

반도체

사이클 신뢰를 위한 체크포인트

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

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



R.A
박제민

jeminwa@skc.co.kr
3777-8884

관세 영향: B2B 보다 B2C, 생산 전략 하향으로 대응 예상

관세 부과로 인한 경기 우려를 반영하면, 하반기 B2C 수요 하향은 불가피하다. 다만, 시장은 반도체 품목 관세 부과 우려로 AI 기반 B2B 수요 둔화 역시 반영하고 있다. 4월 1일부터 시작된 Section 232 기반 반도체 관세 부과를 위한 조사는 검토 및 결정까지 최대 270 일이 소요되며, 원칙적으로 조사 완료 후 관세 부과가 가능하다. 이를 감안하면 단시일내 반도체 품목 관세를 확정을 단정하는 것은 이른 우려일 수 있다. AI 인프라 투자비용 증가 부담으로 오히려 AI 패권 경쟁 내 미국의 입지를 약화시킬 수도 있기 때문이다. 중국과의 AI 성능 격차가 축소된 상황에서 H2O에 대한 규제를 통해 Blackwell 과의 H/W 성능 격차 확대를 성능 차별화로 충분히 활용하기 위해서는 AI CapEx의 지속이 필요하다.

B2C 수요가 둔화될 경우 메모리 공급자들은 Commodity 생산 전략을 하향할 것이다. 일반 불확실성 확대 구간에 미래 수요의 낙관을 통한 선제적 CapEx 확장 유인은 없다. 1Q25 말 DRAM 3 사의 재고는 6 주 수준의 정상 수준으로 추정되며, D5는 여전히 극심한 공급 부족이므로, 생산 대응을 통한 가격 방어 논리와 이후 공급 제약 속 수요의 회복 국면에서의 탄력성에 대한 기대가 유효해 질 것으로 전망한다. 메모리는 이익 관점에서 출하보다는 가격이다. 삼성전자 및 SK 하이닉스의 실적발표에서 Commodity에 대한 보수적 CapEx 기조를 확인할 것으로 전망한다.

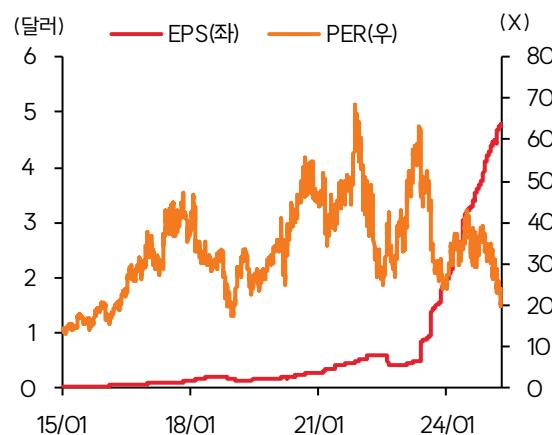
AI CapEx에 대한 기준: 하향 및 유지보다는 상향 필요

사이클 신뢰를 위해서는 빅테크들의 AI CapEx에 대한 긍정적 기조 확인이 가장 중요하다. 관세 부과로 반도체 제외 AI 인프라 비용은 상승했다는 점에서 CapEx의 하향 및 유지의 경우 반도체 구매 비용 축소된다는 의미로 해석될 수 있다. 다만, TSMC의 연간 실적 가이던스 및 CapEx 유지는 AI 기반 B2B 수요 강세를 암시하는 바, AI 패권 경쟁 속 AI CapEx에 대한 긍정적 톤의 확인에 무게를 둔다.

경기 침체를 가정한 주가 Fundamental을 바라보기 시작할 조건

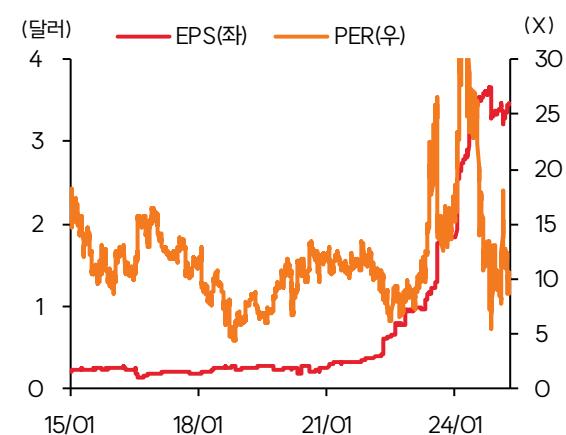
D5 현물가 상승, HBM 공급 부족 속 Commodity에 대한 보수적 생산 기조와 AI CapEx에 대한 긍정적 톤이 확인될 경우 경기 침체를 가정하고 있는 시장은 Fundamental을 바라보기 시작하며 1Q25 메모리 호실적 (삼성전자 3.4 조원, SK 하이닉스 7.4 조원 예상)이 의미를 갖게 될 것으로 전망한다. SK증권은 반도체 업종 비중 확대 의견을 유지하며, 견조한 AI CapEx 속 HBM 경쟁력을 기반으로 한 실적 차별화 지속 전망을 근거로 최선호주는 여전히 SK 하이닉스이다.

NVIDIA 12MF EPS, PER 추이



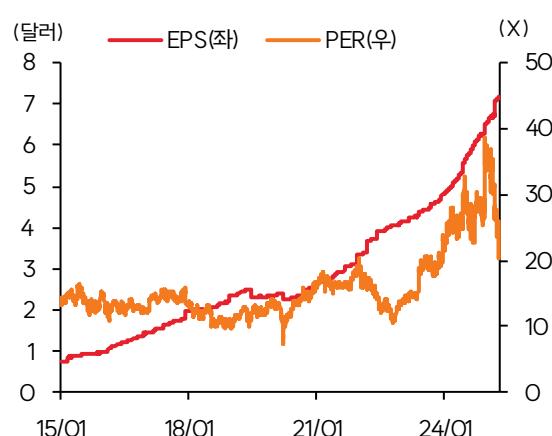
자료: Bloomberg, SK 증권

SMCI 12MF EPS, PER 추이



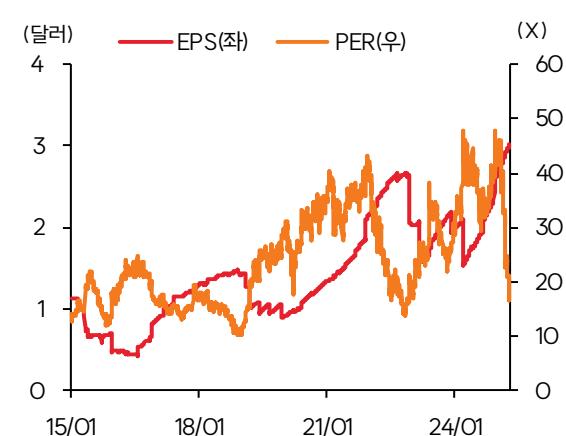
자료: Bloomberg, SK 증권

Broadcom 12MF EPS, PER 추이



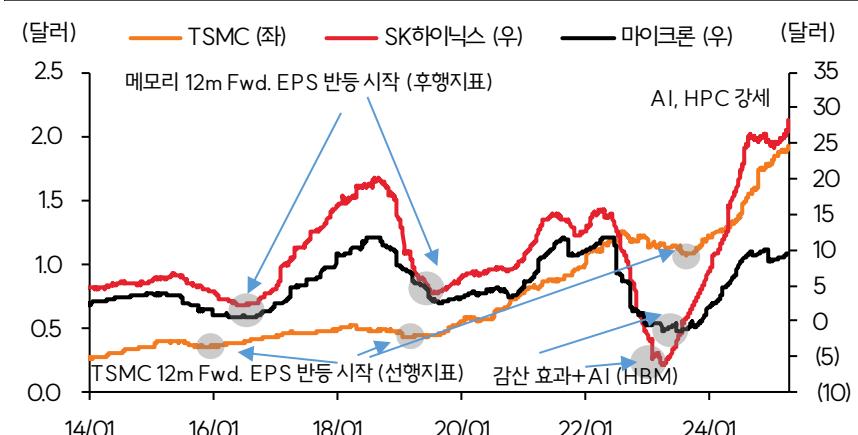
자료: Bloomberg, SK 증권

Marvell 12MF EPS, PER 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC, SK 하이닉스, 마이크론 12MF EPS 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

Section 232 조 내용 정리

항목	내용
조사 주체	미국 상무부 (대통령, 타 부처 요청으로 수행)
조치 수단	관세, 수입쿼터, 라이선스 요구 등 수입조정 권한
조사 기간 제한	조사 개시 후 <u>270 일 이내</u> 보고서 제출
대통령 결정 기한	보고서 수령 후 90 일 이내 조치 결정, 15 일 내 실행
과거 사례	철강 (2017년, <u>266 일 소요</u>) 알루미늄 (2017년, <u>266 일 소요</u>)

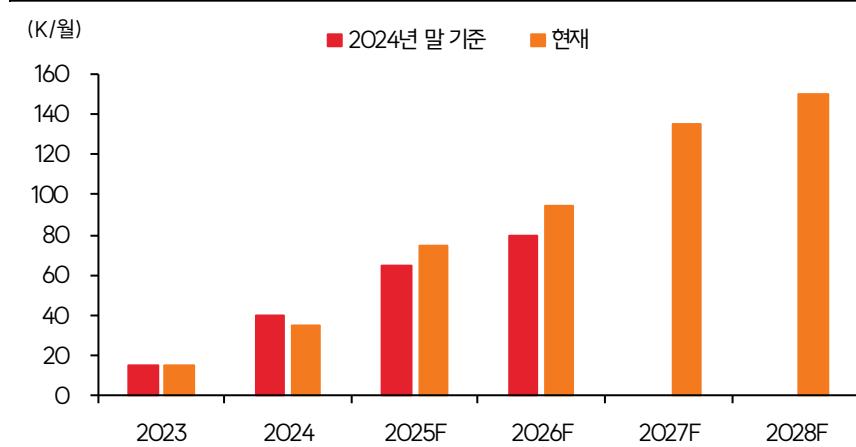
자료: 미국 상무부, SK증권

엔비디아 GPU 스팩 비교

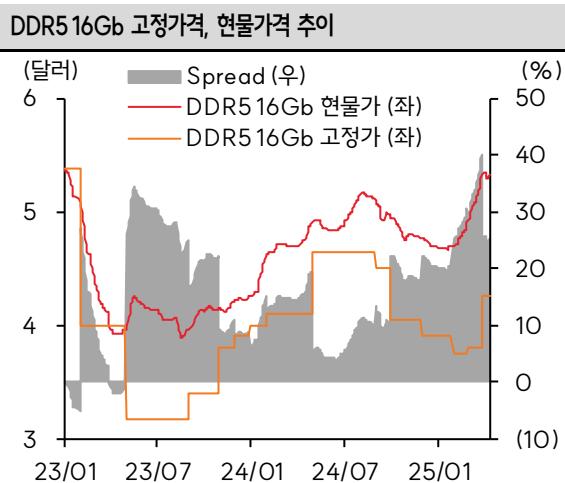
모델	FP64(TFLOPS)	FP8(PFLOPS)	Bandwidth (TB/s)
GB200 (NVL72)	42.5	10	8
B200 (HGX)	37	9	7.7
H100	60	3.9	3.35
H800	1	1.9	2
H20	1	0.29	4

자료: 산업 자료, SK증권

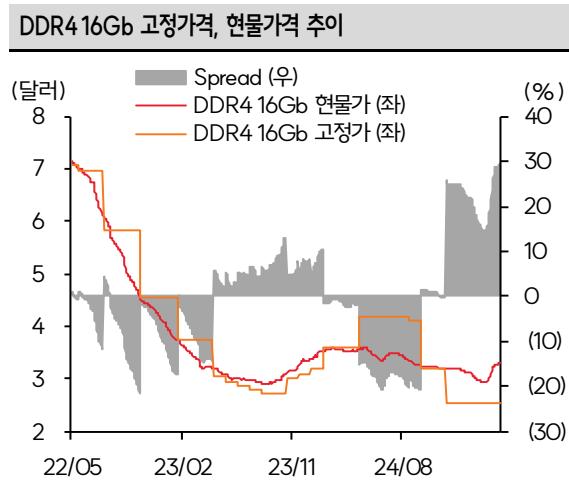
TSMC의 CoWoS 생산능력 추이 및 전망



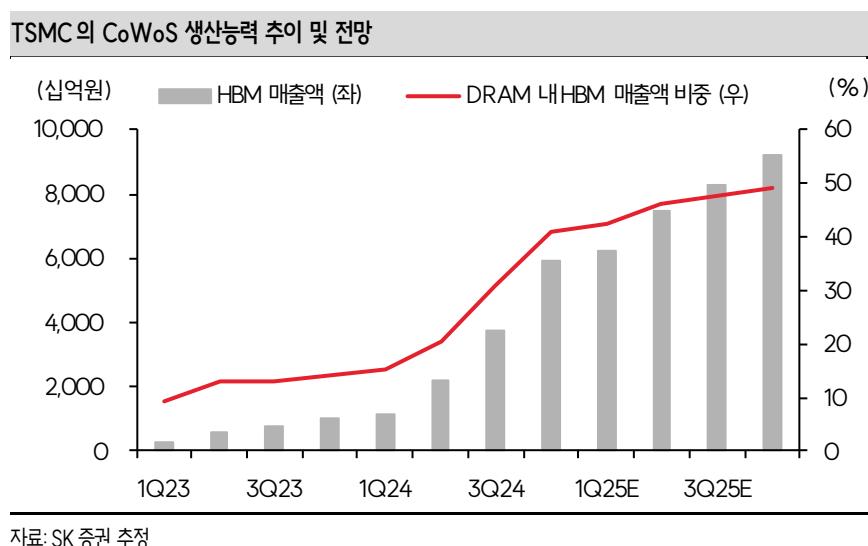
자료: Digitimes, SK증권



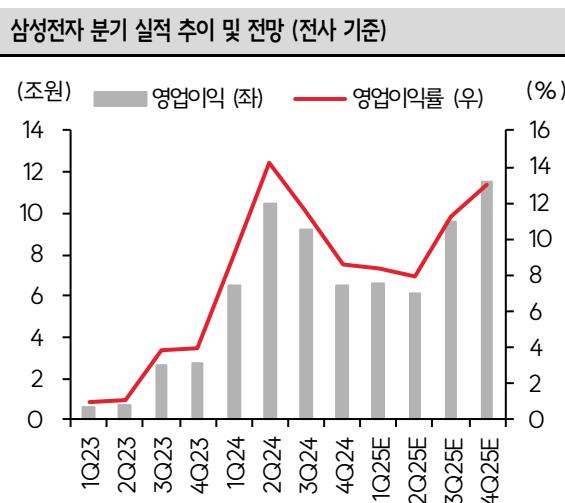
자료: DRAMeXchange, SK 증권



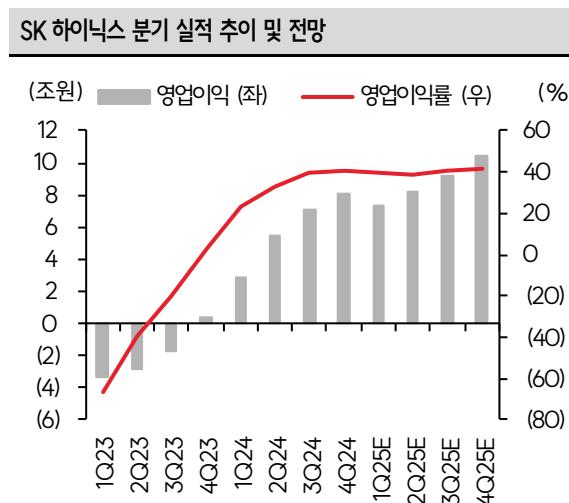
자료: DRAMeXchange, SK 증권 추정



자료: SK 증권 추정



자료: SK 증권 추정



자료: SK 증권 추정

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망										(단위: 조원)		
매출액	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	
YoY %	13%	23%	17%	12%	10%	4%	9%	17%	-14%	16%	10%	
QoQ %	6%	3%	7%	-4%	4%	-2%	11%	4%				
DX	47.0	41.8	44.7	40.2	50.0	44.8	47.4	43.2	168.8	173.6	185.5	
VD/CE	13.5	14.4	14.1	14.4	13.9	14.9	14.8	15.0	56.4	56.4	58.6	
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	36.1	29.9	32.6	28.2	112.4	117.2	126.9	
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	26.1	29.3	33.7	39.3	66.6	111.1	128.3	
Memory	17.5	21.7	22.3	23.0	19.3	22.5	26.6	31.9	44.1	84.5	100.2	
DRAM	9.7	12.7	13.9	14.6	12.6	14.9	18.0	21.3	26.2	50.9	66.8	
NAND	7.0	8.4	8.4	7.7	5.9	7.0	8.6	9.8	16.3	31.5	31.3	
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.1	6.8	6.8	7.1	7.4	22.5	26.6	28.1	
SDC	5.4	7.7	8.0	8.1	6.5	6.6	7.3	8.0	31.2	29.1	28.4	
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.7	4.0	3.9	4.2	14.4	14.3	15.9	
영업이익	6.5	10.5	9.2	6.5	6.6	6.1	9.6	11.6	6.6	32.7	33.9	
YoY %	920%	1476%	249%	140%	1%	-42%	5%	78%	-85%	393%	4%	
QoQ %	142%	61%	-13%	-29%	1%	-7%	57%	20%				
DX	4.0	2.7	3.3	2.3	4.8	2.8	3.3	2.2	14.3	12.4	13.2	
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.5	0.5	0.3	1.3	1.8	1.6	
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.5	2.3	2.8	1.9	13.0	10.7	11.6	
DS	1.8	6.5	3.9	2.9	1.0	2.4	4.8	7.5	(15.0)	15.1	15.7	
Memory	2.7	6.8	5.6	5.1	3.4	4.8	6.8	9.2	(12.1)	20.2	24.2	
DRAM	1.9	5.0	4.6	4.8	3.7	5.0	6.5	8.5	(1.1)	16.4	23.7	
NAND	0.9	1.8	0.9	0.3	(0.3)	(0.2)	0.3	0.7	(10.9)	4.0	0.6	
Foundry/LSI	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(2.2)	(2.4)	(2.3)	(2.0)	(1.7)	(2.9)	(5.0)	(8.4)	
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.4	0.5	1.1	1.4	5.8	3.8	3.5	
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	1.2	1.3	1.5	
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	8%	11%	13%	3%	11%	10%	
DX	9%	7%	8%	6%	10%	6%	7%	5%	8%	7%	7%	
VD/CE	4%	3%	4%	1%	2%	3%	3%	2%	2%	3%	3%	
MX/NW	10%	8%	9%	8%	13%	8%	9%	7%	12%	9%	9%	
DS	8%	23%	13%	10%	4%	8%	14%	19%	-23%	14%	12%	
Memory	16%	31%	25%	22%	18%	21%	25%	29%	-28%	24%	24%	
DRAM	20%	39%	34%	33%	29%	33%	36%	40%	-4%	32%	36%	
NAND	13%	21%	11%	4%	-4%	-2%	3%	7%	-67%	13%	2%	
Foundry/LSI	-16%	-3%	-25%	-31%	-36%	-34%	-28%	-23%	-13%	-19%	-30%	
SDC	6%	13%	19%	11%	7%	8%	15%	18%	19%	13%	12%	
Harman	8%	9%	10%	10%	8%	9%	10%	10%	8%	9%	9%	
지배순이익	6.6	9.6	9.8	7.6	6.0	5.6	8.1	9.5	14.5	33.6	29.2	

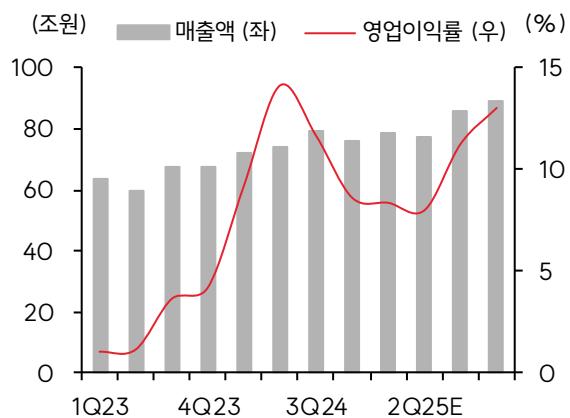
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 실적 전망의 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	26,062	27,735	27,823	24,400	24,116	27,517	31,564	33,314	92,289	106,020	116,510
Bit growth (QoQ %)	-15%	6%	0%	-12%	-1%	14%	15%	6%	11%	15%	10%
ASP (USD)	0.28	0.33	0.36	0.43	0.36	0.37	0.39	0.44	0.22	0.35	0.39
ASP Change (QoQ %)	18%	19%	9%	19%	-17%	4%	6%	13%	-44%	62%	12%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	87,967	84,449	78,959	77,538	65,132	78,810	96,936	109,538	288,210	328,914	350,416
Bit growth (QoQ %)	-2%	-4%	-7%	-2%	-16%	21%	23%	13%	12%	14%	7%
ASP (USD)	0.06	0.07	0.08	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.04	0.07	0.06
ASP Change (QoQ %)	32%	20%	7%	-7%	-14%	-2%	1%	2%	-46%	62%	-13%
Display											
Shipments (mn Unit)	84	106	109	116	96	105	114	123	381	416	438
Change (QoQ %)	-29%	26%	3%	6%	-17%	9%	9%	8%	-10%	9%	5%
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	60	54	58	53	61	55	57	51	226	225	225
Change (QoQ %)	13%	-10%	8%	-9%	16%	-10%	3%	-10%	-13%	0%	0%
ASP (USD)	336	279	295	260	325	285	302	275	287	293	298
Change (QoQ %)	30%	-17%	6%	-12%	25%	-12%	6%	-9%	6%	2%	2%

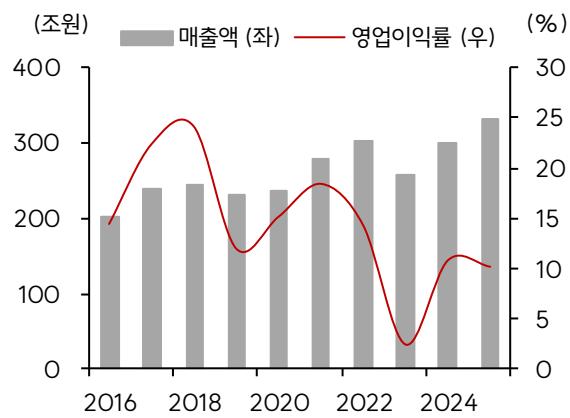
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



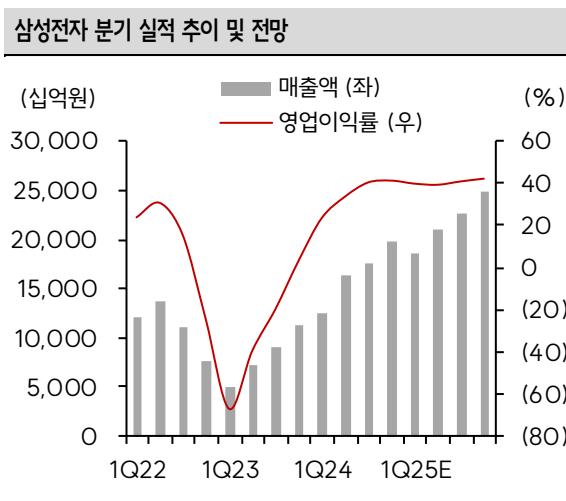
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망											(단위: 십억원)
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	12,430	16,423	17,573	19,696	18,662	20,951	22,718	24,940	32,766	66,122	87,271
QoQ %	10%	32%	7%	12%	-5%	12%	8%	10%	-27%	102%	32%
YoY %	144%	125%	94%	74%	50%	28%	29%	27%			
DRAM	7,596	10,813	12,215	14,374	14,604	16,224	17,416	18,751	20,744	44,998	66,995
NAND	4,362	5,125	4,976	4,641	3,521	4,172	4,764	5,400	9,630	19,103	17,857
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,366	8,155	9,203	10,428	(7,730)	23,468	35,151
QoQ %	734%	89%	29%	15%	-9%	11%	13%	13%	적전	흑전	50%
YoY %	흑전	흑전	흑전	2236%	155%	49%	31%	29%			
DRAM	2,546	4,884	6,083	6,973	6,877	8,123	8,957	10,082	611	20,487	34,039
NAND	347	820	1,120	(29)	(1,427)	(966)	(516)	64	(7,585)	2,258	(2,845)
지배순이익	1,919	4,120	5,749	8,000	5,498	6,125	6,893	8,097	(8,533)	19,789	26,612
QoQ %	흑전	115%	40%	39%	-31%	11%	13%	17%	적전	흑전	34%
YoY %	흑전	흑전	흑전	흑전	186%	49%	20%	1%			
영업이익률	23%	33.3%	40%	41%	39%	39%	41%	42%	-24%	35%	40%
DRAM	34%	45%	49.8%	48.5%	47.1%	50.1%	51.4%	53.8%	3%	46%	51%
NAND	8%	16%	22.5%	-0.6%	-40.5%	-23.2%	-10.8%	1.2%	-79%	12%	-16%
지배순이익률	15%	25%	33%	41%	29%	29%	30%	32%	-26%	30%	30%

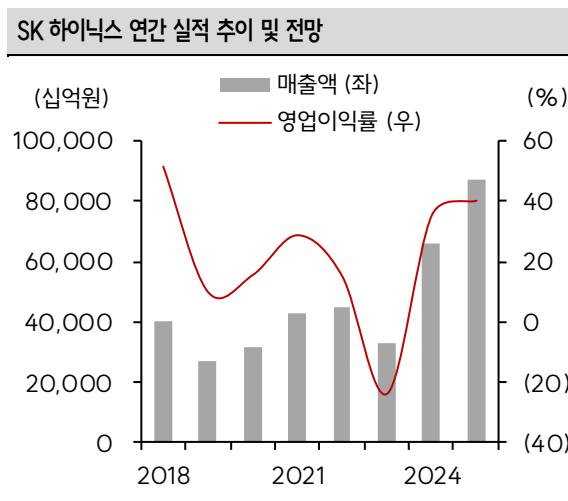
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정											
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	16,693	20,115	19,466	20,645	20,446	22,194	23,080	23,852	66,930	76,919	89,572
QoQ %	-16%	21%	-3%	6%	-1%	9%	4%	3%	16%	15%	16%
ASP (\$)	0.34	0.40	0.46	0.50	0.49	0.50	0.52	0.55	0.24	0.43	0.51
QoQ %	20%	15%	16%	10%	-3%	3%	4%	5%	-37%	80%	20%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	48,076	47,114	39,764	37,975	33,038	39,646	45,593	51,520	175,023	172,930	169,797
QoQ %	-1%	-2%	-16%	-4%	-13%	20%	15%	13%	19%	-1%	-2%
ASP (\$)	0.07	0.08	0.09	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07	0.04	0.08	0.07
QoQ %	30%	17%	14%	-4%	-18%	-1%	0%	1%	-43%	91%	-11%

자료: SK 증권 추정

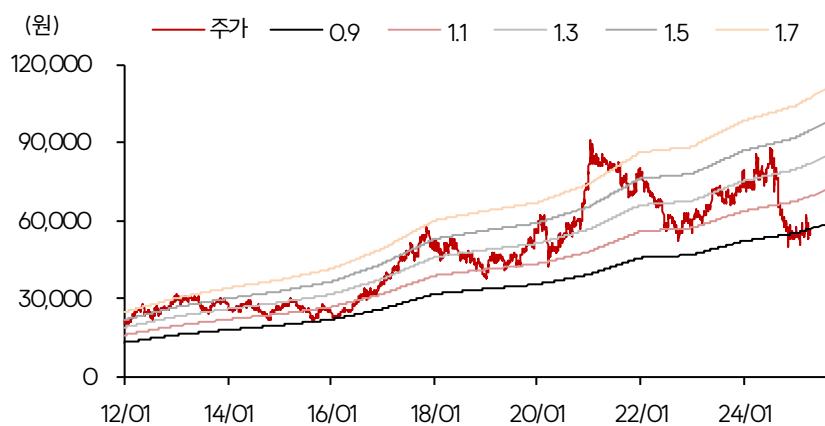


자료: 전자공시, SK 증권 추정



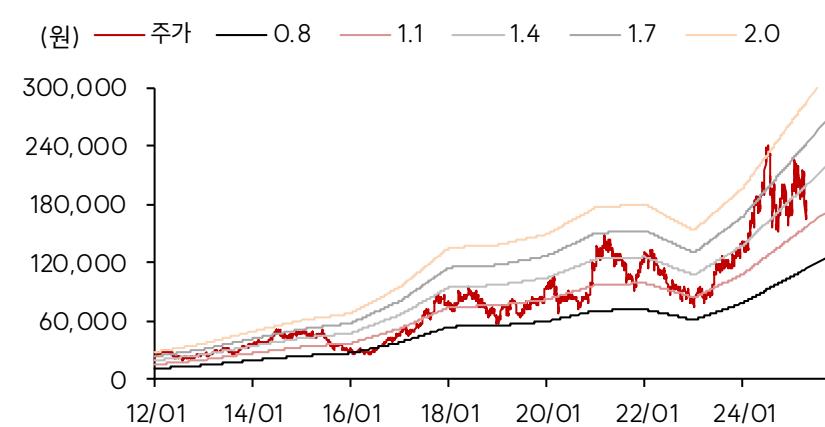
자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 12M Fwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 12M Fwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

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 (2025년 04월 18일 기준)

매수	97.52%	중립	2.48%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------