SK 증권

2026-06-08

COMMENT

반도체

조정은 기회

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

Signal: SOCAMM2 채용량 하향 조정은 Rack 판매량 증대를 위한 사양 재분배 목적. 전체 수요 불변
Key: 하반기 메모리 재평가 본격화 전망 유지: 장기공급계약, HBM 가격 인상, 주주환원 강화
Step: 유동성 우려 상존. 다만, AI 투자 당위성과 메모리 구조적 병목, 상대가치 우위 불변. 조정은 기회

SOCAMM2 채용량 하향 조정은 판매량 증대를 위한 Allocation 목적

지난 금요일 반도체 업종의 주가는 크게 하락했다. 주요 원인은 엔비디아의 Vera CPU 향 SOCAMM2 채용량이 절반 수준 하향(192GB*8->96GB*8)으로 될 것이라는 우려가 수요 전망의 하락으로 해석되었기 때문이다. 다만 SK 증권은 POR 변경의 의미가 수요 하락이 아닌 메모리 공급 부족에 따른 사양 재분배 즉, 출하 구성 조정의 의미라고 판단한다. 메모리 공급 부족 심화 및 장기화 국면에서 Rack 판매 수량을 확보하기 위한 전략적 선택이기 때문이다. AI 향 수요는 여전히 강력하며, 공급 부족 상황은 단기에 해소되기 어려운 상황이다. 엔비디아 내 CPU 향 SOCAMM2+LP5X 전체 수요는 하향되지 않았다.

하반기 메모리 재평가 본격화 전망 유지

1) <u>장기공급계약을 통한 수요 가시성 확보와 Dual market 효과</u>

장기공급계약은 업황의 안정 성장을 견인할 것이다. 3~5 년여의 수요 가시성 확보, 높은 가격 하단 설정으로 실적 안정성을 견인할 것이다. 또한 시황노출시장의 강세 역시 이끌 것이다. 메모리 공급자들의 물량 배분의 우선순위가 장기공급계약 시장으로 확정되며, 시황노출시장은 공급부족 심화 국면에서 지속적으로 한계 물량에 대한 경쟁에 노출될 것이기 때문이다.

2) <u>27 년향 HBM 가격의 강력한 인상 (50% 이상). 이에 따른 메모리 전체 업황 강화</u>

27 년향 HBM 가격의 강력한 인상은 필연적이다. 현재 Gb 당 D5 가격은 HBM 을 상회하기 시작했고, HBM 수익성은 D5 대비 40%p 수준 낮다. 하반기 HBM4 반영에 따른 ASP 상승이 예정되어 있지만, D5 가격 역시 하반기 지속 상승할 것이라는 점과 HBM 의 높은 원가를 감안하면, HBM 향 생산 능력 배분의 경제적 유인이 낮다. 27 년 HBM 가격은 26 년 대비 최소 50% 인상될 것이다. HBM3e/4/4e 모든 제품이 가격 인상 대상이다. 또한 이는 메모리 전체 업황 강화로 확산될 것이다. HBM 생산능력 배분 유인 상승은 범용 DRAM 의 생산 Bit 하락 (27E Trade ratio 4:1)시키고, 잠재적 NAND 공급에도 영향을 미친다.

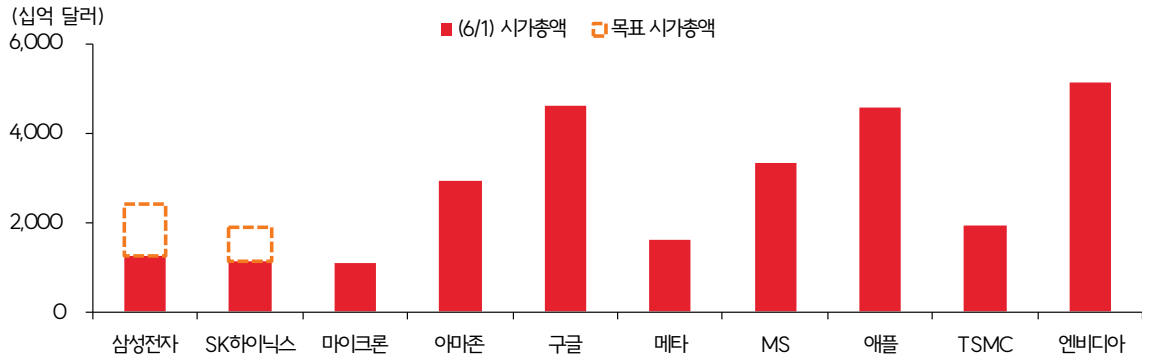
3) <u>하반기 주주환원 강화 시작 전망</u>

AI 시대의 메모리 이익 창출력 제고와 안정성, 가시성은 구조적이다. 이를 통한 주주환원 강화의 하반기 시작을 전망한다. SK 하이닉스의 순현금 100 조원 초과 시점은 3Q26 이며, 삼성전자의 기존 3 개년 주주환원 정책은 올해가 마지막이다.

유동성 우려 상존. 다만, AI 투자 당위성과 메모리의 구조적 병목, 상대가치 우위 불변. 조정은 기회

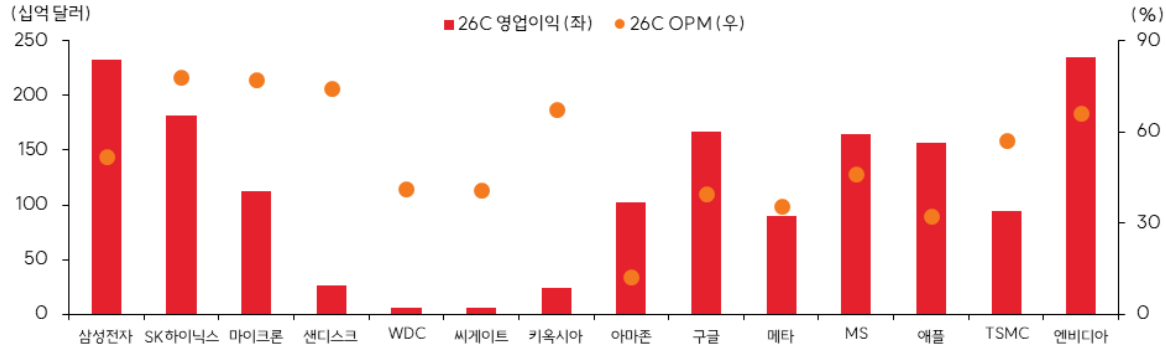
AI 인프라 관련주의 주가는 내생 변수보다 외생 변수, 특히 유동성 우려에 많은 영향을 받아왔다. 24 년 7~8 월 엔캐리 트레이드 청산, 25 년 4 월 트럼프 관세, 25 년 11 월 미국 정부 셧다운, 26 년 4 월 미국-이란 전쟁에 따른 조정이 그 사례이다. 이를 감안하면, 최근 메모리의 강한 주가 랠리 후 미국 채권 금리 급등은 주가의 단기 변동성 확대 요인이다. 다만, 금리의 상승이 구조적 현상으로 발전하지 않는다면, 중장기 주가의 흐름은 펀더멘털에 수렴할 것으로 전망한다. AI Labs 의 상장, Hyperscaler 들의 자금 조달 등을 감안하면 거시경제 대비 AI 투자에 대한 당위성, 독립성은 여전히 확고하다. 또한 AI 시대 메모리의 구조적 병목, 위상 제고, 메모리 업체들의 실적 강세는 단기에 변하는 가치가 아니다. 조정은 기회이다. 삼성전자 61 만원, SK 하이닉스 400 만원 목표주가를 유지한다.

글로벌 AI 관련주 시가총액



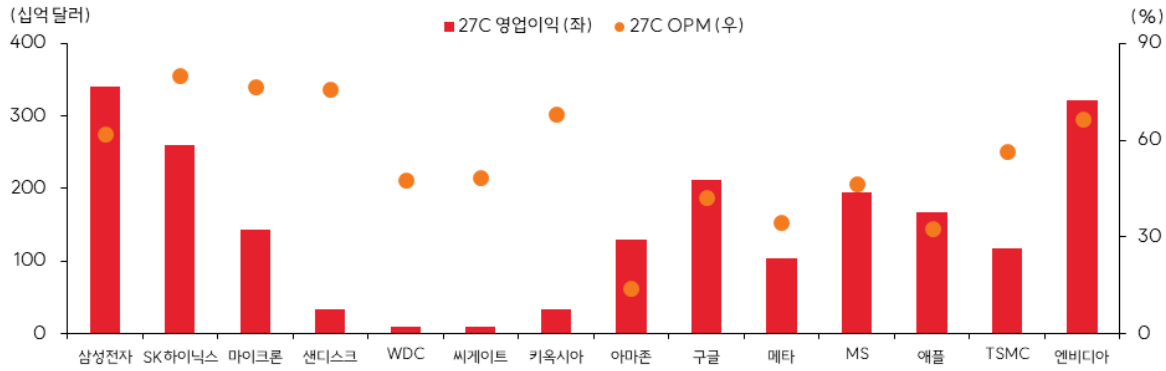
자료: Bloomberg, SK 증권
주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 목표주가

글로벌 AI 관련주 26 년 영업이익, OPM



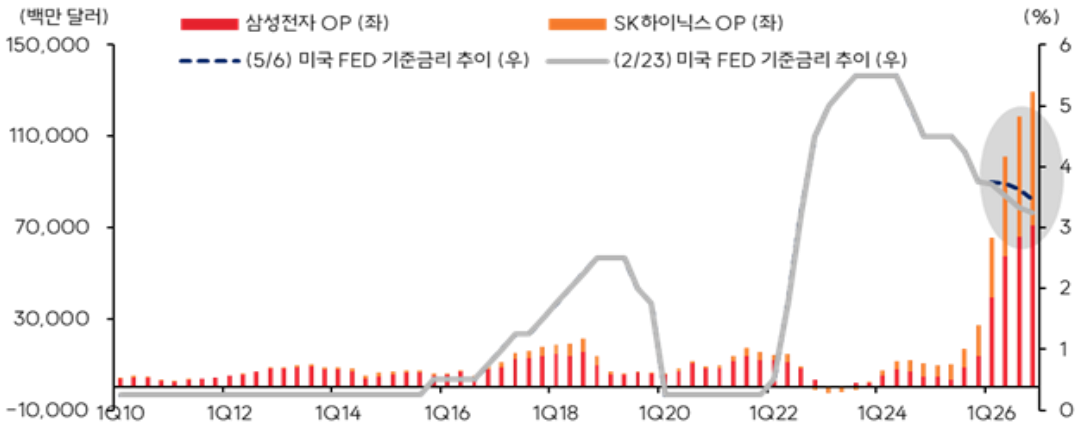
자료: Bloomberg, SK 증권
주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

글로벌 AI 관련주 27 년 영업이익, OPM



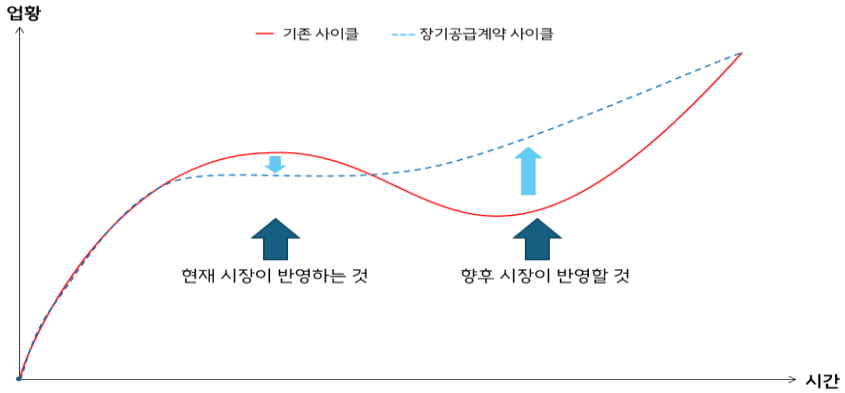
자료: Bloomberg, SK 증권 추정
주: 삼성전자, SK 하이닉스는 SK 증권 추정치

삼성전자, SK 하이닉스 분기 영업이익과 미국 FED 기준금리 추이 비교



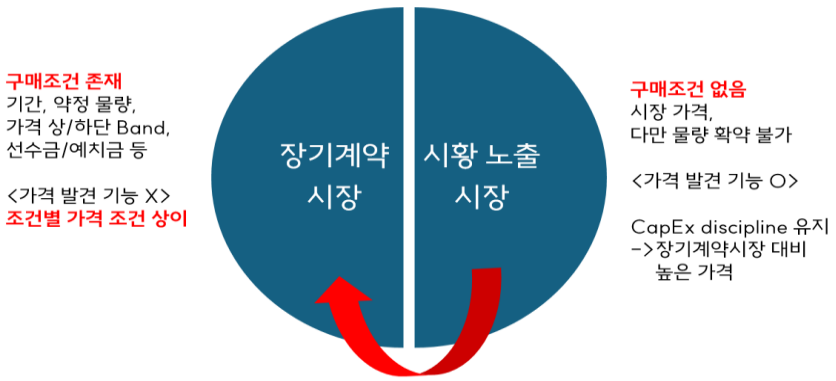
자료: SK 증권

기존 사이클과 장기공급계약 사이클의 차이



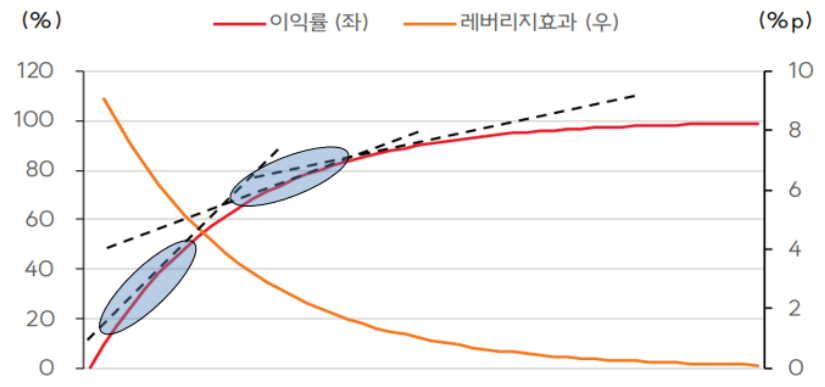
자료: SK 증권

메모리의 Dual market 화



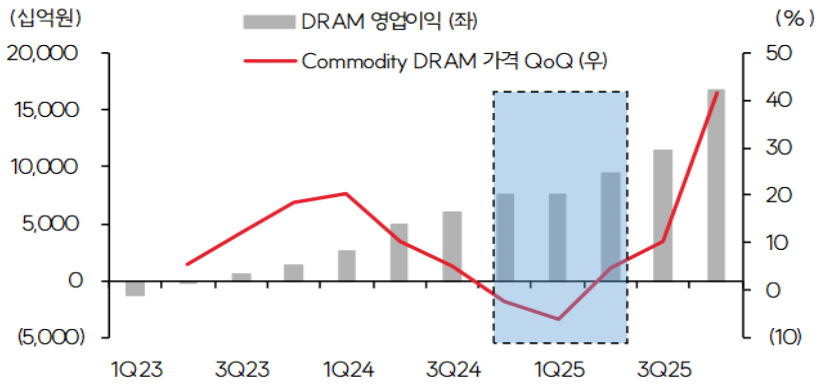
자료: SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage 의 둔화 또한 의미: 업황 변동 민감도 하락



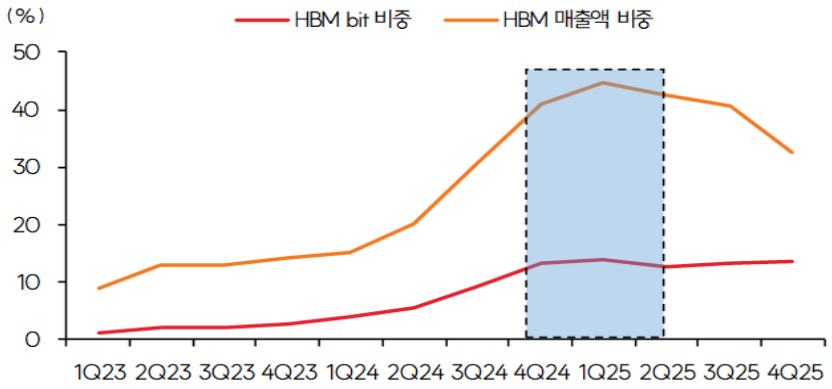
자료: SK 증권

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



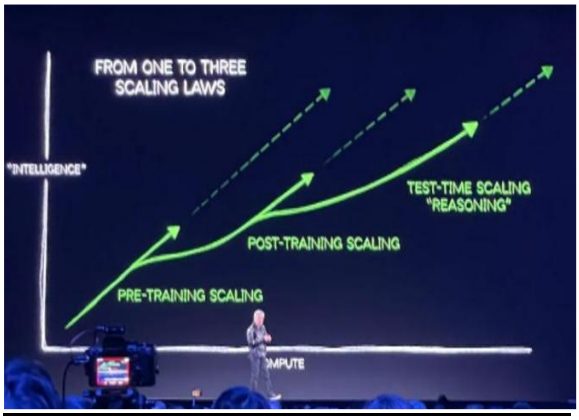
자료: SK 증권 추정

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



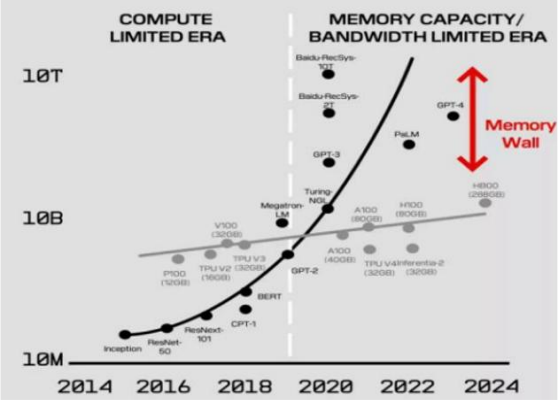
자료: SK 증권 추정

AI Scaling law



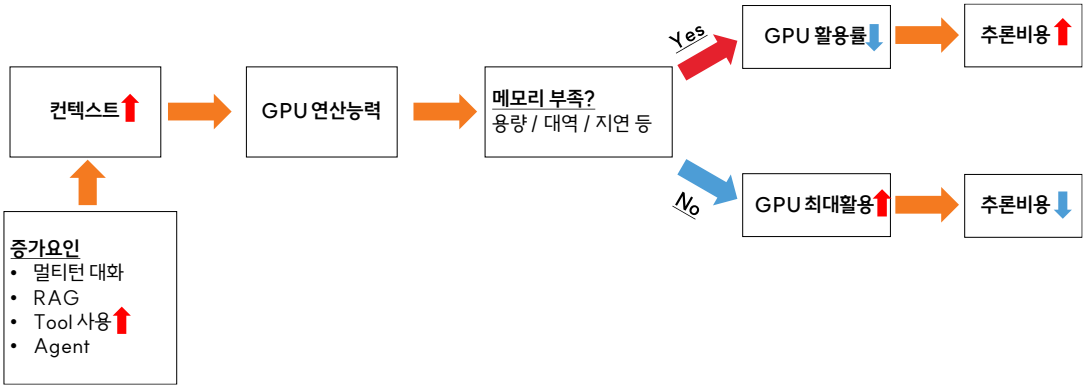
자료: 엔비디아, SK 증권

Memory wall



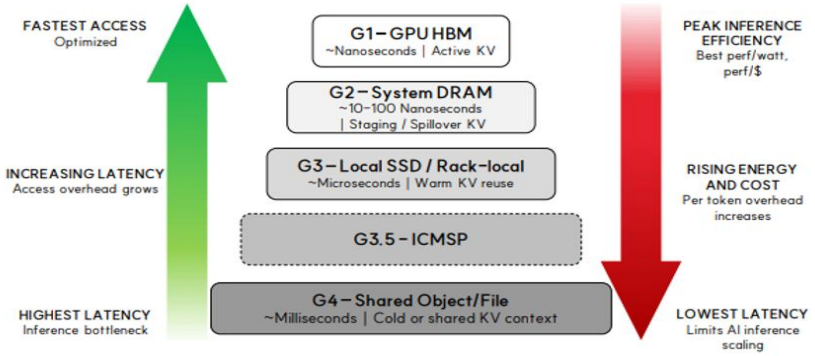
자료: 산업자료, SK 증권

AI 메모리는 성능, 비용의 직접 변수



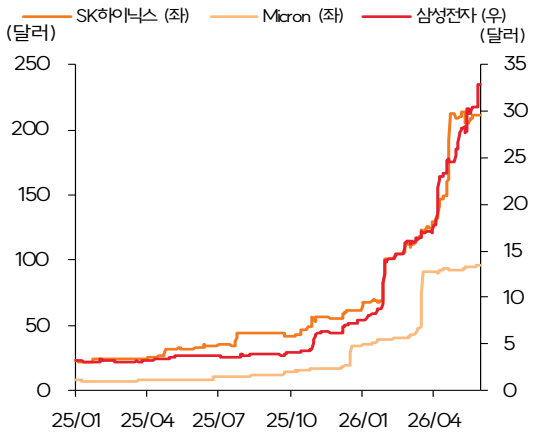
자료: SK 증권

KV cache memory hierachy



자료: 산업자료, SK 증권

메모리 3사 12M Fwd. EPS 추이

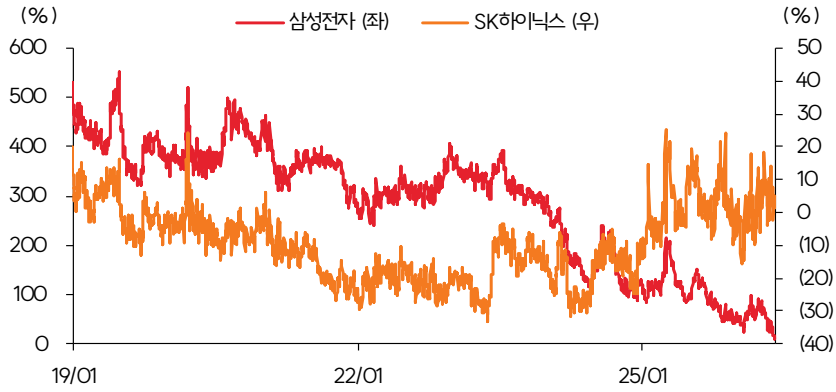


자료: Bloomberg, SK 증권

메모리 3사 12M Fwd. P/E 추이

자료: Bloomberg, SK 증권

마이크론 대비 삼성전자, SK 하이닉스 시가총액 비중 추이



자료: 산업자료, SK 증권
주: 삼성전자 주가는 우선주 미포함

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망 (단위: 조원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	79.1	74.6	86.1	93.8	133.9	160.5	185.3	194.6	301.0	333.6	674.3	865.6
YoY %	10%	1%	9%	24%	69%	115%	115%	108%	16%	11%	102%	234%
QoQ %	4%	-6%	15%	9%	43%	20%	15%	5%				28%
DX	51.5	43.3	48.0	44.1	52.4	47.1	50.7	46.1	173.6	186.9	196.3	196.8
VD/CE	14.5	14.1	13.9	14.8	14.3	14.7	14.5	14.5	56.4	57.3	58.0	57.6
MX/NW	37.0	29.2	34.1	29.3	38.1	32.4	36.2	31.6	117.2	129.6	138.3	139.1
DS	25.1	27.9	33.1	44.0	81.7	116.6	136.7	150.4	111.1	130.2	485.4	689.0
Memory	19.1	21.2	26.7	37.2	74.8	110.2	130.1	143.5	84.5	104.2	458.6	660.4
DRAM	12.5	13.9	17.5	26.4	53.1	77.0	91.7	102.7	50.9	70.3	324.5	480.0
NAND	6.2	7.3	8.5	10.0	20.7	33.2	37.6	39.9	31.5	32.0	131.4	178.5
Foundry/LSI	6.0	6.7	6.4	6.8	6.9	6.4	6.5	7.0	26.6	26.0	26.8	28.6
SDC	5.9	6.4	8.1	9.5	6.7	7.4	9.2	10.6	29.1	29.9	33.9	34.8
Harman	3.4	3.8	4.0	4.6	3.8	4.0	4.2	4.8	14.3	15.8	16.9	17.8
영업이익	6.7	4.7	12.2	20.1	57.2	90.9	108.8	121.1	32.7	43.6	378.1	543.6
YoY %	2%	-55%	32%	209%	761%	1827%	795%	503%	393%	33%	767%	44%
QoQ %	2%	-29%	158%	65%	185%	59%	20%	11%				
DX	4.7	3.3	3.5	1.3	3.0	1.7	2.1	2.0	12.4	12.8	8.9	5.9
VD/CE	0.3	0.2	(0.1)	(0.6)	0.2	0.1	0.1	0.1	1.8	(0.2)	0.6	0.3
MX/NW	4.3	3.1	3.6	1.9	2.8	1.6	2.0	1.9	10.7	12.9	8.3	5.6
DS	1.1	0.4	7.0	16.4	53.7	88.2	104.8	116.5	15.1	24.9	363.2	531.4
Memory	3.4	2.9	7.7	17.8	54.6	88.9	105.5	117.0	20.2	31.8	366.0	532.2
DRAM	3.7	3.2	6.7	15.4	42.6	65.7	78.5	89.0	16.4	28.9	275.8	405.4
NAND	(0.3)	(0.3)	1.0	2.4	12.0	23.2	27.0	28.0	4.0	2.8	90.2	126.8
Foundry/LSI	(2.3)	(2.5)	(0.7)	(1.4)	(0.9)	(0.6)	(0.7)	(0.6)	(5.0)	(6.9)	(2.8)	(0.9)
SDC	0.5	0.5	1.2	2.0	0.4	0.6	1.5	2.2	3.8	4.2	4.8	4.8
Harman	0.3	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4	1.3	1.5	1.3	1.4
영업이익률	8%	6%	14%	21%	43%	57%	59%	62%	11%	13%	56%	63%
DX	9%	8%	7%	3%	6%	4%	4%	4%	7%	7%	5%	3%
VD/CE	2%	1%	-1%	-4%	1%	1%	1%	1%	3%	0%	1%	0%
MX/NW	12%	11%	11%	6%	7%	5%	6%	6%	9%	10%	6%	4%
DS	4%	1%	21%	37%	66%	76%	77%	77%	14%	19%	75%	77%
Memory	18%	14%	29%	48%	73%	81%	81%	82%	24%	31%	80%	81%
DRAM	29%	23%	38%	58%	80%	85%	86%	87%	32%	41%	85%	84%
NAND	-4%	-4%	11%	24%	58%	70%	72%	70%	13%	9%	69%	71%
Foundry/LSI	-39%	-38%	-11%	-20%	-14%	-10%	-10%	-8%	-19%	-26%	-10%	-3%
SDC	8%	8%	15%	21%	6%	9%	16%	21%	13%	14%	14%	14%
Harman	8%	13%	10%	7%	5%	8%	9%	9%	9%	9%	8%	8%
지배순이익	8.0	4.9	12.0	19.3	47.1	74.2	88.2	98.0	33.6	44.3	301.8	438.1

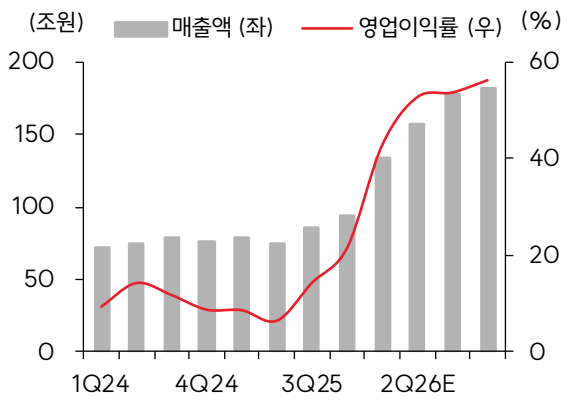
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

실적 전망의 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
DRAM												
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	24,564	27,824	32,113	33,223	33,719	35,562	37,206	38,527	106,020	117,725	145,015	179,474
Bit growth (QoQ %)	1%	13%	15%	3%	1%	5%	5%	4%	15%	11%	23%	24%
ASP (USD)	0.35	0.36	0.39	0.55	1.07	1.50	1.70	1.84	0.35	0.42	1.54	1.86
ASP Change (QoQ %)	-20%	2%	10%	40%	93%	41%	13%	8%	62%	19%	268%	20%
NAND												
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	69,784	89,184	98,460	89,106	96,680	98,614	102,558	105,635	328,914	346,534	403,486	472,079
Bit growth (QoQ %)	-10%	28%	10%	-10%	9%	2%	4%	3%	14%	5%	16%	17%
ASP (USD)	0.06	0.06	0.06	0.08	0.15	0.23	0.25	0.26	0.07	0.07	0.22	0.26
ASP Change (QoQ %)	-15%	-4%	6%	24%	87%	61%	8%	3%	62%	-8%	246%	17%
Smartphone												
Shipments (mn Unit)	62	56	62	61	63	58	60	60	225	241	241	243
Change (QoQ %)	17%	-10%	11%	-2%	3%	-8%	4%	-1%	0%	7%	0%	1%
ASP (USD)	326	285	309	244	332	287	308	255	293	291	296	299
Change (QoQ %)	25%	-13%	8%	-21%	36%	-14%	7%	-17%	2%	-1%	2%	1%

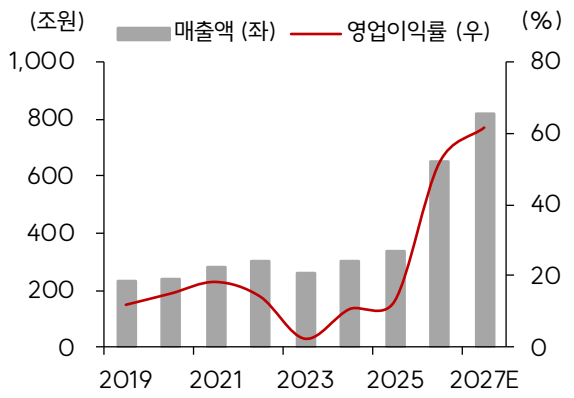
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**17,639**	**22,232**	**24,449**	**32,827**	**52,576**	**78,491**	**99,102**	**115,606**	**66,122**	**97,147**	**345,774**	**519,877**
QoQ %	-10%	26%	10%	34%	60%	**49%**	**26%**	**17%**	102%	47%	**256%**	**50%**
YoY %	42%	35%	39%	67%	198%	**253%**	**305%**	**252%**				
DRAM	14,005	17,013	18,934	24,855	40,771	**59,272**	**76,199**	**90,513**	44,998	74,807	**266,756**	**412,888**
NAND	3,179	4,685	4,882	7,495	11,608	**18,694**	**22,432**	**24,496**	19,103	20,241	**77,230**	**105,561**
영업이익	**7,441**	**9,210**	**11,383**	**19,170**	**37,610**	**60,672**	**80,120**	**93,481**	**23,468**	**47,205**	**271,883**	**423,835**
QoQ %	-8%	24%	24%	68%	96%	**61%**	**32%**	**17%**	흑전	101%	**476%**	**56%**
YoY %	158%	68%	62%	137%	405%	**559%**	**604%**	**388%**				
DRAM	7,510	9,438	11,415	16,707	31,405	**47,794**	**64,177**	**76,561**	21,044	45,070	**219,935**	**348,819**
NAND	4	(121)	(31)	2,463	6,206	**12,879**	**15,943**	**16,920**	2,864	2,314	**51,948**	**75,015**
지배순이익	**8,107**	**6,997**	**12,595**	**15,220**	**40,330**	**49,934**	**63,462**	**73,529**	**19,789**	**42,919**	**226,889**	**325,854**
QoQ %	1%	-14%	80%	21%	165%	**24%**	**27%**	**16%**	흑전	117%	**429%**	**44%**
YoY %	322%	70%	119%	90%	397%	**614%**	**404%**	**383%**				
영업이익률	**42%**	**41%**	**47%**	**58%**	**72%**	**77%**	**81%**	**81%**	**35%**	**49%**	**79%**	**82%**
DRAM	54%	55%	60%	67%	77%	**81%**	**84%**	**85%**	47%	60%	**82%**	**84%**
NAND	0%	-3%	-1%	33%	53%	**69%**	**71%**	**69%**	15%	11%	**67%**	**71%**
지배순이익률	**46%**	**31%**	**52%**	**46%**	**77%**	**64%**	**64%**	**64%**	**30%**	**44%**	**66%**	**63%**

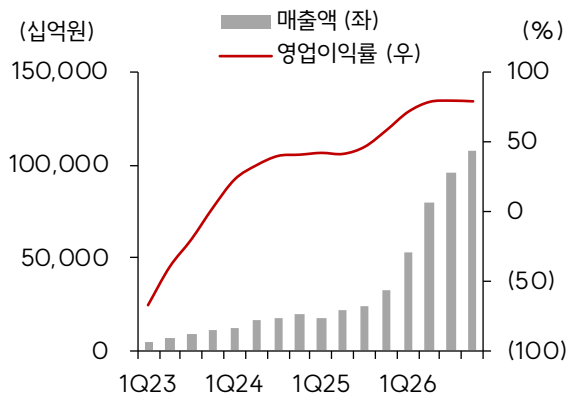
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
DRAM												
Shipment (1Gb equiv. mn)	19,118	23,796	25,231	25,593	25,537	27,593	30,489	33,297	76,919	93,738	116,917	145,051
QoQ %	-7%	24%	6%	1%	0%	8%	10%	9%	15%	22%	25%	24%
ASP ($)	0.50	0.51	0.54	0.67	1.11	1.51	1.72	1.87	0.43	0.56	1.58	1.98
QoQ %	0%	2%	6%	24%	64%	36%	14%	9%	80%	30%	182%	25%
NAND												
Shipment (1GB equiv. mn)	30,760	52,307	49,692	55,158	49,090	55,963	60,440	63,462	172,930	187,916	228,956	272,458
QoQ %	-19%	70%	-5%	11%	-11%	14%	8%	5%	-1%	9%	22%	19%
ASP ($)	0.07	0.06	0.07	0.09	0.16	0.23	0.26	0.27	0.08	0.08	0.23	0.27
QoQ %	-20%	-9%	11%	33%	74%	43%	9%	4%	91%	-7%	209%	15%

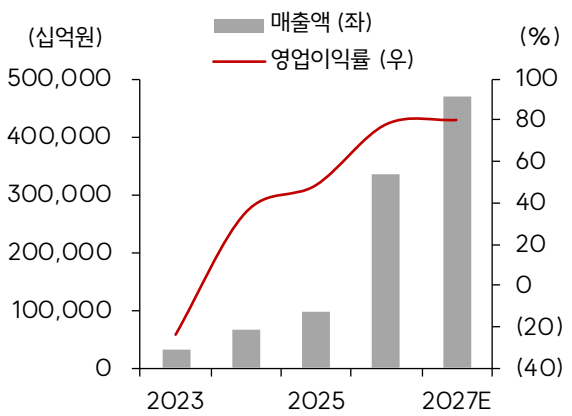
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

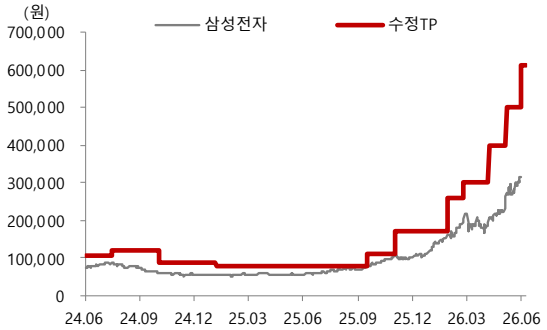
SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



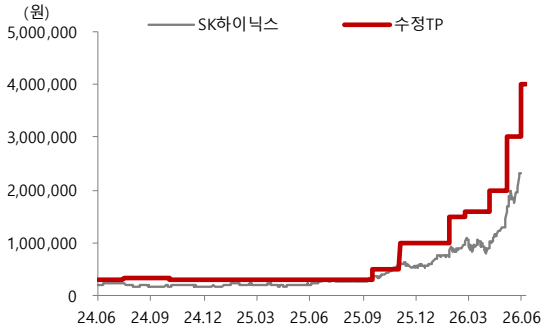
자료: 전자공시, SK 증권 추정

COMMENT

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2026.06.01	매수	610,000원	6개월		
2026.05.07	매수	500,000원	6개월	-42.26%	-36.60%
2026.04.08	매수	400,000원	6개월	-45.16%	-33.50%
2026.02.24	매수	300,000원	6개월	-36.66%	-27.33%
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%
2024.06.03	매수	105,000원	6개월	-22.47%	-16.38%



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율 평균주가대비	괴리율 최고(최저) 주가대비
2026.06.01	매수	4,000,000원	6개월		
2026.05.07	매수	3,000,000원	6개월	-34.90%	-22.23%
2026.04.08	매수	2,000,000원	6개월	-39.26%	-19.95%
2026.02.24	매수	1,600,000원	6개월	-41.23%	-31.31%
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%
2024.06.03	매수	280,000원	6개월	-18.99%	-13.93%



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 06 월 01 일 기준)	매수	93.67%	중립	6.33%	매도	0.00%