

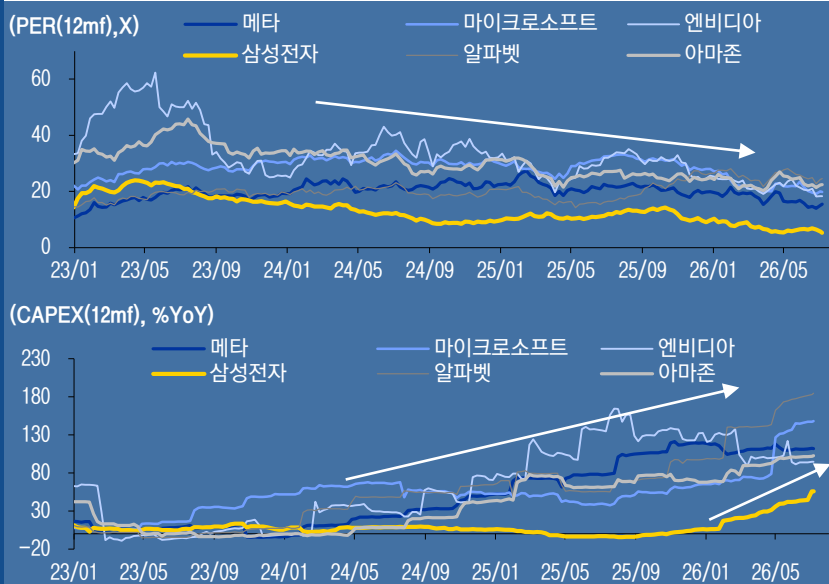
마켓 BEAT

반도체 밸류 메리트, 의미가 약한 이유



Market
Analyst 황산해
sh.hwang@ls-sec.co.kr

KEY 차트: AI 사이클 주요 기업 PER, CAPEX 증가율



● 메모리 밸류 메리트, 비중확대의 논리로 역부족

최근 삼성전자·SK하이닉스는 주가 하락과 이익전망 상향이 동반되며 PER(12mf)이 각각 4.8배, 5.3배로 역사적 저점권

밸류메리트 부각될 레벨이나, ①AI 사이클 주도주 특유의 밸류 디스카운트 구조와 ②급격한 이익 재평가 기간 중 발생하는 밸류 오류를 고려 시, 추가 비중 확대의 논거로서는 역부족이란 판단. 다만 밸류 메리트가 약하다는 점은 하락 추세 전환의 의미보다 향후 시장과의 베타화 흐름을 시사

● AI 사이클은 고난의 길, 지속성 위한 출혈 불가피

AI 사이클에서 주도주에 위치한 기업들은 버블론에 저항하며 사이클 지속성 유지. 다만 그 과정에서 지속적인 CAPEX 지출과 기술 단가 하락의 과제 부여. AI의 수혜와 이익 성장보다 버블 불확실성과 비용부담이 밸류에 반영되며 디스카운트 발생. 메모리 역시 현 병목이 사이클 전체를 둔화시키기 전, 공급 확대(시클리컬로 복귀) 불가피

● 급격한 이익 재평가 시기, 밸류 트랩에 주의

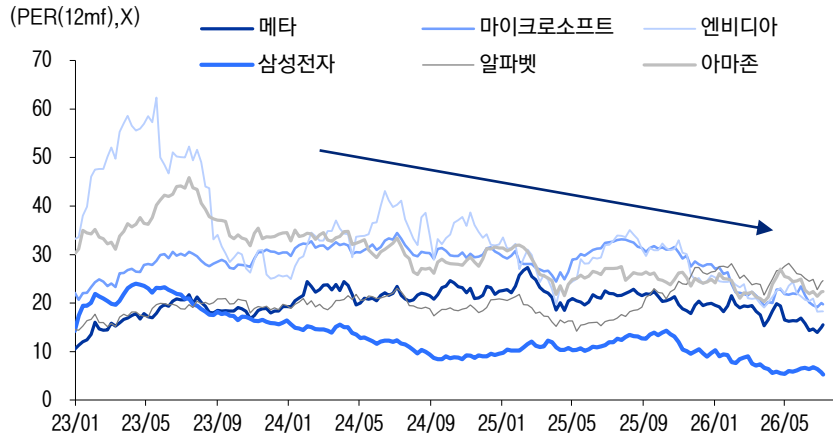
구조적 성장기 또는 사이클 정점에서, 이익전망이 급등하는 국면의 저PER은 저평가 신호가 아닐 가능성.(엔비디아 등 사례, pg 5~6 참고)

AI 주도주로서의 밸류 디스카운트 요인

● AI 사이클 지속을 위한 출혈, 밸류 메리트 하락 요인

- AI 사이클 주도주에 위치한 기업들은 버블론에 저항하며 사이클 지속성을 유지. 다만 과정에서 지속적인 CAPEX 지출과 기술 단가 하락의 이중 과제가 부여
- 투자 축소는 사이클 이탈로 직결되는 만큼, 출혈을 감수한 CAPEX 확대는 선택이 아닌 의무에 가까움. AI 버블론을 진정시키며 자금 조달의 명분으로도 활용. 또한 AI 확산(수익성 확보)를 위해 초기 기술 단가 인하도 필수적 과제
- 즉, AI 수혜를 받는 기업들은 AI 사이클의 지속성을 위한 비용부담에 직면하는 구조로 밸류단의 디스카운트로 연결되고 있다 판단
- 메모리 역시 현 병목이 사이클 전체를 둔화시키기 전, 공급 확대(시클리컬로 복귀) 불가피한 상황. 최근 급등하는 메모리 CAPEX 증가율이 이를 반영
- AI 사이클의 지속성을 위한 투자 지출+미래 마진 감소의 흐름으로 AI 주도주들이 받는 의무(밸류 디스카운트) 불가피

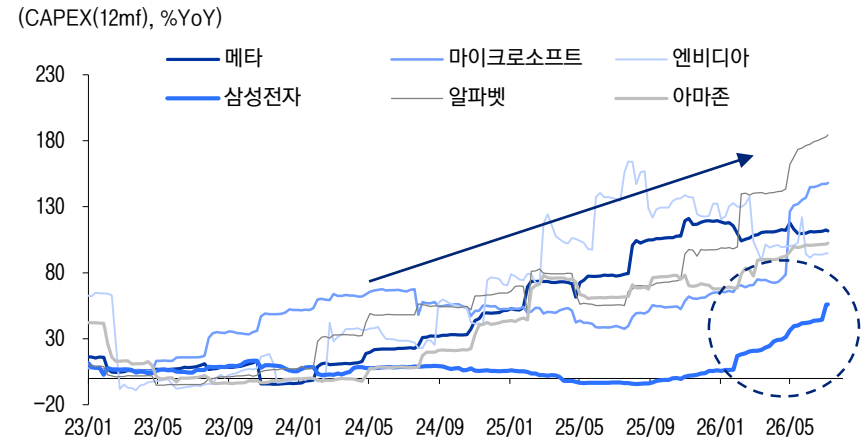
AI 주도주들의 공통된 PER 밸류 디스카운트



삼성전자 주가와 PER 추이



투자 비용 부담과 함께 AI 버블론에 노출



여차하면 스태그플레이션, 아슬아슬한 AI 사이클

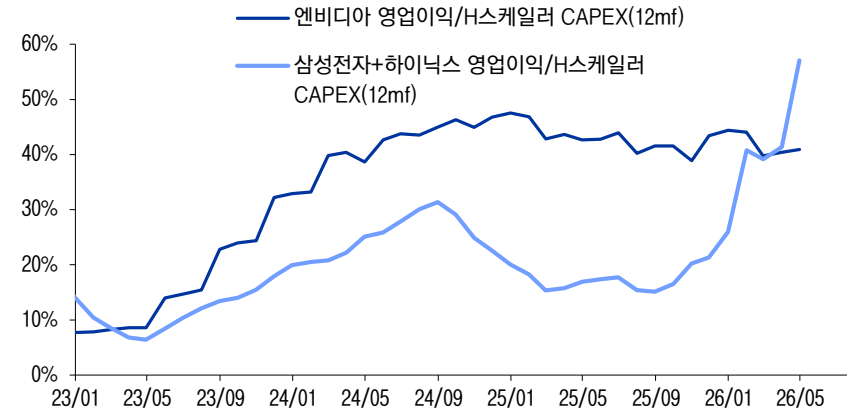
● 과도한 이익은 사이클 둔화요인, AI 버블론의 시발점

- 삼성전자+SK하이닉스의 영업이익이 하이퍼스케일러 CAPEX의 57% 수준까지 급증. 이는 과거 엔비디아 병목보다 높은 레벨
- AI 중간재 기업의 이익이 과도하게 확대될 경우 하이퍼스케일러들의 AI 투자 ROI 압박 심화되며 추가 투자 집행의 정당성 흔들리는 결과

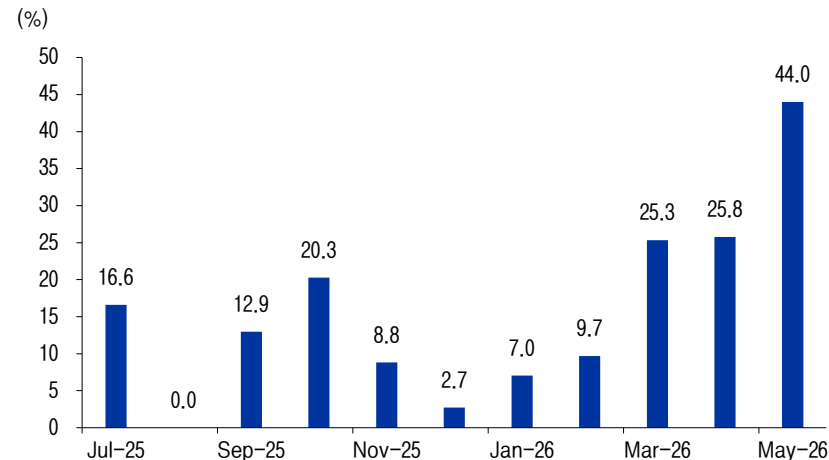
● 생산성 혁명과 스태그플레이션 사이에 위치한 AI 사이클

- AI 관련 내구재(비디오·정보처리장치) 기여도가 근원 PCE 내 역사적 최고(0.19%p) 수준에 근접. AI 인프라 수요 증가가 투자재 물가를 직접 자극
- AI로 인한 고용 대체(수요 위축)와 AI 자본재 가격 상승(인플레이)의 동시 진행은 스태그플레이션 시나리오로 수렴 가능
- 생산성 혁명이 현실화되기까지 AI 사이클은 낙관과 리스크 사이의 아슬아슬한 균형 위에 위치

과도한 이익은 하이퍼스케일러 CAPEX(AI 사이클 지속성)을 위협

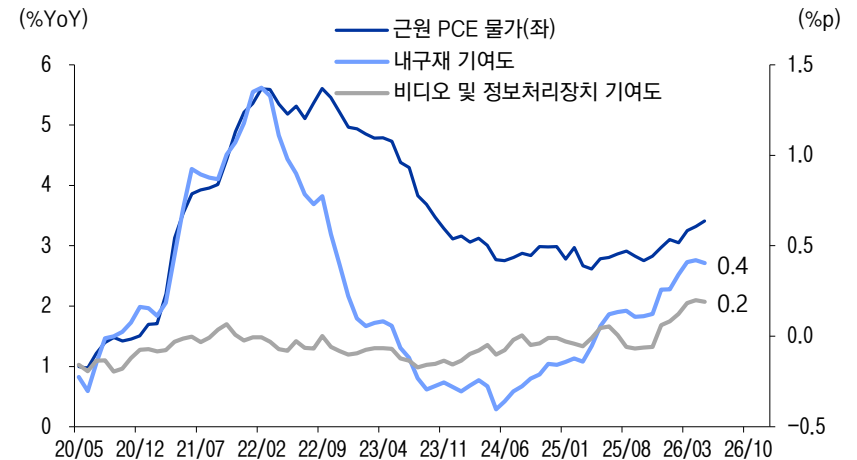


CG&C 감원 보고서, 감원 사유에서 AI가 차지하는 비중



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

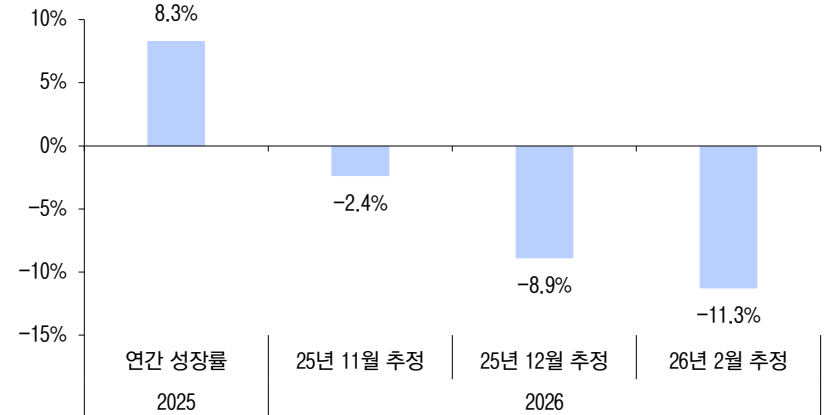
근원 PCE 기여도, AI 사이클의 인플레이 자극



메모리 가격이 압박하는 AI 확산

- AI 확산에 필수적인 메모리 성능, 디바이스가 받쳐주지 못한다
 - 메모리 병목현상이 만드는 또다른 리스크는 디바이스 업그레이드 제약
 - AI의 실질적 활용을 위해 필요한 메모리 기준점은 꾸준히 상향되는 흐름
 - 그러나 동시에 메모리 병목 현상이 발생하며 디바이스 시장을 압박
 - 이는 AI의 확산을 근본적으로 딜레이 시키는 요인
 - 마이크로소프트 코파일럿 기준 온디바이스 기능 권장 사양은 32GB. 그러나 25년 기준 노트북 평균 메모리 용량은 10.5 GB(TrendForce)
 - 더해 트렌드포스는 2026년 스펙 업그레이드 전망에서 메모리 병목현상을 핵심 변수로 언급. 디바이스 브랜드가 가격 인상과 함께 사양을 하향조정하고 있음을 강조

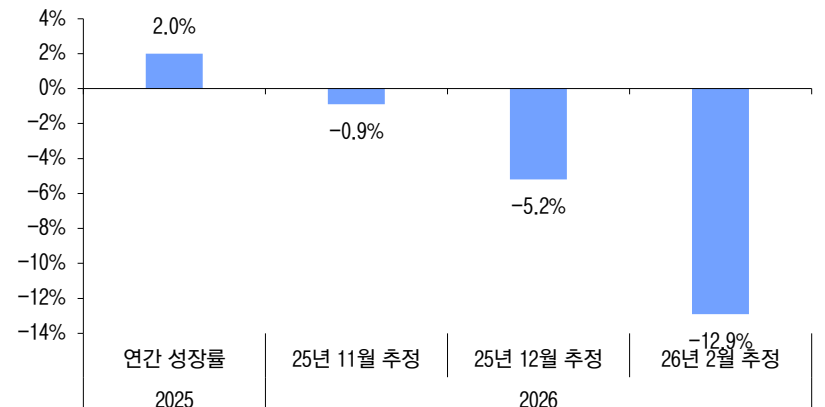
PC 시장 성장률 전망치 변화



2026년 스펙(DRAM) 업그레이드 전망 - TrendForce

	분류	예상 스펙	이전 스펙	내용
스마트폰	고사양	12~16GB	12~16GB	16GB로의 전환 딜레이
	중사양	6~8GB	6~12GB	12GB 사양 점진적 축소 전망
	엔트리	4GB	4~8GB	비용 압박으로 4GB로 회귀 전망
노트북	고사양	16~64GB	16~64GB	대부분 주력 사양 16GB 유지 전망
	중사양	8~16GB	8~16GB	구성은 8~16GB 유지, 출하는 8GB 집중
	엔트리	8GB	8GB	추가 다운그레이드 불가능, 유지

스마트폰 시장 성장률 전망치 변화



자료: IDC, TrendForce, LS증권 리서치센터

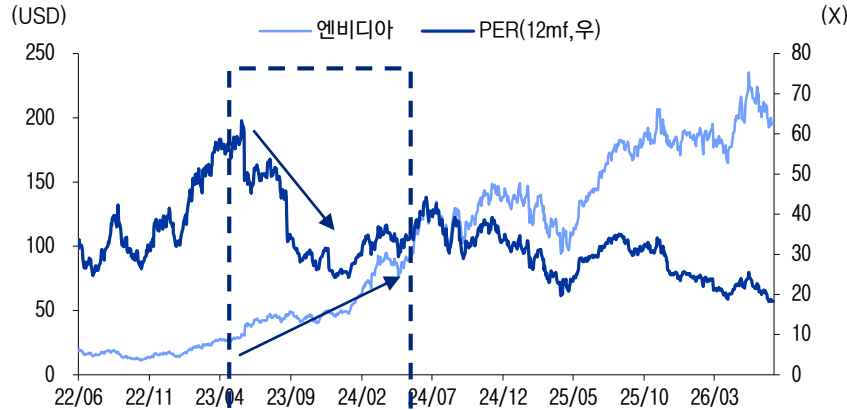
구조적 성장기 또는 정점에서 발생하는 밸류 트랩

● 급격한 이익 재평가 시기, 밸류 트랩을 주의

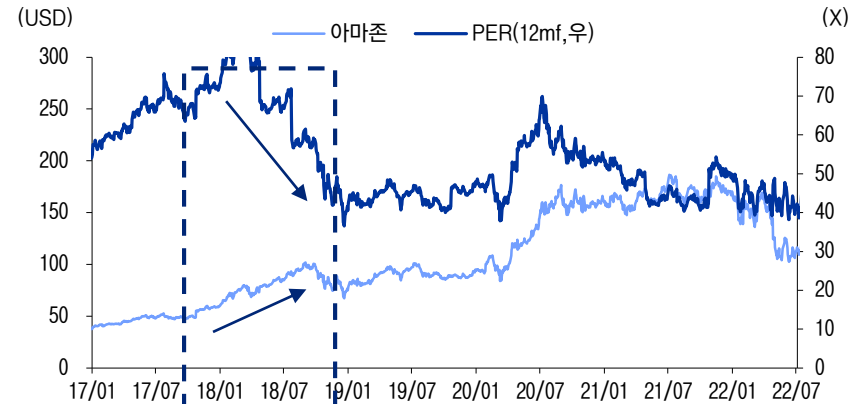
- 구조적 성장기 또는 사이클 정점에서 이익전망이 급등하는 국면의 저PER은 저평가 신호가 아님. 해당 이익 레벨의 지속가능성을 시장이 검증하는 기간이자, 공급 확대·미래 마진 훼손을 선반영하는 구간

- 엔비디아(23~24년)·아마존(17~18년)·알파벳·메타(20~22년)의 사례가 이를 방증하며, 현재 메모리 업종도 동일한 밸류 트랩 구간에 위치해 있다고 판단

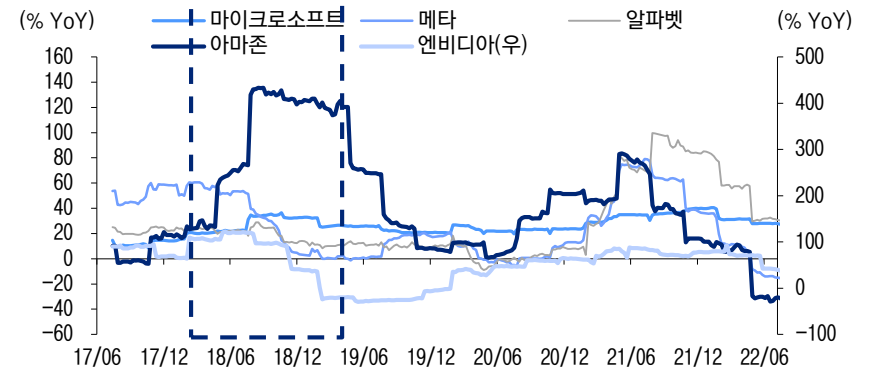
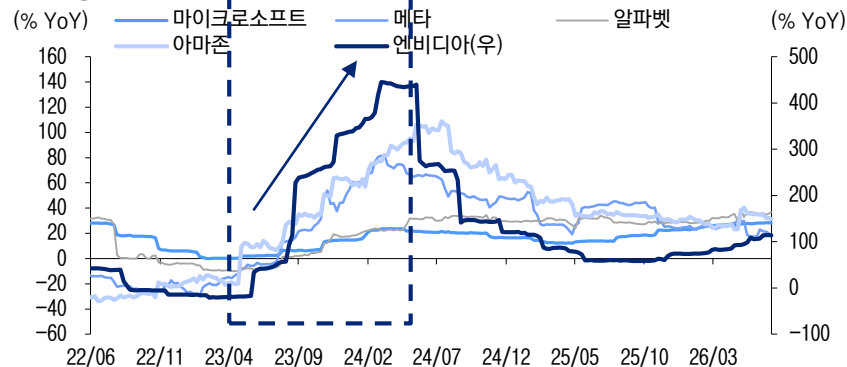
2023~24 엔비디아 GPU 확장기



2017~18 아마존 AWS 도입기



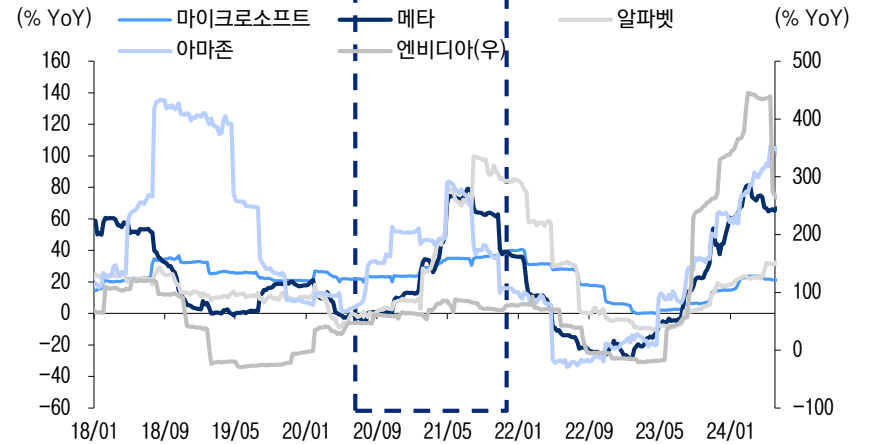
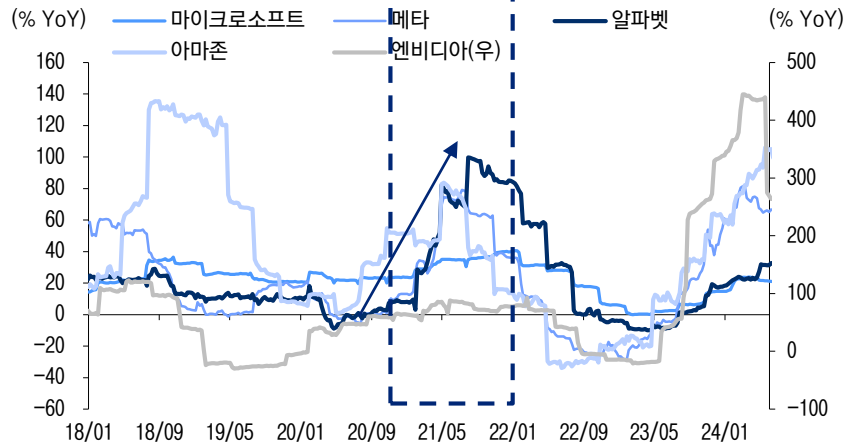
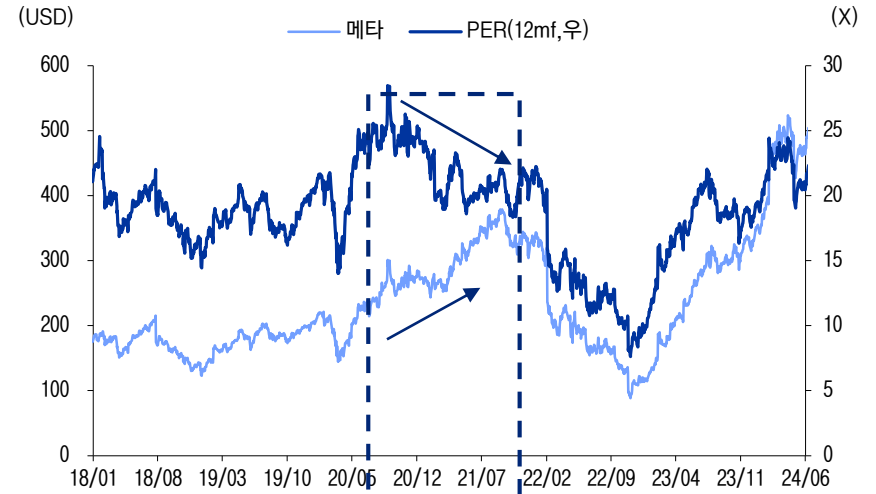
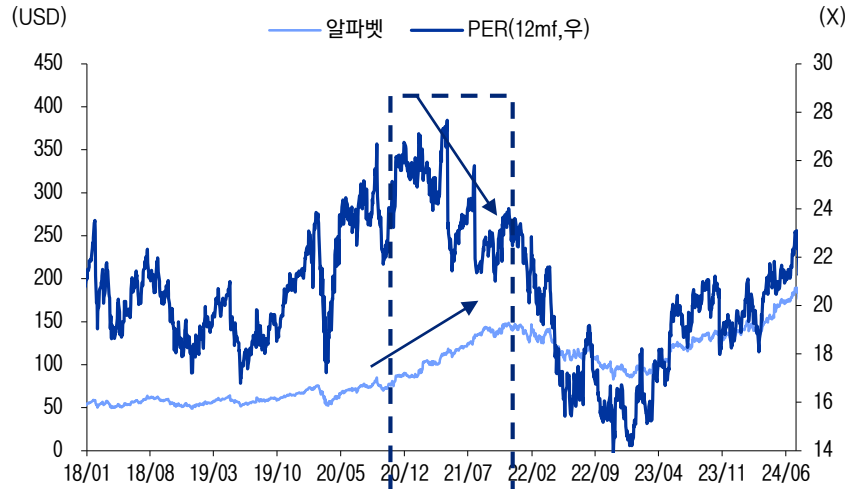
EPS 증가율



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

구조적 성장기 또는 정점에서 발생하는 밸류 트랩

2020~22 알파벳&메타 이커머스 호황기 + 광고 단가 급등



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 황산해).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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.