

반도체

확인해야 하는 것들

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

donghee.han@sk.com
3773-8826

Commodity 공급 (생산, 출하)의 핵심은 삼성전자의 전략 방향

2024년 Commodity 업황 방향은 삼성전자의 전략이 결정 지을 것으로 전망한다. HBM, DDR5 수요 대응을 위한 전환 중심의 투자에서 공급자들의 생산 능력은 구조적으로 하락해 가동률 반등 시작에도 생산 관점의 공급 우려는 제한될 것이라는 당시의 전망은 SK 하이닉스의 4Q23 컨퍼런스 콜에서 확인됐다.

다만, HBM 및 DDR5에서의 경쟁력을 보유한 SK 하이닉스의 생산능력 저하가 가장 클 것이라는 점을 감안하면, Commodity에서의 삼성전자의 영향력은 더욱 커졌다. 이는 삼성전자의 공급 전략 확인 없이 메모리 업계의 공급 제한 논리는 완성될 수 없다는 것을 의미한다. SK 하이닉스의 전략 확인만으로는 불충분한 것이다.

HBM에 대한 눈높이 상향의 핵심: 공급자→수요처

HBM 등 AI 향 메모리 수혜에 대한 눈높이 상향의 핵심은 수요처 (GPU, CSP, AI 칩셋 등)의 전망에 달려있다고 판단한다. 2023년 HBM에 대한 눈높이는 파괴적인 AI에 대한 관심도 증가 (수요처)와 더불어 공급자들의 생산능력 상향 조정이 견인했으나, 2024년 SK 하이닉스의 HBM 생산능력 계획은 변하지 않았다.

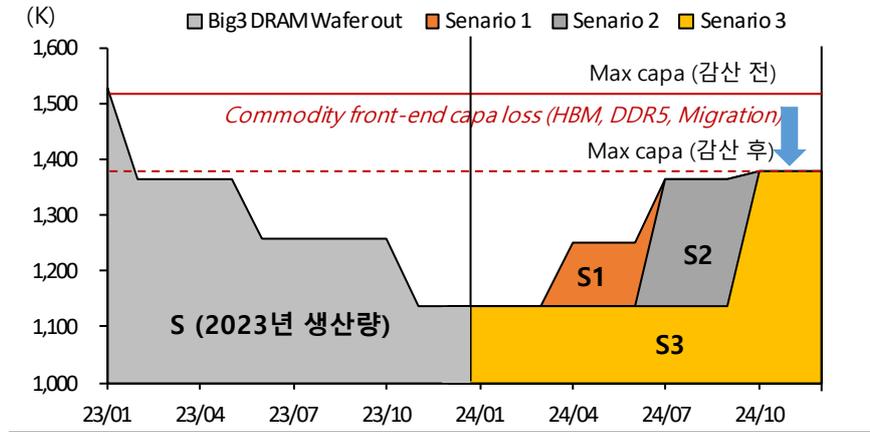
HBM 서플라이체인 상황과 업황 유지에 대한 의지 등을 감안하면, 2024년 증설 규모는 한계가 존재하므로, 공급자들의 추가적인 생산능력 상향 조정 가시성은 제한될 수 밖에 없다. 2024년 HBM 시장 내 SK 하이닉스의 경쟁력 하락 및 업황 둔화 가능성은 매우 낮다고 판단하나, 경쟁자들의 진입이 예정되어 있다는 점에서 GPU, CSP, AI 칩셋 업체 등 수요처의 시장 전망이 더 중요해지는 국면인 것은 명확하다.

수익성 추구 전략의 확인은 ROIC 제고를 견인→Multiple 제고

SK 증권은 반도체 아웃퍼폼에 대한 전망을 유지한다. 삼성전자의 수익성 중심의 출하 (1Q 비수기 보수적 출하 가이드스), 생산 전략 (선단 중심 전환, 보수적 전공정 CapEx, HBM 로드맵 유지)의 확인을 통한 공급 제한 사이클로 업황 반등세 지속 가시성의 제고와 GPU 및 CSP 업체들의 AI 수요 강세 전망이 유지될 것으로 전망하기 때문이다. 또한 업계의 수익성 추구 전략은 ROIC (투자자본수익률)을 제고시킬 것이라는 점에서 Target P/B의 점진적 상승 기반이 될 것이다.

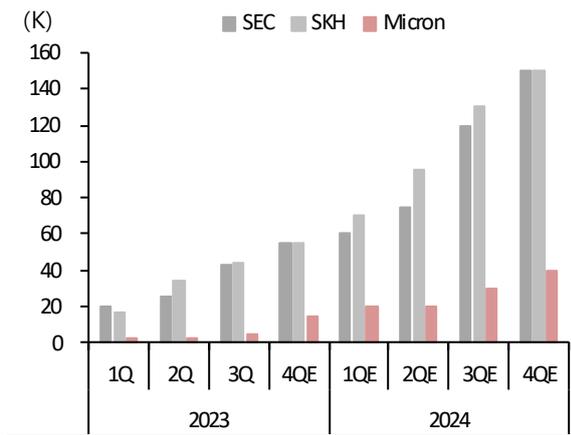
거시경제 회복에 따른 양적 성장 기대감의 형성이 다소 더디다는 점에서, Valuation의 기준점은 Tech 우위를 보유한 SK 하이닉스가 될 것으로 전망한다.

24년 상반기 DRAM 가동률 반등에도 업황 훼손 가능성 제한적



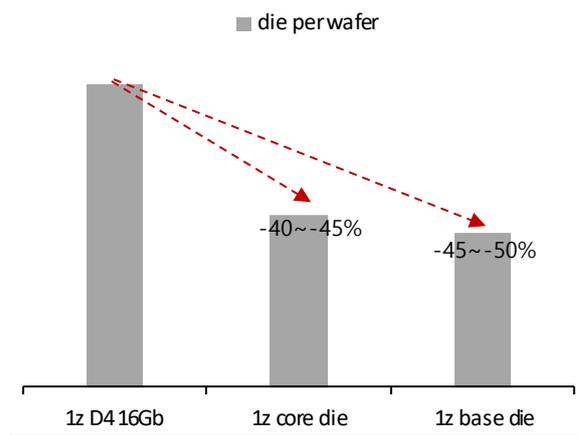
자료: SK증권

DRAM 3사의 HBM 생산능력 추이 및 전망



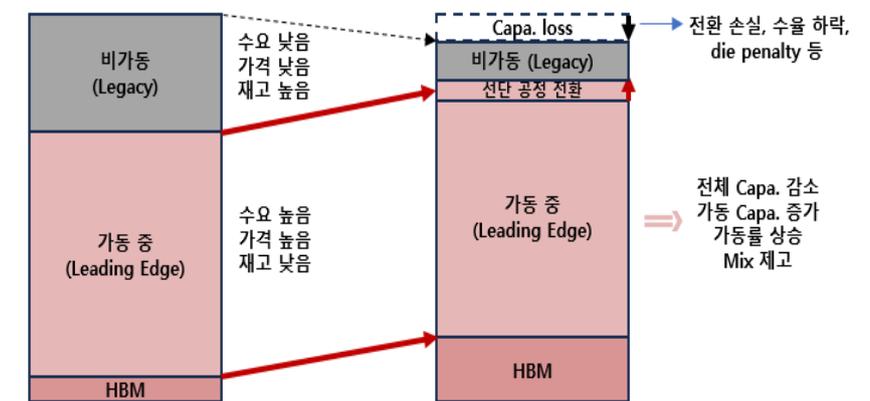
자료: SK증권 추정

Gross die 차이 (1z D4 vs. HBM3)



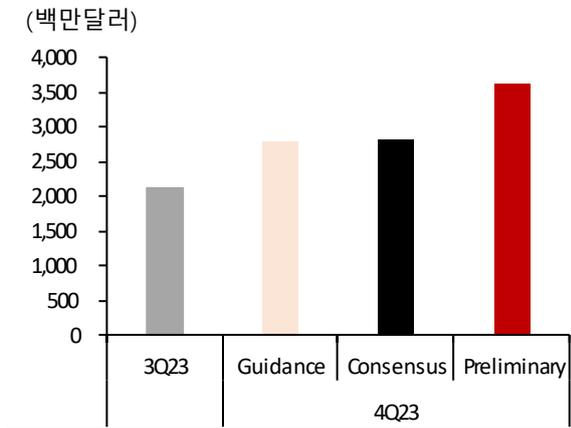
자료: SK증권 추정

DRAM Capa loss 와 가동률과의 상관관계 (분모 하락, 분자 증가)



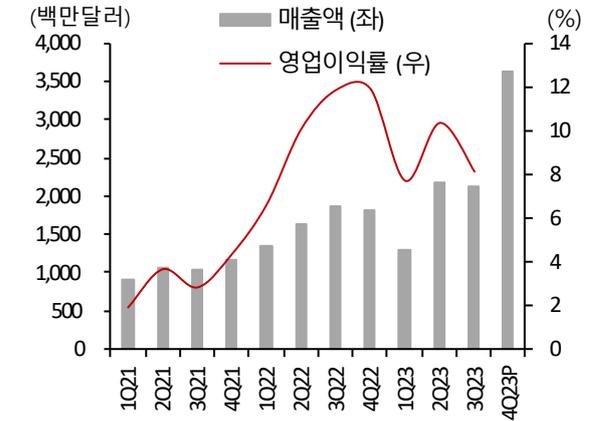
자료: SK증권

슈퍼마이크로컴퓨터 4Q23 가이드스 상향



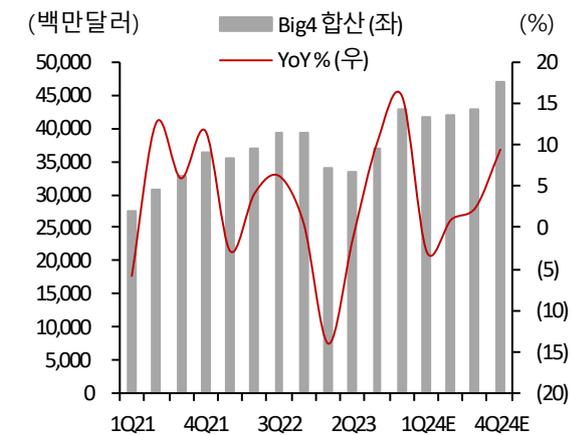
자료: SK 증권 추정

슈퍼마이크로컴퓨터 분기 실적 추이



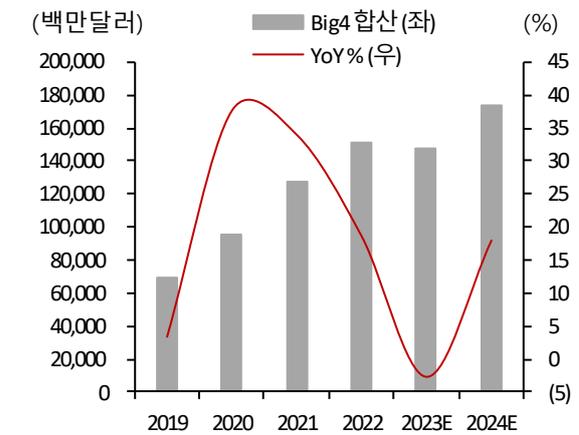
자료: SK 증권 추정

북미 CSP Big 4 분기 CapEx 컨센서스



자료: SK 증권 추정

북미 CSP Big 4 연간 CapEx 컨센서스



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 29일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------