

반도체

HBM 경쟁 심화에 대한 고찰

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

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



R.A
박제민

jeminwa@sks.co.kr
3777-8884

HBM 경쟁 심화 우려 확산 요인: 차년도 계약 지연

SK 증권은 HBM 경쟁 심화 우려의 핵심 원인이 2026년 계약이 예년보다 지연되고 있기 때문이라고 판단한다. AI 사이클 내 메모리 이익 전망의 높아진 가시성은 HBM 계약의 선제적 확정과 이를 기반으로 한 Commodity DRAM의 생산 능력 잠식으로부터 출발하기 때문이다. 이는 HBM 계약의 확정 없이 2026년 메모리 업황 호조에 대한 신뢰가 쉽지 않다는 점을 의미하므로, 단기적으로는 거시경제 및 AI 수요 전망 등의 요소와 주가가 연동될 수 밖에 없는 구간이다. HBM 계약 지연의 원인이 과거대비 다양해진 HBM 제품군 (HBM3e 8/12H, HBM4 12H)과 거래처 다변화 뿐 아니라 삼성전자의 점유율 확보 노력도 큰 영향을 미치고 있으므로, SK 하이닉스의 점유율 및 가격 동반 하락에 따른 이익 훼손 우려로 이어지고 있는 상황이다.

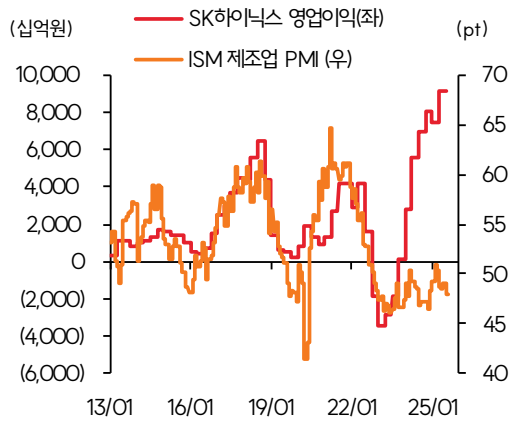
업체간 상이한 가격 협상력: 생산 능력, 원가, 양산성, 신뢰성 차이

SK 증권은 HBM 3사간 가격 협상력이 상이하다고 판단한다. 삼성전자의 경우 지속적으로 SK 하이닉스와 유사한 생산 능력을 보유하고 있으나 HBM3e 이후 제품 신뢰성과 양산성을 증명해야하는 단계이며, HBM4 12H의 경우 1c 공정 (Core-die), 4nm 공정 (Logic-die) 도입을 통한 성능 및 신뢰성 제고를 진행 중이나, Core-die에서의 Redundancy 확대 및 1c 신규 투자 등으로 경쟁 업체대비 생산 원가 상승이 불가피하다. 한편 마이크론의 경우 삼성전자, SK 하이닉스의 40% 미만의 생산 능력과 원가, 양산성 측면에서 여전히 SK 하이닉스 대비 열위로 판단된다. 이를 감안하면, HBM 3사간 상이한 가격 협상력은 각자의 이익 극대화를 위한 점유율 (Q)과 가격 (P)이 상이하다는 것과 물량 관점의 점유율 상승이 HBM 이익 제고의 필요충분조건이 아닐 수 있다는 것을 의미한다. 고객사는 필요 물량의 확보가 중요하다는 점에서 경쟁 논리의 핵심은 가격 정책이 아니라 '적시성, 신뢰성, 양산성'이 될 것이다. 이는, HBM 계약이 해를 넘길 가능성은 매우 낮다는 점과 시간이 지날수록 선발주자에 대한 우려가 희석되기 시작할 것임을 암시한다고 판단한다.

매출액 점유율보다 이익 점유율이 더 중요한 개념

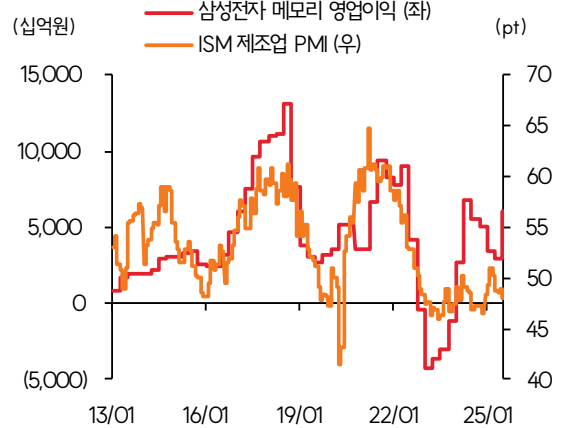
SK 증권은 AI 사이클 내 메모리 업종의 핵심이 과거 사이클 대비 차별적인 부가가치의 창출이라고 판단한다. 핵심 지표는 외형보다 차별화 된 수익성이었고, CapEx discipline 과 맞물린 투자효율성 증가, 안정적 이익의 상승이었다. 업체간 상이한 가격, 양산성, 신뢰성, 원가를 감안하면 HBM을 바라보는 관점도 이익 점유율과 수익성이어야 한다. 매출액 점유율은 유사 원가, 제품을 가정한 Commodity 논리이다.

ISM 제조업 PMI 지수와 SK 하이닉스의 영업이익



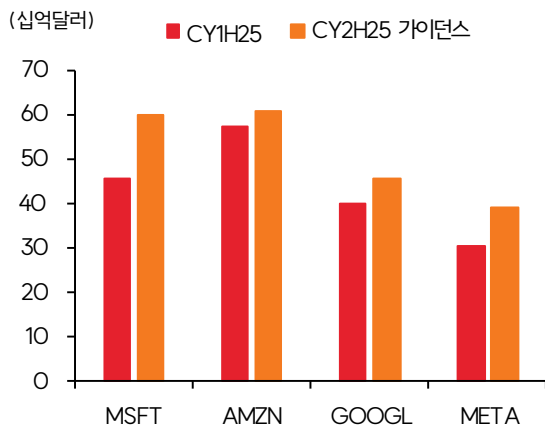
자료: SK 증권

ISM 제조업 PMI 지수와 삼성전자의 메모리 영업이익



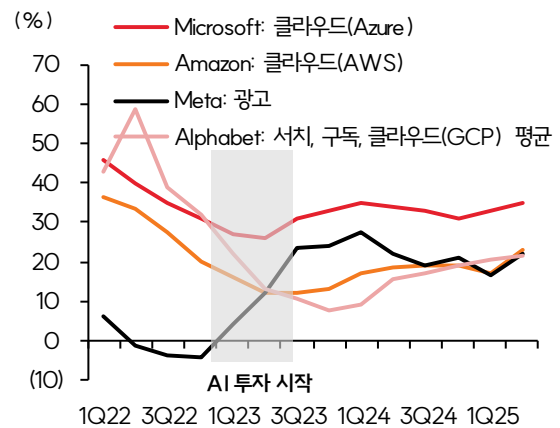
자료: SK 증권

미국 빅테크들의 상반기 투자와 하반기 가이드스



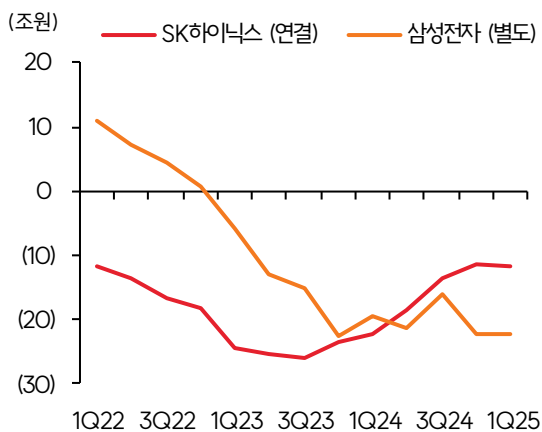
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 빅테크들의 AI 관련 사업부 매출액 성장을 추이



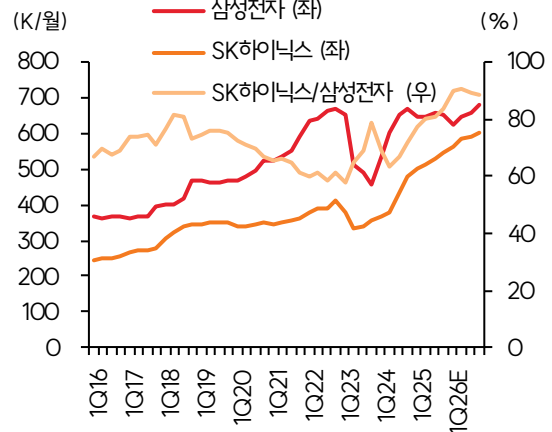
자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 별도, SK 하이닉스 연결기준 순현금 추이



자료: FnGuide, SK 증권

DRAM 생산 능력 추이 및 전망 (HBM 포함)



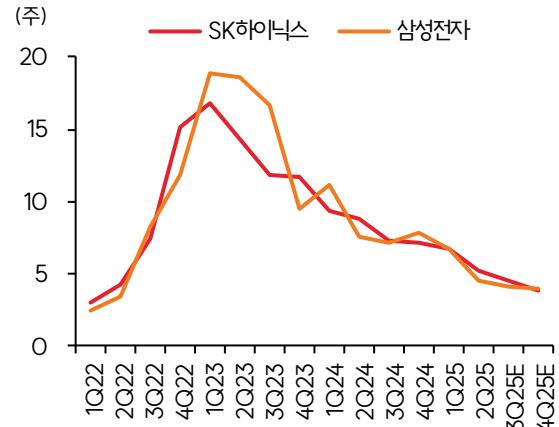
자료: Bloomberg, SK 증권

2025년 DRAM 3사 생산 B/G



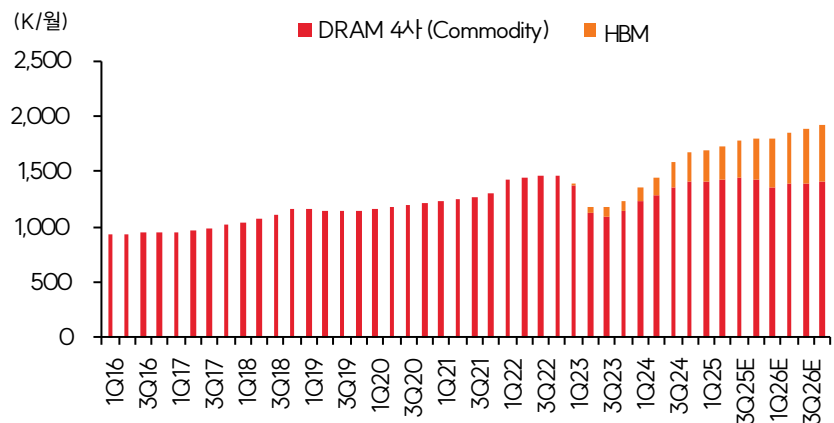
자료: SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 재고주수 추이 및 전망



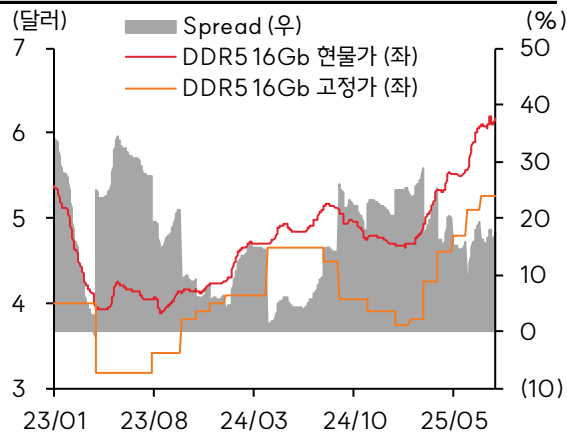
자료: SK 증권 추정

DRAM 4사의 생산능력 추이 및 전망



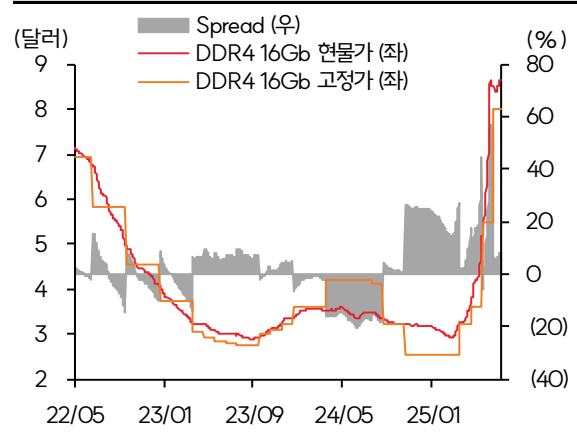
자료: SK 증권 추정

DDR5 16Gb 현물, 고정가격 추이



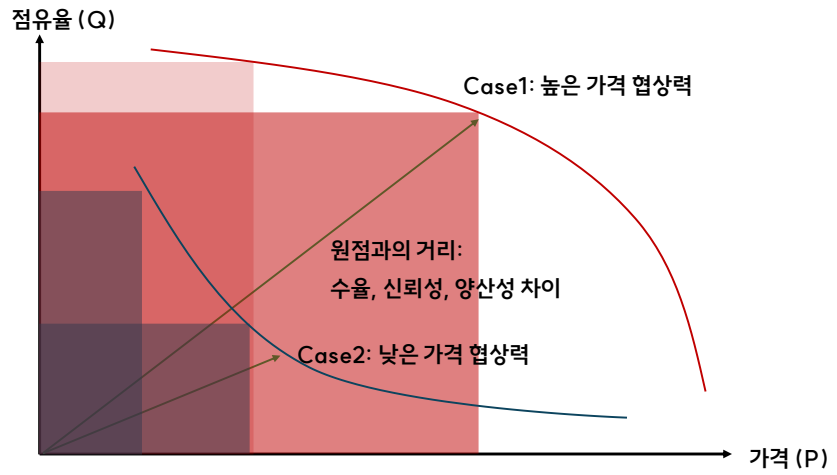
자료: DRAMeXchange, SK 증권

DDR4 16Gb 현물, 고정가격 추이



자료: DRAMeXchange, SK 증권

HBM 이익 극대화를 위한 Case 별 점유율과 가격 목표 설정



자료: SK증권

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 08월 11일 기준)

매수	94.87%	중립	5.13%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------