

반도체

강해지는 국면

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

donghee.han@sks.co.kr
3773-8826



R.A
박제민

jeminwa@sks.co.kr
3777-8884

2Q25: 2026 년 HBM 계약을 통한 강한 AI 사이클 확인 예상

빅테크들의 2025 년 CapEx 계획은 시장 예상치를 상회하고 있으며, TSMC 의 CoWoS 생산 능력 계획도 24 년 말 대비 상향되었다. 미국 정부의 중화권에 대한 GPU 규제 강화 리스크, 관세 상향에 따른 경기 둔화 우려 등 AI 사이클에 대한 의구심은 2026 년향 HBM 계약이 완료되는 2Q25 에 해소될 것으로 예상된다. AI CapEx 확대 국면에서 엔비디아의 Blackwell 본격화와 ASIC 진영의 하이엔드 HBM 수요 증가 (HBM2E 또는 HBM3->HBM3E)는 채용량 증가 역시 동반 될 것이라는 점을 감안하면, 전년 대비 HBM 계약이 빠르게 종료되며 HBM 수요 강세를 재확인할 것으로 판단하기 때문이다. HBM 전망치가 상향되는 국면이다.

Commodity DRAM 고정가격 안정화 국면 시작

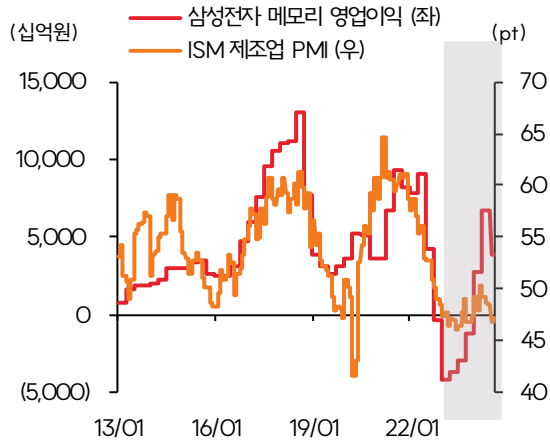
SK 증권은 Commodity 고정가격의 안정화 시작을 예상한다. DRAM 3사의 D5 재고는 여전히 제한적인 가운데 AI 수요 강세 및 중국 이구환신 정책 효과 등에 따른 서버 D5, 플래그십 모바일향 LPD5X 수요 확대, HBM 강세에 따른 선단공정 생산 능력 잠식 지속 때문이다. 기존의 2Q25 재고조정 안정화 시작 전망을 유지하며, 시장은 2Q25 메모리 공급사들의 출하 반등을 통해 이를 확인할 것으로 전망한다.

과거 Commodity 사이클에서의 주가 반등 논리는 가격 하락률의 안정화 시작이었다. 2019 년 1월 삼성전자, SK 하이닉스의 주가 반등 시작은 DRAM 가격 하락률의 Peak-out 에서 시작되었고, 이후 가격 하락률의 둔화 트렌드와 주가는 동행했다는 점을 감안하면, Commodity 가격 안정화 국면 시작 역시 주가 상승의 명분이 된다.

강해지는 국면. 반도체 비중 확대, SK 하이닉스 최선희주 유지

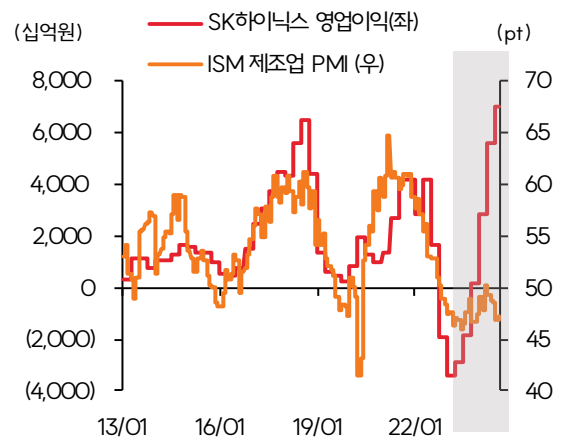
SK 증권은 반도체에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. AI 사이클 내 메모리가 가장 강해지는 국면은 HBM 과 Commodity 가 시너지를 내는 구간이며, 이에 대한 기대감은 HBM 강세의 재확인과 재고조정 안정화가 진행될 2Q25 부터 점증할 것으로 전망한다. AI CapEx 의 상승은 HBM 수요 상향 요인이라는 점에서 2026 년 HBM 계약 완료가 예상되는 2Q25 부터 2026 년 HBM 전망 상향과 이에 수반되는 Commodity 생산능력 잠식 확대가 2026 년 메모리 증익에 대한 가시성을 높이는 요소가 될 것으로 판단하기 때문이다. HBM 상위 속 M15X (HBM 기준 90K/월 추정)를 활용한 시장 수요 흡수가 더욱 용이해지는 가운데, 엔비디아 대응 뿐 아니라 ASIC 진영으로의 고객 다변화가 가속화 될 SK 하이닉스를 최선희주로 유지한다.

삼성전자 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI 지수 비교



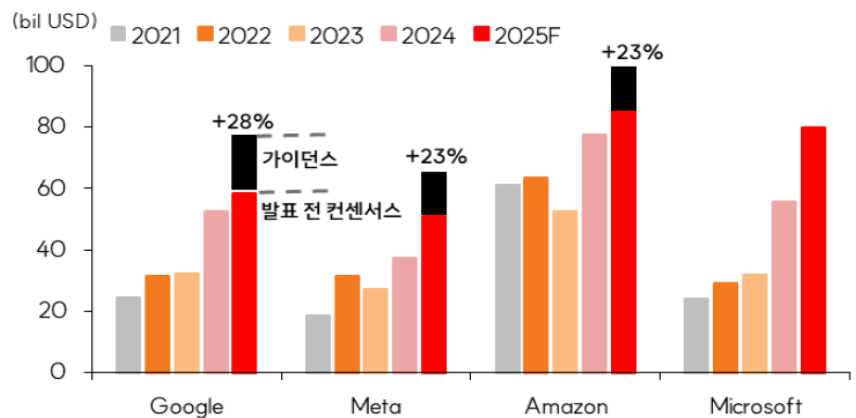
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI 지수 비교



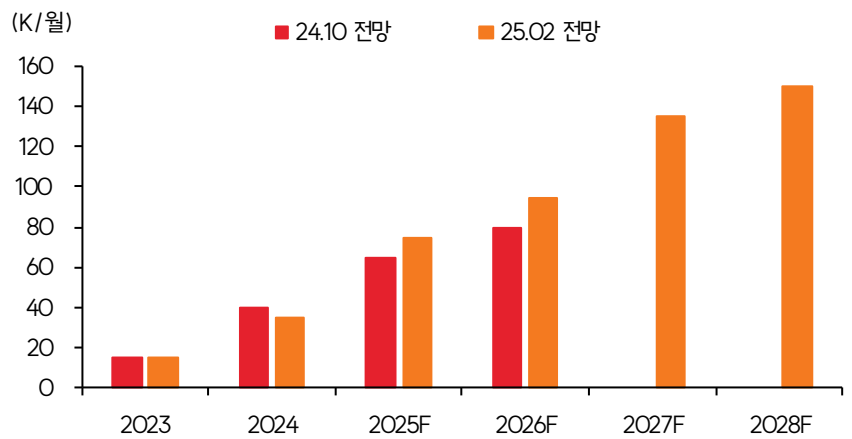
자료: Bloomberg, SK 증권

북미 CSP들의 2025년 설비투자 가이드선스 예상 상회 중



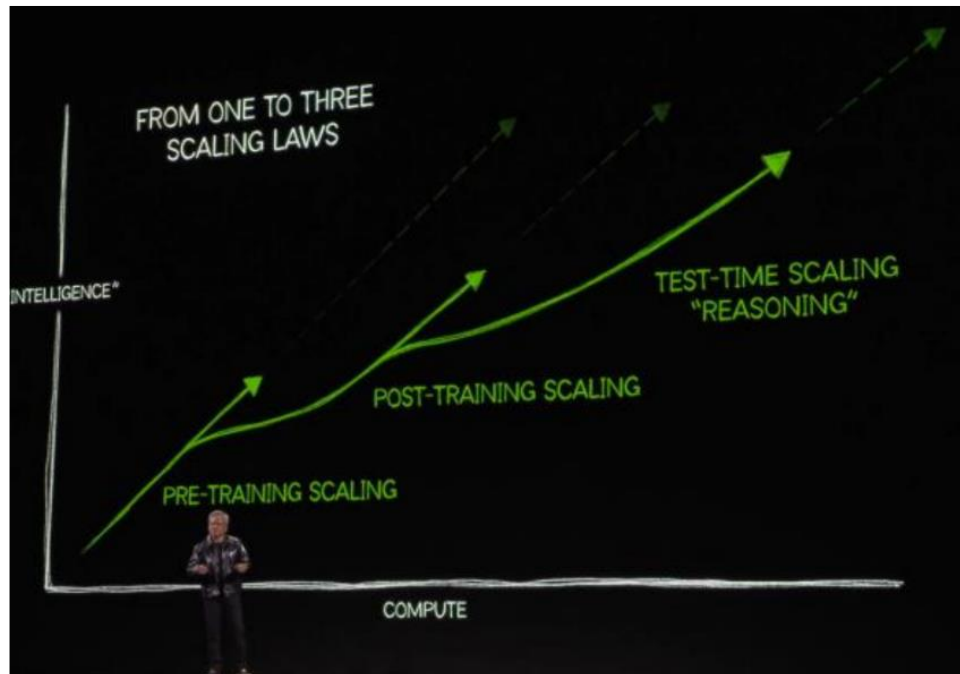
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC의 CoWoS 생산 능력 추이 및 전망



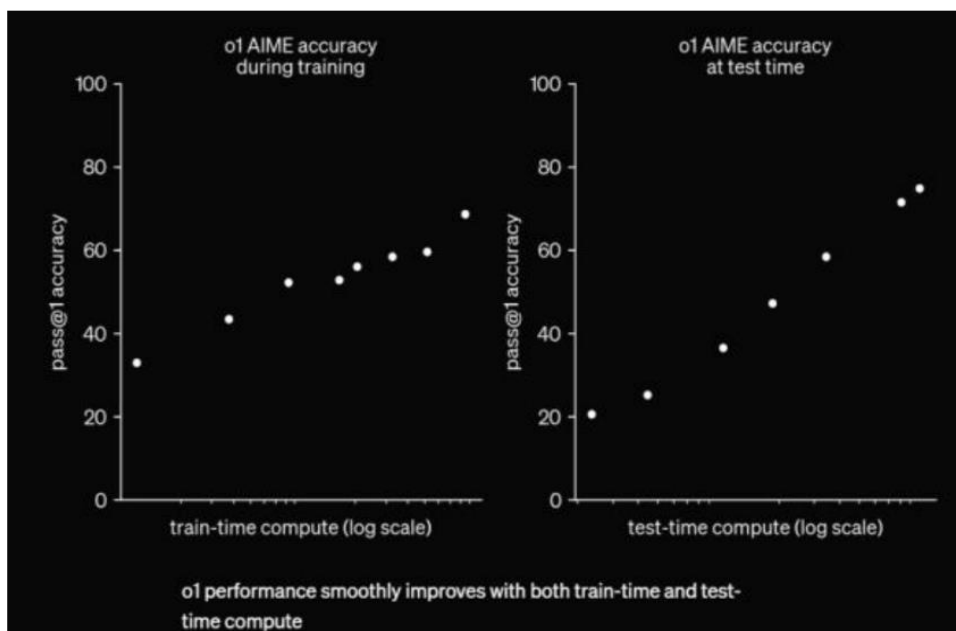
자료: Digitimes, SK 증권

추론에서의 Test-Time Scaling 을 통한 Scaling law 지속



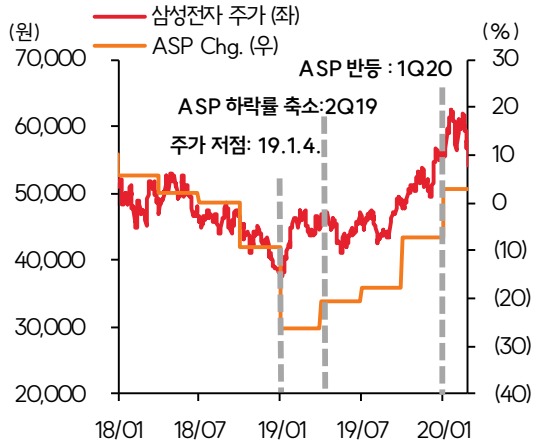
자료: CES2025 NVIDIA Keynote, SK 증권

Test time (Computing time)을 늘릴수록 모델 정확도 증가



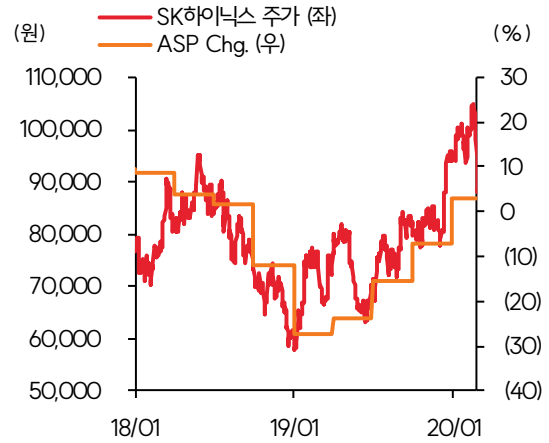
자료: OpenAI, SK 증권

삼성전자 주가와 DRAM ASP 변화율 (2018~2020)



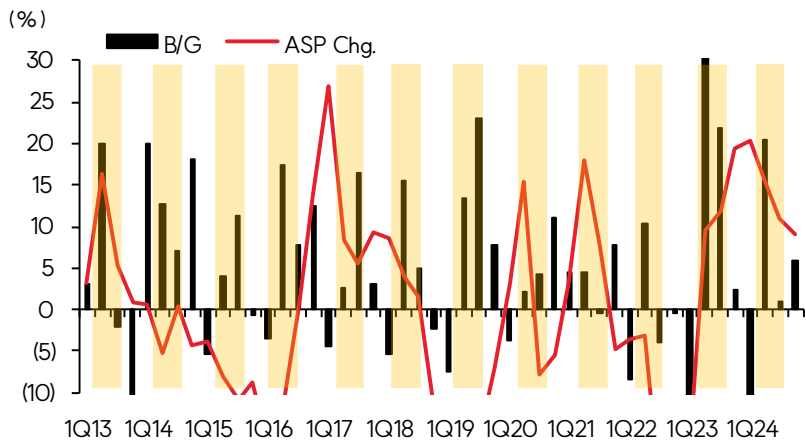
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAM ASP 변화율 (2018~2020)



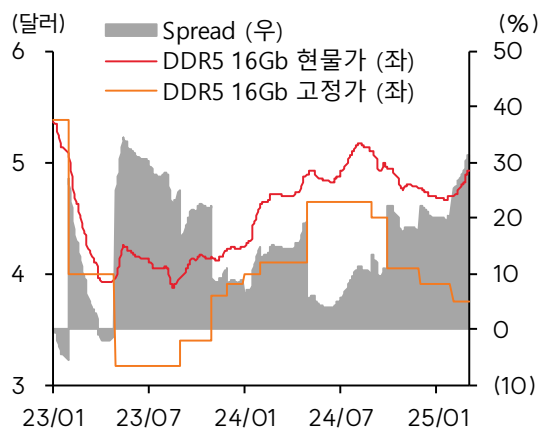
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAMB/G와 ASP 추이



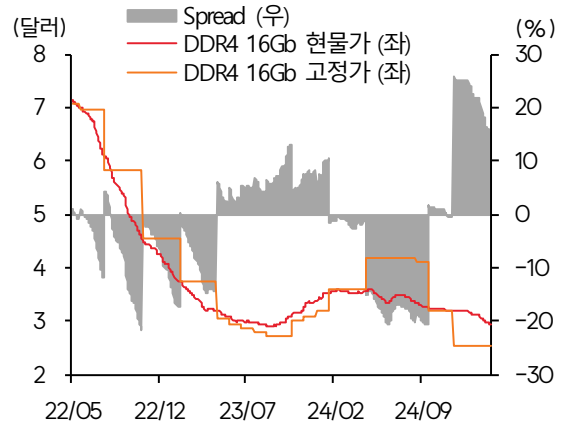
자료: SK 증권 추정

DDR5 16Gb 고정, 현물가격 및 현물프리미엄



자료: DRAMeXchange, SK 증권

DDR4 16Gb 고정, 현물가격 및 현물프리미엄



자료: DRAMeXchange, SK 증권

AI 사이클에서의 DRAM 고정가격과 삼성전자, SK 하이닉스의 주가 비교



자료: DRAMeXchange, SK 증권

Compliance Notice

작성자(관리자)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 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 (2025년 03월 10일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------