2025-03-24

반도체

SKH Long, MU Short 페어 구간

SK증권 리서치센터

Analyst
한동희

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

R.A
박제민

jeminwa@sks.co.kr
3777-8884

마이크론 주가 8% 급락에 대한 해석

마이크론의 주가가 이전 거래일 8% 급락했다. FY2Q25 실적발표에서 2025 년 HBM 시장 전망을 $35B 이상으로 재차 상향 조정하며 HBM3e 의 고객사 확대, DRAM, NAND 출하 증가에 따른 FY3Q25 9% 수준의 매출액 성장 가이던스, 재고 하락 전망 등에 따른 시장의 긍정적인 반응과 상반되는 모습이다. SK 증권은 FY3Q25 기대 이하의 GPM 가이던스 (35.5%, -1.2%p QoQ, 컨센서스 대비 -1.0%p)가 마이크론의 HBM 시장 진입 본격화에 따른 마진 제고 수준에 대한 의구심으로 확대된 영향으로 판단한다.

① 마이크론의 2025 년 HBM 목표 매출액 기대 이하

마이크론의 2025 년 HBM 시장규모 전망 $35B 이상, 2024 년 HBM 점유율 7%, 2025 년 말 20% 수준 점유율 달성 (마이크론의 DRAM 전체 점유율) 목표를 감안하면, 마이크론의 2025 년 HBM 목표 매출액은 $5~6B 수준으로 판단한다. FY2Q25 HBM 매출액이 $1B 이상으로 언급되었다는 점을 감안하면, 낮은 기저에도 불구하고 매분기 HBM 의 성장률이 드라마틱하게 느껴지지 않을 수 있다.

② HBM3e 12H 하반기 주력화에 따른 마진 제고 여력에 대한 의구심

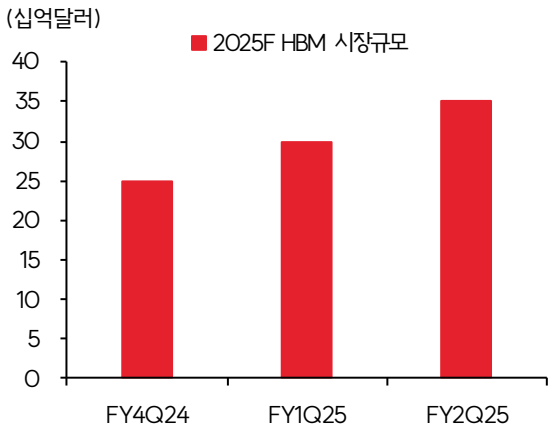
마이크론의 HBM3e 8H 는 GB200, 12H 는 GB300 향이 주력이라는 점에서 현재의 HBM 매출의 주력은 8H 이며, 12H 는 하반기 본격화 될 것이라는 점에서 공정난이도가 높은 12H 가 주력화되는 국면에 마진 제고 여력에 대한 검증이 필요하다. 이는 2026 년향 HBM 계약을 앞두고 있는 CY2Q25 에 마이크론의 HBM 시장 내 포지션 및 경쟁사 대비 실적 아웃퍼폼 여부에 대한 고민을 야기할 수 있다.

반도체 비중 확대, 최선호주 SK 하이닉스 유지

SK 증권은 반도체 업종에 대한 비중 확대 의견을 유지한다. 마이크론의 주가 급락으로 단기 센티먼트가 우호적이지 않을 수 있으나, 마이크론에 국한된 포인트가 다분하다는 점과 이구환신, 관세 인상을 대비한 Pull-in 수요가 메모리 출하 반등 및 재고 하락을 견인하기 시작할 것이라는 점, 제한적 투자 기조 가운데 AI 투자 강세 지속에 따른 HBM 및 D5 등 선단 공정 수급 여건은 단기에 해소되기 어렵다고 판단한다. AI 투자 확대는 HBM 시장 전망의 상향 요인이며, 수요 강세 속 공정 난이도 증가 등 공급 제한은 1 년 이상의 장기공급계약 가능성을 높이는 요소가 될 것이다. HBM 경쟁 우위 속 M15X 을 활용한 엔비디아 뿐 아니라 ASIC 진영으로의 저변 확대가 용이해질 것으로 판단되는 SK 하이닉스를 최선호주로 유지한다.

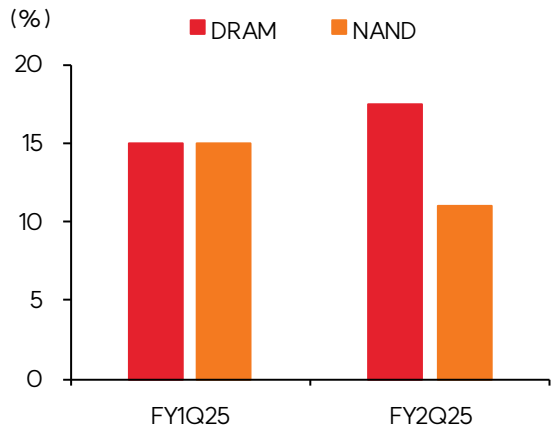
.

마이크론의 HBM 시장 전망



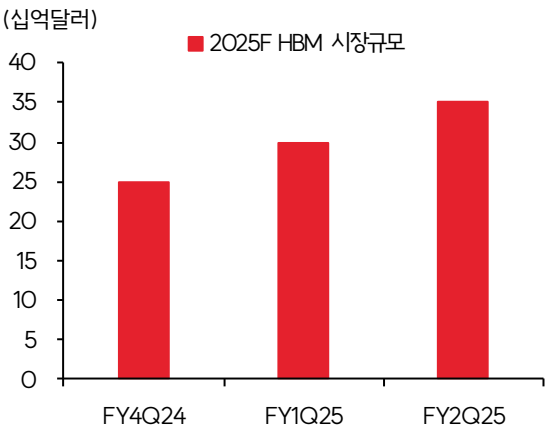
자료: 마이크론 SK 증권

마이크론의 2025 년 DRAM, NAND 수요 전망 변화



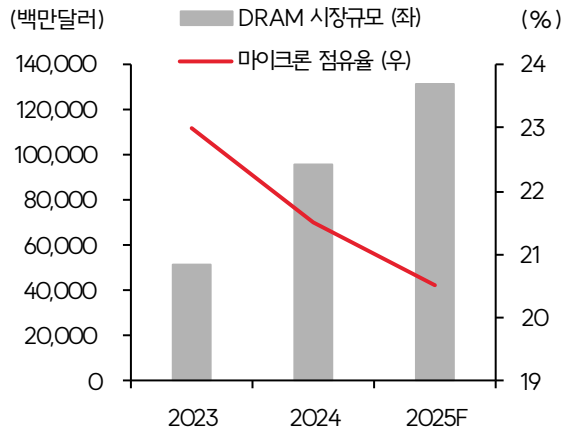
자료: 마이크론, SK 증권

마이크론의 2025 년 HBM 시장 규모 변화 추이



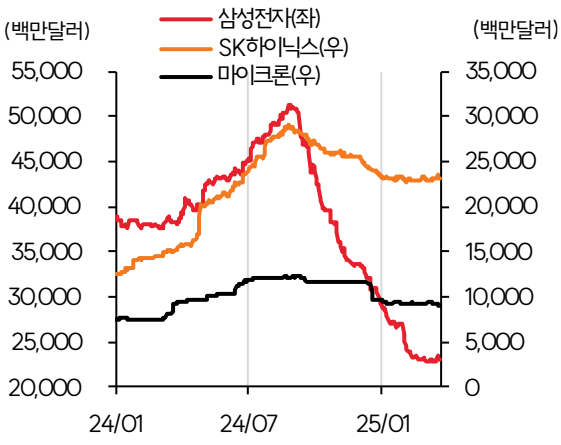
자료: 마이크론 SK 증권

마이크론의 DRAM 점유율 추이 및 전망



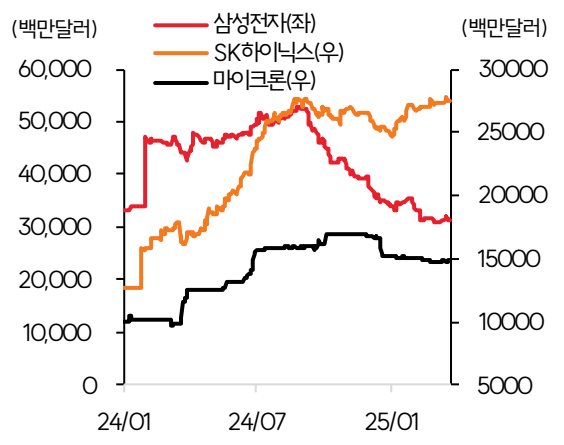
자료: Trendforce, SK 증권

DRAM 3 사 2025 년 영업이익 컨센서스 추이



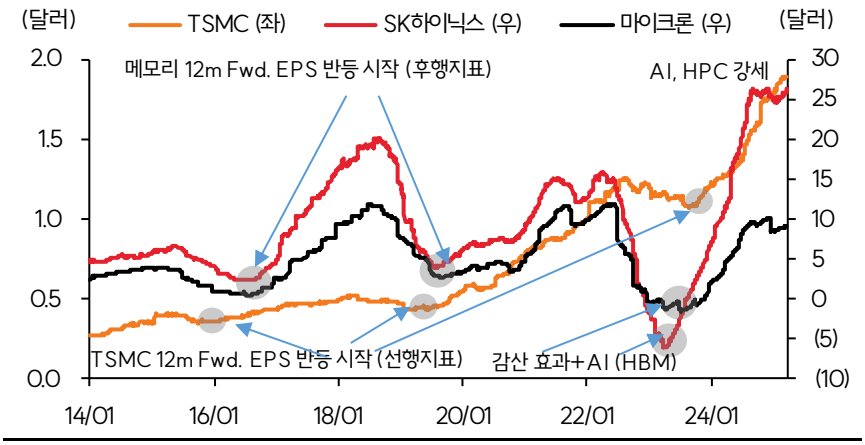
자료: Bloomberg, SK 증권

DRAM 3 사 2026 년 영업이익 컨센서스 추이



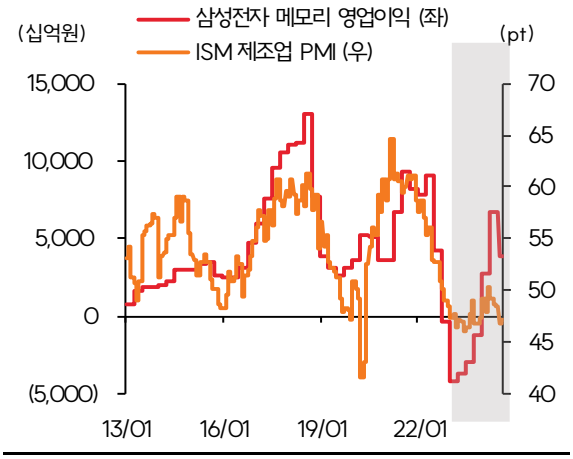
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC, SK 하이닉스, 마이크론의 12m EPS 추이



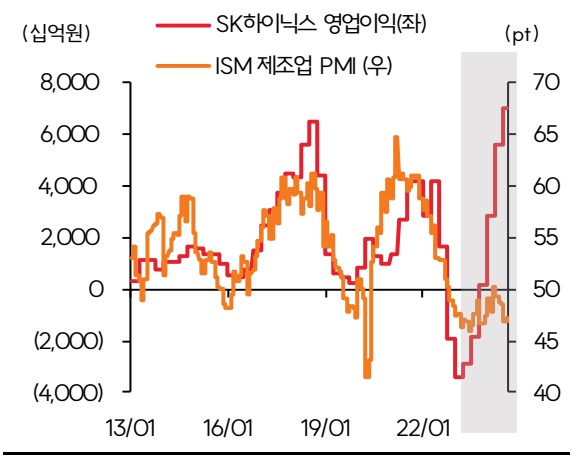
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI 지수 비교



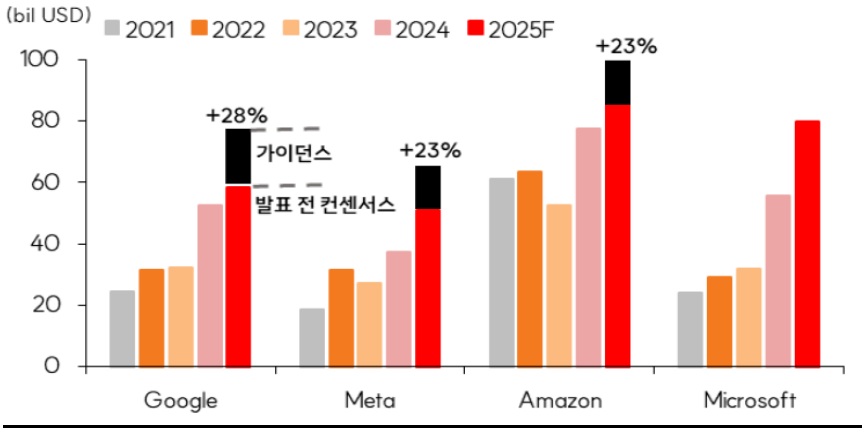
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 메모리 영업이익과 ISM 제조업 PMI 지수 비교



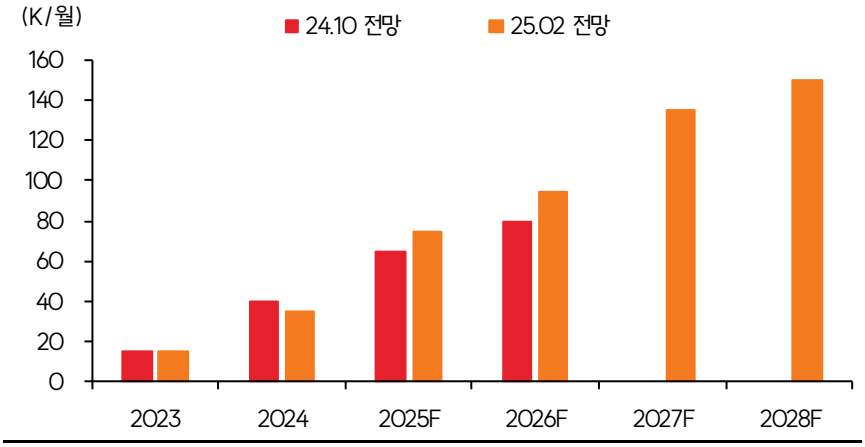
자료: Bloomberg, SK 증권

북미 CSP 들의 2025 년 설비투자 가이던스 예상 상회 중



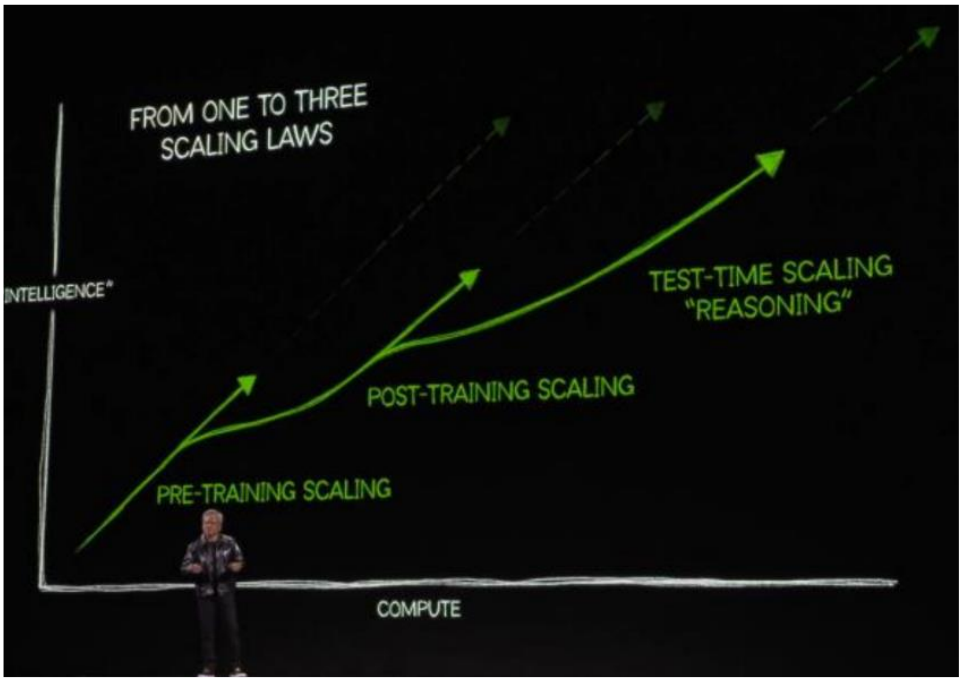
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC의 CoWoS 생산 능력 추이 및 전망



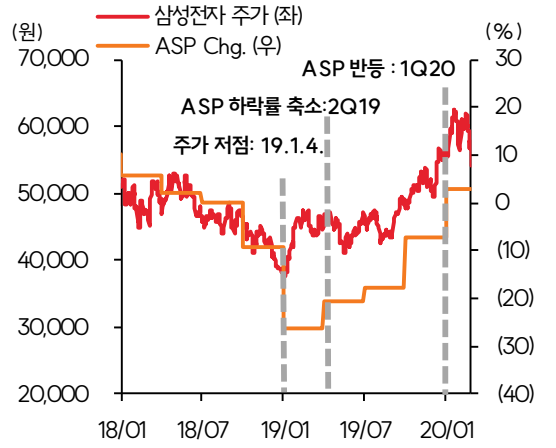
자료: Digitimes, SK 증권

추론에서의 Test-Time Scaling을 통한 Scaling law 지속



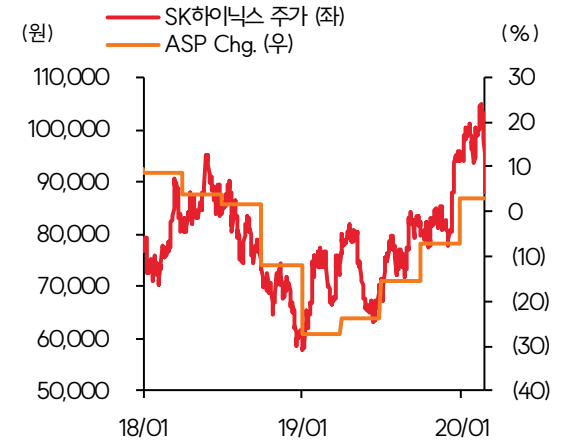
자료: CES2025 NVIDIA Keynote, SK 증권

삼성전자 주가와 DRAM ASP 변화율 (2018~2020)



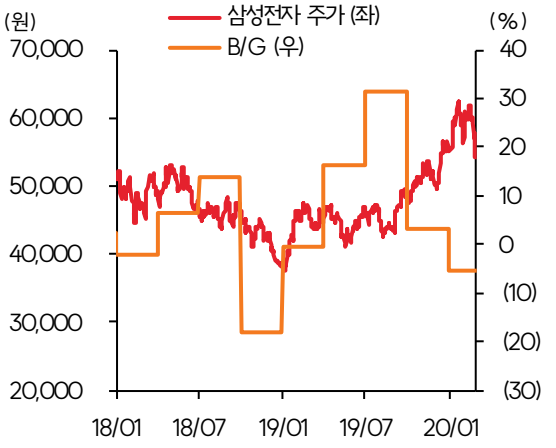
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAM ASP 변화율 (2018~2020)



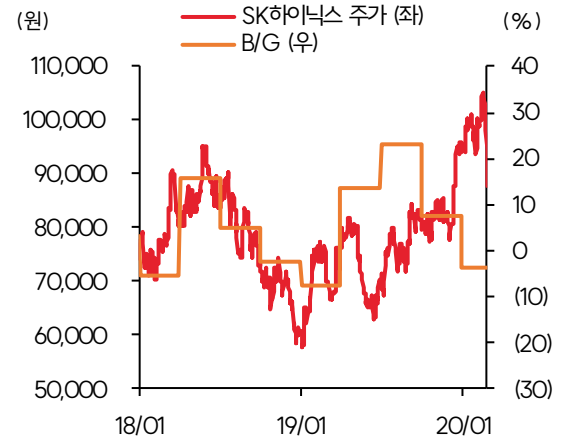
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

삼성전자 주가와 DRAM B/G (2018~2020)



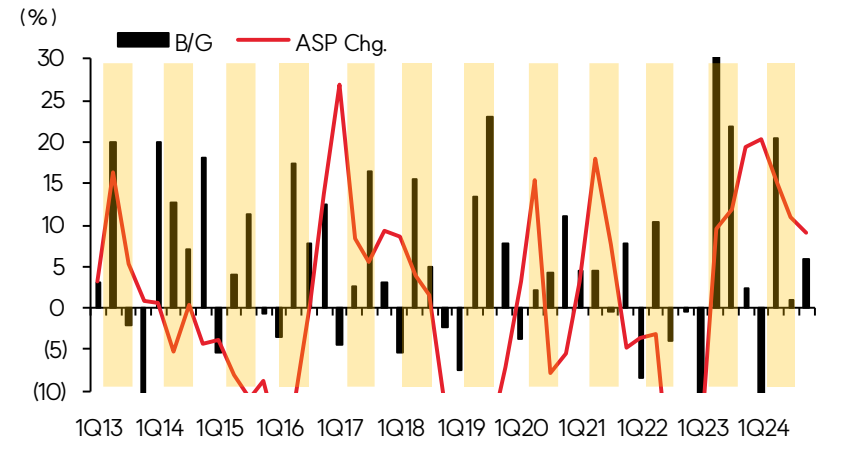
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAM B/G (2018~2020)



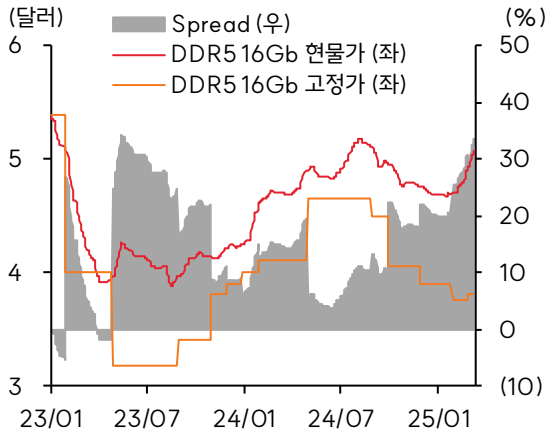
자료: Bloomberg, SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM B/G 와 ASP 추이



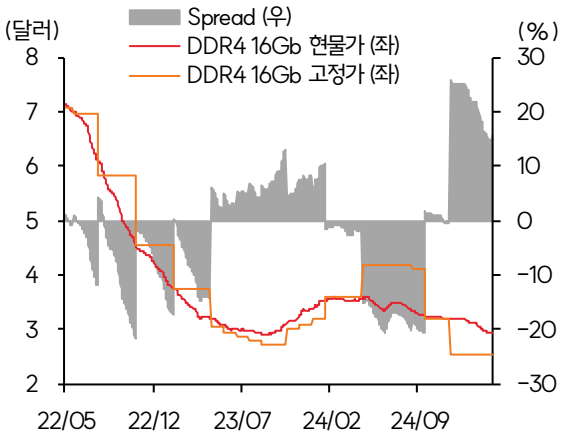
자료: SK 증권 추정

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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 03 월 24 일 기준)

매수	97.53%	중립	2.47%	매도	0.00%