

반도체

펀더멘털을 보자

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

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



Analyst
박제민

jeminwa@skc.co.kr
3777-8884

거시경제 불확실성에도 AI CapEx 지속 재확인

기존 SK 증권의 전망대로 미국의 상호관세 및 반도체 품목 관세에 대한 불확실성에도 불구하고, 빅테크들의 실적발표를 통해 AI CapEx에 대한 의지가 재확인되고 있다. 빅테크들은 인프라의 공급 부족 지속을 언급하며, FY2025 CapEx에 대해 META는 가이던스를 상향 (중간값 기준 \$62.5B->\$68B)했고, Alphabet, Microsoft, Amazon 등은 기존 계획을 유지한다고 밝혔다. 미국 빅테크들의 호실적이 전적으로 AI 효과에 기인한다고 볼 수 없으나, 관련 사업부들의 성장을 감안하면 AI가 분명히 기여하고 있다는 점에서 거시경제 불확실성 속 투자 의지가 정당성을 인정받는 국면이다. 관세에 따른 수요 둔화 우려가 B2C, B2B 사이클을 침체에 따른 Multiple de-rating의 동인이었다면, B2B 사이클의 굳건함의 재확인을 통해 펀더멘털 대비 앞서 하락한 주가의 반등에 무게를 둔다. AI 기반 B2B 관련주를 선호한다.

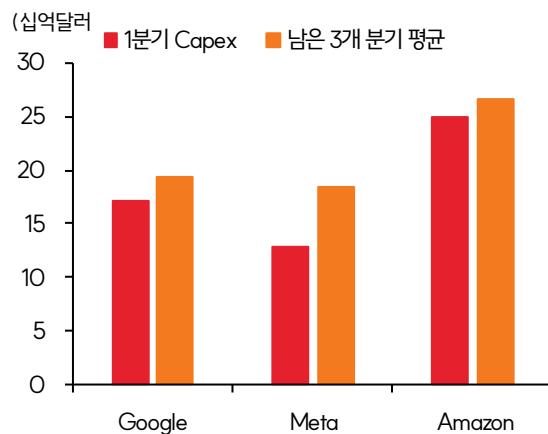
2026년 AI CapEx에 대한 지표: 2Q25 HBM 공급 계약

2Q25 내 완료될 2026년 향 HBM 계약은 2026년 AI CapEx의 방향과 그 수준에 대한 가늠자가 될 것으로 판단한다. 이번 빅테크들의 실적 발표를 통해 확인된 것은 FY2025에 국한된 CapEx 뿐이며, FY2026에 대한 것들은 아직 막연하므로, HBM 계약의 확인으로부터 2026년 메모리 실적 가시성 제고가 시작될 것이다. TSMC의 CoWoS 생산 능력 확대 계획이 유지되고 있다는 점, 훈련 뿐 아니라 추론에서의 Scaling law의 지속 속에 H2O 등에 대한 규제를 통한 H/W의 차별화를 감안하면, FY2026에 대한 AI CapEx는 견조한 성장을 전망하며, HBM의 공급 부족은 단기 해소되기 어려울 것으로 전망한다. HBM3e의 주력이 빠르게 12H화 되며 수율 제고 난이도 증가, 2026년 향 HBM4(12H, 16H)에서 역시 적층 난이도 증가와 더불어 I/O 증가 등에 따른 15~18% 수준의 die penalty의 발생을 전망한다.

최선후주 SK 하이닉스 유지. HBM 경쟁우위 지속 전망

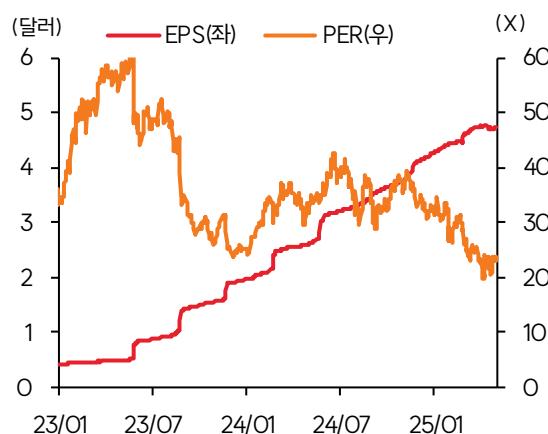
반도체 최선후주를 SK 하이닉스로 유지한다. AI 사이클 내 HBM 공급 부족 지속은 경쟁 강도의 상승을 의미하나, HBM Tech transition 속 안정적 수율 및 생산 능력 관점에서 경쟁 우위는 여전히 SK 하이닉스에 있다고 판단하기 때문이다. 한편 관세에 따른 하반기 B2C 수요 둔화는 불가피하지만, 공급자들의 DRAM 재고는 6~7주의 정상 수준, D5는 3주 수준의 부족 상황으로 추정된다는 점에서 Discipline의 지속으로 대응될 것으로 전망하며, 이는 AI 사이클을 기반으로 하는 바 AI CapEx에 대한 재신뢰는 반도체 업종 센티먼트 반등의 근거가 될 것으로 전망한다.

구글, 메타, 아마존 CapEx



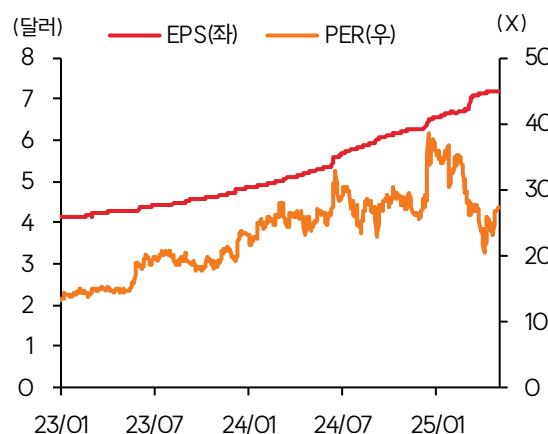
자료: Bloomberg, SK 증권

NVIDIA 12MF EPS, PER 추이



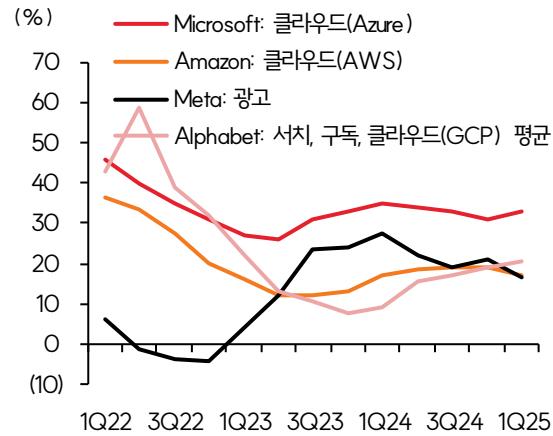
자료: Bloomberg, SK 증권

Broadcom 12MF EPS, PER 추이



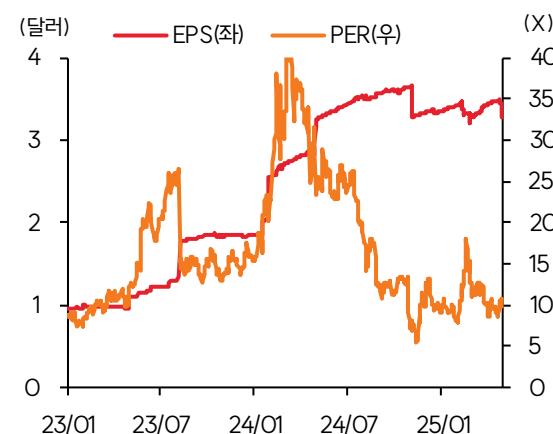
자료: Bloomberg, SK 증권

미국 빅테크 AI 관련 사업부 매출액 성장률



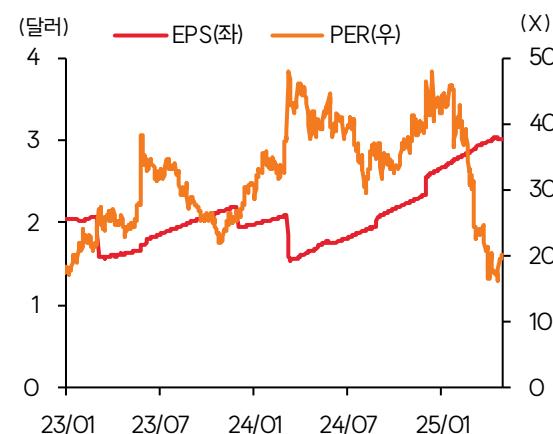
자료: Bloomberg, SK 증권

SMCI 12MF EPS, PER 추이



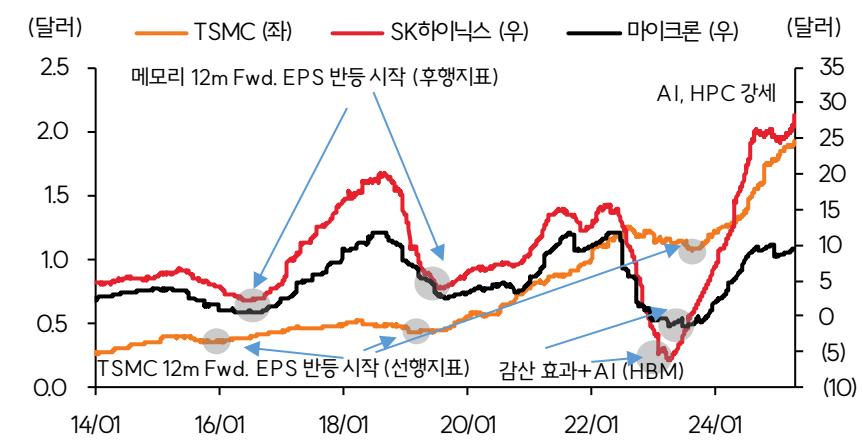
자료: Bloomberg, SK 증권

Marvell 12MF EPS, PER 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC, SK 하이닉스, 마이크론 12M EPS 추이

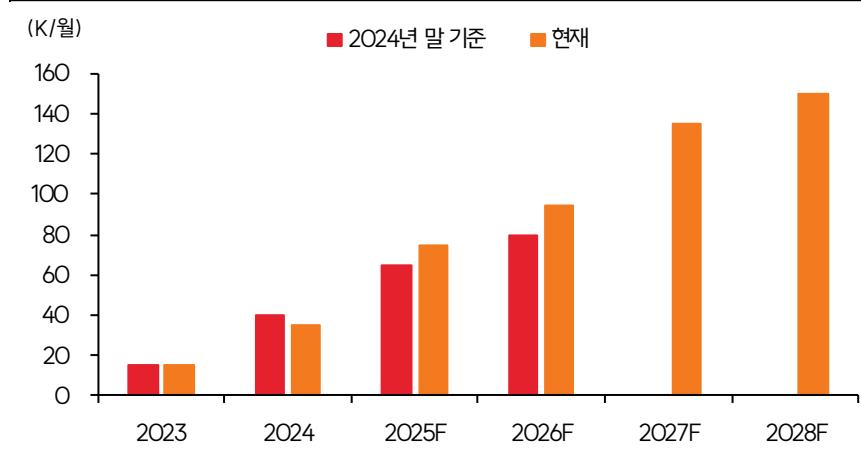


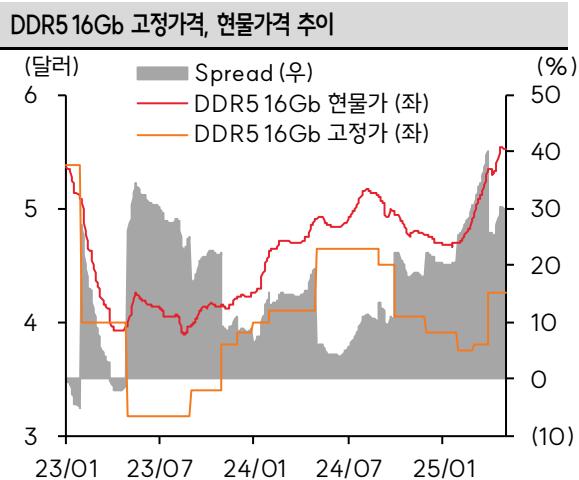
엔비디아 GPU 스펙 비교

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

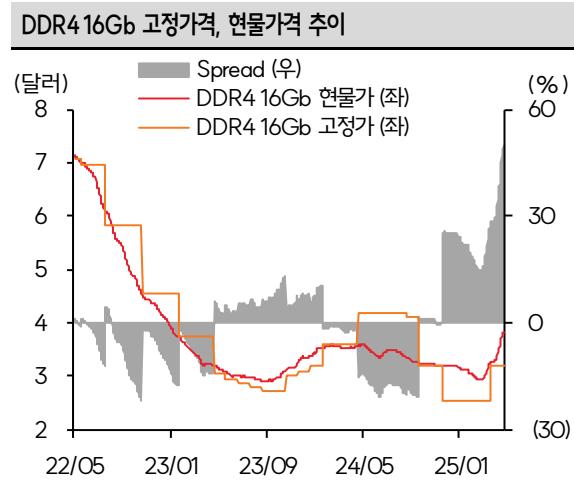
자료: 산업 자료, SK 증권

TSMC의 CoWoS 생산능력 추이 및 전망

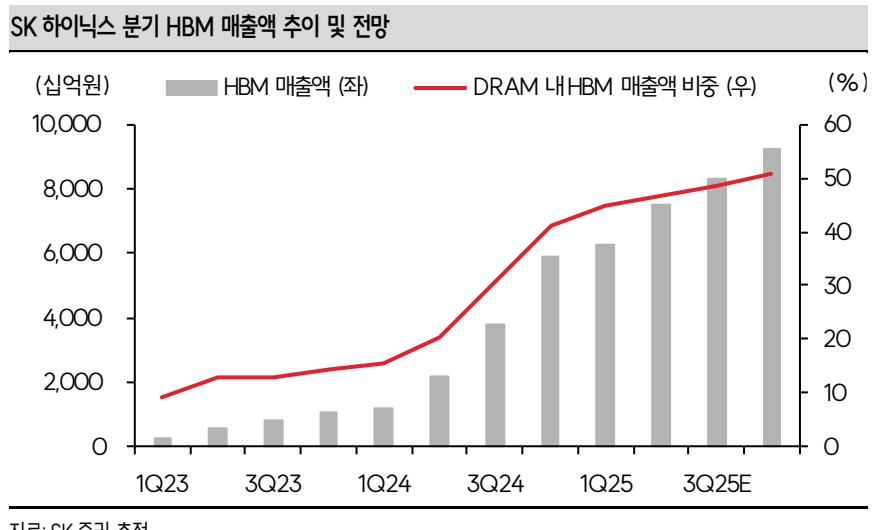




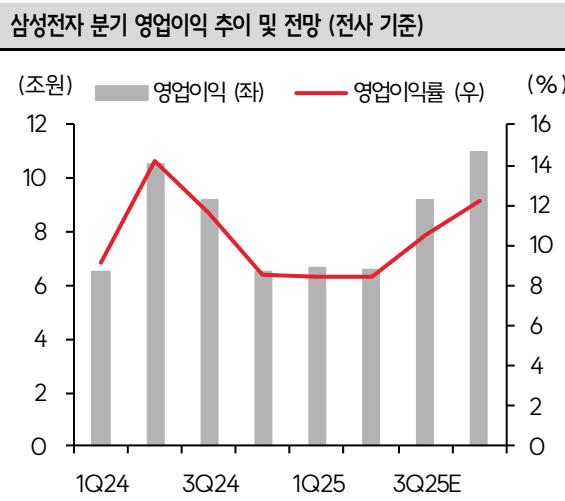
자료: DRAMeXchange, SK 증권



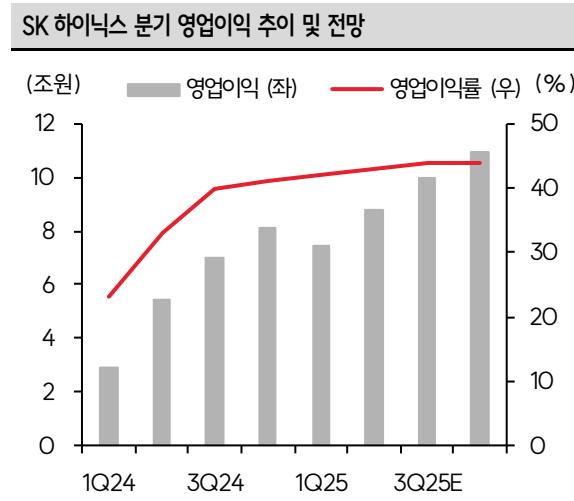
자료: DRAMeXchange, SK 증권 추정



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	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	
YoY %	13%	23%	17%	12%	10%	6%	10%	18%	-14%	16%	11%	
QoQ %	6%	3%	7%	-4%	4%	-1%	12%	2%				
DX	47.0	41.8	44.7	40.2	51.5	46.2	48.8	44.5	168.8	173.6	191.0	
VD/CE	13.5	14.4	14.1	14.4	14.5	15.5	15.4	15.5	56.4	56.4	60.9	
MX/NW	33.5	27.4	30.5	25.8	37.0	30.6	33.4	29.0	112.4	117.2	130.1	
DS	23.1	28.6	29.3	30.1	25.1	29.0	33.3	37.9	66.6	111.1	125.3	
Memory	17.5	21.7	22.3	23.0	19.1	21.7	25.7	29.9	44.1	84.5	96.4	
DRAM	9.7	12.7	13.9	14.6	12.5	14.2	17.5	20.1	26.2	50.9	64.4	
NAND	7.0	8.4	8.4	7.7	6.2	6.9	8.1	9.1	16.3	31.5	30.3	
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.1	6.0	7.3	7.6	8.0	22.5	26.6	28.9	
SDC	5.4	7.7	8.0	8.1	5.9	7.1	8.2	8.8	31.2	29.1	30.0	
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.4	3.7	3.6	3.9	14.4	14.3	14.6	
영업이익	6.5	10.5	9.2	6.5	6.7	6.6	9.2	11.0	6.6	32.7	33.5	
YoY %	920%	1476%	249%	140%	2%	-37%	1%	69%	-85%	393%	2%	
QoQ %	142%	61%	-13%	-29%	2%	0%	39%	19%				
DX	4.0	2.7	3.3	2.3	4.7	3.6	3.3	2.9	14.3	12.4	14.5	
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.2	0.3	0.6	0.4	0.4	1.3	1.8	1.7	
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.1	4.3	2.9	2.9	2.5	13.0	10.7	12.7	
DS	1.8	6.5	3.9	2.9	1.1	2.1	4.5	6.4	(15.0)	15.1	14.1	
Memory	2.7	6.8	5.6	5.1	3.4	4.0	6.1	7.6	(12.1)	20.2	21.1	
DRAM	1.9	5.0	4.6	4.8	3.7	4.4	6.1	7.5	(1.1)	16.4	21.6	
NAND	0.9	1.8	0.9	0.3	(0.3)	(0.3)	(0.0)	0.2	(10.9)	4.0	(0.4)	
Foundry/LSI	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(2.2)	(2.3)	(1.9)	(1.6)	(1.2)	(2.9)	(5.0)	(7.0)	
SDC	0.3	1.0	1.5	0.9	0.5	0.6	1.1	1.3	5.8	3.8	3.5	
Harman	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	1.2	1.3	1.3	
영업이익률	9%	14%	12%	9%	8%	8%	11%	12%	3%	11%	10%	
DX	9%	7%	8%	6%	9%	8%	7%	6%	8%	7%	8%	
VD/CE	4%	3%	4%	1%	2%	4%	3%	2%	2%	3%	3%	
MX/NW	10%	8%	9%	8%	12%	10%	9%	9%	12%	9%	10%	
DS	8%	23%	13%	10%	4%	7%	13%	17%	-23%	14%	11%	
Memory	16%	31%	25%	22%	18%	18%	24%	26%	-28%	24%	22%	
DRAM	20%	39%	34%	33%	29%	31%	35%	37%	-4%	32%	34%	
NAND	13%	21%	11%	4%	-4%	-4%	0%	2%	-67%	13%	-1%	
Foundry/LSI	-16%	-3%	-25%	-31%	-39%	-26%	-21%	-15%	-13%	-19%	-24%	
SDC	6%	13%	19%	11%	8%	9%	13%	14%	19%	13%	12%	
Harman	8%	9%	10%	10%	8%	9%	10%	10%	8%	9%	9%	
지배순이익	6.6	9.6	9.8	7.6	6.1	6.0	7.8	9.0	14.5	33.6	28.8	

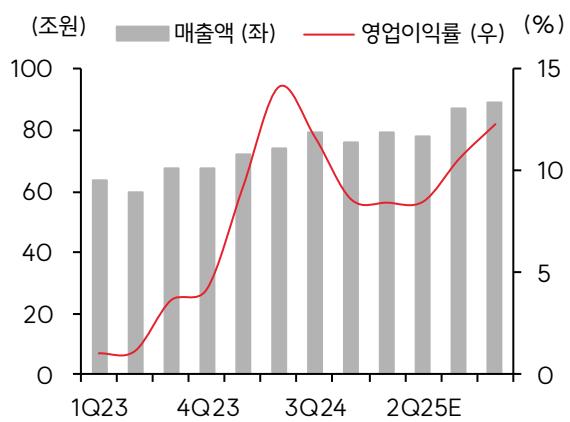
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 실적 전망의 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	26,062	27,735	27,823	24,400	24,564	27,350	31,525	33,121	92,289	106,020	116,559
Bit growth (QoQ %)	-15%	6%	0%	-12%	1%	11%	15%	5%	11%	15%	10%
ASP (USD)	0.28	0.33	0.36	0.43	0.35	0.36	0.38	0.42	0.22	0.35	0.38
ASP Change (QoQ %)	18%	19%	9%	19%	-20%	2%	8%	10%	-44%	62%	8%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	87,967	84,449	78,959	77,538	69,784	80,252	93,092	105,194	288,210	328,914	348,323
Bit growth (QoQ %)	-2%	-4%	-7%	-2%	-10%	15%	16%	13%	12%	14%	6%
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%	-15%	-3%	1%	0%	-46%	62%	-15%
Display											
Shipments (mn Unit)	84	106	109	116	87	103	115	124	381	416	430
Change (QoQ %)	-29%	26%	3%	6%	-25%	18%	12%	8%	-10%	9%	3%
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	60	54	58	53	62	56	58	52	226	225	227
Change (QoQ %)	13%	-10%	8%	-9%	17%	-10%	3%	-10%	-13%	0%	1%
ASP (USD)	336	279	295	260	326	285	302	275	287	293	298
Change (QoQ %)	30%	-17%	6%	-12%	25%	-13%	6%	-9%	6%	2%	2%

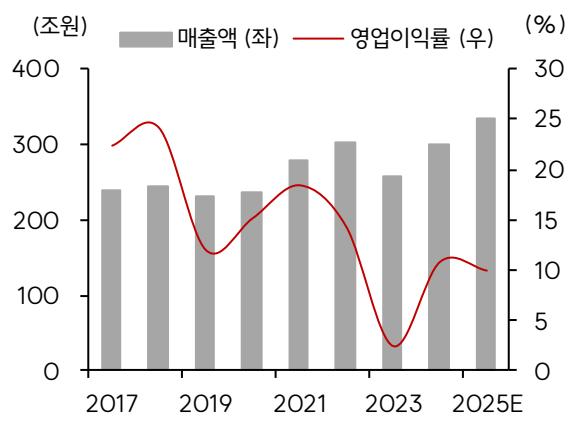
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



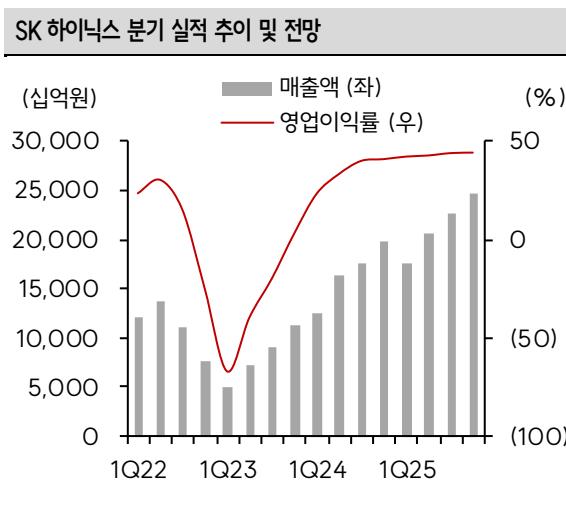
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망											(단위: 십억원)
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	12,430	16,423	17,573	19,696	17,639	20,575	22,645	24,756	32,766	66,122	85,616
QoQ %	10%	32%	7%	12%	-10%	17%	10%	9%	-27%	102%	29%
YoY %	144%	125%	94%	74%	42%	25%	29%	26%			
DRAM	7,596	10,813	12,215	14,374	14,005	15,991	17,089	18,235	20,744	44,998	65,319
NAND	4,362	5,125	4,976	4,641	3,179	4,028	5,019	5,732	9,630	19,103	17,959
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,083	7,441	8,798	9,956	10,946	(7,730)	23,468	37,141
QoQ %	734%	89%	29%	15%	-8%	18%	13%	10%	적전	흑전	58%
YoY %	흑전	흑전	흑전	2236%	158%	61%	42%	35%			
DRAM	2,546	4,884	6,083	7,530	7,510	8,778	9,552	10,351	611	21,044	36,191
NAND	347	820	1,120	578	4	131	484	713	(7,585)	2,864	1,332
지배순이익	1,919	4,120	5,749	8,000	5,558	6,632	7,487	8,505	(8,533)	19,789	28,182
QoQ %	흑전	115%	40%	39%	-31%	19%	13%	14%	적전	흑전	42%
YoY %	흑전	흑전	흑전	흑전	190%	61%	30%	6%			
영업이익률	23%	33%	40%	41%	42%	43%	44%	44%	-24%	35%	43%
DRAM	34%	45%	50%	52%	54%	55%	56%	57%	3%	47%	55%
NAND	8%	16%	23%	12%	0%	3%	10%	12%	-79%	15%	7%
지배순이익률	15%	25%	33%	41%	32%	32%	33%	34%	-26%	30%	33%

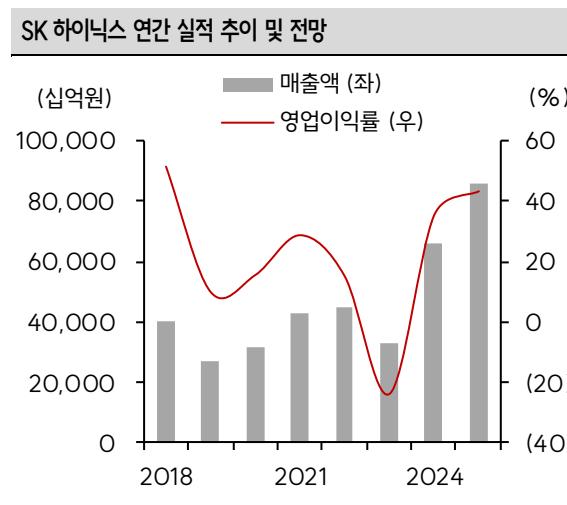
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정											
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	16,693	20,115	19,466	20,645	19,118	21,433	22,297	23,055	66,930	76,919	85,902
QoQ %	-16%	21%	-3%	6%	-7%	12%	4%	3%	16%	15%	12%
ASP (\$)	0.34	0.40	0.46	0.50	0.50	0.51	0.53	0.55	0.24	0.43	0.52
QoQ %	20%	15%	16%	10%	0%	2%	3%	4%	-37%	80%	22%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	48,076	47,114	39,764	37,975	30,760	40,295	49,563	56,998	175,023	172,930	177,616
QoQ %	-1%	-2%	-16%	-4%	-19%	31%	23%	15%	19%	-1%	3%
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%	-20%	-3%	2%	0%	-43%	91%	-14%

자료: SK 증권 추정

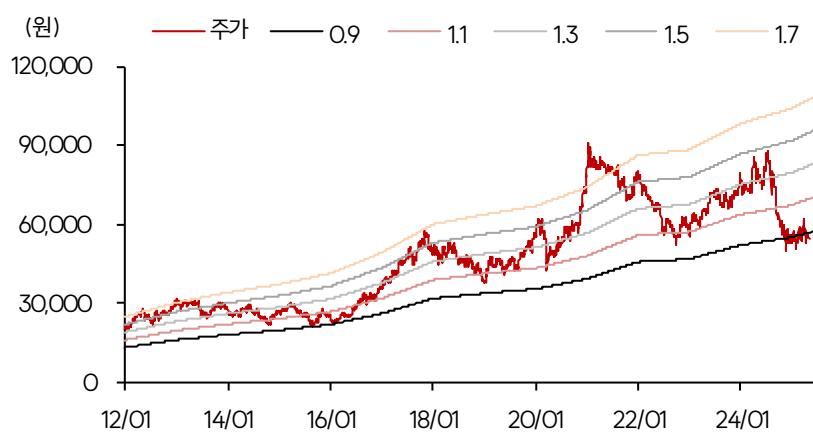


자료: 전자공시, SK 증권 추정



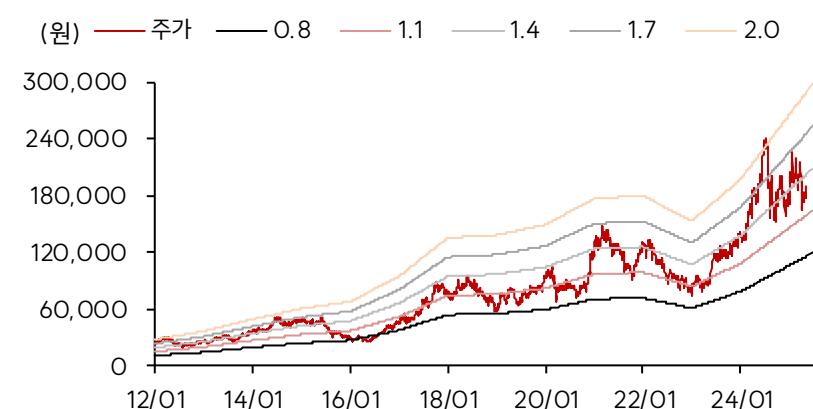
자료: 전자공시, SK 증권 추정

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 05월 08일 기준)

매수	97.48%	중립	2.52%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------