

## 마이크론: 메모리의 준인프라화

### Overweight 유지



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

#### 실적은 압도, 진짜 뉴스는 '계약 구조'

마이크론이 FY3Q 매출 414.6억 달러(전분기 대비 +74%), GAAP 총이익률 84.9%, FY4Q 가이드스 500억 달러(GPM 약 86%)로 컨센서스를 대폭 상회했다. 다만 실적보다 중요한 것은 '전략적 고객계약(SCA)'이다. 주요 고객과 장기계약 17건을 체결해 220억 달러(현금 예치 약 180억 달러)를 확보했고, 이를 근거로 잔여계약의무(RPO) 공시(보수적 floor 가격 기준으로도 약 1,000억 달러 규모)를 시작했다. 사이클 할인이 적용되던 메모리 업종의 관전 포인트는 EPS가 아니라, 거래 방식의 구조적 변화에 있다.

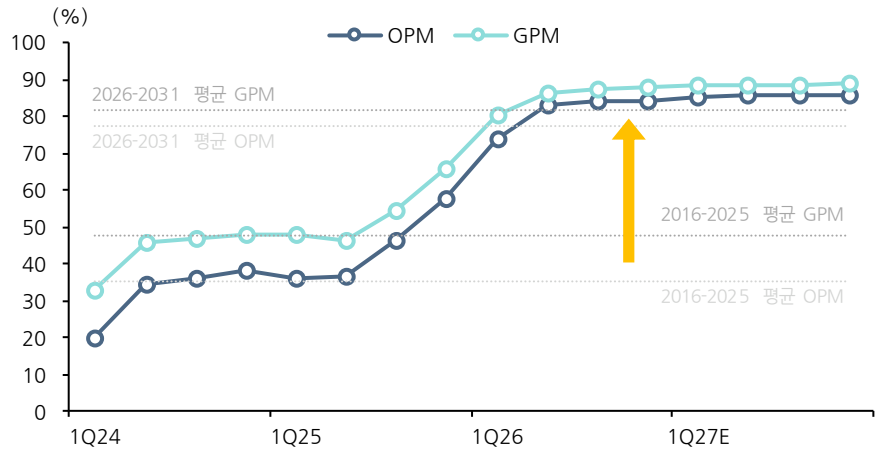
#### 메모리의 준인프라화

SCA는 가격을 floor ceiling 밴드에 묶는 구조로, 천장은 현재 가격, 바닥에서조차 총이익률이 과거 호황기 정점을 상회한다. 다운사이클 바닥이 과거 업사이클 천장보다 높다는 의미로, 고객 예치금이 무이자성 자금으로 유입돼 재무 여력을 키우는 take-or-pay까지 더해진다. Capacity를 미리 예약·선납받는 이 방식은, 과거 파운드리가 장기계약과 선수금으로 재평가받은 전례처럼 메모리의 실적 가시성을 높이는 준인프라화로 읽힌다. 수요 측면에서도 에이전틱 AI 전환에 따른 메모리 집약도 상승, 그리고 L2+~L4 자율주행차, 휴머노이드, 옛지 디바이스로의 확산이 데이터센터 외부 성장으로 이 가시성을 중장기로 연장한다.

#### 점검 포인트

준인프라화는 밸류에이션에 양면적이다. 실적 가시성이 높아져 멀티플 상향은 정당화되지만, 가격이 천장에 묶인 만큼 업사이클 정점에서의 상단 여력은 제한된다. 결국 리레이팅의 정당성은 다음 다운사이클에서 메모리 주가의 낙폭이 과거보다 줄어드는지로 사후 검증될 것이며, 메모리와 달리 가격 제약이 없는 후방(장비·패키징·소재)이 업황 강세를 더 누릴 여지도 있다. 다만 이 가시성은 '불황에도 고객이 계약을 지킨다'는 미검증 가정에 의존한다는 점이 핵심 리스크다. 따라서 추적 지표는 현물 가격이 아니라 고객 예치금 증가세와 계약 갱신 여부이며, 하이퍼스케일러 capex가 회사채·유상증자 조달에 의존하는 만큼 자금조달 수요예측의 강도 역시 선행 점검 대상이다.

그림 1. 레벨업: DRAM 분기별 이익률 추이와 사이클 평균 비교



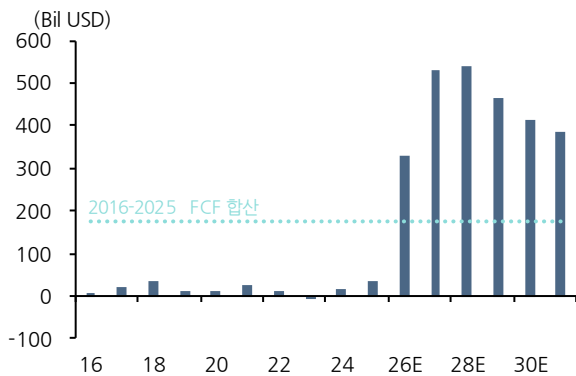
자료: TechInsights, 상상인증권

그림 2. 1H26 주요 하이퍼스케일러, AI 기업 자금 조달 이벤트

기업명	시기	형태	규모(₩)	비고
구글	2월	회사채	약 48조원	수요예측 약 240조원
오라클	2월	회사채, 유상증자	약 38조원	부채, 자본 동시 조달
아마존	3월	회사채	약 82조원	사상 최대 단일 회사채
메타	4월	회사채	약 38조원	수요예측 약 145조원
구글	5월	회사채	약 9.3조원	캐나다달러 통화 다변화
구글	6월	유상증자	약 128조원	IPO 이후 첫 유상증자
아마존	6월	회사채	약 15.3조원	구글 CAD 기록 1개월만 경신
엔비디아	6월	회사채	약 37.8조원	부채상환, 리파이낸싱 목적

자료: TechInsights, 상상인증권

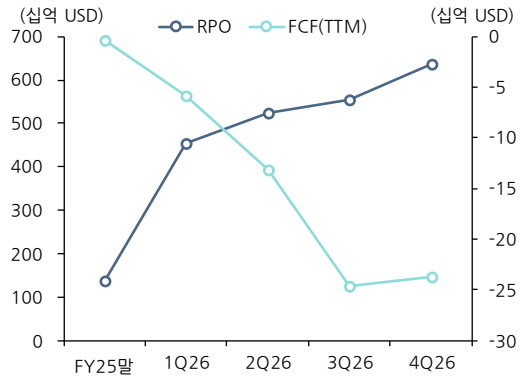
그림 3. DRAM 5개사 Free Cash Flow 폭증



자료: 상상인증권

\* 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론, Nanya, Winbond

그림 4. 오라클(하이퍼스케일러) RPO 증가와 Free Cash Flow 소진



자료: Oracle, 상상인증권

**Compliance Notice**

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정민규)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급**

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	93.2%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.8%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계 100%					합계 100%		