SK securities Research Signature

반도체

P/E의 시대: 재평가의 본격화

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

반도체: P/E 의 시대, 재평가의 본격화

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

SK 증권은 하반기 메모리 재평가 본격화를 전망한다.
메모리 주가 랠리의 핵심은 AI 관련 주 내 메모리에 대한 현저한 저평가 인식이며, 이는 AI 시대의 메모리 '이익 창출력'의 구조적 제고에 대한 신뢰에 기반한다. 시장은 유례없는 업황 강세를 수급의 일시적 미스매치로 해석하지 않기 시작했다.

유례없는 메모리 이익 창출력의 제고는 수요의 구조적 변화가 핵심이다.
세트 교체주기에 기반했던 메모리 수요는 철저히 거시경제에 종속되어왔다. 하지만 AI 추론 고도화에서의 메모리는 AI 성능 향상과 비용 효율화 모두를 결정짓는 직접 변수로 격상되었다. 이는 AI 고도화 국면에서의 메모리 수요가 과거 대비 '더 긴 주기, 낮은 진폭'으로 변화했다는 의미이다. AI CapEx 가 둔화될 수는 있어도, 수요의 성격 변화 그 자체는 바뀌지 않는다. AI 메모리 위상 제고는 구조적이다.

장기공급계약은 이를 방증한다. 메모리 가격의 폭발적 상승이 지속됨에도, 구속력 높은 3~5 년여의 장기공급계약이 논의 중이다. 장기공급계약 시장의 안착은 메모리 시장의 Dual Market 화를 통해 고객/시장/조건별 차등의 당위성을 형성시켜 이익 창출력, 안정성 제고의 기반이 될 것이다. 시장은 이미 4Q24~1Q25 일반 DRAM 가격 하락에도 SK 하이닉스의 견조한 DRAM 이익을 경험한 바 있다.

메모리 가격 강세의 강도와 지속 기간은 예상을 상회할 것이다.
장기공급계약 시장이 공급자들의 물량 배분 최우선순위로, 시황노출시장은 구조적 후순위가 된다. 공급 부족 국면에서 지속적으로 한계물량에 노출되는 것이다. 이는 업황 대비 강한 메모리 가격을 의미한다. 또한 업계는 2027 년향 HBM 가격의 강력한 인상을 추진할 것이다. 일반 DRAM 가격의 가파른 상승으로 HBM 수익성은 열위에 놓이기 시작했기 때문이다. HBM 가격 인상은 HBM 향 생산 능력 배분의 경제적 유인을 제공, 일반 DRAM 향 생산 Bit 저하로 이어질 것이다.

전례없이 높은 이익 전망과 실적 안정성 증가, 이를 통한 주주환원 강화는 메모리 재평가의 핵심 근간이다. AI 는 메모리에 Earnings Frame 을 제공하기 시작했다. 메모리 주가 고점 논리는 P/E 로 평가받아야 하며, 이익 전망의 상향은 여전히 진행형이다. 실적이 가시적이라면, 낮은 P/E 는 기회이다. 하반기는 EPS 상향 지속과 재평가의 여정이 동반될 것이다. 반도체 비중 확대 의견을 유지한다.

2026 년 상반기 Review: 극강의 Fundamental

2026 년 상반기, 시장은 메모리의 강력한 Fundamental 을 재확인했다.
미국-이란 전쟁에 따른 유가 상승, 이에 따른 금리 인상에 대한 우려 등으로 주가 변동성은 확대되었지만, 주가는 여전한 상승 탄력성을 시현했기 때문이다.

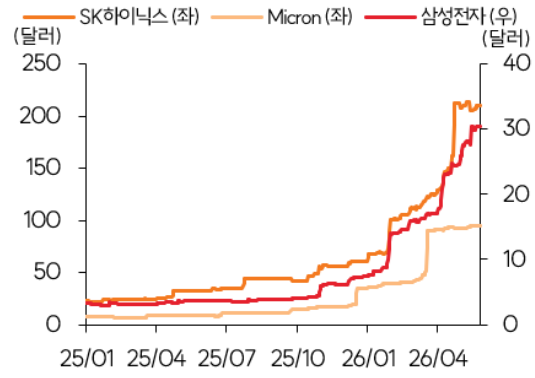
통상 물가 상승에 따른 금리 인상 우려는 향후 잠재 수요 전망의 훼손으로 이어진다. 이는 기존에 형성된 Fundamental 의 신뢰 하락을 의미한다. 2026 년 상반기 메모리의 강력한 주가 상승 이후에도 여전한 주가 탄력성은 AI 시대에서의 메모리 Fundamental 이 과거와 크게 다르다는 점을 보여준다.

2026 년 상반기 HBM3E 가격 하락, HBM4 본격화 전 영향으로 업계의 HBM Blended ASP 및 수익성 하락이 겹치는 상황이다. 반면, DRAM 과 NAND 는 AI 추론 고도화에 따른 수요 본격화로 매 분기 예상을 상회하는 가격 상승을 시현하며 이를 크게 상쇄하고 있다. 이는 1Q26 삼성전자가 메모리 영업이익 업계 1 위를 재탈환하게 된 배경이 되었다.

하지만 SK 하이닉스의 주가 상승률이 더 우세했다.
삼성전자의 노사 갈등에 따른 파업 우려와 이에 따른 불확실성 확대, 순수 메모리 선호 현상, SK 하이닉스의 하반기 ADR 상장에 따른 밸류에이션 Discount 축소 기대감 등 때문이었다.

다만 삼성전자의 내부 이슈가 안정화되기 시작하고 있다는 점, 메모리 업계에서 가장 많은 이익을 창출한다는 점 등을 감안하면, 상반기 언더퍼폼은 잠재된 업사이드를 암시한다.

메모리 3 사 12M Fwd. EPS



자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3 사 12M Fwd. P/E



자료: Bloomberg, SK 증권

2026 년 하반기 전망: 재평가 본격화의 시간

2026 년 하반기 메모리 재평가 본격화를 전망한다. 근거는 아래와 같다.

1) 끝나지 않은 실적 전망 상향

SK 증권은 메모리 전망치의 상향은 여전히 진행형이라 판단한다.
2026 년의 경우 장기공급계약 시장 형성 본격화가 시황노출시장 가격 강세를 견인할 것이다. 물량 배분의 우선순위가 장기공급계약 시장으로 확정되며, 시황노출시장은 공급부족 심화 국면에서 지속적으로 한계 물량에 노출될 것이기 때문이다.

2027 년 전망치의 추가 상향은 강력한 HBM 가격 상승이 견인할 것이다.
현재 Gb 당 D5 가격은 HBM 을 상회하기 시작했다. 하반기 HBM4 반영에 따른 HBM 가격 상승에도 D5 가격 상승을 감안하면, HBM 을 생산할 경제적 유인이 낮은 국면이다. AI 고도화에서의 핵심은 여전히 HBM 이다. 고대역폭은 필수이기 때문이다. SK 증권은 2027 년향 HBM3E, HBM4, HBM4E 모든 제품의 강력한 가격 인상을 전망한다.

또한 2027 년향 HBM 가격 상승은 범용 DRAM 의 가격 강세 지속을 견인할 것이다.
HBM 의 강력한 가격 인상은 공급자들의 HBM 향 Capa. 배분율 증가로 이어지며, 범용 DRAM 향 잠재적 생산 Bit 하락에 대한 가시성 확대로 이어질 것이기 때문이다. 또한 2027 년 HBM4E 시장 개화는 수율에 대한 병목이 여전히 지속될 것임을 의미한다.

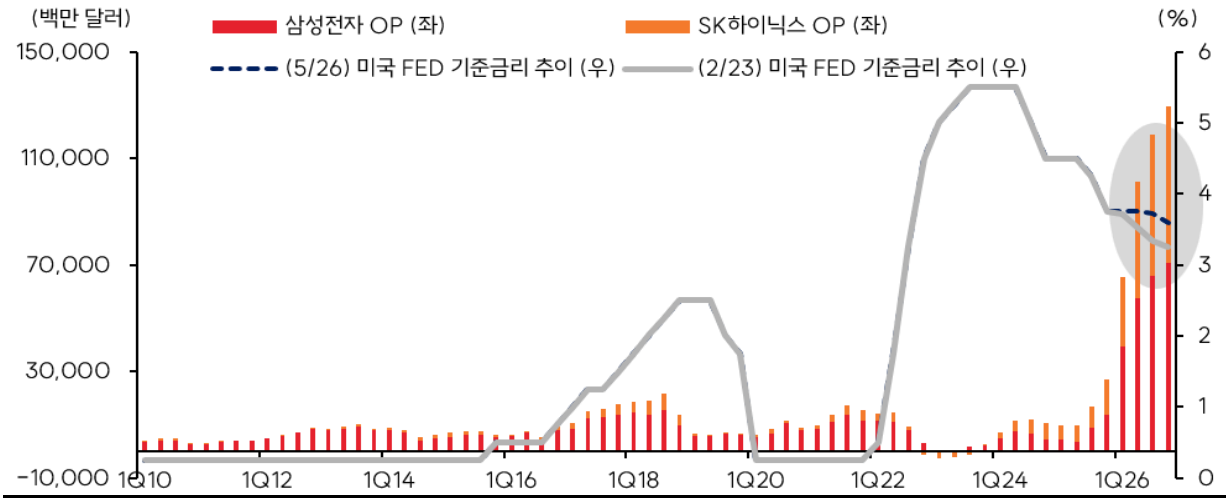
2) 장기공급계약을 통한 미래 실적 가시성 확보와 주주환원 강화

AI 사이클에서의 메모리의 유례없이 높은 이익 창출력은 New Normal 이다.
메모리는 AI 성능 제고와 비용 효율화를 동시 달성하기 위한 직접 변수이며, AI Agent 확대는 여전히 초입 국면에 불과하다. 장기공급계약은 수요 가시성 확보의 근거이자, 메모리 조건부 구매를 통한 고객 차등의 당위성을 제공한다. 장기공급계약 시장에서는 안정성을, 시황 노출시장에서는 가격 강세의 기반으로 작용할 것이다.

이를 통한 미래 실적 가시성 확보, 안정 성장 추구 가능성 상승에 따른 전례없는 이익 창출력은 주주환원 확대로 이어질 것으로 전망한다. 이는 하반기 재평가의 핵심이다.

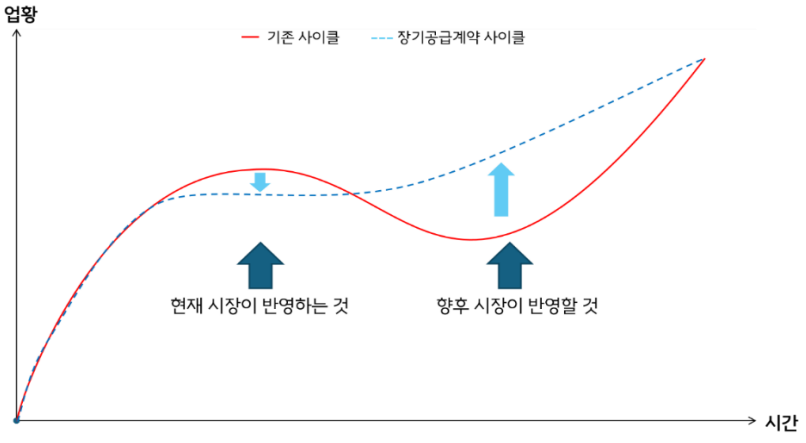
즉, 1), 2)를 감안하면, 이익 전망 상향의 의미는 과거 (단순 EPS 상향)와 달리 EPS 상향과 주주환원재원 확대를 의미하며, 이를 통한 재평가 요소까지 부각시킨다. 메모리 업계 재평가와 더불어 한국 메모리의 저평가 해소의 동반을 전망한다.

삼성전자, SK 하이닉스 분기 영업이익과 미국 FED 기준금리 추이 비교



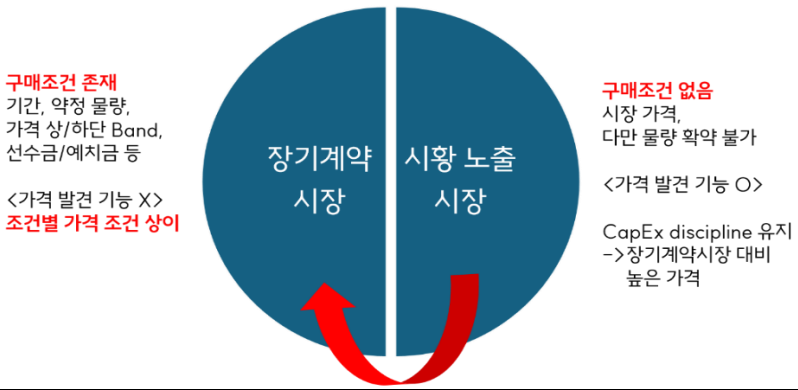
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

기존 사이클과 장기공급계약 사이클의 차이



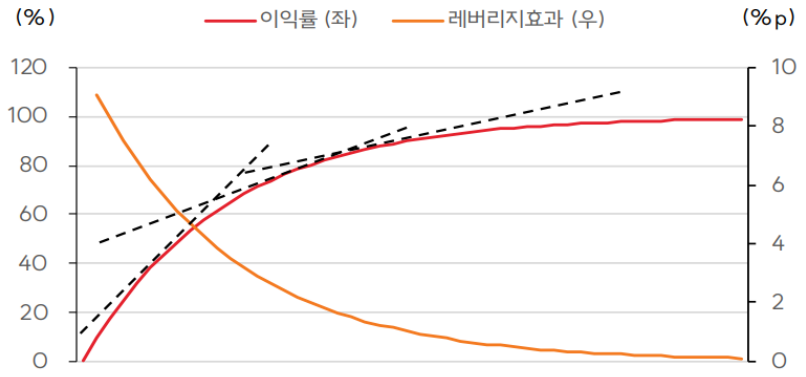
자료: SK 증권

메모리 Dual market 화의 의미: 안정+성장



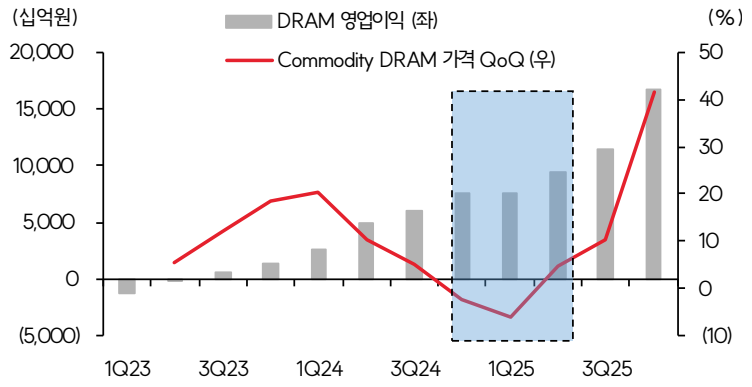
자료: SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage 둔화 또한 의미: 업황 변동 민감도 하락 (안정성 증가)



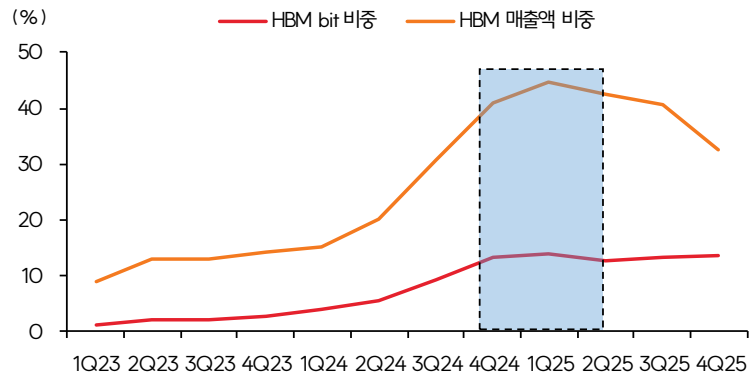
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 DRAM 영업이익과 일반 DRAM ASP QoQ 변화율 (1Q23~4Q25)



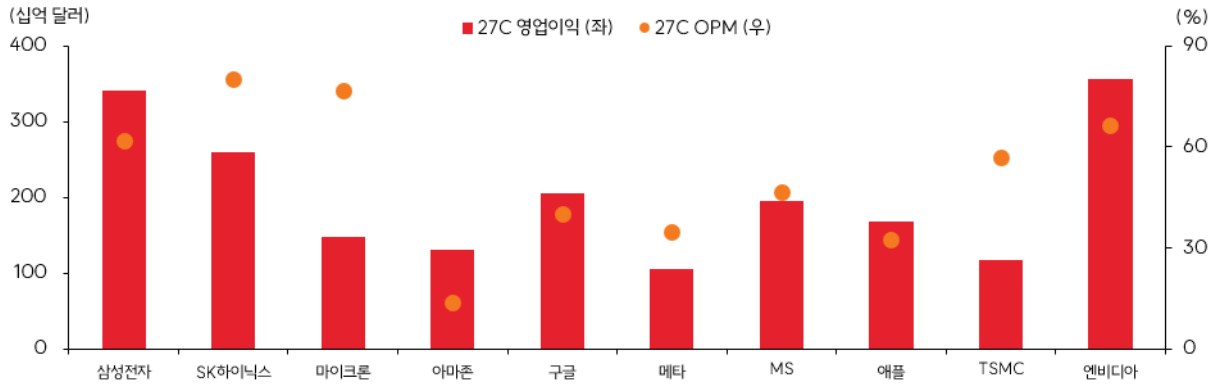
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 내 HBM 판매, 매출액 비중 (1Q23~4Q25)



자료: SK 증권 추정

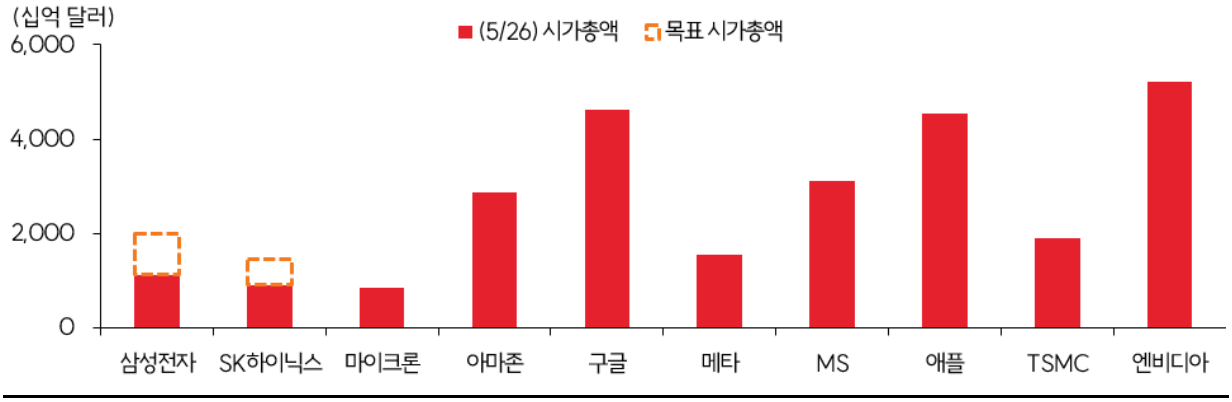
글로벌 AI 관련주 27년 영업이익, 영업이익률



자료: Bloomberg, SK 증권

주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

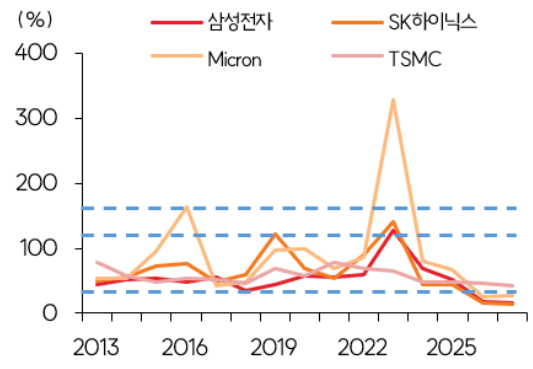
글로벌 AI 관련주 시가총액



자료: Bloomberg, SK 증권

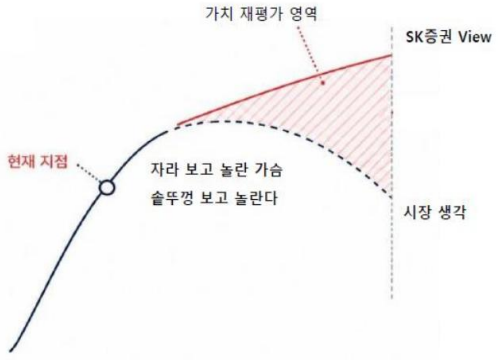
주: 삼성전자, SK 하이닉스 목표 시가총액은 SK 증권 추정치

메모리 3사, TSMC의 EBITDA 대비 CapEx 추이 및 전망



자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 가치 재평가 필요



자료: SK 증권

2026 년 하반기 Top Picks

삼성전자 (005930/KS) – 너무나 편안한 밸류

- 2026 년 영업이익 338 조원, 2027 년 영업이익 494 조원 (+46% YoY) 전망. AI 메모리 초강세 지속 전망
- 장기공급계약은 증설 실수 비용 하락, 실적 안정성 확보, 시황노출시장 가격 강세 견인할 것
- HBM 공급 부족 지속 중. 26 년 하반기 삼성전자의 HBM 점유율 상승 본격화 예상
- 2027 년향 HBM 가격 대폭 인상 전망. 현재 업계의 Gb 당 D5 가격은 HBM을 상회 중. HBM 증설 유인 제공 필요
- 파운드리 가동률 회복 중. 적자 축소 및 수주 확대에 따른 파운드리 가치의 점진적 회복 예상
- 기존 주주환원 정책 마지막 해. 메모리 초강세, 실적 가시성 확대에 따른 주주환원정책 강화 기대. 재평가 전망

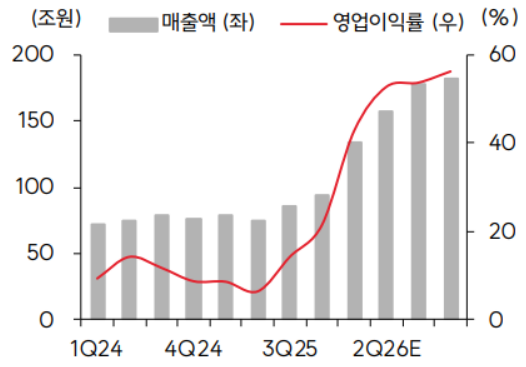
Company Data		투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	299,000 원	매출액	억원	2,589,355	3,008,709	3,336,059	6,505,500	8,169,820	9,743,040
시가총액	17,480,373 억원	영업이익	억원	65,670	327,260	436,011	3,377,410	4,935,000	6,508,210
		순이익	억원	144,734	336,214	442,610	2,524,970	3,816,410	4,929,090
발행주식 수	584,628 만주	EPS	원	2,280	5,072	6,704	37,977	57,401	74,137
주요 주주		PER	배	36.8	10.8	18.3	7.7	5.1	3.9
삼성생명보험(외 15)	19.70 %	PBR	배	1.5	0.9	1.9	2.9	1.9	1.3
국민연금공단	7.84 %	EV/EBITDA	배	9.5	3.4	7.4	3.2	1.6	0.6
외국인 지분율	48.32 %	ROE	%	4.2	9.0	10.9	46.3	44.8	38.6

SK 하이닉스 (000660/KS) – 순수 메모리의 가치

- 2026 년 영업이익 262 조원, 2027 년 영업이익 376 조원 (+43% YoY) 전망. AI 메모리 초강세 지속 전망
- 장기공급계약은 증설 실수 비용 하락, 실적 안정성 확보, 시황노출시장 가격 강세 견인할 것
- HBM 공급 부족 지속 중. 하반기 HBM4 반영을 통한 HBM ASP 상승 본격화 시작
- 또한 1c 전환 및 증설 통한 Conventional DRAM 대응 확대로 DRAM Blended ASP 강화 전망
- 2027 년향 HBM 가격 대폭 인상 전망. 현재 업계의 Gb 당 D5 가격은 HBM을 상회 중. HBM 증설 유인 제공 필요
- 하반기 ADR 상장 및 주주환원 통한 재평가 국면 본격화 전망

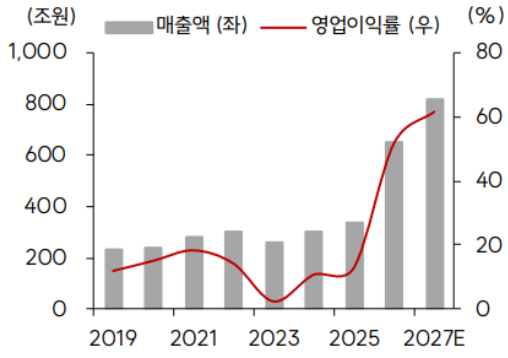
Company Data		투자지표	단위	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
현재주가	2,052,000 원	매출액	억원	327,657	661,930	971,467	3,365,880	4,702,450	6,267,890
시가총액	14,624,653 억원	영업이익	억원	-77,303	234,673	472,063	2,624,220	3,764,620	4,935,680
		순이익	억원	-91,124	197,887	429,193	2,139,570	2,894,500	2,794,410
발행주식 수	71,270 만주	EPS	원	-12,552	27,193	58,994	300,206	406,130	532,398
주요 주주		PER	배	N/A	6.4	11.0	6.5	4.8	3.6
에스케이스퀘어(외 8)	20.50 %	PBR	배	1.8	1.6	3.7	4.1	2.2	1.4
국민연금공단	7.50 %	EV/EBITDA	배	38.7	3.7	7.2	3.1	1.5	0.5
외국인 지분율	51.61 %	ROE	%	-15.6	31.1	44.2	94.5	60.8	46.9

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



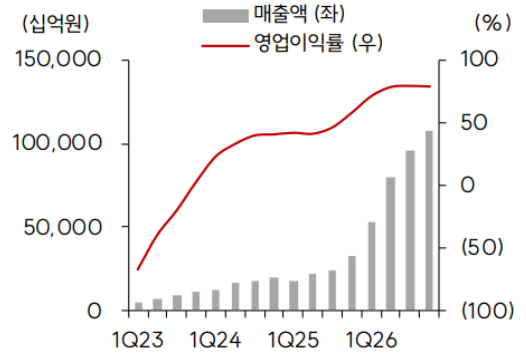
자료: 전자공시, SK 증권

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



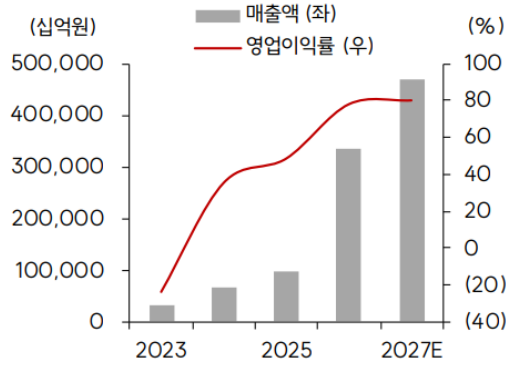
자료: 전자공시, SK 증권

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권

SIGNATURE

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