

반도체

사이클은 출하로부터

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

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



R.A
박제민

jeminwa@sks.co.kr
3777-8884

Commodity 사이클은 출하 반등으로 시작

Commodity 사이클은 가격 반등이 아닌, 출하 반등으로부터 시작된다. 과거 사이클에서 삼성전자, SK 하이닉스의 주가 반등은 DRAM 가격 상승 전환에 9~12개월 선행했으며, 초기 주가 반등 이후의 주가 우상향의 조건은 가격 하락률 안정화 및 출하 반등이었다. 거시경제 기반의 시클릭 성격을 갖는 Commodity 사이클의 종료는 주문 취소이며, 사이클의 시작은 주문 재개이다. 현재 AI 수요 강세가 서버 D5, HBM 등의 고부가 메모리 수요를 견인하고 있는 가운데, 중국의 이구환신 효과 및 관세 상향에 대비하는 주문 증가는 LP5X 뿐 아니라 D4, LPD4 등 레거시에도 적용되고 있다는 점을 감안하면 공급사들의 출하 전망이 상향되는 국면이다.

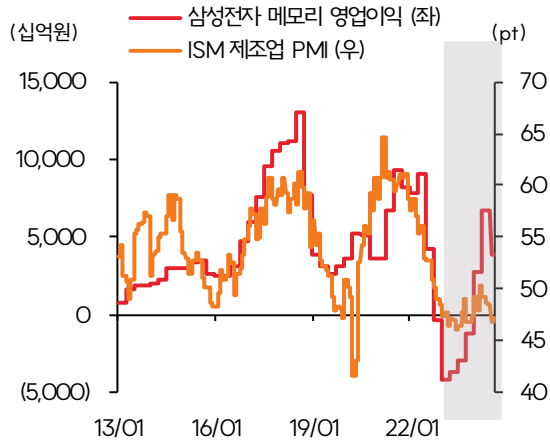
2Q25 공급사 재고 하락 시작 예상

SK 증권은 2Q25 DRAM 공급사의 출하 반등에 따른 재고 하락이 시작될 것으로 전망한다. 현재의 주문 증가가 Commodity 전반적으로 진행되며 선단공정 뿐 아니라 레거시 출하 역시 확대될 것으로 예상되는 가운데, 공급사 재고 내 레거시의 높은 비중을 감안하면 재고의 하락과 더불어 건전화도 진행될 것으로 판단하기 때문이다. 선단 공정 중심의 출하가 진행되었던 2024 년과 달리 단기적으로 Commodity 출하 내 레거시 비중 증가로 Commodity mix 는 하락할 가능성이 높지만, 재고 건전화 및 하락 시작은 이후 탄력성의 근간이 될 것으로 전망한다.

반도체 비중 확대, SK 하이닉스 최선후주 유지

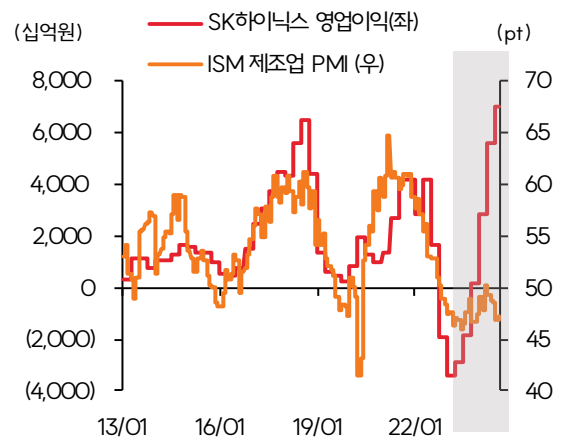
SK 증권은 반도체에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. AI 사이클 내 메모리가 가장 강해지는 국면은 HBM과 Commodity 가 증익 시너지를 내는 국면이며, HBM 생산의 기회 비용인 D5 의 타이트한 수급 조건은 HBM 가치에도 긍정적이라 판단한다. 강한 D5 수요 속 HBM 강세에 따른 1a, 1b 등 선단 공정 생산 능력 잠식 지속, 선단 공정 전환 가속화에 따른 생산 차질 국면으로 D5 수급은 점점 타이트해지고 있으며, 제한적 공급 속 고부가 서버 중심으로의 생산 할당은 타 전방의 D5 수급 역시 제한하고 있는 상황이다. SK 증권은 2Q25 에 진행될 2026 년향 HBM 계약에서 HBM 전망치의 상향을 전망하며, Commodity 및 HBM 출하 반등과 가격 안정화의 시작이 HBM 과 Commodity 의 시너지 국면 진입 기대감과 더불어 2026 년 증익 가시성을 빠르게 높일 것으로 판단한다. HBM 경쟁 우위 속 M15X (HBM 기준 90K/월 추정)을 활용한 2026 년 엔비디아 외에도 ASIC 향으로의 거래선 다변화가 가속화되기 시작할 SK 하이닉스를 최선후주로 유지한다.

삼성전자 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI 지수 비교



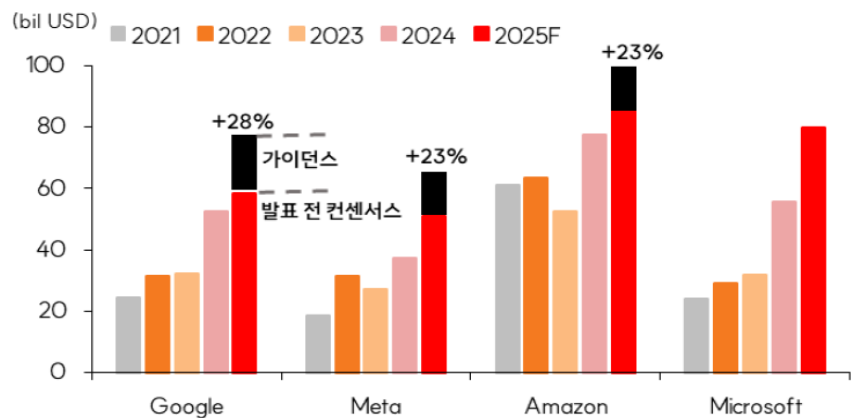
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI 지수 비교



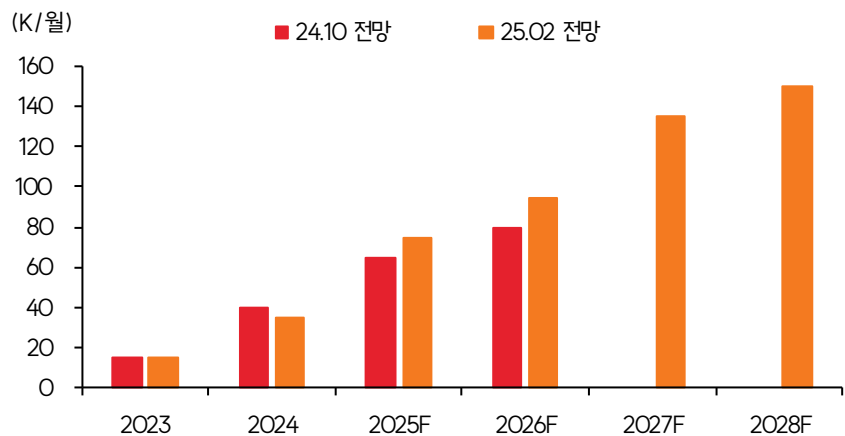
자료: Bloomberg, SK 증권

북미 CSP들의 2025년 설비투자 가이드선스 예상 상회 중



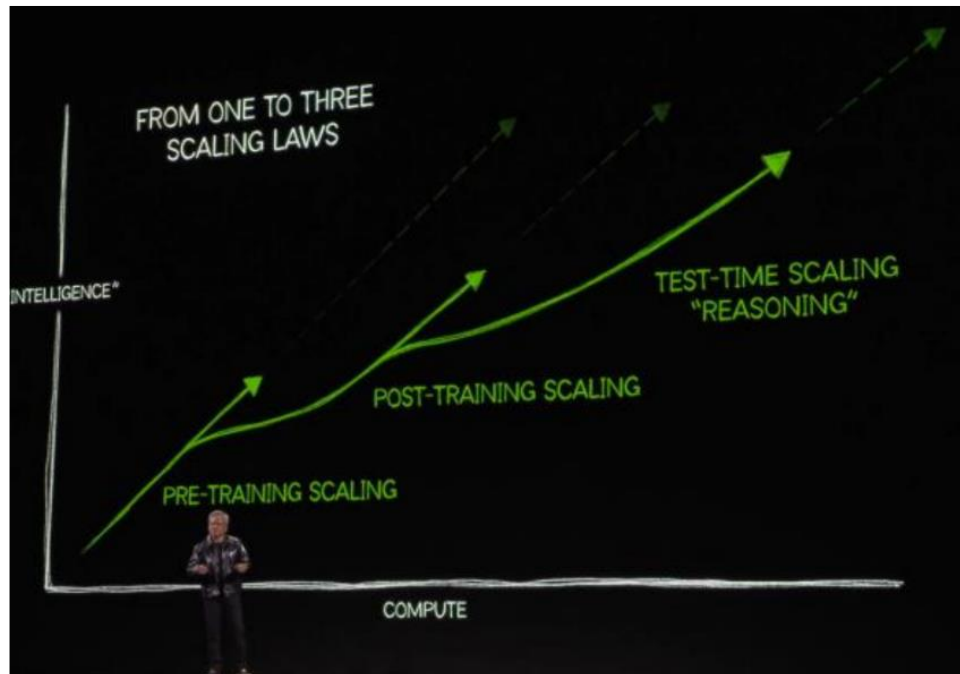
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC의 CoWoS 생산 능력 추이 및 전망



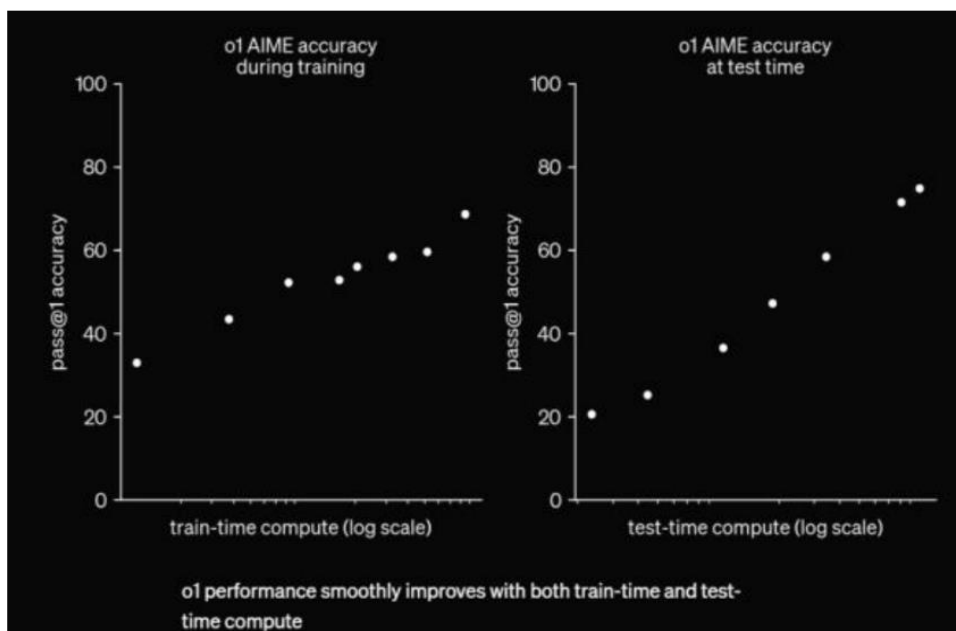
자료: Digitimes, SK 증권

추론에서의 Test-Time Scaling 을 통한 Scaling law 지속



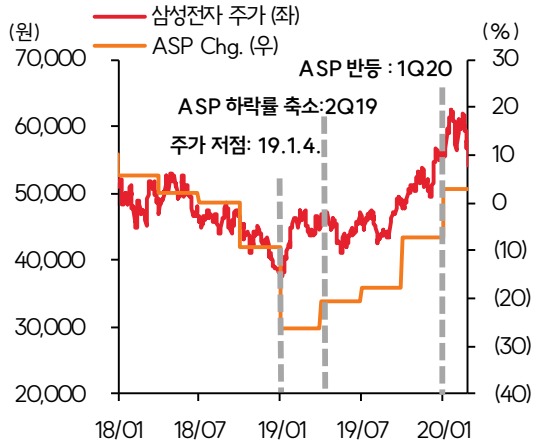
자료: CES2025 NVIDIA Keynote, SK 증권

Test time (Computing time)을 늘릴수록 모델 정확도 증가



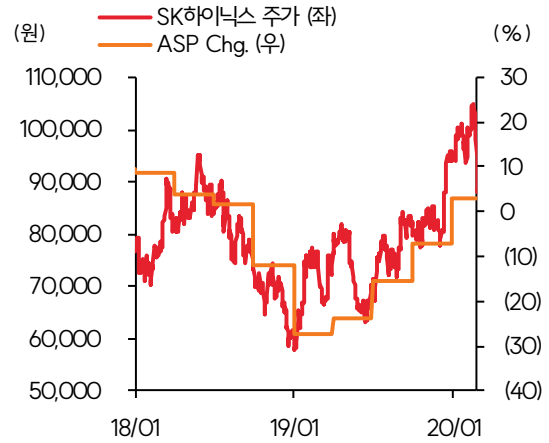
자료: OpenAI, SK 증권

삼성전자 주가와 DRAM ASP 변화율 (2018~2020)



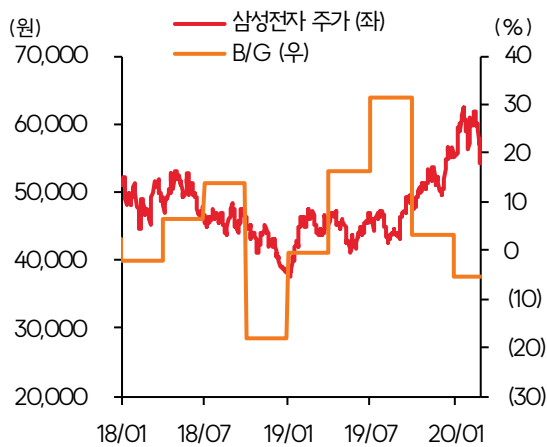
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAM ASP 변화율 (2018~2020)



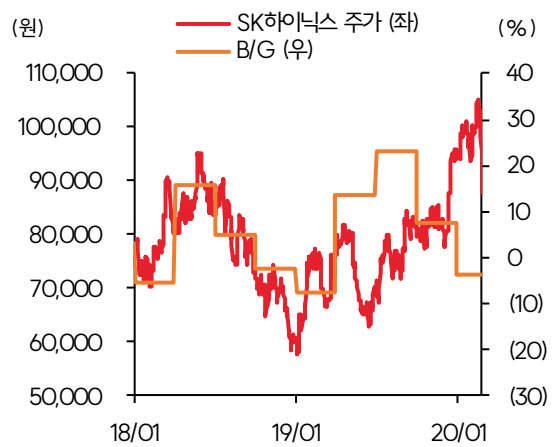
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

삼성전자 주가와 DRAM B/G (2018~2020)



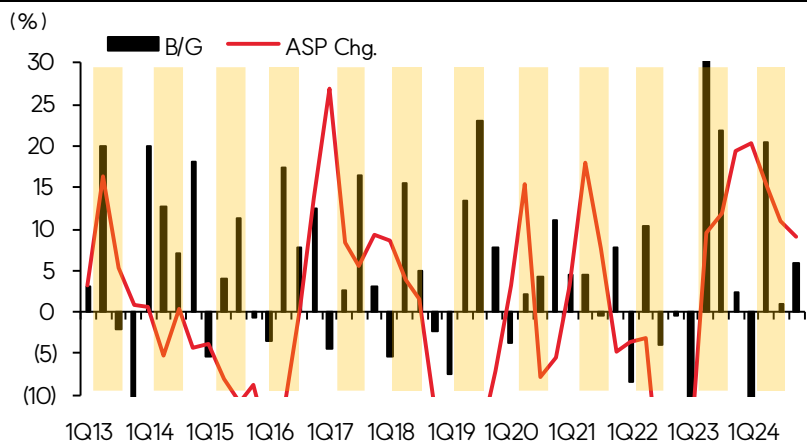
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAM B/G (2018~2020)



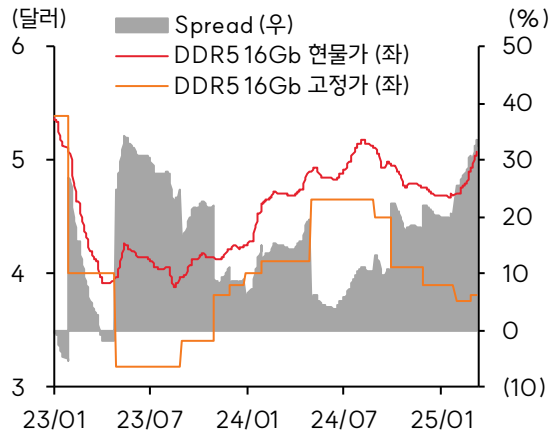
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM B/G와 ASP 추이



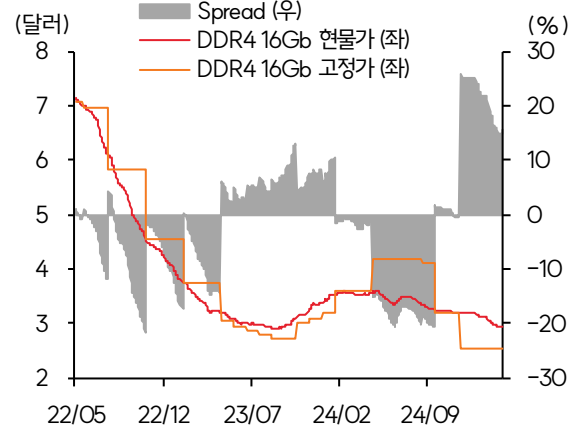
자료: SK 증권 추정

DDR5 16Gb 고정, 현물가격 및 현물프리미엄



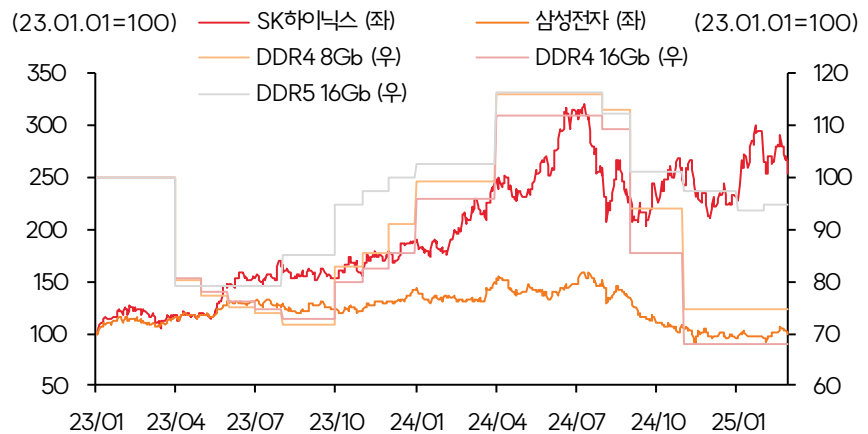
자료: DRAMeXchange, SK 증권

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 17일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------