

반도체

Be strong

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

Signal: 메모리 Dual market 시대. 가격은 한계 물량이 결정
Key: 4Q24~1Q25 가격 하락기에 SK 하이닉스는 실적으로 증명
Step: 높은 수익성, 장기공급계약->이익 창출 안정성 제고->재평가

장기공급계약의 의미: 실적 안정성 제고를 통한 재평가의 기반

메모리 장기공급계약은 실적 안정성 제고를 통해 재평가의 기반이 될 것이다. 거시경제 연동성이 크게 완화될 것이기 때문이다. 역대 가장 강도높은 공급부족은 장기공급계약 없이도 증설의 명분을 제공한다. 다만 이 경우 단기 업황 강도에 차이만 있을 뿐, 과거와 다를 것이 없다. 모든 업체와 장기공급계약을 맺을 경우, '구속력 높은' 계약 이행을 위해 약속된 대로 전부 증설해야한다. 이 경우 시황 변동 대응이 불가능하고, 더블 부킹 등의 위험에 더 크게 노출되며, 업황의 업사이드를 대부분 양보하게 된다.

결국 '부분'적인 장기공급계약 시장 형성이 메모리 비즈니스에 의미가 있다. 이는 메모리 시장의 Dual market 화를 의미한다. 장기공급계약 시장은 조건 (기간, 확약 물량, 페널티 등)에 따라 가격 상, 하단을 Band 를 차등 설정해 안정 성장을 추구하고, 시황노출시장은 공급자에 제공하는 조건이 없으므로 더 불리한 조건 (물량 우선순위 하락, 가격 등)의 당위성을 확보한다. '가격'은 시장 평균이 아니라, '한계 물량 (Marginal volume)'이 결정한다는 것을 감안하면, 장기공급계약은 의미가 있다.

실적 안정성 증명 사례: SK 하이닉스의 4Q24~1Q25, 1H26

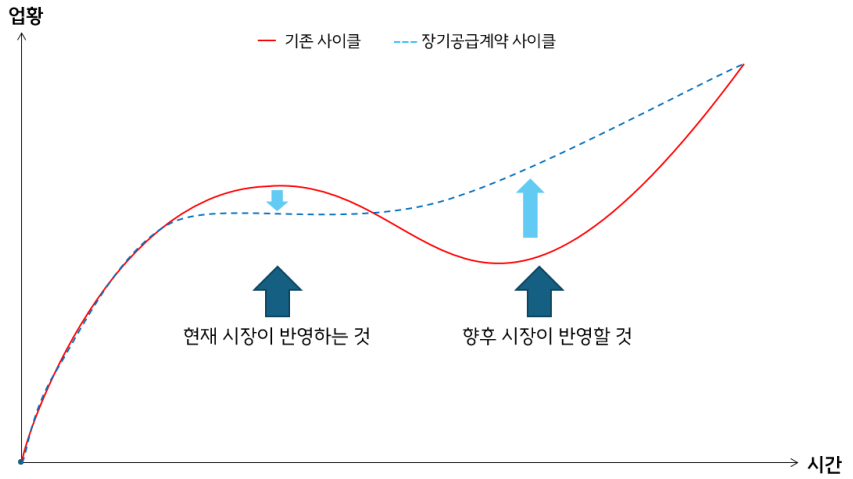
장기공급계약 효과는 SK 하이닉스의 실적에서 이미 확인되었다. 4Q24 일반 DRAM 가격은 -3%, 1Q25 -7% QoQ 였지만, SK 하이닉스의 DRAM 영업이익은 4Q24 +24%, 1Q25 0% QoQ로 견조했다. 가격 하락기에 이익이 버틴 최초의 사례였고, 이는 HBM 때문이었다. 다만, 당시 SK 하이닉스의 HBM 비중은 판매 기준 13~14%, DRAM 내 매출액 기준 40% 초중반 수준이었다. HBM을 장기공급계약 시장, 일반 DRAM을 시황노출시장으로 생각한다면, 이미 시장은 Dual market의 효과를 경험한 것이다. HBM 선두 업체인 SK 하이닉스의 낮은 시장 노출도는 급격한 메모리 가격 상승장 (1H26)에서 경쟁 업체 대비 상대적으로 낮은 탄력성을 의미하기도 하지만, 오히려 이를 통해 시장은 장기공급계약의 효과를 신뢰하기 시작할 것으로 판단한다. 장점이 있으면 단점도 있기 마련이다.

결국 공급자 스스로 Cycle exposure 를 설계하는 국면이다. 공급자별 세부 조건 및 장기공급계약 비중에 따라 업황 노출도는 상이하겠지만, 시클리컬 성격의 완화, 이에 따른 재평가 요소 부각 자체는 변하지 않을 것이다.

HBM 가격 인상 전망. 높은 수익성으로의 수렴 과정. 장기공급계약 동반으로 이익 안정성 제고

SK 증권은 HBM 가격 인상을 전망한다. 일반 DRAM 가격의 급격한 상승으로 1Q26 HBM 수익성은 일반 DRAM 대비 30~40%p 낮은 상황이며, 그 차이는 2Q26 에 더 확대될 것이기 때문이다. HBM 은 여전히 AI 내 가장 중요한 메모리이며, 일반 DRAM 이라는 강력한 기회비용 앞에서 가격 인상은 불가피하다. 과거 HBM 가격 상승은 세대 전환에 따른 Blended 의 개념이었지만, ASIC 확대 및 업황 강세, 공정 난이도 증가를 감안하면 메인스트림 HBM 전 제품의 가격 인상이 예상된다. 서로가 서로의 강력한 기회 비용이라는 점을 감안하면, 높은 수익성으로의 수렴은 필연적이다. 높은 수익성은 영업 De-leverage 의 둔화 영역 진입을 의미하며, 장기공급계약의 동반은 메모리 이익 창출의 안정성 제고를 견인할 것이다. 메모리 재평가 주장, 비중 확대 의견을 유지한다.

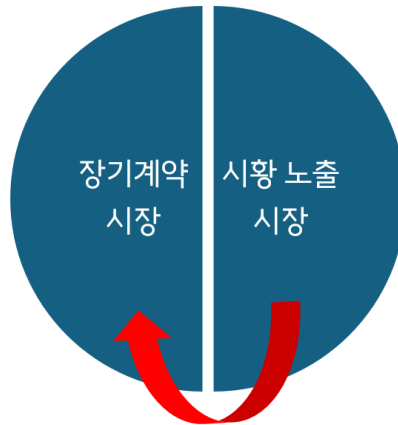
기존 사이클과 장기공급계약 사이클의 차이



자료: SK 증권

메모리의 Dual market 화

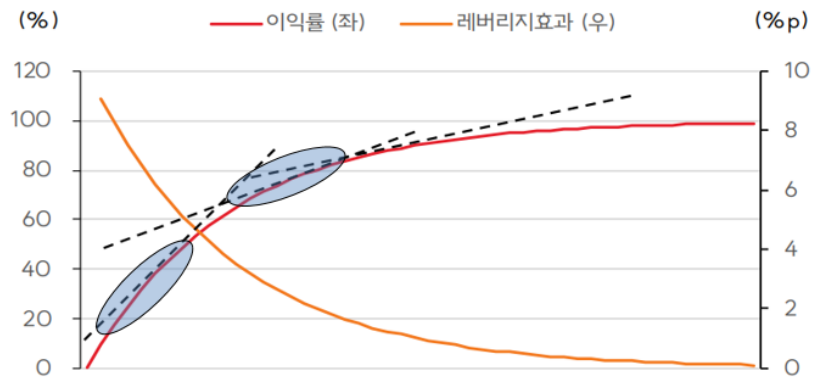
구매조건 존재
 기간, 약정 물량,
 가격 상/하단 Band,
 선수금/예치금 등
 <가격 발견 기능 X>
조건별 가격 조건 상이



구매조건 없음
 시장 가격,
 다만 물량 확약 불가
 <가격 발견 기능 O>
 CapEx discipline 유지
 -> 장기계약시장 대비
 높은 가격

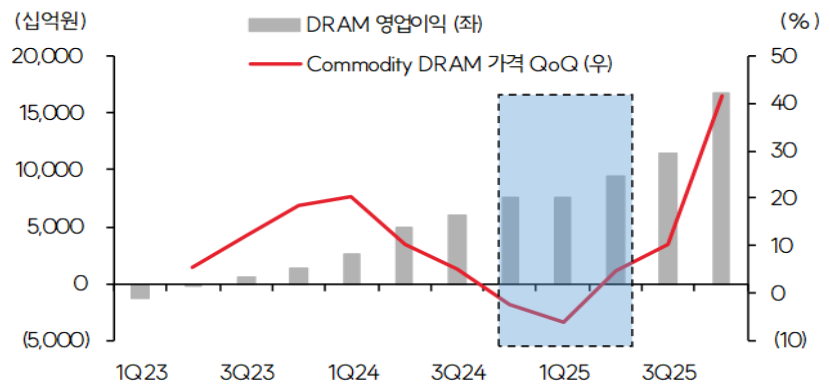
자료: SK 증권

Leverage 둔화는 De-leverage의 둔화 또한 의미



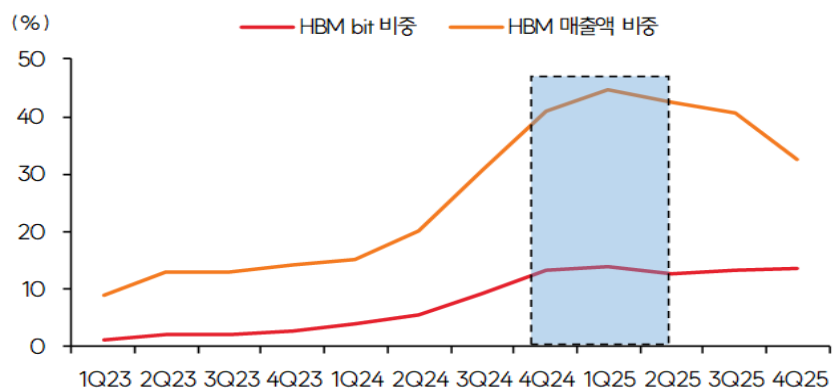
자료: SK 증권

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



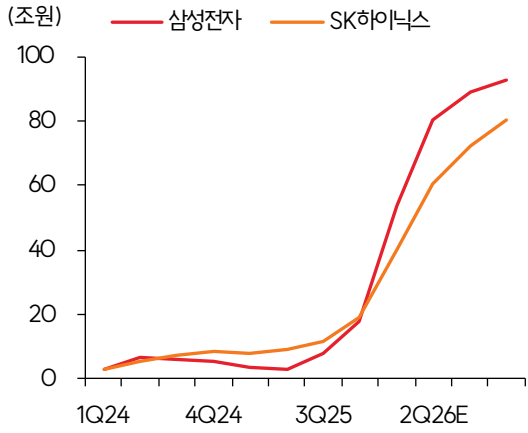
자료: SK 증권 추정

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



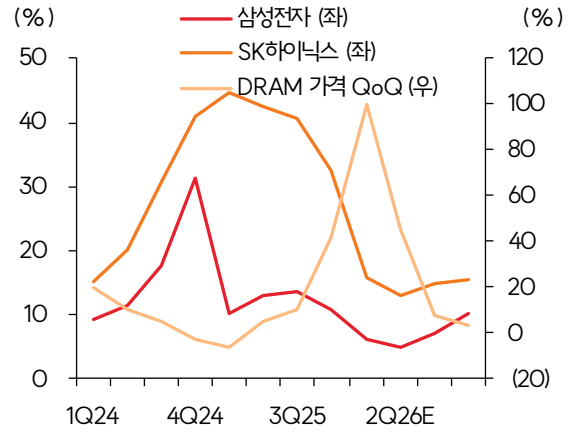
자료: SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 메모리 영업이익 추이 및 전망



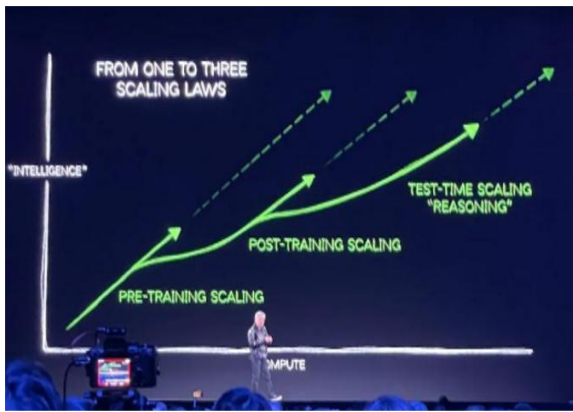
자료: SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 내 HBM 매출 비중 추이 및 전망



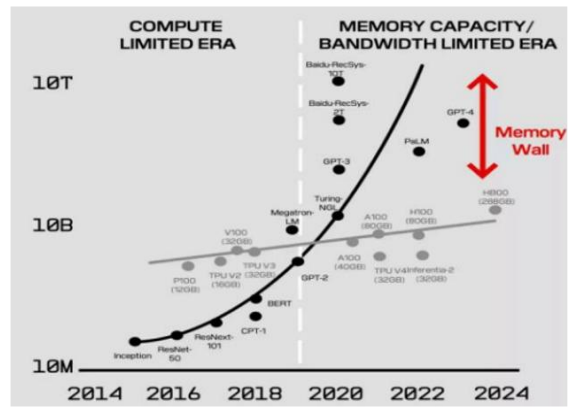
자료: SK 증권 추정

AI Scaling law



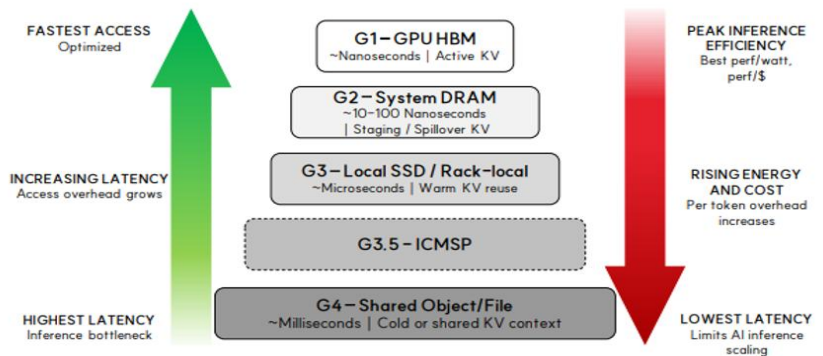
자료: 엔비디아, SK 증권

Memory wall



자료: 산업자료, SK 증권

KV cache memory hierarchy



자료: 산업자료, SK 증권

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 04월 20일 기준)

매수

93.87%

중립

6.13%

매도

0.00%