

반도체

과장된 우려들

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

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

2025년 HBM 초과 공급 가시성 제한적

SK 증권은 2025년 HBM 초과 공급 가시성은 매우 제한적일 것으로 전망한다. 초과 공급에 대한 시장의 우려는 '생산=출하'라는 Commodity 관점의 논리, 수율에 대한 막연한 추세적 상승 전망 등에 기반하고 있다고 판단한다. 다만, HBM은 인증 후 공급화 될 수 있고, 인증 시점 및 제품 Spec.에 따라 수주량에 차이가 존재하며, 장기공급계약으로 맺어진 경쟁자의 물량을 빼앗을 수 없다는 점에서 원가 경쟁을 기반으로 하는 Commodity 시장과는 큰 차이를 보인다는 점에 주목할 필요가 있다.

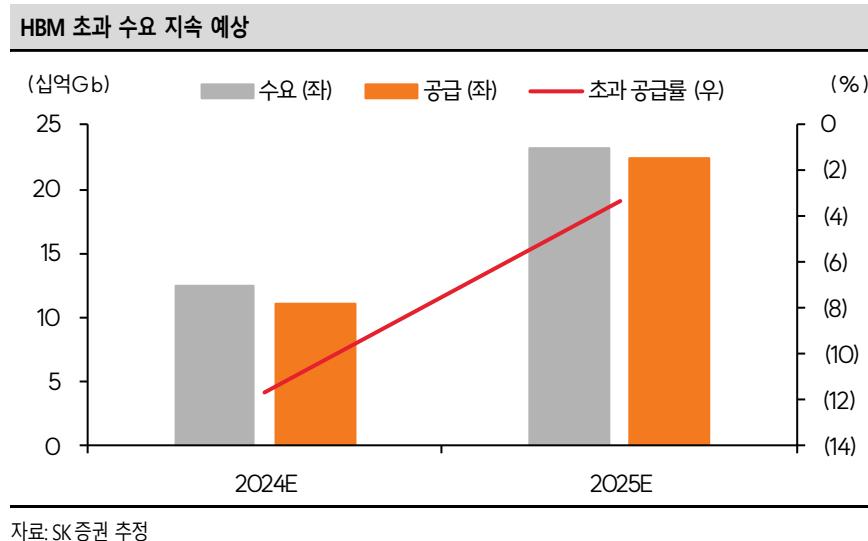
또한 매년 지속되고 있는 HBM Tech transition에 따른 공정 난이도 증가를 감안하면, 업계의 평균 수율이 급격히 상승하기도 어렵다고 판단한다. SK 증권은 2024년 HBM 시장 수요가 125 억 Gb으로 12% 초과 수요, 2025년 수요는 231 억 Gb (+85% YoY)으로 3% 수준의 초과 수요 지속을 전망한다.

HBM 초과 공급 가정해도, Commodity로의 전환 가시성 낮음

SK 증권은 HBM 초과 공급을 가정해도, Commodity 생산 능력으로의 전환으로 이어질 가능성은 낮다고 판단한다. 잔여 생산 능력의 활용 전략은 이익 최적화를 위한 옵션이기 때문이다. 수익성 관점에서 HBM을 '높은 수익성, 정해진 가격 (계약 물량 기준), 낮은 영업레버리지'로, Commodity를 '높은 영업레버리지'로 정의한다면, 레거시 DRAM 수요의 부진 속에 Commodity로의 생산 전환보다 HBM 가동률 조정이 손실 최소화에 상대적으로 유리하다. Commodity로의 전환이 발생한다면, 공급 부족을 겪고 있는 제품이 대상이 될 것이므로, HBM 초과 공급에도 Commodity 가격에 하방 압력으로 작용할 가능성은 낮을 것이다.

HBM, DDR5를 통한 이익 방어력에 대한 시장의 과소평가

메모리 업계의 HBM과 DDR5를 통한 이익 방어력이 과소평가 되어있다고 판단한다. 경기 부진에 따른 Commodity의 보수적 출하를 감안하면, 호조가 지속되고 있는 HBM 출하 및 DDR5의 출하 성장률이 Legacy DRAM을 더욱 상회할 것이며, 이는 DRAM Blended ASP를 과거의 셋트 부진 사이클 대비 훨씬 더 견조하게 만들 것이기 때문이다. 경기 부진에 따른 셋트 수요 둔화 및 레거시 DRAM 시장 내 CXMT의 공세 등으로 모바일, PC 시장에서의 재고조정 요소가 존재한다는 점에서 사이클은 일시적으로 둔화되었지만, HBM에 따른 Commodity 생산 능력 제약 지속 및 레거시 비중 축소 등을 고려하면 사이클의 종료를 논하기 어렵다. 막연한 추세성에 근거한 업황과 이익 훼손에 대한 우려는 과장되어있다고 판단한다.

**HBM 초과 공급 가정 시나리오: Commodity 업황 둔화 국면에서 전환 유인 낮음**

1. Commodity 수요 개선: Commodity 생산

2. Commodity 수요 둔화: HBM 생산량 조절

3. Commodity 수요 둔화: Commodity 생산

B. HBM 생산량 조절 손실

A. Commodity로의 전환 손실

HBM 수익성

Commodity 수익성

자료: SK 증권

2 SK 증권

2025년 SK 하이닉스의 분기 평균 Commodity DRAM 하락률에 따른 2025년 Blended ASP 변화율 시나리오

	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E	25E YoY %
DRAM Blended ASP (달러)						
Scenario 1	0.50	0.48	0.47	0.48	0.48	13%
Scenario 2	0.49	0.45	0.43	0.43	0.45	5%
Scenario 3	0.47	0.43	0.40	0.39	0.42	-2%
Scenario 4	0.46	0.40	0.37	0.35	0.39	-8%
Scenario 5	0.44	0.38	0.34	0.33	0.37	-14%
Scenario 6	0.43	0.36	0.32	0.30	0.35	-19%
Revenue (십억원)						
Scenario 1	10,248	10,577	11,197	11,724	43,745	
Scenario 2	9,938	9,957	10,268	10,544	40,707	
Scenario 3	9,627	9,371	9,437	9,545	37,980	
Scenario 4	9,317	8,819	8,699	8,707	35,542	
Scenario 5	9,007	8,300	8,047	8,013	33,366	
Scenario 6	8,697	7,814	7,476	7,444	31,432	
Commodity						
Scenario 1	5,891	6,044	6,202	6,068	24,206	
Scenario 2	5,581	5,425	5,273	4,888	21,167	
Scenario 3	5,271	4,839	4,442	3,889	18,441	
Scenario 4	4,961	4,286	3,703	3,052	16,002	
Scenario 5	4,651	3,767	3,052	2,357	13,827	
Scenario 6	4,341	3,282	2,481	1,789	11,892	
HBM						
	4,356	4,532	4,995	5,655	19,539	
Commodity ASP (달러)						
Scenario 1(마분기 -5%)	0.33	0.32	0.30	0.29		
Scenario 2(마분기 -10%)	0.32	0.28	0.26	0.23		
Scenario 3(마분기 -15%)	0.30	0.25	0.22	0.18		
Scenario 4(마분기 -20%)	0.28	0.22	0.18	0.14		
Scenario 5(마분기 -25%)	0.26	0.20	0.15	0.11		
Scenario 6(마분기 -30%)	0.25	0.17	0.12	0.08		
HBM ASP						
DRAM bit shipment	20,419	21,889	23,612	24,559	90,480	
Commodity	17,688	19,103	20,631	21,250	78,671	
HBM	2,732	2,786	2,981	3,309	11,808	

자료: SK 증권 추정

주: 4Q24 DRAM Blended ASP 0.5 달러 (Commodity 0.35 달러, HBM ASP 1.56 달러 가정)

SK 하이닉스 DRAM, NAND 가격 변화에 따른 영업이익 시나리오 (2025년)

(단위: 십억원)

DRAM ASP										
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%	
NAND ASP	-20%	17,422	20,491	23,561	26,631	29,701	32,771	35,841	38,911	41,981
	-15%	18,568	21,638	24,707	27,777	30,847	33,917	36,987	40,057	43,127
	-10%	19,714	22,784	25,854	28,923	31,993	35,063	38,133	41,203	44,273
	-5%	20,860	23,930	27,000	30,069	33,139	36,209	39,279	42,349	45,419
	0%	22,006	25,076	28,146	31,216	34,285	37,355	40,425	43,495	46,565
	5%	23,152	26,222	29,292	32,362	35,432	38,501	41,571	44,641	47,711
	10%	24,298	27,368	30,438	33,508	36,578	39,647	42,717	45,787	48,857
	15%	25,444	28,514	31,584	34,654	37,724	40,794	43,863	46,933	50,003
	20%	26,590	29,660	32,730	35,800	38,870	41,940	45,009	48,079	51,149

자료: SK 증권 추정

주: 출하 가정 (DRAM +16% YoY, NAND +13% YoY)

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 09월 26일 기준)

매수	97.62%	중립	2.38%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------