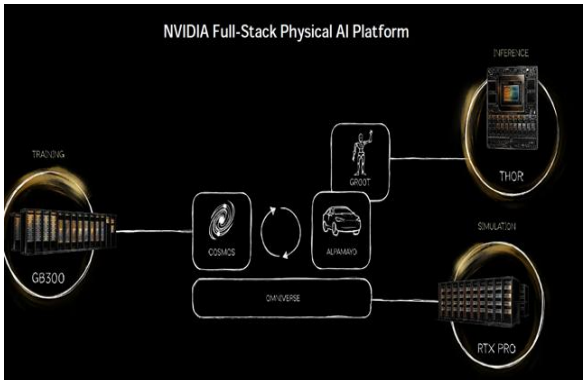
로봇은 요구 인프라 수준을 질적으로 증가시키는 변화

로봇은 '데모 단계'에서 '생산 대수 목표가 가시적인 단계'로 변모했다. 현대차그룹은 CES 2026 에서 Boston Dynamics Atlas 를 전면에 내세우며 2028 년까지 연 3 만대 생산 가능한 스케일러블 생산체계를 구축하겠다고 공식 발표했다. 로봇의 일환인 자율주행차 역시 올해가 구체화 원년이다. Tesla 는 FSD 구독 전환을 통해 감독형 FSD 의 대중 채택을 밀어붙이고 있으며 CES 2026 에서는 엔비디아가 Alpamayo 를 발표하며 1Q26 이내 벤츠 차량에 탑재를 자신했다.

로봇과 자율주행 인프라는 1) 대형 학습 인프라 2) 시뮬레이션 팜 3) 엣지 칩이 상시로 가동되며 구동된다. 메모리 입장에서 1) LLM 훈련 고도화 외의 신규 학습 수요 2) 시뮬레이션 인프라향 신규 수요 3) 신규 어플리케이션단 수요가 발생한다. 현재 엔비디아 인프라에 각각 납품되는 메모리 종류도 다르다. 1) 훈련에는 HBM 위주의 메모리 2) RTX 시뮬레이션 서버에는 GDDR 위주의 메모리 3) Thor 엣지 칩에는 LPDDR 이 주로 납품된다. 메모리에 있어 VLM 의 고도화와 Physical AI 의 개화는 LLM AI 가 보여준 규모 이상의 신규 전방이 다시 개화하는 트리거다.

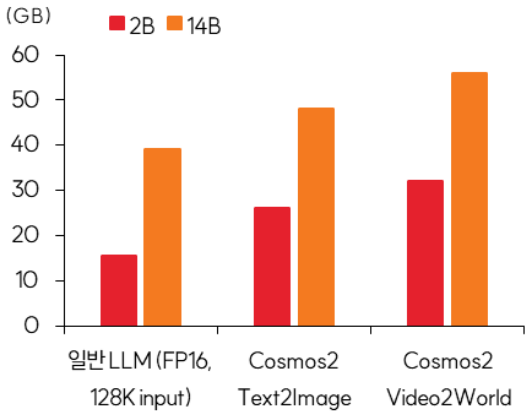
엔비디아에 따르면 신규 Cosmos Predict 2 모델의 단일 GPU 추론 시 요구 VRAM 의 크기는 26~56GB 수준이다. 이는 같은 파라미터의 일반 LLM 에서 12 만개 이상의 input 토큰을 넣었을 때보다도 높은 수준의 VRAM 사용량이다. 로봇을 한 번 시뮬레이션(시작 행동부터 종료 행동까지) 돌리려면 대형 문서 한 권을 LLM 에 넣는 것과 같은 메모리가 소비되는 것이다.

엔비디아 Physical AI 지원 인프라 라인업



자료: Nvidia, SK 증권

Cosmos Predict 2 모델 요구 GPU VRAM 비교



자료: 산업 자료, SK 증권

5. 무엇이 다른가

(1) 수요 기반 변화: 소순환주기 (경기) -> 대순환주기 (AI)

AI 에서 메모리 수요는 더욱 구조적으로 변화하고 있다.
이는 추론 구도화 (컨텍스트 길이 증가->KV 증가)에서 더욱 부각된다.

AI 추론 고도화에서 컨텍스트가 증가하는 구조

1. 제품/사용자 경험의 '멀티턴'화
과거에는 단발적인 Q&A 가 많았지만, 이제는 대화가 기본이다.
이는 사용자가 요구사항을 단계적으로 구체화 (정교화)하고, 모델이 질문을 되묻고 범위를 좁히는 과정을 의미한다. 이 과정에서 이전 대화는 '맥락'이 되므로 과거의 턴들이 계속 컨텍스트에 누적된다.

2. 정확도가 목표. 이를 위한 근거를 첨부 (RAG)
모델이 혼자 아는 지식만으로 답하면, 최신성/정확도/근거가 약해진다.
그래서 모델은 문서를 찾아서 붙이는 방식 (RAG)을 사용한다. 검색 결과의 발췌, 사내 문서/정책, 코드/로그 일부 등이 컨텍스트에 들어가 토큰을 늘린다.

3. 툴 사용이 증가하며 '대화로그'가 증가
최근 모델은 계산기, DB, 웹, 코드 실행 등의 다양한 툴을 사용한다.
툴 호출 요청, 결과, 그 결과에 기반한 다음 행동 등의 기록이 계속 남는다.

4. 추론과 검증에 따른 중간 상태 증가
모델은 단순히 답을 주는 것에서 끝나지 않는다. 여러 후보 답변을 비교하고, 자기 검증/오류 탐지, 수정/단계별 계획 수립 등을 수행한다. 이 과정이 길어질수록, 현재 작업을 위해 유지해야 할 상태는 커진다.

5. **에이전트가 컨텍스트를 작업 메모리로 활용**
에이전트에서는 목표를 정의하고, 계획/실행/결과확인/수정/반복 등 루프가 돌아간다. 이를 위해 할 일의 목록과 중간 결과, 관찰 로그, 사용자 제약 조건 등을 기억해야한다. 즉, 컨텍스트가 '대화 기록'이 아니라 '작업 메모리'가 된다.
업무형 에이전트는 '한 번에 제대로'가 중요하므로, 컨텍스트가 커지기 쉽다.

컨텍스트 증가와 KV 캐시와의 관계

컨텍스트가 길어진다는 것은, 모델이 참고해야 할 '이전 토큰'이 많아진다는 것을 의미한다. 그 참고를 빠르게 하기위해, 이전 토큰들에 대한 필요한 요약 정보 (KV: Key, Value)를 미리 저장해야 한다. 즉, 컨텍스트가 길어지면, KV도 함께 증가한다.

1. KV 캐시는 공용 데이터가 아니라 '세션 상태'
   KV 캐시는 용어와 달리 전통 캐시가 아닌 사실상 세션 상태 (State)에 가깝다. KV 캐시는 요청마다 다르고, 다른 요청과 공유되지 않는다. 즉, 특정 대화/문서/요청에만 해당하는 세션별 중간 상태이다.

2. KV는 컨텍스트에 사실상 선형 증가
   토큰이 2배가 되면, KV도 2배가 된다. 동시 처리요청 (배치)이 증가하면, KV는 요청 수만큼 복제된다. KV는 컨텍스트 길이*동시성에 비례하므로, AI 추론 고도화를 위한 KV 증가 압력은 상시적이다

KV가 증가하는 구조

$$\text{KV} \propto \boldsymbol{B} \times \boldsymbol{L} \times \text{Layers} \times \text{KV heads}$$
$$\text{KV bytes} \approx \boldsymbol{B} \times \boldsymbol{L} \times \boldsymbol{N_{layers}} \times \mathbf{2} \times \boldsymbol{H_{KV}} \times \boldsymbol{D_{head}} \times \boldsymbol{s}$$

B: 배치 / 동시 요청
L: 컨텍스트 길이
head: 문맥 참고 채널
N_{layers}: Layer 수
H_{KV}: KV head 수
D_{head}: Head Dimension
s: element size (FP32: s=4, FP16: s=2, FP8: s=1)

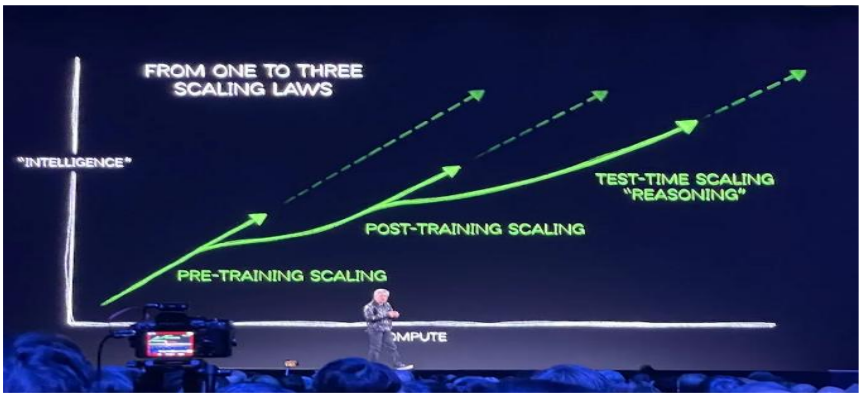
자료: SK 증권

메모리 병목의 회귀성 (지속성)

AI H/W 내 최대 병목은 메모리이다. GPU 등 프로세서의 연산 능력 상승은 메모리 요구량의 증가를 의미한다. 연산이 늘수록 메모리 병목은 더욱 중요해지는 것이다. 즉, 메모리 병목이 일시적으로 해소되어도 메모리는 또 다시 병목으로 자리잡는다.

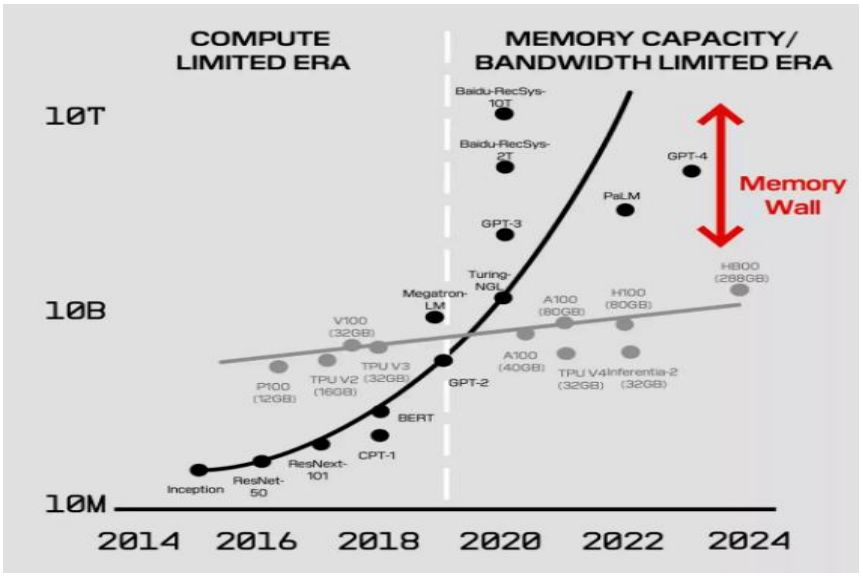
이는 AI 고도화 내 메모리 병목의 회귀성을 의미한다.
특정 계층의 병목이 해소되면, 다른 계층이 병목으로 자리잡았던 (병목의 재배치) 과거 시스템과 AI 시스템의 가장 큰 차이점이다.

AI Scaling law



자료: NVIDIA, SK 증권

Memory wall



자료: Sandisk, SK 증권

(2) AI로 인한 메모리의 위상 격상과 시장 창출

AI 추론 고도화는 메모리의 위상을 격상시킨다. 이 격상은 '역할의 재정의'이다.

KV 캐시를 위한 메모리 계층화 필수

AI 추론 고도화는 전통 캐시만으로 부족하다
캐시는 AI 추론에서 병목을 완화시키지만, 완전히 가리기는 어렵다.
그 이유는 아래와 같다.

1) KV는 세션 상태이므로 공유 캐시의 효과가 떨어진다
전통 워크로드와 달리 같은 데이터를 여러 요청이 같이 사용하는 구조가 아니다. AI에서는 요청마다 상태가 따로 쌓인다. 이는 전통 캐시의 Hit ratio를 구조적으로 제한한다.

2) Working set가 캐시를 쉽게 초과한다
컨텍스트가 길어지고, 동시성이 커지면 Working set (KV+가중치)가 커진다. 캐시는 계속 밀려 (evict)날 수밖에 없다. 결국 일부 구간에서 Hit ratio가 높다가도, 돌발적인 Miss (p.99)가 늘어난다.

이는 매우 치명적인 요소이다.
캐시는 평균 지연을 낮추는 역할에는 효과적이지만, AI는 평균 지연보다 Tail (p.99)가 핵심 KPI이다. KV/데이터를 적기에 가져오지 못하면, GPU가 멈춘다.
토큰 당 비용 구조의 악화로 연결되는 것이다.

결국 캐시만으로는 불안정한 구간 (긴 컨텍스트, 높은 동시성, 에이전트 루프)를 커버할 수 없다. 이는 KV/컨텍스트를 Hot/Warm으로 나눠 상위 계층 (HBM/DRAM) 및 하위 계층 (ICMSP 등)으로 운영하고, 필요할 때 데이터를 미리 올리는 (프리페치) 메모리 계층화의 명분이 된다.

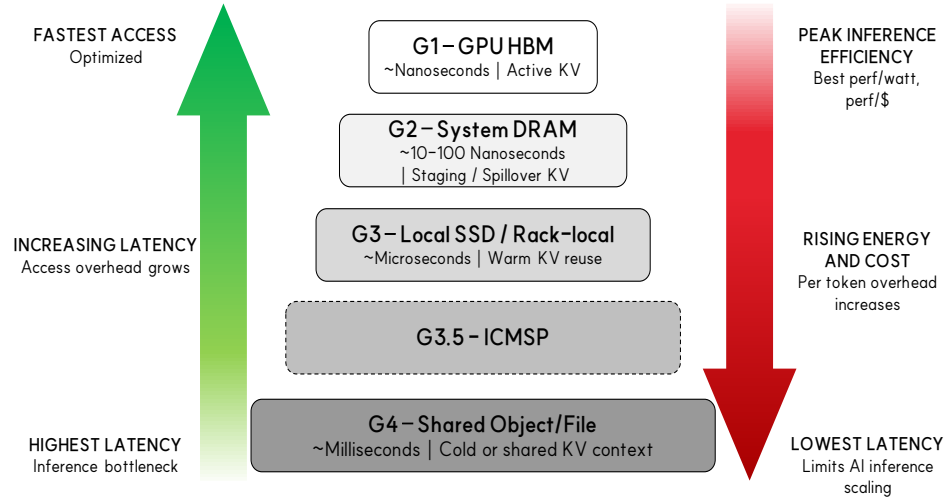
메모리의 위상 격상

메모리 계층화는 메모리의 위상을 격상시킨다.
HBM 은 DRAM 을 AI 가속기의 일부가 되었고, DRAM 은 단순 시스템 메모리가 아닌 플랫폼 부품이 되었다. Host DRAM 은 프리페치/스테이징의 버퍼가 되며 운영 메모리 (HBM 과 하위 계층 사이 Tail 흡수)로 재정의된다.

NAND 역시 단순 저장이 아닌 추론 상태를 담는 계층으로 상향 재편된다. 즉, NAND 가 단순 저장에서 연산 보조 영역에 진입하게 되는 것이다. 이때 ICMSP, HBF 같은 신규 시장이 열린다.

즉, 메모리의 위상 격상은 신규 수요 창출로 연결되는 것이다.

KV Cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

(3) AI 가 만드는 공급의 복합 제약

AI 메모리는 단순 웨이퍼 증설로 해결되지 않는다.
복합 제약 (믹스, 후공정, 선별)이며, 이는 메모리 업황의 강도를 상승시킨다.

현재 메모리 업계는 신규 Fab.을 위한 공간 제약과 후공정, 선별 병목이 존재한다. 또한 한정된 공간 속 HBM, LPDDR5X, 서버 DRAM, SSD (TLC, QLC) 등으로의 품목 믹스 전환도 필요하다. AI 메모리는 전 제품으로 확산되었기 때문이다.

여기에 CapEx Discipline 이 겹친다. 공정난이도 급증에 따른 단위 증설비용 상승은 증설 실수비용을 더욱 크게 만들기 때문이다. 공급의 복합제약이 구조화되는 것이다.

메모리 계층화는 유효 공급의 하방을 의미

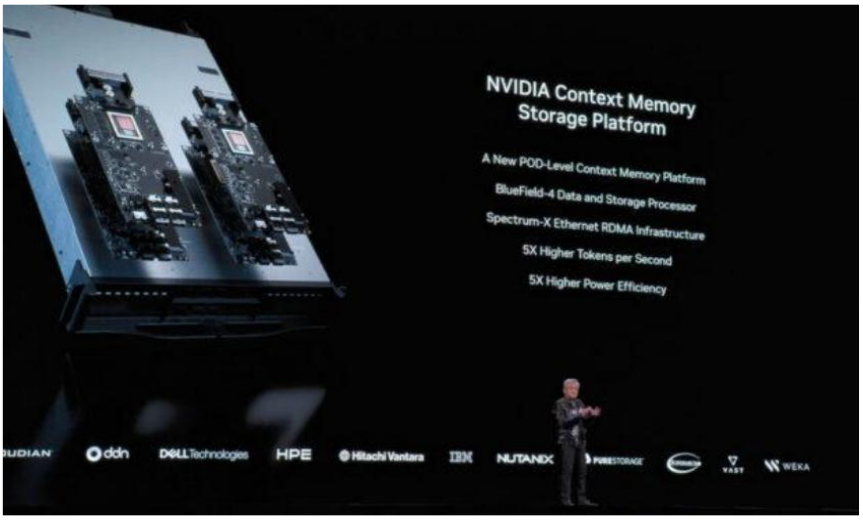
1) HBM: '유효 생산능력'을 재편의 첫 사례
HBM 은 단지 DRAM 비트를 더 파는 것이 아니다. 후공정, 스택, 패키징이 붙는다. 이는 일반 DRAM 의 잠재 생산능력을 잠식한다. 이 믹스의 변화는 공급 구조를 바꿨다. AI 메모리 공급 제약의 대표 사례이며, 시장은 이미 이를 확인했다. HBM 수요 강세 속 HBM4 12H 의 TSV 상승, 스펙 변경에 따른 수율의 추가 하락은 그 효과를 더욱 강화시키고 있다.

2) NAND 도 '유효 비트' 관점의 공급 구조 변화 가능
NAND 가 저장이 아닌 상태 계층이 되면 KPI 가 바뀐다. 용량 당 가격뿐 아니라 p99, 토큰 당 비용 등으로 지표가 다변화된다. 이 요구는 NAND 생산 능력의 운영 방식을 변화시키며, 이는 NAND 의 유효 비트를 바꾼다.

2-1) ICMSP 와 HBF 가 NAND 유효 비트에 미치는 영향
ICMSP 는 공유 풀 성격이 강하므로 용량과 p99 대응이 필요하다.
QLC 보다 TLC 중심의 설계가 자연스럽다. HBF 의 경우 근접 상태 계층을 지향하고, 프리페치를 전제하지 않아 p99 민감도가 ICMSP 보다 높다. 현실적인 선택은 True SLC 의 고정이 아니라 'SLC-like' 운용이다. 주요 NAND 공급자들의 주력 Mode 를 감안하면, TLC 기반에서 pSLC (Hot 구간)+큰 OP (헤드룸) 조합이 등장할 수 있다.

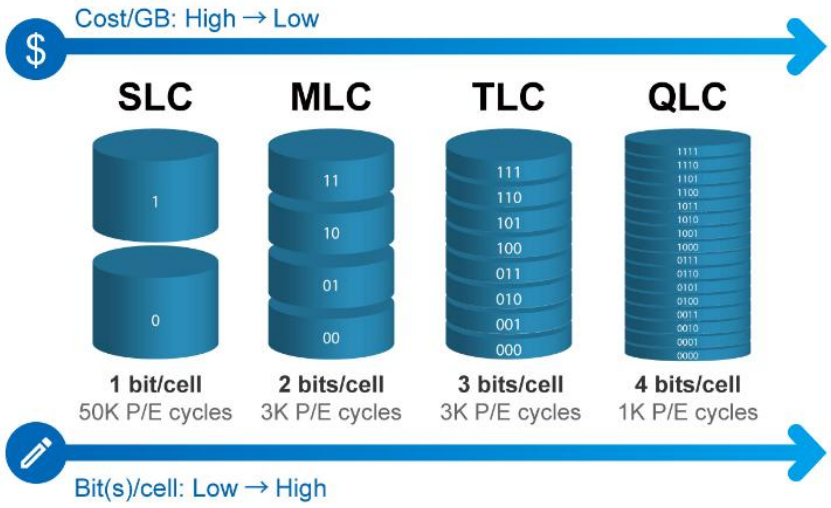
이는 NAND 의 단위 생산능력 당 유효 비트를 하락 가능성을 암시한다. pSLC 활용 시 셀 당 비트는 감소 (QLC 대비 1/4, TLC 대비 1/3)하며, OP (헤드룸)이 커질수록 유효 비트가 하락한다. 또한 선별/테스트가 강화되면 유효 수율도 감소할 수 있다.

NVIDIA 의 ICMSP



자료: NVIDIA, SK 증권

NAND 의 Mode 별 차이



자료: Transcend, SK 증권

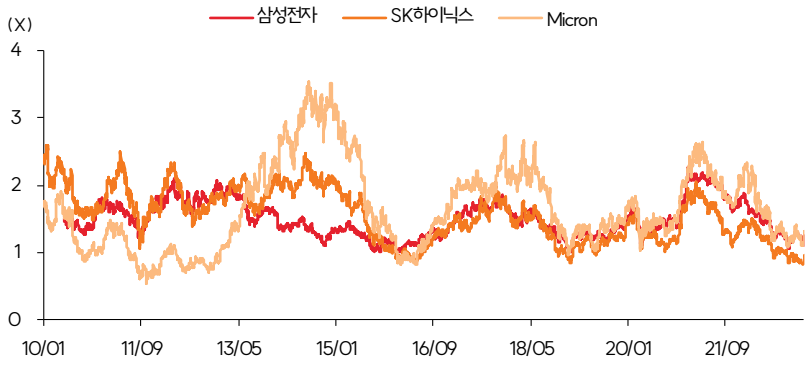
6. 메모리 밸류에이션 P/E 유지

(1) 과거 메모리는 왜 P/B 에 갇혔나

과거 메모리 수요는 세트 교체주기에 기반했다.
세트는 PC, 스마트폰, 범용 서버가 중심이었고, 탑재량 증가는 점진적이었다.
메모리 업황이 거시경제, 재고, 가격 사이클에 종속된다는 것을 의미하는 것이다.
미래 이익은 신뢰하기 어려웠고, 피크의 지속성은 의심스러웠다.

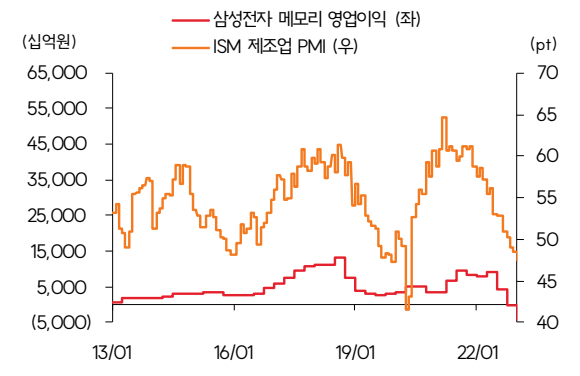
그래서 시장은 메모리를 구조적 성장이 아닌 경기민감 (Macro beta)으로 분류한다.
그 결과 주가와 멀티플은 Earnings 보다 국면전환 (확장-위축)에 더 민감하게 반응했다. '이익의 퀄리티'보다 '사이클의 위치'가 더 중요했던 것이다. P/B 가 익숙했다.

메모리 3 사 12M Fwd. P/B Chart (AI 사이클 이전)



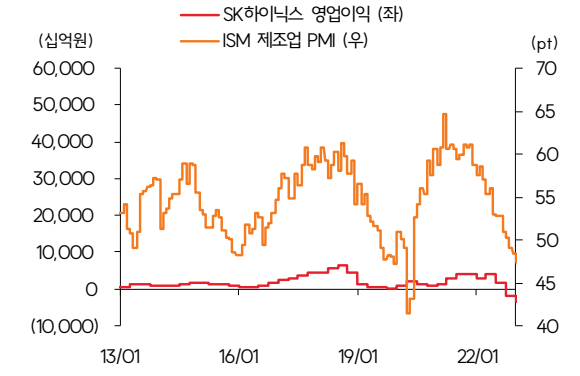
자료: Bloomberg, SK 증권

ISM 제조업 PMI vs 삼성전자 메모리 영업이익 (AI 사이클 이전)



자료: ISM, SK 증권

ISM 제조업 PMI vs SK 하이닉스 영업이익 (AI 사이클 이전)



자료: ISM, SK 증권

(2) AI 가 Earnings 프레임을 만든다

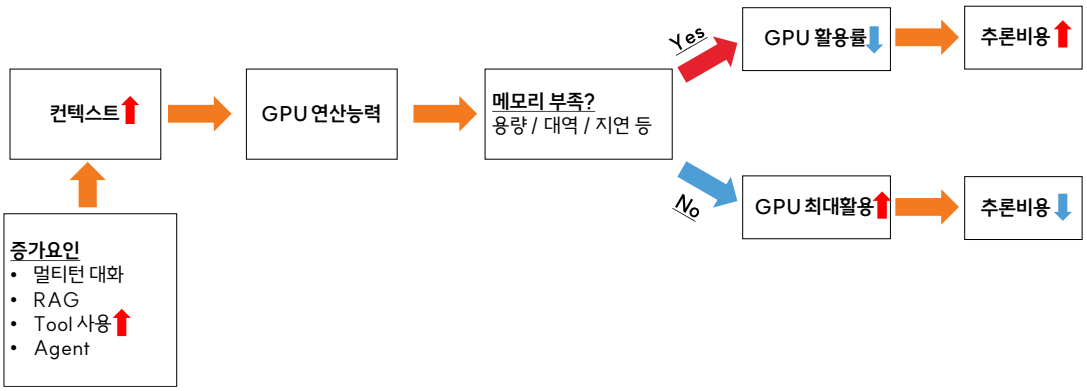
AI 에서 메모리는 성능, 비용의 직접 변수이다. 정확히는 토큰 당 비용을 결정한다. 메모리가 부족하면 GPU 가 기다려야 하므로, 활용률이 떨어진다. 이는 동일 토큰을 처리하기 위해 GPU 가 더 필요하다는 것을 의미한다. 즉, 토큰 당 비용이 상승한다.

AI 에서 메모리 이슈는 곧 경제성 이슈인 것이다. 메모리 확보는 선택이 아니라, 고객의 KPI 를 지키기 위한 필수 요소가 된다.

이 구조는 AI 추론 고도화에서 더욱 부각된다. 컨텍스트가 길어지는 추세는 모델 성능이 높아질수록, 서비스가 에이전트로 확장될수록 더 강화되기 때문이다. 한 번의 답변에 필요한 참고 정보와 중간 상태는 구조적으로 증가하게 된다.

결국 **AI 메모리 수요는 '세트 출하'와 성격이 다르다. 운영구조가 만드는 수요이다.** 그래서 AI 에서 수요는 더욱 구조화되며, 구조화된 수요는 이익 가시성을 제고한다. 이는 SK 증권이 지속 주장해 온 Earnings 기반 메모리 밸류에이션의 명분이다.
*참고: New paradigm, New multiple (2025/11/03)

AI 메모리는 성능, 비용의 직접 변수



자료: SK 증권

7. Still 'LONG': 한국 메모리 재평가의 명분

메모리 산업은 과거와 전혀 다르다.
AI 메모리는 기존 HBM 단일 품목에서 DRAM, NAND 전체로 확산되기 시작했다.
또한 용량 외에도 대역, p99 지연 등 다양한 특성을 복합적으로 요구한다.

'연산의 시대'는 '데이터 이동'의 시대로 전환되었다. AI 추론 고도화 속 성능 제고와 비용 효율화의 핵심은 메모리가 된 것이다. 메모리의 위상은 구조적으로 높아졌고, 공급 부족 심화는 그 결과이다. 과거 수요는 세트 교체수요가 창출했지만, AI 에서는 AI 시스템 운영 구조가 수요를 창출한다. AI 고도화는 메모리 수요를 구조화시킨다.

공급은 복합적으로 제약되고 있다. 한정된 공간과 생산 능력 속 AI 가 요구하는 다양한 제품을 생산해야 한다. 이는 공급이 단순히 웨이퍼 캐파가 아닌 생신 믹스, 선별, 후공정에 복합적으로 얽히게 된다는 것을 의미한다. 시대가 변한 것이다.

'원하면 바로 공급을 늘려 수요를 맞춘다'는 구조적으로 어려워진다. 반면 AI 고도화에서 메모리는 선택이 아닌 필수이다. 증설을 위한 높은 유인이 요구되는 국면이다.

그 유인은 구속력있는 장기공급계약이 될 것이다. 미래 이익 가시성이 확보되는 것이다. 수요의 확인이자, 증설의 강력한 명분이며, 미래 실적 상향의 핵심 기반이다.

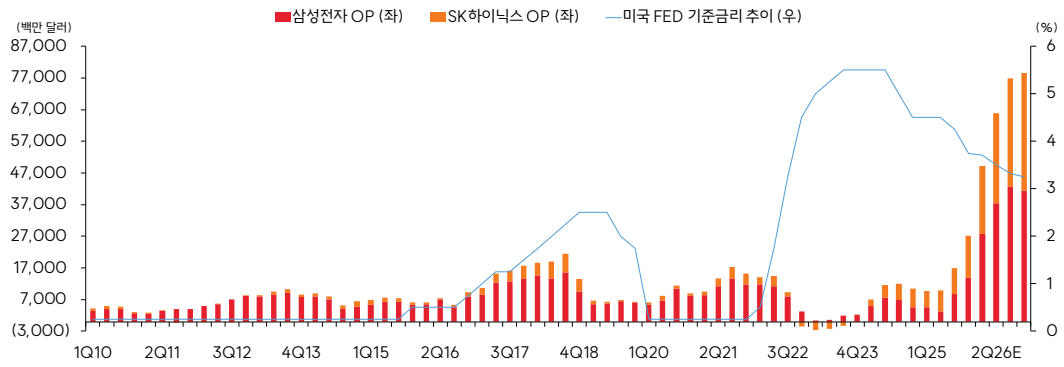
시장의 평가는 달라지고 있다. 메모리 3 사의 역사상 가장 폭발적인 EPS 상향 조정에도 불구하고, P/E 는 굳건히 버티고 있다. 과거 P/E 와 EPS 의 역행성을 감안하면 의미있는 변화이다. 메모리의 미래 Earnings 를 신뢰하기 시작했다는 지표이다.

메모리를 Earnings 로 평가하기 시작하면 글로벌 IT 업체들과의 비교가 용이해진다.
"메모리는 왜 항상 싸야 하나"라는 질문이 가능해진다.

재평가는 시작도 하지 않았고, 메모리 호황이 유동성 확장과 만난 것은 처음이다.
글로벌 AI 관련주에서 한국 메모리가 가장 저렴하다.

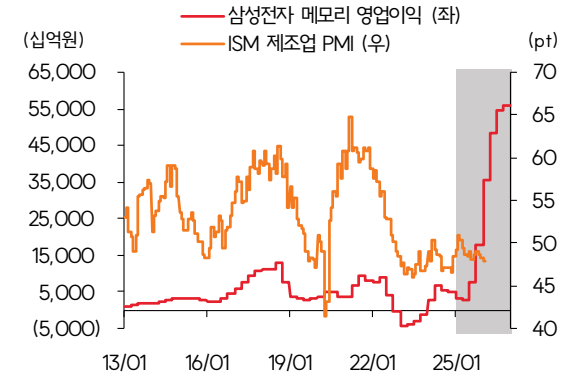
SK 증권은 반도체 업종 비중 확대 의견과 메모리 밸류에이션을 P/E 로 유지하고,
삼성전자의 목표주가를 300,000 원으로,
SK 하이닉스의 목표주가를 1,600,000 원으로 상향 조정한다. 시대가 변했다.

삼성전자, SK 하이닉스 영업이익 미국 FED 기준금리 추이 비교



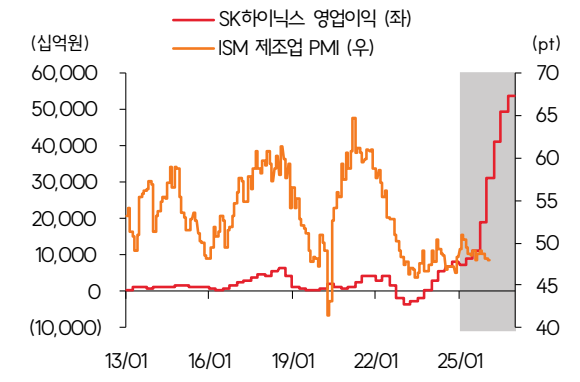
자료: Bloomberg, SK 증권

ISM 제조업 PMI vs 삼성전자 메모리 영업이익



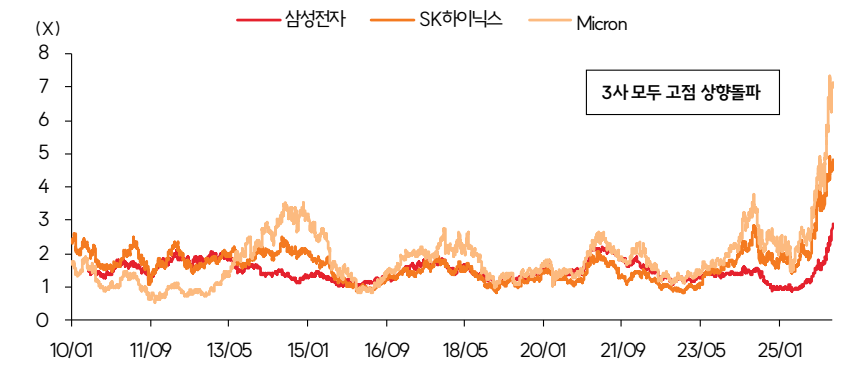
자료: ISM, SK 증권

ISM 제조업 PMI vs SK 하이닉스 영업이익



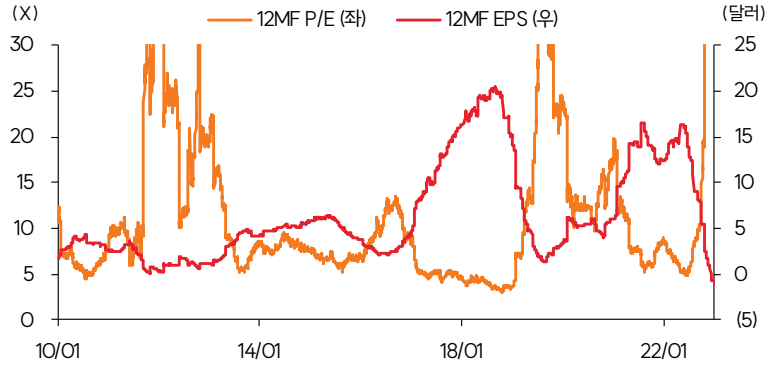
자료: ISM, SK 증권

메모리 3 사의 12M Fwd. P/B 추이



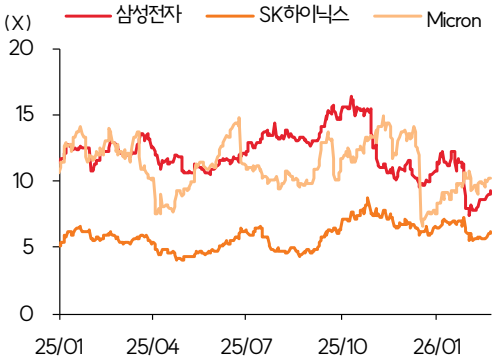
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스의 12M Fwd. EPS 와 P/E 추이 (AI 사이클 이전)



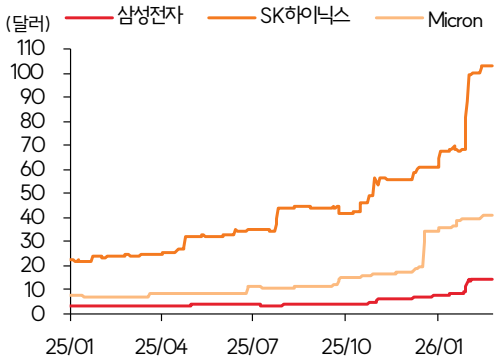
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사의 12M Fwd. P/E 추이 (2025 년 이후)



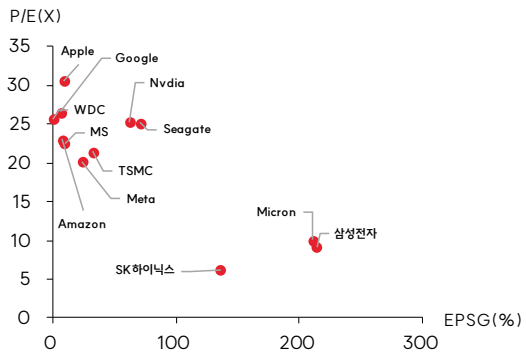
자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사의 12M Fwd. EPS 추이 (2025 년 이후)



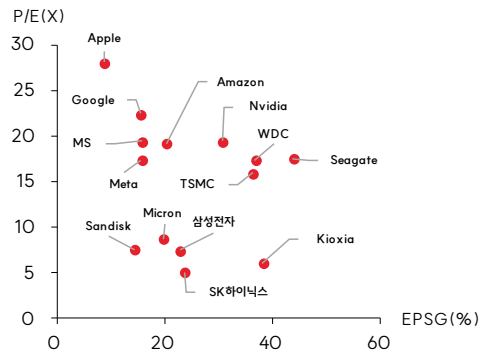
자료: Bloomberg, SK 증권

2026 년 글로벌 AI 관련주 EPS 성장률, P/E



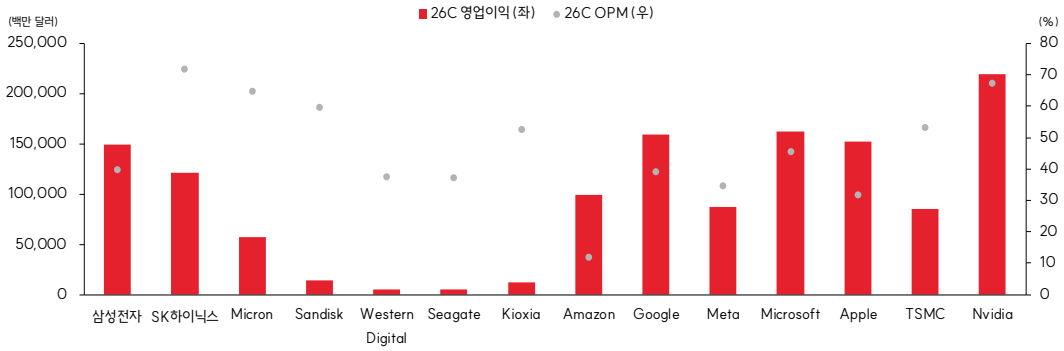
자료: Bloomberg, SK 증권

2027 년 글로벌 AI 관련주 EPS 성장률, P/E



자료: Bloomberg, SK 증권

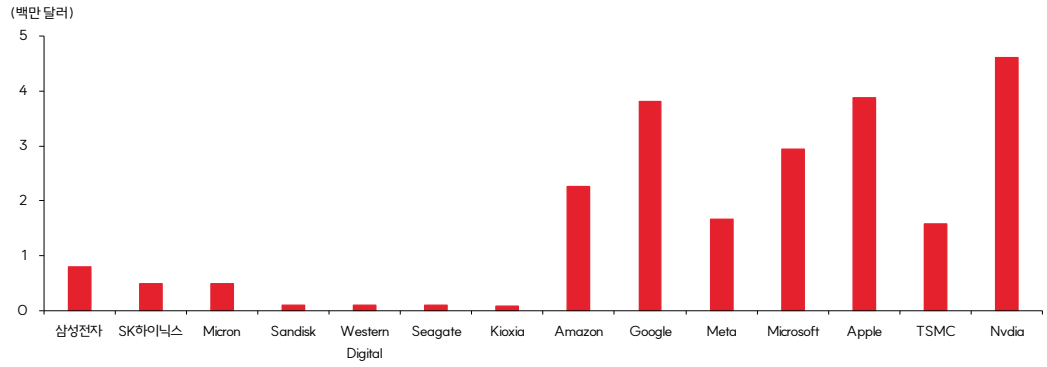
2026년 글로벌 AI 관련주 영업이익, 영업이익률



자료: Bloomberg, SK 증권

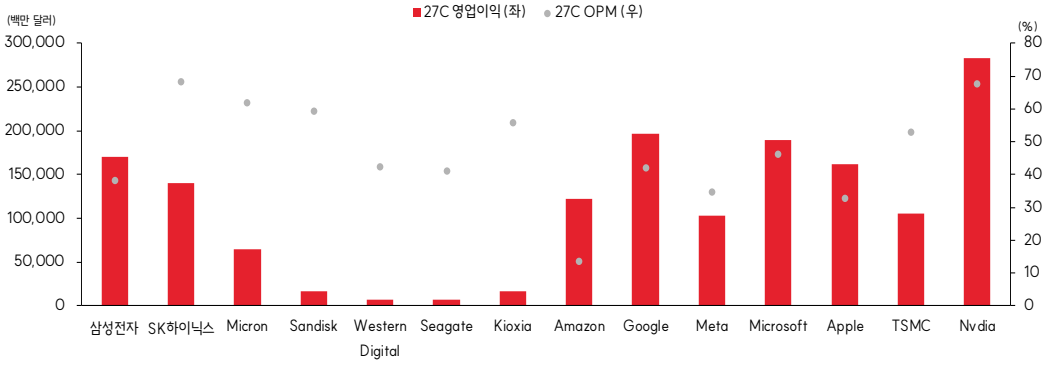
주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

글로벌 AI 관련주 시가총액



자료: Bloomberg, SK 증권

2027년 글로벌 AI 관련주 영업이익, 영업이익률



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

COMPANY ANALYSIS

SK 증권

2026-02-24

COMPANY ANALYSIS

삼성전자 (005930/KS)

재평가가 필요하다

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

Signal: AI 수혜 메모리 전체로 확산. 공급은 복합제약 심화
Key: 수요 기반 변화. 경기->AI. 구조적 메모리 위상 격상
Step: Earnings power 의 상향 재정의. 재평가 필요

매수(유지)

목표주가: 300,000 원(상향)
현재주가: 193,000 원
상승여력: 55.4%

STOCK DATA

주가(26/02/23)	193,000 원
KOSPI	5,846.09 pt
52 주 최고가	193,000 원
60 일 평균 거래대금	3,595 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	591,964 만주
시가총액	1,142,490 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외 15)	19.82%
국민연금공단	7.75%
외국인 지분율	51.09%

주가 및 상대수익률

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2026E	2027E	2028E
매출액	십억원	536,158	616,582	678,240
영업이익	십억원	215,670	221,969	210,254
순이익(지배주주)	십억원	154,909	163,834	157,425
EPS	원	22,998	24,323	23,372
PER	배	8.4	7.9	8.3
PBR	배	2.3	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	4.0	3.5	3.2
ROE	%	31.2	25.4	19.8
배당성향	%	7.1	6.7	7.0

과거와 전혀 다른 메모리 산업

메모리 산업은 과거와 전혀 다르다. AI는 기존 HBM에서 DRAM, NAND 전체를 활용하기 시작했다. 용량, 대역, p99 지연 등 다양한 특성을 복합적으로 요구한다. 메모리의 위상이 격상된 것이다. 공급 부족 심화는 그 결과이다. 반면, 공급은 점차 복합적으로 제약된다. 생산 믹스, 후공정, 선별이 얽혀 단순 웨이퍼 캐파가 아니게 되는 것이다.

이제 NAND 도 AI 메모리

NAND 도 이제 AI 메모리이다. AI 추론 고도화에 따른 KV Cache 증가는 메모리 계층화를 요구한다. 그 과정에서 HBM, DRAM 과 더불어 NAND 역시 추론 상태를 담는 계층으로 상향 재편된다. NVIDIA 의 ICMS 는 그 첫 사례이다.

목표주가 300,000 원으로 상향

SK 증권은 삼성전자의 목표주가를 300,000 원으로 상향 조정한다. 2026E EPS 23,272 원에 Target P/E 13X 를 적용했다. 근거는 2026 년 판가 전망 상향 (DRAM +158%, NAND +98% YoY)이다. 공급자들의 낮은 재고와 AI 메모리의 구조적 수요, 증설 여력 제약에 따른 가격 협상력이 예상을 크게 상회하고 있다. 2026 년 영업이익을 208 조원 (+376% YoY), 영업이익률 40% (+27%p YoY)로 전망한다.

한국 메모리 재평가의 명분

메모리의 재평가가 필요하다. 특히, 한국 메모리의 재평가가 필요하다.
세트 교체주기가 결정했던 수요는 이제 AI 시스템 운영 구조에서 비롯된다. AI 시스템에서 메모리는 성능 제고, 비용 효율화의 직접 변수이기 때문이다. 소순환주기 (경기) 사이클이 대순환주기 (AI) 사이클로 변화한 것이다. AI 에서 메모리 수요는 더욱 구조화되고, 이익 가시성 제고를 견인한다. 즉, 메모리 Earnings power 자체가 상향되고, 실적의 분산은 크게 완화되는 것이다. AI 는 메모리에 Earnings frame 을 제공한다. 더불어 상반기 내 가시화될 장기공급계약은 Earnings 에 대한 신뢰를 높일 것이다.

메모리 호황이 유동성 확장과 동반된 것은 처음있는 일이다.
재평가는 시작도 하지 않았고, 글로벌 AI 관련주에서 한국 메모리가 가장 저렴하다.
수요 대응을 위한 공간 여력, HBM4 경쟁력 회복, 파운드리 가동률의 회복세 등 저평가 해소에 대한 명분이 다분한 국면이다.

부문별 실적 추이 및 전망 (단위: 조원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	**71.9**	**74.1**	**79.1**	**75.8**	**79.1**	**74.6**	**86.1**	**93.8**	**115.1**	**122.8**	**139.8**	**140.9**	**301.0**	**333.6**	**518.6**
YoY %	13%	23%	17%	12%	10%	1%	9%	24%	45%	65%	62%	50%	16%	11%	55%
QoQ %	6%	3%	7%	-4%	4%	-6%	15%	9%	23%	7%	14%	1%			
DX	**47.0**	**41.8**	**44.7**	**40.2**	**51.5**	**43.3**	**48.0**	**44.1**	**51.6**	**44.9**	**48.2**	**41.8**	**173.6**	**186.9**	**186.5**
VD/CE	13.5	14.4	14.1	14.4	14.5	14.1	13.9	14.8	13.9	14.3	13.9	13.9	56.4	57.3	56.1
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	29.2	34.1	29.3	37.6	30.7	34.3	27.9	117.2	129.6	130.4
DS	**23.1**	**28.6**	**29.3**	**30.1**	**25.1**	**27.9**	**33.1**	**44.0**	**63.7**	**78.4**	**91.1**	**97.8**	**111.1**	**130.2**	**331.0**
Memory	17.5	21.7	22.3	23.0	19.1	21.2	26.7	37.2	56.8	70.8	82.9	89.0	84.5	104.2	299.5
DRAM	9.7	12.7	13.9	14.6	12.5	13.9	18.2	26.4	42.2	53.4	62.8	68.0	50.9	70.3	226.5
NAND	7.0	8.4	8.4	7.7	6.2	7.3	8.5	10.0	14.2	17.5	19.3	20.1	31.5	32.0	71.0
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.1	6.0	6.7	6.4	6.8	6.9	7.6	8.2	8.7	26.6	26.0	31.5
SDC	**5.4**	**7.7**	**8.0**	**8.1**	**5.9**	**6.4**	**8.1**	**9.5**	**6.3**	**6.8**	**8.0**	**9.2**	**29.1**	**29.9**	**30.4**
Harman	**3.2**	**3.6**	**3.5**	**3.9**	**3.4**	**3.8**	**4.0**	**4.6**	**3.4**	**4.0**	**4.1**	**4.6**	**14.3**	**15.8**	**16.1**
영업이익	**6.5**	**10.5**	**9.2**	**6.5**	**6.7**	**4.7**	**12.2**	**20.1**	**38.6**	**50.9**	**58.6**	**59.7**	**32.7**	**43.6**	**207.7**
YoY %	920%	1476%	249%	140%	2%	-55%	32%	209%	481%	978%	382%	197%	393%	33%	376%
QoQ %	142%	61%	-13%	-29%	2%	-29%	158%	65%	92%	32%	15%	2%			
DX	**4.0**	**2.7**	**3.3**	**2.3**	**4.7**	**3.3**	**3.5**	**1.3**	**3.2**	**1.8**	**2.2**	**1.1**	**12.4**	**12.8**	**8.3**
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.2	(0.1)	(0.6)	0.0	0.2	(0.1)	(0.1)	1.8	(0.2)	0.1
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	3.1	3.6	1.9	3.1	1.7	2.3	1.2	10.7	12.9	8.2
DS	**1.8**	**6.5**	**3.9**	**2.9**	**1.1**	**0.4**	**7.0**	**16.4**	**34.8**	**48.0**	**54.8**	**56.3**	**15.1**	**24.9**	**193.9**
Memory	2.7	6.8	5.6	5.1	3.4	2.9	7.7	17.8	35.5	48.4	54.5	55.8	20.2	31.8	194.3
DRAM	1.9	5.0	4.6	4.8	3.7	3.2	6.8	15.4	29.4	39.3	44.0	45.9	16.4	28.9	158.5
NAND	0.9	1.8	0.9	0.3	(0.3)	(0.3)	0.9	2.4	6.2	9.2	10.6	10.0	4.0	2.8	35.9
Foundry/LSI	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(0.7)	(1.4)	(0.7)	(0.4)	0.2	0.4	(5.0)	(6.9)	(0.4)
SDC	**0.3**	**1.0**	**1.5**	**0.9**	**0.5**	**0.5**	**1.2**	**2.0**	**0.4**	**0.6**	**1.1**	**1.8**	**3.8**	**4.2**	**4.0**
Harman	**0.2**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.3**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.4**	**0.5**	**0.4**	**1.3**	**1.5**	**1.6**
영업이익률	**9%**	**14%**	**12%**	**9%**	**8%**	**6%**	**14%**	**21%**	**34%**	**41%**	**42%**	**42%**	**11%**	**13%**	**40%**
DX	**9%**	**7%**	**8%**	**6%**	**9%**	**8%**	**7%**	**3%**	**6%**	**4%**	**5%**	**3%**	**7%**	**7%**	**4%**
VD/CE	4%	3%	4%	1%	2%	1%	-1%	-4%	0%	1%	0%	-1%	3%	0%	0%
MX/NW	10%	8%	9%	8%	12%	11%	11%	6%	8%	5%	7%	4%	9%	10%	6%
DS	**8%**	**23%**	**13%**	**10%**	**4%**	**1%**	**21%**	**37%**	**55%**	**61%**	**60%**	**58%**	**14%**	**19%**	**59%**
Memory	16%	31%	25%	22%	18%	14%	29%	48%	63%	68%	66%	63%	24%	31%	65%
DRAM	20%	39%	34%	33%	29%	23%	37%	58%	70%	74%	70%	67%	32%	41%	70%
NAND	13%	21%	11%	4%	-4%	-4%	11%	24%	43%	52%	55%	50%	13%	9%	51%
Foundry/LSI	-16%	-3%	-25%	-31%	-39%	-38%	-11%	-20%	-10%	-5%	3%	5%	-19%	-26%	-1%
SDC	**6%**	**13%**	**19%**	**11%**	**8%**	**8%**	**15%**	**21%**	**6%**	**9%**	**14%**	**20%**	**13%**	**14%**	**13%**
Harman	**8%**	**9%**	**10%**	**10%**	**8%**	**13%**	**10%**	**7%**	**8%**	**10%**	**11%**	**10%**	**9%**	**9%**	**10%**
지배순이익	**6.6**	**9.6**	**9.8**	**7.6**	**8.0**	**4.9**	**11.0**	**19.3**	**29.4**	**38.7**	**44.0**	**44.7**	**33.6**	**44.3**	**161.6**

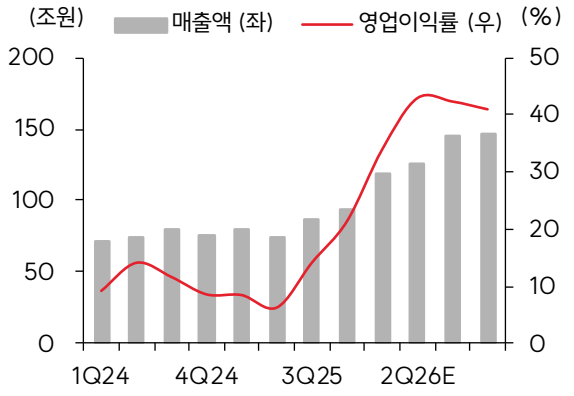
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

실적 전망의 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	24,564	27,824	31,999	33,223	32,435	35,153	39,174	40,996	106,020	117,725	147,757
Bit growth (QoQ %)	1%	13%	15%	3%	-2%	8%	11%	5%	15%	11%	26%
ASP (USD)	0.35	0.36	0.41	0.55	0.90	1.07	1.14	1.19	0.35	0.42	1.08
ASP Change (QoQ %)	-20%	2%	15%	40%	63%	19%	6%	4%	62%	19%	157%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	69,784	89,184	98,460	89,106	89,997	92,697	100,113	105,118	328,914	346,534	387,925
Bit growth (QoQ %)	-10%	28%	10%	-10%	1%	3%	8%	5%	14%	5%	12%
ASP (USD)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.11	0.13	0.14	0.14	0.07	0.07	0.13
ASP Change (QoQ %)	-15%	-4%	6%	24%	40%	22%	3%	0%	62%	-8%	98%
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	62	56	62	61	61	53	56	50	225	241	221
Change (QoQ %)	17%	-10%	11%	-2%	0%	-13%	5%	-10%	0%	7%	-8%
ASP (USD)	326	285	304	244	330	291	315	259	293	291	301
Change (QoQ %)	25%	-13%	8%	-21%	35%	-12%	8%	-18%	2%	-1%	3%

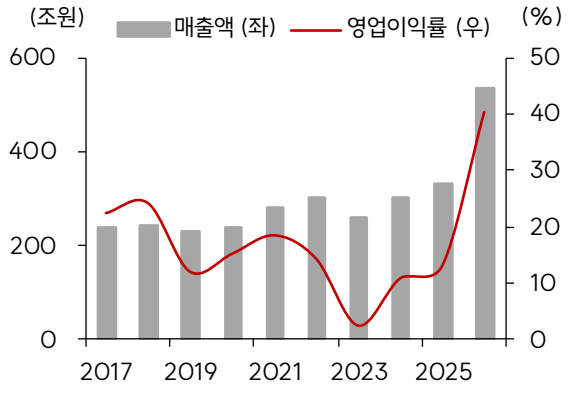
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	23,272	
Target P/E	13.0	12m Fwd. P/E 상단 10% 할인
목표주가	300,000	
현재주가	193,000	
상승여력	55%	

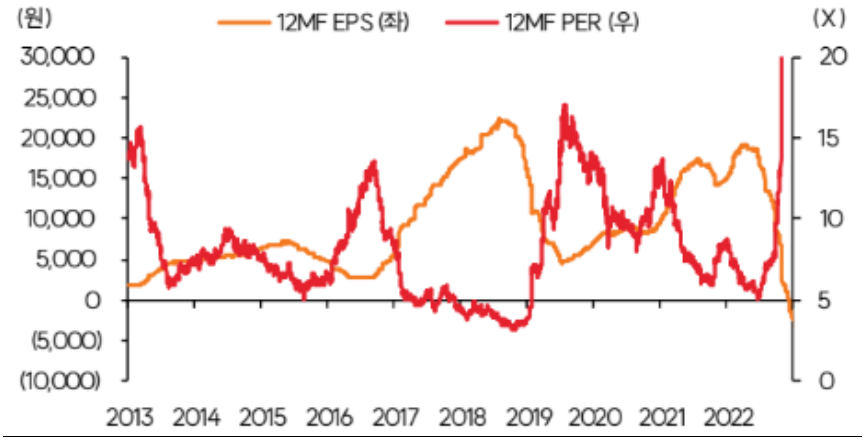
자료: SK 증권 추정

실적 전망치 변경 내역

	변경 후				변경 전				차이			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**115.1**	**122.8**	**139.8**	**140.9**	**107.1**	**111.6**	**129.8**	**133.0**	**7%**	**10%**	**8%**	**6%**
DX	**51.6**	**44.9**	**48.2**	**41.8**	**52.1**	**46.3**	**51.9**	**47.6**	**-1%**	**-3%**	**-7%**	**-12%**
VD/CE	13.9	14.3	13.9	13.9	14.2	14.5	14.8	15.3	-2%	-2%	-6%	-9%
MX/NW	37.6	30.7	34.3	27.9	37.8	31.7	37.2	32.3	0%	-3%	-8%	-14%
DS	**63.7**	**78.4**	**91.1**	**97.8**	**54.3**	**64.6**	**76.1**	**82.2**	**17%**	**21%**	**20%**	**19%**
Memory	56.8	70.8	82.9	89.0	47.3	57.0	67.9	73.5	20%	24%	22%	21%
DRAM	42.2	53.4	62.8	68.0	33.5	40.6	48.8	52.7	26%	31%	29%	29%
NAND	14.2	17.5	19.3	20.1	13.4	16.3	18.4	19.9	6%	7%	5%	1%
Foundry/LSI	6.9	7.6	8.2	8.7	6.9	7.6	8.2	8.7	0%	0%	0%	1%
SDC	**6.3**	**6.8**	**8.0**	**9.2**	**6.3**	**6.8**	**8.0**	**9.2**	**0%**	**0%**	**0%**	**1%**
Harman	**3.4**	**4.0**	**4.1**	**4.6**	**3.7**	**4.2**	**4.5**	**4.4**	**-8%**	**-6%**	**-8%**	**5%**
영업이익	**38.6**	**50.9**	**58.6**	**59.7**	**31.5**	**41.9**	**51.1**	**55.8**	**23%**	**21%**	**15%**	**7%**
DX	**3.2**	**1.8**	**2.2**	**1.1**	**2.0**	**3.0**	**2.8**	**1.8**	**58%**	**-40%**	**-21%**	**-39%**
VD/CE	0.0	0.2	(0.1)	(0.1)	0.1	0.2	0.2	0.0	적전	적전	적전	적전
MX/NW	3.1	1.7	2.3	1.2	1.8	2.7	2.7	1.8	74%	-39%	-16%	-35%
DS	**34.8**	**48.0**	**54.8**	**56.3**	**28.8**	**37.7**	**46.5**	**51.8**	**21%**	**27%**	**18%**	**9%**
Memory	35.5	48.4	54.5	55.8	29.5	38.1	46.3	51.3	20%	27%	18%	9%
DRAM	29.4	39.3	44.0	45.9	23.3	29.3	35.6	39.2	26%	34%	24%	17%
NAND	6.2	9.2	10.6	10.0	6.2	8.8	10.7	12.2	-1%	4%	-1%	-18%
Foundry/LSI	(0.7)	(0.4)	0.2	0.4	(0.7)	(0.4)	0.2	0.4	적지	적지	적지	적지
SDC	**0.4**	**0.6**	**1.1**	**1.8**	**0.4**	**0.6**	**1.1**	**1.8**	**-6%**	**5%**	**2%**	**3%**
Harman	**0.3**	**0.4**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.5**	**0.6**	**0.4**	**-9%**	**-21%**	**-24%**	**11%**
영업이익률	**34%**	**41%**	**42%**	**42%**	**29%**	**37%**	**39%**	**42%**	**5%p**	**4%p**	**3%p**	**0%p**
DX	**6%**	**4%**	**5%**	**3%**	**4%**	**6%**	**5%**	**4%**	**2%p**	**-2%p**	**0%p**	**-1%p**
VD/CE	0%	1%	0%	-1%	1%	2%	1%	0%	-1%p	-1%p	-1%p	-1%p
MX/NW	8%	5%	7%	4%	5%	9%	7%	6%	3%p	-4%p	0%p	-2%p
DS	**55%**	**61%**	**60%**	**58%**	**53%**	**58%**	**61%**	**63%**	**2%p**	**3%p**	**-1%p**	**-5%p**
Memory	63%	68%	66%	63%	62%	67%	68%	70%	1%p	1%p	-2%p	-7%p
DRAM	70%	74%	70%	67%	70%	72%	73%	74%	0%p	2%p	-3%p	-7%p
NAND	43%	52%	55%	50%	46%	54%	58%	61%	-3%p	-2%p	-3%p	-11%p
Foundry/LSI	-10%	-5%	3%	5%	-10%	-5%	3%	5%	0%p	0%p	0%p	0%p
SDC	**6%**	**9%**	**14%**	**20%**	**6%**	**9%**	**14%**	**20%**	**0%p**	**0%p**	**0%p**	**0%p**
Harman	**8%**	**10%**	**11%**	**10%**	**8%**	**13%**	**13%**	**10%**	**0%p**	**-3%p**	**-2%p**	**0%p**
지배순이익	**29.4**	**38.7**	**44.0**	**44.7**	**25.1**	**32.1**	**39.3**	**42.5**	**17%**	**20%**	**12%**	**5%**
지배순이익률	26%	31%	31%	32%	23%	29%	30%	32%	2%p	3%p	1%p	0%p

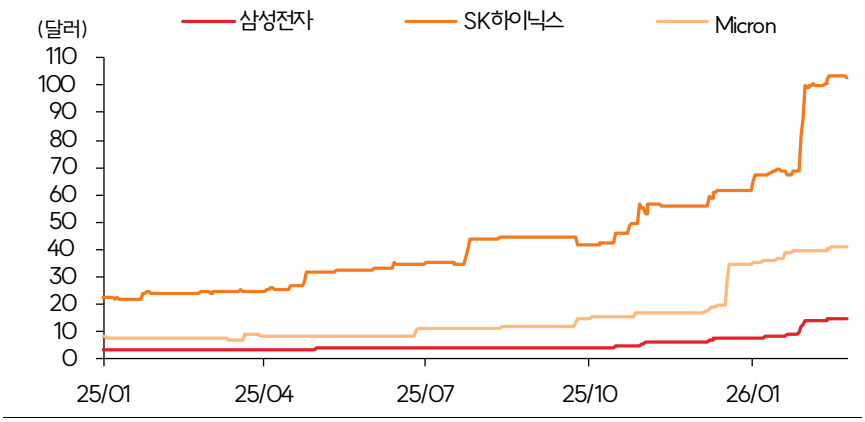
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스의 12M Fwd. EPS, P/E 추이 (AI 사이클 이전): 과거 메모리 밸류의 특징



자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사 12M Fwd. EPS 추이 (2025 년 이후)

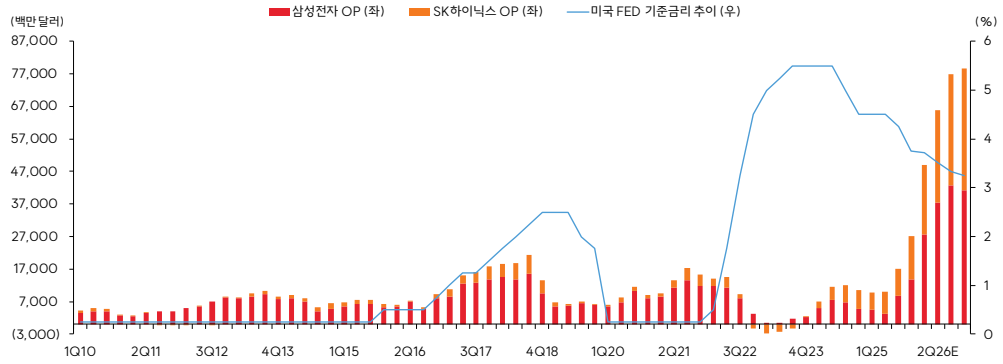


자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사 12M Fwd. P/E 추이 (2025 년 이후)

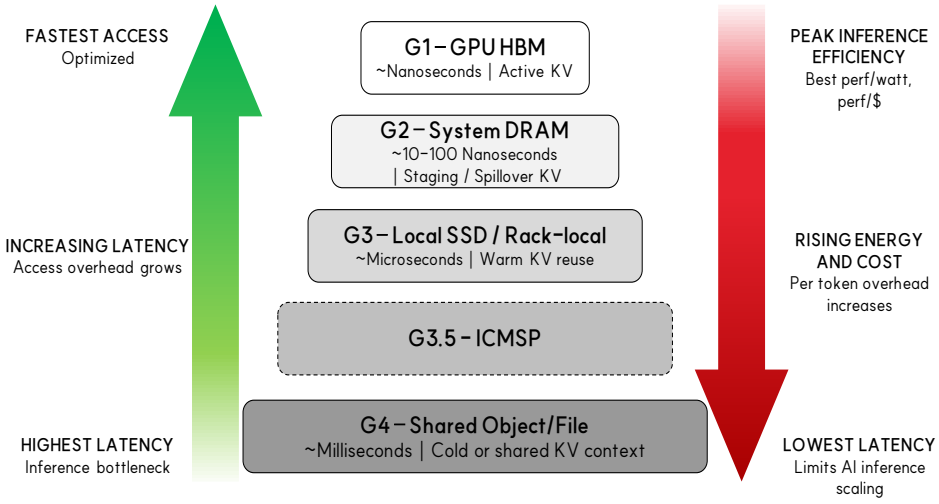
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자, SK 하이닉스 영업이익 미국 FED 기준금리 추이 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

KV Cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	227,062	247,685	433,028	564,273	736,770
현금및현금성자산	53,706	57,856	144,321	255,551	397,179
매출채권 및 기타채권	53,246	58,609	90,950	85,996	94,596
재고자산	51,755	52,637	80,121	76,336	83,969
비유동자산	287,470	319,257	340,315	352,568	349,861
장기금융자산	14,846	21,847	24,223	25,220	25,985
유형자산	205,945	215,305	223,614	233,821	229,926
무형자산	23,739	29,481	27,921	25,755	23,714
자산총계	514,532	566,942	773,344	916,841	1,086,631
유동부채	93,326	106,411	154,370	139,508	152,756
단기금융부채	15,380	18,752	29,183	33,560	36,916
매입채무 및 기타채무	30,918	34,405	98,686	76,527	84,180
단기충당부채	8,216	7,691	11,968	13,763	15,140
비유동부채	19,014	24,210	30,628	27,556	29,414
장기금융부채	3,950	6,487	6,162	5,862	5,551
장기매입채무 및 기타채무	5,510	5,602	5,602	5,602	5,602
장기충당부채	3,120	2,900	4,514	5,191	5,710
부채총계	112,340	130,622	184,998	167,064	182,170
지배주주지분	391,688	424,313	568,185	720,993	867,393
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	-1,725	-6,144	-6,144	-6,144	-6,144
자기주식	-1,812	-6,606	-6,606	-6,606	-6,606
이익잉여금	370,513	402,136	546,007	698,816	845,215
비지배주주지분	10,504	12,007	20,160	28,783	37,069
자본총계	402,192	436,320	588,345	749,776	904,461
부채와자본총계	514,532	566,942	773,344	916,841	1,086,631

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	300,871	333,606	536,158	616,582	678,240
매출원가	186,562	202,236	244,892	295,959	352,685
매출총이익	114,309	131,370	291,266	320,623	325,555
매출총이익률(%)	38.0	39.4	54.3	52.0	48.0
판매비와 관리비	81,583	87,769	75,596	98,653	115,301
영업이익	32,726	43,601	215,670	221,969	210,254
영업이익률(%)	10.9	13.1	40.2	36.0	31.0
비영업손익	4,804	5,880	-3,901	2,000	4,954
순금융손익	3,915	3,987	5,859	2,387	3,751
외환관련손익	-363	16	-11,497	-1,485	-229
관계기업등 투자손익	751	683	658	771	812
세전계속사업이익	37,530	49,481	211,769	223,969	215,208
세전계속사업이익률(%)	12.5	14.8	39.5	36.3	31.7
계속사업법인세	3,078	4,275	48,707	51,513	49,498
계속사업이익	34,451	45,207	163,062	172,456	165,710
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	34,451	45,207	163,062	172,456	165,710
순이익률(%)	11.5	13.6	30.4	28.0	24.4
지배주주	33,621	44,261	154,909	163,834	157,425
지배주주귀속 순이익률(%)	11.2	13.3	28.9	26.6	23.2
비지배주주	830	946	8,153	8,623	8,286
총포괄이익	51,296	51,291	163,062	172,456	165,710
지배주주	50,048	49,904	159,783	168,989	162,378
비지배주주	1,248	1,387	3,279	3,468	3,332
EBITDA	75,357	90,528	264,041	267,429	253,920

현금흐름표

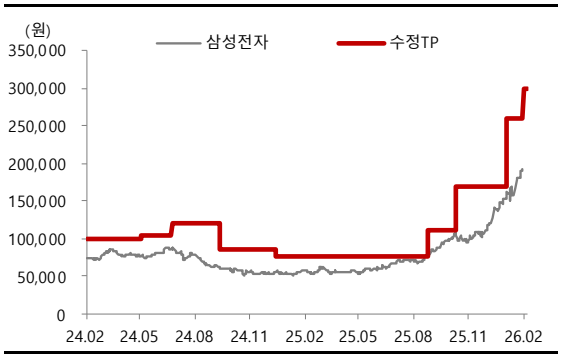
12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동현금흐름	72,983	85,315	195,215	209,065	203,090
당기순이익(손실)	34,451	45,207	163,062	172,456	165,710
비현금성항목등	42,947	52,396	90,555	95,181	88,662
유형자산감가상각비	39,650	43,606	45,191	42,793	41,430
무형자산상각비	2,981	3,321	3,180	2,666	2,236
기타	316	5,469	42,185	49,722	44,996
운전자본감소(증가)	-1,568	-9,614	-15,555	-9,447	-5,535
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3,139	-2,535	-32,341	4,954	-8,600
재고자산의감소(증가)	2,541	-3,591	-27,484	3,785	-7,634
매입채무및기타채무의증가(감소)	-1,539	-3,257	30,572	-22,159	7,653
기타	-9,298	-9,811	-91,554	-100,639	-95,245
법인세납부	-6,450	-7,137	-48,707	-51,513	-49,498
투자활동현금흐름	-85,382	-68,512	-106,577	-74,292	-52,539
금융자산의감소(증가)	-31,810	-14,986	-37,803	-15,865	-12,163
유형자산의감소(증가)	-51,250	-47,372	-53,500	-53,000	-37,535
무형자산의감소(증가)	-2,319	-4,617	-1,621	-500	-194
기타	-2	-1,536	-13,653	-4,926	-2,646
재무활동현금흐름	-7,797	-13,478	-931	-6,948	-7,980
단기금융부채의증가(감소)	5,871	4,655	10,430	4,377	3,356
장기금융부채의증가(감소)	-960	-46	-324	-300	-311
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-10,889	-9,897	-11,037	-11,025	-11,025
기타	-1,820	-8,190	-0	0	0
현금의 증가(감소)	-15,375	4,151	86,465	111,230	141,628
기초현금	69,081	53,706	57,856	144,321	255,551
기말현금	53,706	57,856	144,321	255,551	397,179
FCF	21,732	37,943	141,715	156,065	165,555

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
성장성 (%)					
매출액	16.2	10.9	60.7	15.0	10.0
영업이익	398.3	33.2	394.6	2.9	-5.3
세전계속사업이익	241.0	31.8	328.0	5.8	-3.9
EBITDA	66.6	20.1	191.7	1.3	-5.1
EPS	132.3	32.8	250.0	5.8	-3.9
수익성 (%)					
ROA	7.1	8.4	24.3	20.4	16.5
ROE	9.0	10.8	31.2	25.4	19.8
EBITDA마진	25.0	27.1	49.2	43.4	37.4
안정성 (%)					
유동비율	243.3	232.8	280.5	404.5	482.3
부채비율	27.9	29.9	31.4	22.3	20.1
순차입금/자기자본	-23.2	-23.1	-36.5	-45.1	-54.0
EBITDA/이자비용(배)	83.4	149.4	361.4	320.0	277.4
배당성향	29.2	25.1	7.1	6.7	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,950	6,571	22,998	24,323	23,372
BPS	57,930	63,976	85,336	108,023	129,758
CFPS	11,226	13,538	30,180	31,073	29,855
주당 현금배당금	1,446	1,668	1,668	1,668	1,668
Valuation지표 (배)					
PER	10.7	18.2	8.4	7.9	8.3
PBR	0.9	1.9	2.3	1.8	1.5
PCR	4.7	8.9	6.4	6.2	6.5
EV/EBITDA	3.6	7.7	4.0	3.5	3.2
배당수익률	2.7	1.4	0.9	0.9	0.9

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.02.24	매수	300,000원	6개월		
2026.01.28	매수	260,000원	6개월	-34.38%	-25.77%
2025.11.03	매수	170,000원	6개월	-31.24%	-6.18%
2025.09.17	매수	110,000원	6개월	-15.85%	-2.27%
2025.01.06	매수	77,000원	6개월	-21.68%	3.12%
2024.10.04	매수	86,000원	6개월	-34.74%	-29.07%
2024.07.16	매수	120,000원	6개월	-38.39%	-27.58%
2024.05.27	매수	105,000원	6개월	-23.35%	-16.38%
2024.03.14	매수	100,000원	6개월	-20.74%	-14.70%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(한동희)는 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 02 월 24 일 기준)	매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0.00%

2026-02-24

COMPANY ANALYSIS

SK 하이닉스 (000660/KS)

시급한 재평가

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

Signal: AI 수혜 메모리 전체로 확산. 공급은 복합제약 심화
Key: 수요 기반 변화. 경기->AI. 구조적 메모리 위상 격상
Step: Earnings power 의 상향 재정의. 재평가 필요

매수(유지)

목표주가: 1,600,000 원(상향)
현재주가: 951,000 원
상승여력: 68.2%

STOCK DATA

주가(26/02/23)	951,000 원
KOSPI	5,846.09 pt
52 주 최고가	951,000 원
60 일 평균 거래대금	2,926 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	71,270 만주
시가총액	677,780 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 7)	20.07%
국민연금공단	7.35%
외국인 지분율	54.62%

주가 및 상대수익률

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	97,147	244,100	280,715
영업이익	십억원	47,207	175,828	192,233
순이익(지배주주)	십억원	43,543	128,367	152,757
EPS	원	59,811	180,113	214,335
PER	배	10.9	5.3	4.4
PBR	배	4.0	2.8	1.7
EV/EBITDA	배	7.6	3.1	2.1
ROE	%	46.0	71.8	48.2
배당성향	%	4.8	1.6	1.4

과거와 전혀 다른 메모리 산업

메모리 산업은 과거와 전혀 다르다. AI는 기존 HBM에서 DRAM, NAND 전체를 활용하기 시작했다. 용량, 대역, p99 지연 등 다양한 특성을 복합적으로 요구한다. 메모리의 위상이 격상된 것이다. 공급 부족 심화는 그 결과이다. 반면, 공급은 점차 복합적으로 제약된다. 생산 믹스, 후공정, 선별이 얽혀 단순 웨이퍼 캐파가 아니게 되는 것이다.

이제 NAND 도 AI 메모리

NAND 도 이제 AI 메모리이다. AI 추론 고도화에 따른 KV Cache 증가는 메모리 계층화를 요구한다. 그 과정에서 HBM, DRAM 과 더불어 NAND 역시 추론 상태를 담는 계층으로 상향 재편된다. NVIDIA 의 ICMS 는 그 첫 사례이다.

목표주가 1,600,000 원으로 상향

SK 증권은 SK 하이닉스의 목표주가를 1,600,000 원으로 상향 조정한다. 2026E EPS 180,113 원에 Target P/E 9X 를 적용했다. 근거는 2026 년 판가 전망 상향 (DRAM +108%, NAND +106% YoY)이다. 공급자들의 낮은 재고와 AI 메모리의 구조적 수요, 증설 여력 제약에 따른 가격 협상력이 예상을 크게 상회하고 있다. 2026 년 영업이익을 176 조원 (+272% YoY), 영업이익률 72% (+23%p YoY)로 전망한다.

한국 메모리 재평가의 명분

메모리의 재평가가 필요하다. 특히, 한국 메모리의 재평가가 필요하다.
세트 교체주기가 결정했던 수요는 이제 AI 시스템 운영 구조에서 비롯된다. AI 시스템에서 메모리는 성능 제고, 비용 효율화의 직접 변수이기 때문이다. 소순환주기 (경기) 사이클이 대순환주기 (AI) 사이클로 변화한 것이다. AI 에서 메모리 수요는 더욱 구조화되고, 이익 가시성 제고를 견인한다. 즉, 메모리 Earnings power 자체가 상향되고, 실적의 분산은 크게 완화되는 것이다. AI 는 메모리에 Earnings frame 을 제공한다. 더불어 상반기 내 가시화될 장기공급계약은 Earnings 에 대한 신뢰를 높일 것이다.

메모리 호황이 유동성 확장과 동반된 것은 처음있는 일이다.
재평가는 시작도 하지 않았고, 글로벌 AI 관련주에서 한국 메모리가 가장 저렴하다.
ADR 이 가시화될 경우 SK 하이닉스의 저평가는 더욱 부각될 것이다.

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**32,827**	**45,997**	**56,762**	**66,999**	**74,342**	**66,122**	**97,147**	**244,100**
QoQ %	-10%	26%	10%	34%	40%	23%	18%	11%	102%	47%	151%
YoY %	42%	35%	39%	67%	161%	155%	174%	126%			
DRAM	**14,005**	**17,013**	**18,934**	**24,855**	**35,284**	**43,951**	**53,091**	**59,609**	**44,998**	**74,807**	**191,935**
NAND	**3,179**	**4,685**	**4,882**	**7,495**	**10,229**	**12,287**	**13,451**	**14,157**	**19,103**	**20,241**	**50,123**
영업이익	**7,441**	**9,210**	**11,383**	**19,170**	**30,984**	**41,342**	**49,496**	**54,007**	**23,468**	**47,205**	**175,828**
QoQ %	-8%	24%	24%	68%	62%	33%	20%	9%	흑전	101%	272%
YoY %	158%	68%	62%	137%	316%	349%	335%	182%			
DRAM	7,510	9,438	11,415	16,707	25,725	34,307	41,823	46,216	21,044	45,070	148,071
NAND	4	(121)	(31)	2,463	5,259	7,035	7,673	7,790	2,864	2,314	27,757
지배순이익	**8,107**	**6,997**	**12,595**	**15,843**	**22,503**	**30,181**	**36,224**	**39,459**	**19,789**	**43,543**	**128,134**
QoQ %	1%	-14%	80%	26%	42%	34%	20%	9%	흑전	120%	194%
YoY %	322%	70%	119%	98%	178%	331%	188%	149%			
영업이익률	**42%**	**41%**	**47%**	**58%**	**67%**	**73%**	**74%**	**73%**	**35%**	**49%**	**72%**
DRAM	54%	55%	60%	67%	73%	78%	79%	78%	54%	60%	77%
NAND	0%	-3%	-1%	33%	51%	57%	57%	55%	0%	11%	55%
지배순이익률	**46%**	**31%**	**52%**	**48%**	**49%**	**53%**	**54%**	**53%**	**30%**	**45%**	**52%**

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,231	25,593	25,337	27,488	30,286	33,125	76,919	93,738	116,237
QoQ %	-7%	24%	6%	1%	-1%	8%	10%	9%	15%	22%	24%
ASP ($)	0.50	0.51	0.54	0.67	0.96	1.13	1.24	1.29	0.43	0.56	1.16
QoQ %	0%	2%	6%	24%	43%	17%	10%	3%	80%	30%	108%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	49,692	55,158	53,503	54,573	57,302	60,740	172,930	187,916	226,118
QoQ %	-19%	70%	-5%	11%	-3%	2%	5%	6%	-1%	9%	20%
ASP ($)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.13	0.16	0.17	0.17	0.08	0.08	0.16
QoQ %	-20%	-9%	11%	33%	40%	20%	5%	0%	91%	-7%	106%

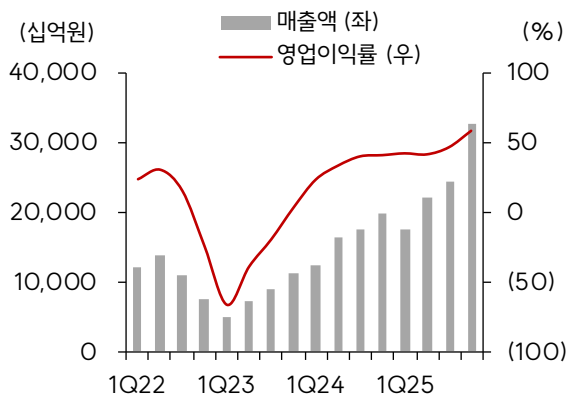
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 전망 변경

	변경 후				변경 전				차이			
	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**45,997**	**56,762**	**66,999**	**74,342**	**39,438**	**47,294**	**55,561**	**62,853**	**17%**	**20%**	**21%**	**18%**
DRAM	35,284	43,951	53,091	59,609	30,301	36,124	42,778	47,998	16%	22%	24%	24%
NAND	10,229	12,287	13,451	14,157	8,654	10,646	12,325	14,128	18%	15%	9%	0%
영업이익	**30,984**	**41,342**	**49,496**	**54,007**	**26,774**	**33,477**	**40,551**	**46,415**	**16%**	**23%**	**22%**	**16%**
DRAM	25,725	34,307	41,823	46,216	22,230	27,329	33,213	37,865	16%	26%	26%	22%
NAND	5,259	7,035	7,673	7,790	4,544	6,147	7,338	8,550	16%	흑전	5%	-9%
영업이익률	**67%**	**73%**	**74%**	**73%**	**68%**	**71%**	**73%**	**74%**	**-1%p**	**2%p**	**1%p**	**-1%p**
DRAM	73%	78%	79%	78%	73%	76%	78%	79%	0%p	2%p	1%p	-1%p
NAND	51%	57%	57%	55%	53%	58%	60%	61%	-2%p	-1%p	-3%p	-6%p
지배순이익	**22,503**	**30,181**	**36,224**	**39,459**	**21,691**	**26,485**	**31,670**	**36,455**	**4%**	**14%**	**14%**	**8%**
지배순이익률	**49%**	**53%**	**54%**	**53%**	**55%**	**56%**	**57%**	**58%**	**-6%p**	**-3%p**	**-3%p**	**-5%p**

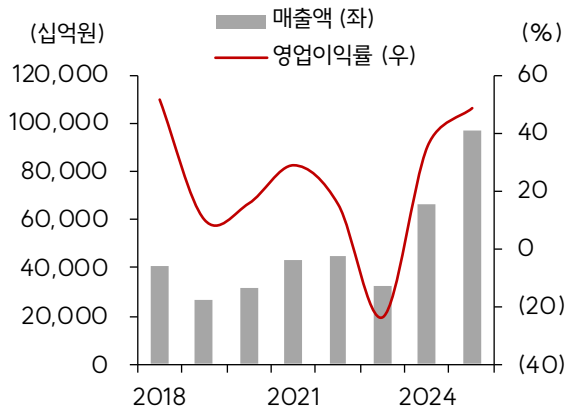
주: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스의 주주환원정책 (2025~2027)

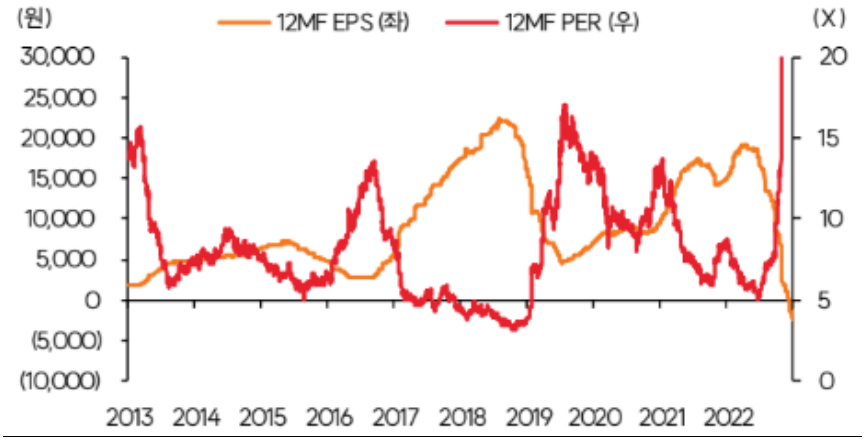
자료: SK 하이닉스 SK 증권

목표주가 산정

	2026E	비고
EPS	180,113	
Target P/E	9.0	마이크론 2026E P/E 대비 25% 할인
목표주가	1,600,000	
현재주가	951,000	
상승여력	68%	

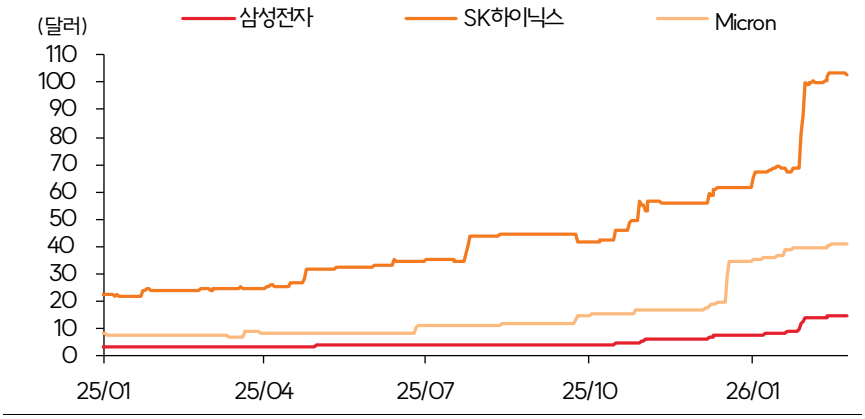
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스의 12M Fwd. EPS, P/E 추이 (AI 사이클 이전)



자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사 12M Fwd. EPS 추이 (2025 년 이후)

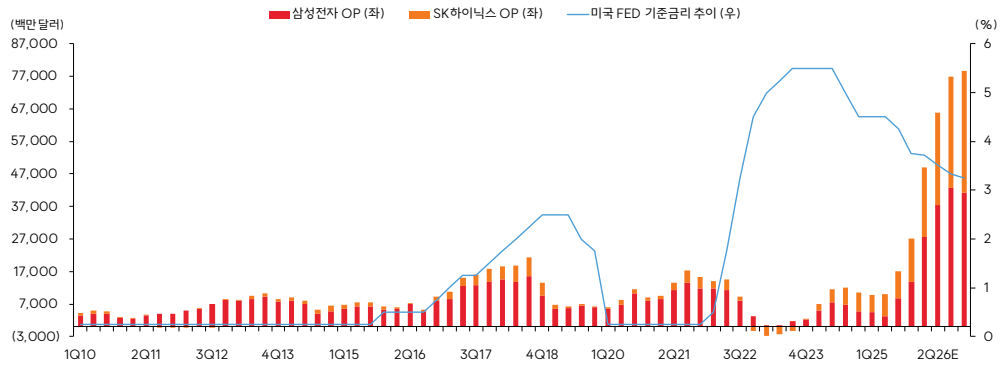


자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사 12M Fwd. P/E 추이 (2025 년 이후)

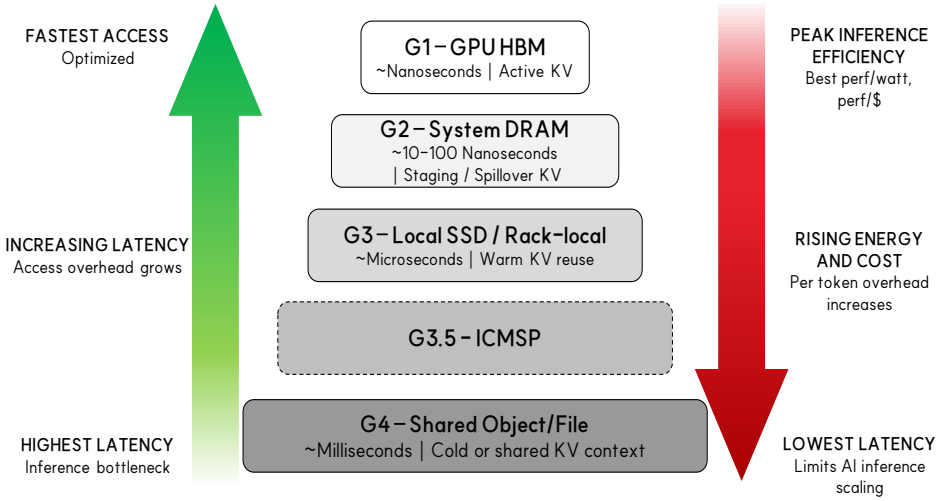
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자, SK 하이닉스 영업이익 미국 FED 기준금리 추이 비교



자료: Bloomberg, SK 증권

KV Cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	30,468	42,279	66,167	203,838	341,886
현금및현금성자산	7,587	11,205	10,284	82,088	228,984
매출채권 및 기타채권	6,942	13,299	17,297	39,172	32,469
재고자산	13,481	13,314	16,413	37,171	30,811
비유동자산	69,862	77,576	99,580	124,944	146,679
장기금융자산	5,845	5,736	11,932	12,406	13,362
유형자산	52,705	60,157	72,661	94,148	114,385
무형자산	3,835	4,019	3,764	3,091	2,539
자산총계	100,330	119,855	165,747	328,782	488,565
유동부채	21,008	24,965	32,379	67,356	76,751
단기금융부채	11,968	7,582	10,526	23,839	27,414
매입채무 및 기타채무	5,139	9,244	15,905	36,020	41,423
단기충당부채	287	265	336	760	874
비유동부채	25,819	20,974	17,775	19,514	19,189
장기금융부채	22,013	19,617	15,959	15,959	15,609
장기매입채무 및 기타채무	3,240	529	442	442	412
장기충당부채	2	0	0	0	0
부채총계	46,826	45,940	50,154	86,870	95,940
지배주주지분	53,504	73,903	115,569	241,864	392,549
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,487	4,757	4,757	4,757
기타자본구성요소	-2,269	-2,192	-2,099	-2,099	-2,099
자기주식	-2,273	-2,221	-2,141	-2,141	-2,141
이익잉여금	46,729	65,418	107,274	233,570	384,254
비지배주주지분	-1	12	24	48	76
자본총계	53,504	73,916	115,593	241,912	392,625
부채와자본총계	100,330	119,855	165,747	328,782	488,565

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	32,766	66,193	97,147	244,100	280,715
매출원가	33,299	34,365	38,382	47,373	60,354
매출총이익	-533	31,828	58,765	196,727	220,361
매출총이익률(%)	-1.6	48.1	60.5	80.6	78.5
판매비와 관리비	7,197	8,361	11,558	20,898	28,128
영업이익	-7,730	23,467	47,207	175,828	192,233
영업이익률(%)	-23.6	35.5	48.6	72.0	68.5
비영업손익	-3,928	418	5,413	-2,327	6,190
순금융손익	-1,252	-1,000	-446	453	-5
외환관련손익	-319	269	-464	-5,575	6,470
관계기업등 투자손익	15	-38	-75	11	15
세전계속사업이익	-11,658	23,885	52,620	173,501	198,423
세전계속사업이익률(%)	-35.6	36.1	54.2	71.1	70.7
계속사업법인세	-2,520	4,088	9,072	45,110	45,637
계속사업이익	-9,138	19,797	43,548	128,391	152,786
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	19,797	43,548	128,391	152,786
순이익률(%)	-27.9	29.9	44.8	52.6	54.4
지배주주	-9,112	19,789	43,543	128,367	152,757
지배주주귀속 순이익률(%)	-27.8	29.9	44.8	52.6	54.4
비지배주주	-25	8	5	24	28
총포괄이익	-9,037	21,044	42,989	128,391	152,786
지배주주	-9,015	21,033	42,979	128,352	152,739
비지배주주	-22	11	10	39	46
EBITDA	5,943	36,049	61,241	192,014	211,049

현금흐름표

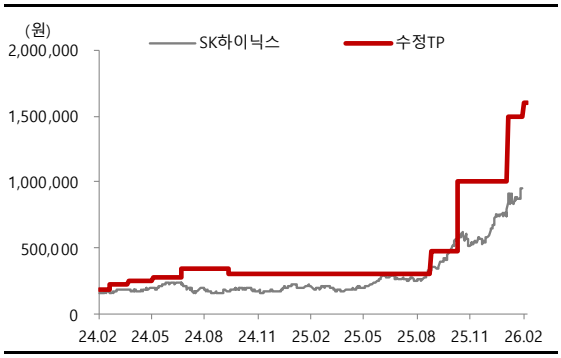
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	4,278	29,796	48,861	125,488	184,433
당기순이익(손실)	-9,138	19,797	43,548	128,391	152,786
비현금성항목등	15,033	17,054	17,485	60,966	58,000
유형자산감가상각비	13,121	11,985	13,218	15,513	18,263
무형자산상각비	553	596	816	673	552
기타	1,359	4,472	3,452	44,780	39,185
운전자본감소(증가)	794	-5,600	-3,054	-19,229	19,272
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1,406	-5,098	-4,646	-21,875	6,702
재고자산의감소(증가)	2,288	167	-3,043	-20,758	6,360
매입채무및기타채무의증가(감소)	83	-1,103	3,434	20,115	5,403
기타	-3,795	-2,007	-17,648	-89,750	-91,262
법인세납부	-1,384	-552	-8,529	-45,110	-45,637
투자활동현금흐름	-7,335	-18,005	-49,592	-61,453	-37,841
금융자산의감소(증가)	140	-1,415	-18,680	-19,900	-3,760
유형자산의감소(증가)	-6,785	-15,898	-23,542	-37,000	-38,500
무형자산의감소(증가)	-454	-697	-561	0	0
기타	-235	6	-6,809	-4,554	4,419
재무활동현금흐름	5,697	-8,704	-1,911	11,240	1,153
단기금융부채의증가(감소)	0	0	-915	13,312	3,576
장기금융부채의증가(감소)	6,507	-7,977	631	0	-350
자본의증가(감소)	36	115	270	0	0
배당금지급	-826	-826	-1,677	-2,072	-2,073
기타	-21	-15	-219	-0	-0
현금의 증가(감소)	2,610	3,618	-921	71,805	146,896
기초현금	4,977	7,587	11,205	10,284	82,088
기말현금	7,587	11,205	10,284	82,088	228,984
FCF	-2,507	13,897	25,319	88,488	145,933

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-26.6	102.0	46.8	151.3	15.0
영업이익	적전	흑전	101.2	272.5	9.3
세전계속사업이익	적전	흑전	120.3	229.7	14.4
EBITDA	-71.6	506.5	69.9	213.5	9.9
EPS	적전	흑전	120.0	201.1	19.0
수익성 (%)					
ROA	-8.9	18.0	30.5	51.9	37.4
ROE	-15.6	31.1	46.0	71.8	48.2
EBITDA마진	18.1	54.5	63.0	78.7	75.2
안정성 (%)					
유동비율	145.0	169.3	204.4	302.6	445.4
부채비율	87.5	62.2	43.4	35.9	24.4
순차입금/자기자본	46.7	17.6	-4.9	-36.0	-59.7
EBITDA/이자비용(배)	4.0	26.8	65.3	168.0	315.0
배당성향	-9.1	7.7	4.8	1.6	1.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-12,517	27,182	59,811	180,113	214,335
BPS	76,616	104,567	161,689	342,366	553,793
CFPS	6,265	44,464	79,088	202,823	240,735
주당 현금배당금	1,200	2,204	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	-11.3	6.4	10.9	5.3	4.4
PBR	1.8	1.7	4.0	2.8	1.7
PCR	22.6	3.9	8.2	4.7	4.0
EV/EBITDA	21.5	3.9	7.6	3.1	2.1
배당수익률	0.8	1.3	0.5	0.3	0.3

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.02.24	매수	1,600,000원	6개월		
2026.01.28	매수	1,500,000원	6개월	-41.01%	-36.60%
2025.11.03	매수	1,000,000원	6개월	-37.63%	-20.00%
2025.09.17	매수	480,000원	6개월	-9.79%	18.33%
2024.10.04	매수	300,000원	6개월	-28.14%	16.00%
2024.07.16	매수	340,000원	6개월	-47.40%	-35.15%
2024.05.27	매수	280,000원	6개월	-20.57%	-13.93%
2024.04.15	매수	250,000원	6개월	-27.32%	-20.00%
2024.03.14	매수	220,000원	6개월	-19.73%	-14.36%



COMPLIANCE NOTICE

작성자(한동희)는 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 02 월 24 일 기준)	매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0.00%