

Issue Comment

2025. 11. 17

반도체

‘펜타부킹’ 시작 → 구매자 물량확보 급선무

반도체/디스플레이

Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 우서현
02. 6454-4907
seohyun.woo@meritz.co.kr

초호황 가속화 – 수요 급증 불구, 본격 공급 확대는 요원

당사가 지속 예상해온 바와 같이 현재 메모리 업황은 급속도로 초호황기 진입 국면으로 전환 중임. 근본적으로는 Scale Across 현상 및 Agentic AI 보편화로 넘쳐나는 워크로드를 감당해야하는 수요 폭증 과정에서, 1) B2C에서 B2B 중심 수요로 변화하며 수요 가시성이 떨어지고 대량구매가 늘고 있다는 점 (수요의 계단식 폭등), 2) 공급자들은 여전히 보수적 투자 기조를 견지하며 수익성 위주의 경영전략을 펼치고 있는데 기인함. 특히 과거 업사이클 내 강력한 투자 확대를 이끌었던 삼성전자가, 제한적 증설 및 전환투자 (1x/1y/1z/1a → 1b/1c)에 집중하는 점이 차별화 요인임

당사 예상대로 23~24년 메모리 제품의 성격적 변화 (커머디티 → 스페셜티)가 발생한 이후, 공급사들의 보수적 공급정책은 더욱 강화되고 있음. 이는

- 1) ‘선주문 후생산’의 잔상: 스페셜티 (HBM) 사업의 기본구조인 ‘선주문 후생산’이 지속되고 있는 가운데 공급업체들은 아직 그 잔상이 아직 남아있음. 주문 구속력이 확보되기 전까지는 가동률 부담이 큰 Capa 투자는 제한적으로만 실행 중임
- 2) ‘재무 불안정성’에서 오는 경쟁적 투자 배제: 국내 메모리 업체들의 재무구조 및 현금흐름이 공격적 투자 결정을 내리기에는 아직 정상화되지 않았음. 삼성전자의 경우 3Q25 연결기준 순현금은 91.8조원으로 높은 수준이 유지되었지만, 본사기준으로는 19.4조원 순부채로 유동성 관리에 만전을 기하고 있는 상황. 이에 따라 동사 입장에서는 해외에서 대규모 현금을 이전시키는 결정 배제 시 향후 영업현금흐름 (OCF) 내에서의 안정적 투자가 불가피한 상황. SK하이닉스의 경우 역시 연결기준으로는 3Q25 순현금 613억원으로 1Q18 이래 30개 분기만에 순부채 탈피를 했지만, 본사기준으로는 여전히 7.6조원의 순부채가 유지 중임. 특히 SK하이닉스는 2026년 M15X만이 유일한 클린룸 확보 공간인 만큼, 물리적 제약도 뒤따르는 상황

가수요와 함께 '펜타부킹' 시작 - 4Q25 판가, 반복 재협상 관찰

당사의 예상대로, 이제 커머리티 DRAM 및 eSSD 위주 NAND는 진성 수요 외 재고축적 및 투기적 성격의 '멀티부킹'이 시작되고 있음. 이번 업사이클에서는 기존의 수준 (더블부킹, 트리플부킹)을 넘어선 펜타부킹, 헥사부킹 (5중, 6중 주문)으로 전개되리라는게 당사의 전망이다. 이는 생산자들의 보수적 설비투자 기조 하에, 현격한 수급 격차 속 수요자들의 수가 증가한 데 기인함. 모바일 DRAM에는 엔비디아의 SOCAMM 수요가 생성되며 구매자가 늘었음. 기존 물량확보가 수월했던 애플과 삼성전자 MX도 내년 물량을 조기확보하기는 불가능에 가까운 상황임

서버 DRAM의 경우 역시, 기존 CSP (Cloud Service Provider) 외에 네오클라우드, 소버린 투자자 등 투자 주체가 증가 중임. 지역별로는 아직 공급계약을 충분히 체결해 놓지 않은 중국 BAT (Baidu, Alibaba, Tencent)가 서둘러 물량을 확보하고자 분주히 움직이고 있음

여기서 주목할 점은, HBM 이익 확보가 어려워진 삼성전자의 이익 극대화 전략임. 동사는 경쟁사 대비 HBM 매출·이익 기여도가 현격히 낮은 수준으로, 26년 HBM4 역시도 선제 공급 및 가격 인상, 수율 확보를 통한 개선 전략은 오랜 시간에 걸쳐 점진적으로나 발생 가능한 상황임. 이에 따라 동사는 HBM에서 영위가능한 높은 영업이익률 (+60%)을 확보하기위해 커머리티 가격 극대화 전략을 구사하기 시작한 것으로 추정됨

이는 주로 협상력 우위 기반 협상지연·판가 인상임. 커머리티 선도업체로서 고객사들의 물량확보가 절실한 점을 레버리지해, 급격한 판가 인상을 시도하고 있는 것. 지역적으로는, 지정학적 이슈로 마이크론의 조달이 어려운 중화권 고객이 이러한 가격 인상엔 우선 수용 의사를 밝히고 있음. 모바일 X사 및 서버 A사 등은 +50% QoQ 이상의 DRAM 및 NAND 판가 인상안을 받아들였으며, 이러한 판가 인상세는 산업 내 빠르게 확산될 전망. 공급사들 역시 SK하이닉스 및 마이크론이 11월부터 전략적 판가 조정에 돌입하며 업계 평균판가는 비약적 상승세 전환

메모리 구매자들은 이미 가격(P) 보다는 물량(Q) 확보 경쟁에 나선 것으로 보여짐. 가격 폭등 불구, 먼저 구매 결정하는 업체가 경쟁사보다 낮은 가격에 충분한 물량을 확보하는 승리방정식이 세워진 상황. 향후 충분한 물량 확보를 위한 멀티부킹은 향후 당사 예상치인 펜타·헥사 부킹 (5·6중 주문)을 넘어선 수준까지도 전개 가능하리라 판단됨

투자자들은 P 사이클 (가격인상 구간) 고점에서 이러한 멀티부킹의 해소 (주문취소)를 목격할 때까지 장기투자 전략 구사가 권고됨. 과거 메모리 업체들의 주가는 사이클의 선행성에 기반 판가 상승률 체감 구간까지 지속 상승해왔음. 당사는 내년 말까지 '업체들의 실적추정치 상향' 및 '초장기 낙관론의 확산'으로, 국내 반도체 업체 및 섹터 전반적인 주가 상승은 가속화되리라 예상함

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.