

[반도체]

Neutral

2024.09.30

In-Depth Report

[月刊 반도체 10월]

HBM 생산량 급증과 Legacy Memory 수요 둔화

Market-Weight 전략 권고

[반도체]

송명섭 2122-9207

mssong@imfnsec.com





CONTENTS

【산업분석】

I . Summary	4
II . 수요 전망	7
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	21
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	26

【기업분석】

삼성전자(005930)	33
SK하이닉스(000660)	38



[산업분석]

I . Summary	4
II . 수요 전망	7
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	21
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	26

Summary

수요 전망

- 8월 지역별 IT 수요 YoY 증감률은 미국 둔화, 중국 개선
- 대만 NB ODM 8월 출하량 YoY 증감률은 -1.9%로 전월의 -7.8%에서 반등. 단 3Q24 출하량 YoY 증감률은 전분기의 -1.3%에서 -3.5%로 하락할 듯
- CY24 8월 글로벌 스마트폰 판매량 YoY 증감률은 +2.8%를 기록해 전월의 +7.2%에서 반락. 8월까지의 YTD 증감률은 +5.3%. 높은 재고 규모가 이어지고 있어 8월 중국 시장 스마트폰 출하량은 21.1백만대로 전월 대비 4.9% 감소했으며 5월의 28.6백만대에서 지속 감소 중
- 9월 26일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 전망치는 2,314억 달러로 8월 6일 집계된 2,308억 달러 대비 0.3%P 상향 조정. 빅테크 업체들의 AI 관련 투자 및 AI 서버 생산에 대한 강한 의욕이 여전함을 암시. FY25 Capex는 1Q25에나 결정될 것이므로 큰 의미가 없으나 현재 시장 예상 YoY 증감률은 +17.0%. 단 경기 둔화, 실적 악화, 부품 재고 증가 등에 따라 빅테크 업체들의 경쟁적인 AI 투자가 내년에 둔화될 가능성도 존재
- CoWoS Capa에 기반한 최대 가속기 반도체 생산 가능량을 감안하면 HBM 실수요량은 CY24에 8.8억 GB로 319% 증가, CY25에 18.8억 GB로 113% 증가. 일부 시장 조사 기관들이 제시하고 있는 14억 GB의 CY24 수요 전망치에는 고객들의 실수요와 재고 축적 수요가 모두 포함되어 있는 듯
- 반면 HBM 3사의 CY24 생산 계획이 총 16.6억 GB에 이르고 CY25 생산 계획은 36.1억 GB까지 급증할 전망임
- 수율 부진에 따라 HBM 업체들의 생산 계획이 달성되지 못할 경우에도 삼성전자, Micron의 HBM3E 공급이 본격화될 경우, HBM 수급이 CY25에 공급 과잉으로 전환될 가능성이 있는 것으로 판단됨. 고객들 (특히 중국 빅테크 업체들)의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될지가 관건인 듯
- 10월 중에 삼성전자의 Nvidia형 HBM3E 8단 SiP 인증 및 출하 성사 여부가 결론날 듯. Nvidia는 SK하이닉스의 HBM3E 12단의 인증을 먼저 완료할 계획인 듯
- CY24까지는 SK하이닉스의 공급량 만으로 필요 물량을 채울 수 있었던 Nvidia가 CY25 수요에 대비해 4Q24부터 삼성전자 HBM3E에 대한 구매를 긍정적으로 검토할 듯. 단 현재 상황으로 볼 때 삼성전자의 HBM3E가 올해 동사 실적에 미칠 영향은 동사의 가이던스만큼 크지는 않을 것으로 판단됨

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 3Q24에는 원가 부담 및 재고 증가에 따라 고객들의 반도체 가격 인상에 대한 저항 강화. DRAM 10%, NAND 한자리수대 중후반 수준의 상승 예상
- PC, Mobile 고객들은 4Q24 DRAM, NAND 가격 유지 또는 인하를 주장할 전망이나 Server용 DRAM ASP는 추가 상승이 가능할 듯. 4Q24 Blended ASP는 DRAM 3% 상승, NAND 유지 추정. 1Q25부터는 계절적 수요 둔화와 고객들의 BOM Cost 부담 가중에 따라 가격 상승이 쉽지않을 전망임
- CY24 NAND 수요 증감률은 +18.2%로 예상되는 반면, WSTS에 따르면 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +23.9%에 달해 2Q23 이후 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 상회하며 재고가 증가하고 있는 것으로 판단됨
- FY24 메모리 반도체 Capex는 YoY 29% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 64% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 16% 감소 예상
- 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM Capex는 공정 전환, HBM / Legacy DRAM 설비 확대에 따라 YoY 29%, 210% 증가하는 21조원과 16조원에 달하고 Micron의 FY25 Capex는 130억 달러로 60% 증가 예상
- 삼성전자 P4, SK하이닉스 M15X 라인의 Legacy DRAM Capa 증설 재개 및 CXMT, Swaysure 등 중국 업체들의 설비 확대는 DRAM 장기 호황 전망에 부정적 요소
- 수요 증가와 고객들의 재고 재축적에 따라 1Q23 하순부터 개시된 이번 메모리 반도체 상승 싸이클은 만약 향후 경기 둔화, 고객들의 재고 축적 완료, AI 투자 둔화가 겹칠 경우, 상승 싸이클 개시 후 2개년이 지나는 1Q25 중에 하락 싸이클로 전환될 가능성성이 있음

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- OECD 경기선행지수는 CY22 11월 98.9를 시작으로 CY24 8월 현재 100.3까지 22개월간 상승세 지속 중. 이에 따라 동지수를 1개월 가량 선행해온 반도체 주가도 CY22 10월부터 7월 초중순까지 22개월 간 강세. 단 OECD 경기선행지수를 선행하는 YoY 증감률이 하락을 개시한지 9개월이 지났으므로 조만간 OECD 경기선행지수의 하락이 발생할 수 있음
- 만약 향후 OECD 경기선행지수가 하락을 개시한다면 이는 반도체 주가도 하락기에 접어들었고, 반도체 업황은 6개월 이후 둔화되기 시작할 가능성이 있다는 의미

Summary

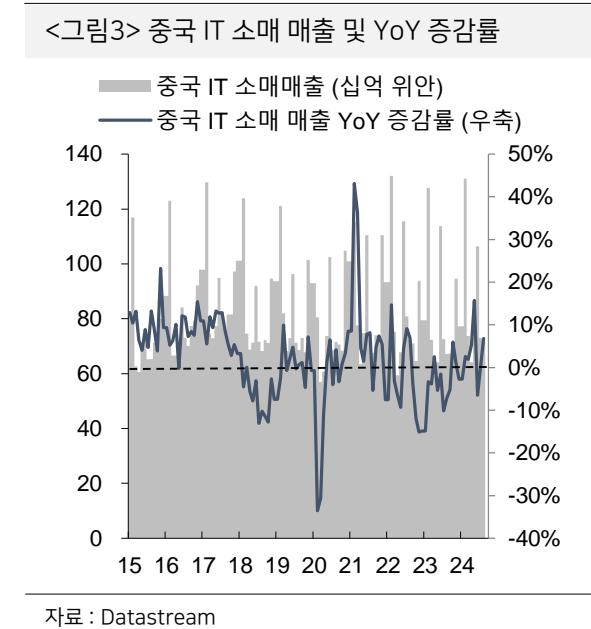
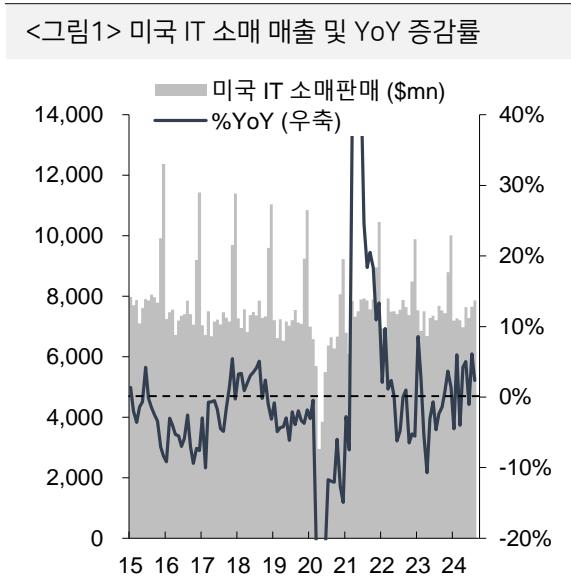
- 8월에도 Credit Impulse 지수, M2 YoY 증감률 등 중국 경기관련 지표들이 하락세를 멈추고 전월 수준을 유지. 7월 중국 정부의 금리 인하 영향인 것으로 추정되나 상승 전환인지는 아직 불확실하며 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 여전히 하락세
- 삼성전자의 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.15배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.37배를 하회 중. 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.59배였으며 직전 저점 주가는 1.12배. 따라서 동사 주가는 최근 30% 하락. FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.93배를 적용할 경우 55,000원의 주가 도출
- 따라서 삼성전자의 현주가는 경기 및 업황이 둔화되는 최악의 경우 10%대 중반 수준의 추가 하락 가능성을 보유. 단 6만원 이하 주가는 장기적 관점에서 매수가 가능한 가격대인 것으로 판단됨. 향후 경기, 업황 둔화 Risk와 단기 낙폭 과대에 따른 주가 반등 가능성을 모두 감안해 포트폴리오 내 동사 비중을 Market-weight로 유지하는 전략 권고
- SK하이닉스의 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.97배. 직전 고점 배수 2.67배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수는 1.61배로 동사 주가는 최근 39% 급락했다가 반등 중인 상황. FY25 예상 BPS에 동사 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.97배를 적용할 경우 11만원의 주가 도출
- 따라서 SK하이닉스의 현주가는 과거 추세 하락기와 같은 환경이라면 최악의 경우 40% 가량의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 계산됨. 그러나 현재 업계 최고 수준으로 올라선 동사 경쟁력을 감안 시, 동사 최저점 배수가 과거보다 매우 높은 수준에서 형성될 전망이므로 실제 주가 하락폭은 이보다 훨씬 적을 것으로 판단됨
- 향후 경기, 업황 둔화 Risk와 단기 낙폭 과대에 따른 주가 반등 가능성을 모두 감안해 포트폴리오 내 동사 비중을 Market-weight로 유지하는 전략 권고

기업 분석

- 삼성전자 (BUY/77,000원) : Market-Weight 전략 권고
- SK하이닉스 (HOLD/181,000원) : Market-Weight 전략 권고

지역별 IT 수요 현황: 8월 미국 둔화, 중국 개선

- 미국 IT 소매 매출 YoY 증감률이 8월에 +2.4%를 기록하여 전월의 +6.1%에서 반락
- 유럽 소비자 신뢰지수는 8월에 -13.5로 전월의 -13.0에서 하락했으나 9월에는 -12.9로 반등
- 중국 8월 IT 소매 매출 YoY 증감률은 전월의 +0.6%에서 +6.8%로 반등세 지속
- 최근 IT 수요 강도는 미국 둔화, 유럽 혼조세, 중국 개선



자료 : Datastream

자료 : Datastream

자료 : Datastream

CY24 DRAM 수요 증감률: +16.7%의 전망치 유지

- PC 수요는 부진이 심화되고 있으나 스마트폰, 서버 수요는 양호한 흐름 지속
- CY24 DRAM 수요 증감률에 대한 당사의 기존 전망치 +16.7% 유지
- 단 현재 과잉 재고 상황에 따라 2H24 스마트폰 출하량 YoY 증감률은 하락 가능성성이 높은 듯

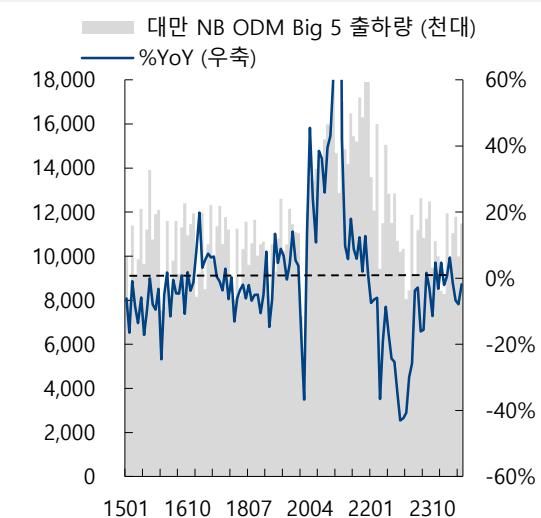
<표1> CY23, CY24 DRAM 수요 증가율 전망												
CY24	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	5월	10월	5월	10월	5월	10월	5월	10월	5월	10월	5월	10월
Set 출하 증가율	1.5%	1.5%	2.4%	3.3%	-0.5%	-0.5%	-3.8%	-3.8%	3.1%	3.1%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.5%	10.4%	10.8%	6.4%	6.4%	-0.5%	-0.5%	23.3%	23.3%		
DRAM 수요 증가율	10.1%	10.1%	13.0%	14.4%	5.8%	5.8%	-4.3%	-4.3%	27.2%	27.2%	16.2%	16.7%
CY23 Vs CY24	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24
Set 출하 증가율	-11.8%	1.5%	-4.4%	3.3%	-4.6%	-0.5%	0.2%	-3.8%	-6.4%	3.1%		
DRAM 탑재량 증가율	10.5%	8.5%	12.7%	10.8%	7.3%	6.4%	2.2%	-0.5%	20.5%	23.3%		
DRAM 수요 증가율	-2.6%	10.1%	7.7%	14.4%	2.4%	5.8%	2.4%	-4.3%	12.7%	27.2%	7.1%	16.7%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: 3Q24 대만 NB ODM 출하량 YoY 증감률 -3.5% 추정

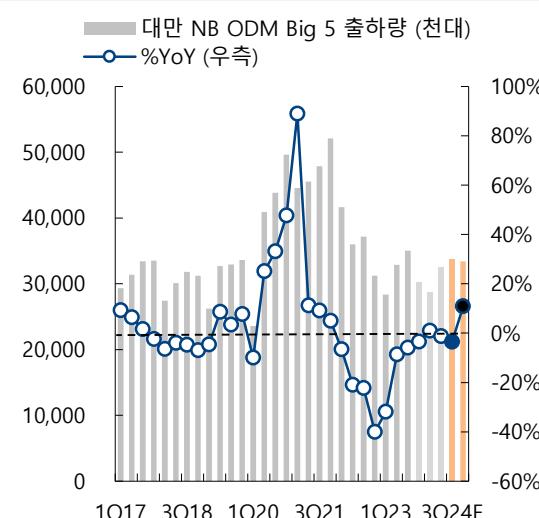
- 8월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 11.5백만대로 MoM +15.0% 기록. YoY 증감률은 역시 전월의 -7.8%에서 -1.9%로 반등
- NB ODM 업체들의 2Q24 출하량 QoQ 및 YoY 증감률은 +13.3%, -1.3%. 8월까지의 YTD YoY 증감률은 -1.4%
- CY24 PC 수요는 당초 기대를 하회 중이며 대만 NB ODM 업체들에 따르면 일반적 계절성 대비 3Q24 출하량 QoQ 증감률은 부진 예상
- 당사는 3Q24 대만 NB ODM 출하량이 33.8백만대로 QoQ +4.0%, YoY -3.5%의 증감률을 기록할 것으로 추정
- 단 기저효과에 따라 4Q24 출하량 YoY 증감률은 상승이 예상되며 이를 감안해 당사는 CY24 PC 출하량 YoY 증감률 전망치 +1.5% 유지

<그림4> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



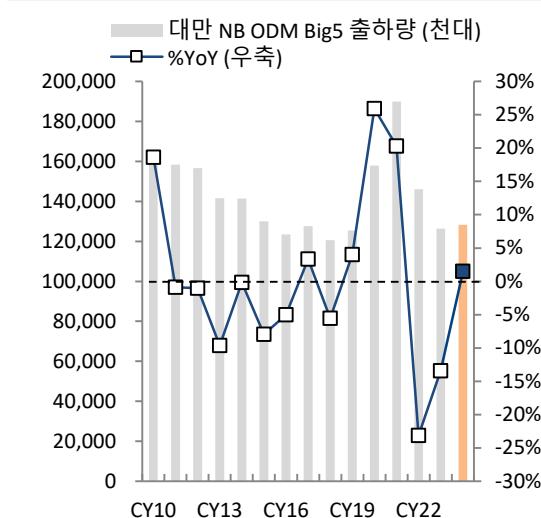
자료 : 각사 자료

<그림5> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림6> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY

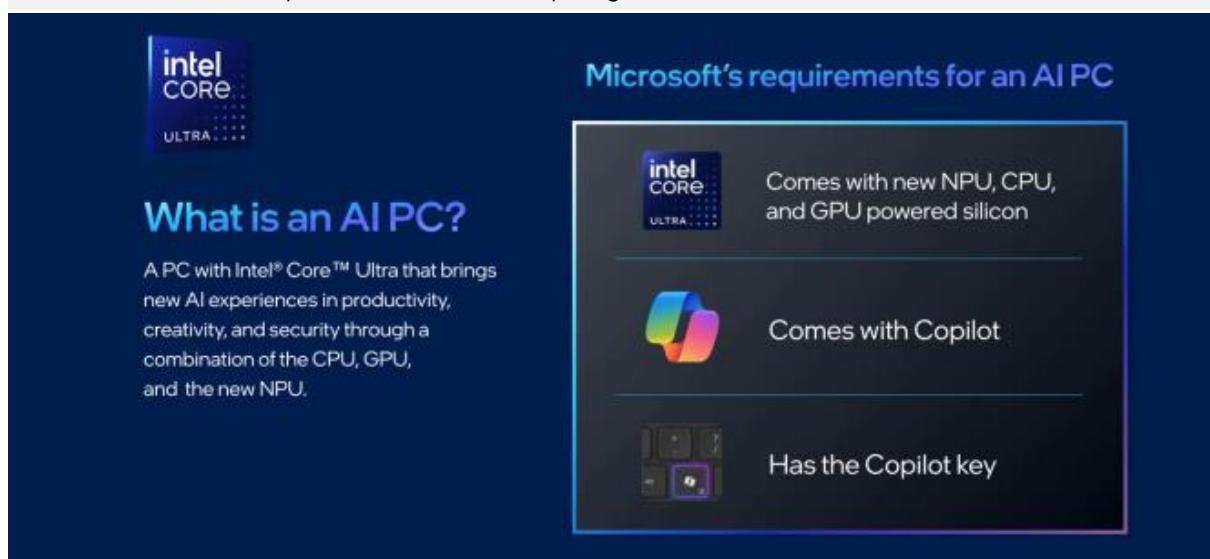


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

AI PC: 가격 하락과 업무용 Application 출시 필요

- AI PC에 대한 정의에 따라 향후 AI PC 출하량은 크게 차별화. Nvidia는 전용 가속기 반도체를 장착한 PC, Microsoft와 Intel은 Copilot과 같은 소프트웨어를 Cloud 접속없이 자체적으로 돌릴 수 있는 40 TOPS 이상의 Computing Power를 가진 PC를 AI PC로 정의
- PC 업체들은 CY24 AI PC 출하량이 전체에서 5% 이상을 차지할 것으로 주장하고 있으나, Microsoft의 정의에 부합하는 AI PC는 CY24에 0.2%, CY25에 1%대 초반에 불과할 것으로 예상됨
- 현재 시장 주력 PC 제품의 가격인 7~8백 달러 대비 LLM 기능을 탑재하고 올해 AI PC라는 이름으로 출시된 제품들의 가격은 평균 1천 달러대 중후반으로 두배 가량 비싸며, 전용 가속기 Chipset을 탑재한 AI PC의 가격은 네배에 달하는 3천 달러 수준인 것으로 보임
- 업무용 AI Application의 출시와 가격 하락이 AI PC의 본격 성장을 위해 필요할 것으로 판단됨
- Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 판매 증가 시 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음. Apple은 AI 프로그램을 돌리기 위해 20 TOPS면 충분하다고 언급 중이며 적절한 가격의 AI 맥북이 출시될 경우 판매 호조 가능

<그림7> Microsoft Copilot과 Qualcomm Snapdragon X Elite

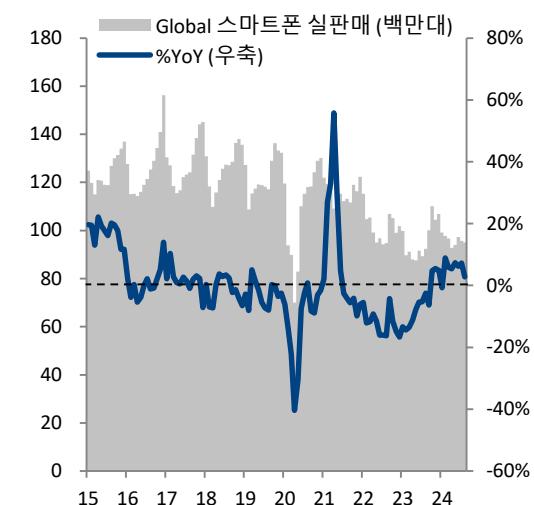


자료 : Intel, Microsoft

스마트폰: 재고 부담에 따른 출하량 감소 현상 발생 중

- CY24 8월 글로벌 스마트폰 판매량 YoY 증감률은 +2.8%를 기록해 전월의 +7.2%에서 반락. 8월까지의 YTD 증감률은 +5.3%
- 8월 지역별 판매량 YoY 증감률은 기타 (39.5M, +9.4% -> +5.4%), 중국 (23.1M, +6.6% -> +3.5%), 인도 (12.2M, -4.0% -> -5.8%), 유럽 (12.0M, +15.4% -> +7.4%), 미국 (8.1M, +6.4% -> -2.9%) 등 전지역에서 둔화
- 8월 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 전월대비 소폭 감소했으나 여전히 전고점 수준. 8월 중국 시장 스마트폰 출하량은 21.1백만대로 전월 대비 4.9% 감소했으며 재고 부담에 따라 5월의 28.6백만대에서 지속 하락 중
- 현재 스마트폰 재고 과다에 따라 삼성전자의 언급처럼 하반기 스마트폰 출하량 증감률이 하락할 수 있으며 이는 모바일용 반도체 수요의 하락을 이끌 수 있음

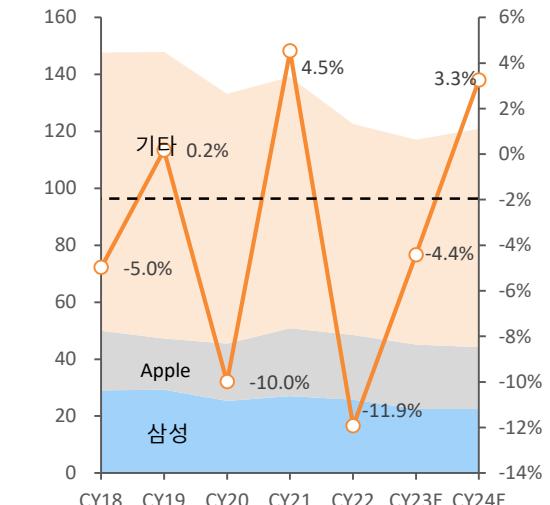
<그림8> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



<그림9> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



<그림10> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료 : Counterpoint

자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

AI 스마트폰: 아직 DRAM 탑재량 증가 효과 미미

- 업무 처리에 주로 사용하는 PC보다 소비자들의 개인적인 용도에 최적화되어 있는 스마트폰의 경우 LLM 서비스 제공만으로도 AI 도입이 부드럽게 진행 중임
- 이는 훨씬 높은 Computing Power (40 TOPS)와 고비용이 필요한 AI PC 대비 상대적으로 낮은 사양과 비용으로도 AI 스마트폰이 소비자들에게 어필할 수 있는 이유
- 올해 AI 스마트폰은 전체 출하량에서 5% 이상 수준을 기록할 것으로 판단됨
- 단 Google의 안드로이드 14.0 기반 LLM 서비스 Gemini Nano는 버전별로 2GB와 4GB 이하 DRAM을 요구하므로 전체 DRAM 탑재량이 10GB와 12GB인 스마트폰에서도 충분히 작동. 이는 초기 AI 스마트폰이 DRAM 탑재량 증가에 큰 영향을 미치지 못하는 이유

<그림11> Google Gemini 1.0 Model 종류와 Gemini Nano를 탑재한 삼성 Galaxy S24

Model size Model description

Ultra	Our most capable model that delivers state-of-the-art performance across a wide range of highly complex tasks, including reasoning and multimodal tasks. It is efficiently serveable at scale on TPU accelerators due to the Gemini architecture.
Pro	A performance-optimized model in terms of cost as well as latency that delivers significant performance across a wide range of tasks. This model exhibits strong reasoning performance and broad multimodal capabilities.
Nano	Our most efficient model, designed to run on-device. We trained two versions of Nano, with <u>1.8B</u> (Nano-1) and <u>3.25B</u> (Nano-2) parameters, targeting low and high memory devices respectively. It is trained by distilling from larger Gemini models. It is 4-bit quantized for deployment and provides best-in-class performance.



자료 : Google, 삼성전자

Server: 빅테크 Capex 전망치 소폭 상승

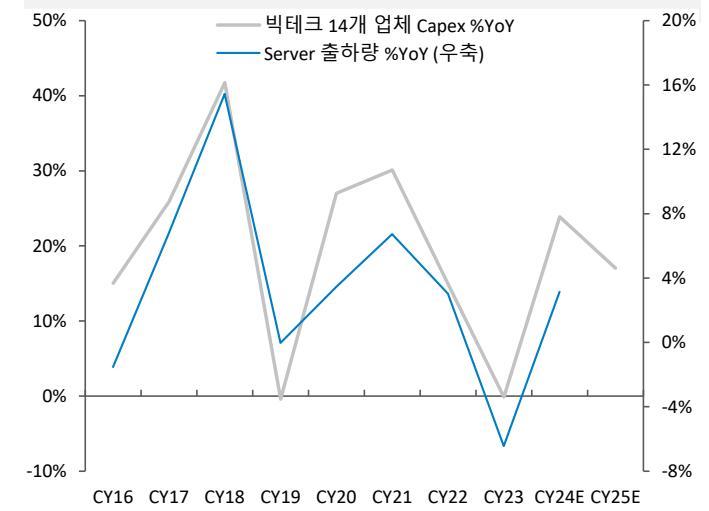
- 9월 26일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 전망치는 2,314억 달러로 8월 6일 집계된 2,308억 달러 대비 0.3%P 상향 조정. Google, Meta, Baidu 상향, Apple, Amazon 하향. 빅테크 업체들의 AI 관련 투자 및 AI 서버 생산에 대한 강한 의욕이 여전함을 암시
- 빅테크 업체들의 FY25 Capex는 1Q25에나 결정될 것이므로 큰 의미는 없으나 현재 예상되는 FY25 Capex 증감률은 +17.0%
- 당사는 빅테크 서버 시장 (Cloud 및 AI 서버) 성장을 반영한 CY24 전체 서버 출하량 증가율 전망치 3.1%를 유지
- 단 Venture Capital 업체인 Sequoia에 따르면 현재까지 AI 부문에 대한 투자 금액이 6천억 달러에 달한 반면 매출은 40억 달러에 불과 하므로, 경기둔화, 실적 악화, 부품 재고 증가 등에 따라 경쟁적인 AI 투자가 내년에 둔화될 가능성도 배제할 수 없음

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E		FY25E	
									8월 6일	9월 26일	8월 6일	9월 26일
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	49,261	50,011	51,494	51,625
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,531	9,508	11,030	11,030
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,704	37,968	44,958	45,087
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	66,005	65,484	72,310	72,415
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	58,436	58,230
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,683	1,688	1,805	1,806
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	13,287	13,450
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	653	664	757	757
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	473	467	493	493
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	815	815	689	689
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,517	6,189	6,359
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,335	6,334	6,750	6,784
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,655	1,762	1,759	2,070
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	230,819	231,404	269,957	270,794
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	217,312	217,792	255,259	255,582
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	13,507	13,612	14,698	15,212
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	23.6%	23.9%	17.0%	17.0%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	22.4%	22.6%	17.5%	17.4%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	46.9%	48.0%	8.8%	11.8%

자료 : Bloomberg

<그림12> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교

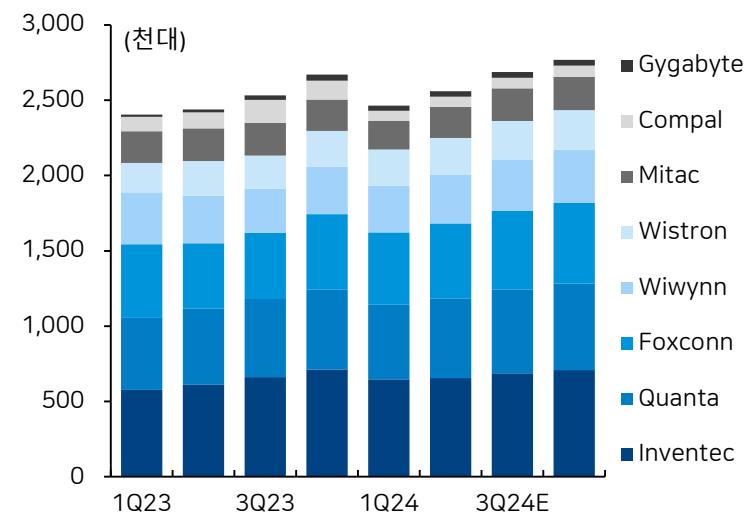


자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

Server: CY24 AI 서버 생산량은 최대 55만대로 예상

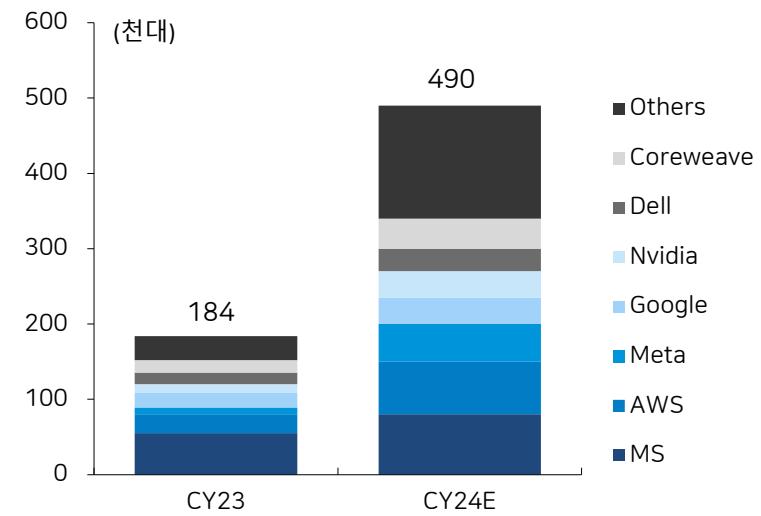
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 동 업체들의 CY24 전체 서버 출하량은 10.6백만대로 YoY 5% 증가할 것으로 전망
- 이중 CY24 AI 서버 출하량은 YoY 167% 증가하는 49만대, Conventional 서버 출하량은 2% 증가하는 10.1백만대로 추정
- 동 ODM 업체들에 따르면 CY24 분기 출하량은 2Q << 3Q < 4Q24의 모습을 보일 것으로 전망됨
- 동 ODM 업체들은 고객들의 요청으로 AI 서버 생산 설비를 올해 말에 연간 55만대까지 가능하도록 확장 중이며 따라서 올해 최대 생산량은 55만대 수준일 듯
- 단 기존 서버 모델 주문 가격이 10~15% 하락하는 등 빅테크 업체 포함 고객들이 비용 및 이익률에 매우 민감한 모습을 보이고 있는 것으로 알려져 있음

<그림13> 대만 서버 ODM 전체 출하량 전망



자료 : 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

<그림14> 고객사별 대만 서버 ODM 업체들의 AI 서버 출하량 전망



자료 : 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

Server: 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- CY24에 193K/년의 CoWoS Capa가 Nvidia에 할당. 이를 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산 가능량은 4.7백만개 (YoY +203%). AMD, Intel, 빅테크 업체들까지 포함 시, 총 가속기 반도체 생산 가능량은 9.3백만개 (YoY +178%)
- CY24 Nvidia GPU 만으로 생산 가능한 AI 서버는 59만대에 달하며 AMD, Intel의 GPU까지 모두 출하된다면 AI 서버 생산 가능량은 67만대를 상회할 전망임. 이는 대만 서버 ODM 업체들의 AI 서버 출하량 예상치를 20%, 37% 상회
- 현재까지는 고객들의 가속기 반도체 재고 축적 수요와 실수요를 넘어서는 AI 서버 생산 계획에 따라 가속기 반도체 수급의 안정이 지속되고 있는 듯. 특히 중국 빅테크 업체들은 미국 정부의 제재에 따라 가속기 반도체와 HBM을 구매하지 못할 가능성을 염두에 두고 적극적으로 재고 축적에 나서고 있는 상황

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY24 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY24	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H20 H100 H200 B100	29 29 29 15	
		CoWoS (K)		193	258%
		비중	H20 H100 H200 B100	18% 32% 18% 32%	
		Chip 수 (K)	H20 H100 H200 B100 Total	1,015 1,769 1,015 930 4,729	203%
		AMD AI GPU 생산량	Net Die CoWoS (K)	MI300X 40	578%
		비중	MI300X	100%	
		Chip 수 (K)	MI300X	640	623%
		Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi2 Gaudi3	30 20
		CoWoS (K)		8	167%
		비중	Gaudi2 Gaudi3	50% 50%	
		Chip 수 (K)	Gaudi2 Gaudi3 Total	120 80 200	122%
		ASIC/FPGA 생산량	Net Die CoWoS (K)	Avg. 110	108%
		Chip 수 (K)		3,749	132%
		Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)	9,318	178%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- TSMC는 동사 CoWoS Capa를 CY24 310K/년에서 CY25 600K까지, Nvidia에 대한 할당량은 CY24 158K에서 CY25 300K까지 증가시킬 전망
- CoWoS Capa 할당량 100% 증가 기반에 CY25 Nvidia GPU 생산량은 7.4백만개 (YoY +57%), 전체 가속기 반도체 생산량은 14.0백만대 (YoY +50%)로 추정됨
- CoWoS Capa 할당량 100% 증가에도 불구하고 가속기 반도체 생산량은 50% 증가하는 것은 CoWoS Wafer 당 신제품 가속기 반도체 생산 칩수 감소 효과에 따른 것 (Hopper 29개 -> Blackwell 15개)

<표4> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY25 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H100 H200 B100 B200 B200A B-Ultra	29 29 15 15 15 15	
		CoWoS (K)	386	100%	
		비중	H100 H200 B100 B200 B200A B-Ultra	10% 20% 15% 25% 20% 10%	
		Chip 수 (K)	H100 H200 B100 B200 B200A B-Ultra Total	1,119 2,239 869 1,448 1,158 579 7,411	57%
		AMD AI GPU 생산량	Net Die CoWoS (K)	MI325X/350 16 80	100%
		비중	MI325X/350	100%	
		Chip 수 (K)	MI325X/350	1,280	100%
		Intel AI GPU 생산량	Net Die CoWoS (K) 비중 Chip 수 (K)	Gaudi3 16 100% Gaudi3 320	100% 60%
		ASIC/FPGA 생산량	Net Die CoWoS (K) Chip 수 (K)	Avg. 25 200 5,000	82% 33%
		Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)	14,011	50%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

Server: GB200의 발열 문제

- 이전까지는 Intel, AMD의 CPU들이 500W 이하, Nvidia, AMD의 GPU 들이 700W 이하의 TDP (Thermal Design Power)를 가졌으므로 Air Cooling System으로 방열이 가능했음
- Nvidia가 CY24말에 출하를 개시할 GB200은 1개의 Grace CPU와 2개의 Blackwell GPU가 조합된 복합 Chip. GB200은 뛰어난 성능을 보여주나 TDP가 무려 2,700W에 달하고, GB200 NVL72 서버 Rack의 경우 36개의 GB200 (36 CPU + 72 GPU)이 조합되는 만큼 Liquid Cooling System으로의 전환 필요
- 다만 서버 ODM 업체들에 따르면 최근 가장 수급이 어려운 부품은 HBM보다는 방열 관련 부품이며, 최근의 B100 설계 결함 문제와 방열 부품 부족 문제에 따른 GB200 출시 지연은 DRAM 탑재량 증가 효과 (H200 144GB, B100 192GB) 연기에 따라 HBM 업체들에게 다소 불리

<그림15> 각 Processor 별 TDP와 GB200의 Configuration

CPU / GPU Power Consumption



자료 : Gigabyte, Nvidia, iM증권 리서치본부

HBM: 경쟁적 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건

- CoWoS Capa에 기반한 최대 가속기 생산 가능량을 감안하면 HBM 실제 수요량은 CY24에 8.8억 GB로 YoY 319% 증가, CY25에 18.8억 GB로 113% 증가
- 일부 시장 조사 기관들이 제시하고 있는 14억 GB의 올해 수요 전망치에는 고객들의 실수요와 재고 축적 수요가 모두 포함되어 있는 듯
- 반면 HBM 3사의 CY24 생산 계획이 총 16.6억 GB (SK하이닉스 8.1억 GB, 삼성전자 7.5억 GB, Micron 1.0억 GB)에 이르고 CY25 생산 계획은 36.1억 GB (삼성전자 16.3억 GB, SK하이닉스 15.0억 GB, Micron 4.9억 GB)까지 급증
- 수율 부진에 따라 생산 계획이 달성되지 못할 경우에도 삼성전자의 HBM3E 공급이 본격화될 경우, HBM 수급이 CY25에 공급 과잉으로 전환될 가능성 있는 것으로 판단됨. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건인 듯

<표5> CY24, CY25 HBM 최대 실수요량 추정

고객	가속기 반도체 제품명	생산량 (K)	HBM						수요 (M GB)	% YoY
			제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량				
CY24	Nvidia	H20	1,015	HBM3	16	6	96	97		
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142		
		H200	1,015	HBM3E	24	6	144	146		
		B100	930	HBM3E	24	8	192	179		
		Total	4,729					564	390%	
	AMD	MI300X	640	HBM3	24	8	192	123	623%	
CY25	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12		
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10		
		Total	200					22	152%	
	기타	ASIC/FPGA	3,749	HBM2E/3	17	3	46	174	148%	
	Total	9,318					95	882	319%	
CY25	Nvidia	H100	1,119	HBM3	16	5	80	90		
		H200	2,239	HBM3E	24	6	144	322		
		B100	869	HBM3E	24	8	192	167		
		B200	1,448	HBM3E	24	8	192	278		
		B200A	1,158	HBM3E	36	4	144	167		
		B-Ultra	579	HBM3E	36	8	288	167		
		Total	7,411					1,190	111%	
	AMD	MI325X/350	1,280	HBM3E	36	8	288	369	200%	
CY25	Intel	Gaudi3	320	HBM2E	16	8	128	41	88%	
	기타	ASIC/FPGA	5,000	HBM3/3E	18	3	56	281	61%	
	Total	14,011					134	1,880	113%	

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM: Nvidia는 CY25를 대비해 삼성전자 HBM3E에 대한 구매를 긍정적으로 검토할 듯

- SK하이닉스와 Micron은 고객사 인증을 이미 마치고 HBM3E 8단 공급을 2Q24초에 개시. HBM3E 12단 양산은 SK하이닉스 4Q24, Micron 1Q25에 개시될 것으로 예상됨
- 삼성전자는 5월 말에 Nvidia H20향 HBM3 8단 출하를 개시했고 6월 말에 HBM3E 8단의 단품칩 인증을 완료한 듯. 10월 중에 HBM3E 8단 CoWoS 인증 및 출하 성사 여부가 결론날 듯
- CY24까지는 SK하이닉스 공급 만으로 필요 물량을 채울 수 있었던 Nvidia는 CY25 수요를 대비해야 하는 4Q24에 삼성전자 HBM3E 8단에 대한 구매를 긍정적으로 검토할 듯
- 단 현재 상황으로 볼 때 삼성전자의 HBM3E가 올해 동사 실적에 미칠 영향은 동사의 가이던스만큼 크지 않을 가능성이 높은 듯

<그림16> Processor 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

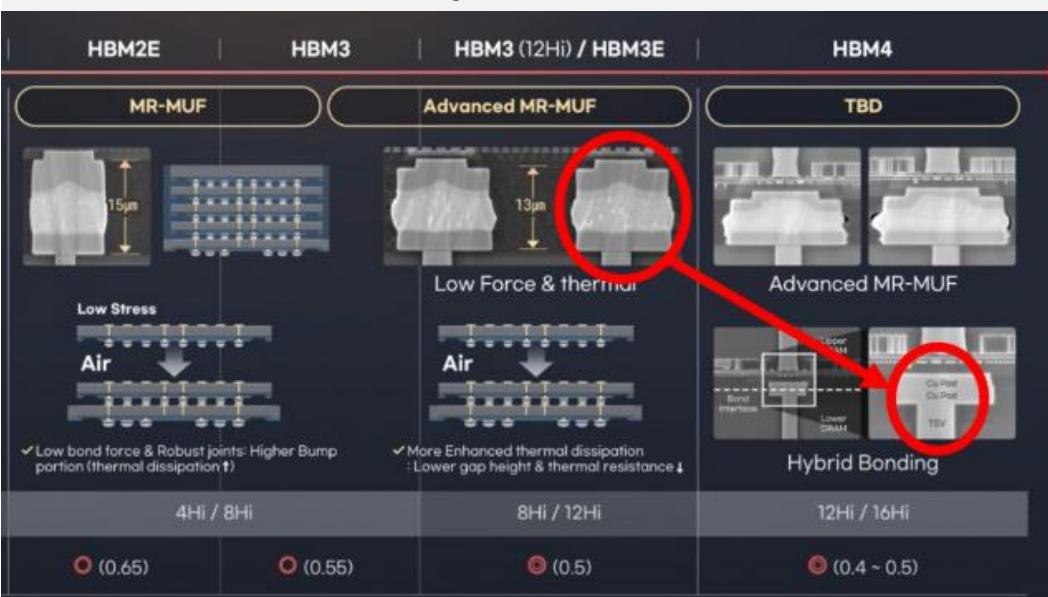


자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM: 삼성전자, HBM4부터 MR-MUF 전환 가능성 존재

- CY26 본격 양산 예정인 HBM4는 이전 세대의 1,024개에서 I/O 수가 2,048개로 두배 증가. HBM3에서 I/O 간 거리 (Pitch)는 25~30 μm이며 HBM4에서는 Pitch가 절반 수준으로 줄거나 TSV 지름을 더 좁게 만드는 방법이 사용될 전망
- SK하이닉스는 HBM4 본딩 방식을 기존의 MR-MUF와 하이브리드 본딩의 Two Track으로 개발 중이나 기술적 난이도 문제로 HBM4에서도 16단까지 MR-MUF의 적용 가능성이 높은 것으로 보임
- 삼성전자는 HBM4에서 하이브리드 본딩을 반드시 성공시켜야 한다는 입장이며 원료 수급 문제 등에 따라 당분간 MR-MUF의 채택 가능성은 제한적인 듯. 단 HBM4에서 하이브리드 본딩 적용이 실패할 경우 원재료 내재화를 통해 MR-MUF로의 전환 가능
- 레조낙 (구 쇼와덴코)의 TC-NCF 소재 설비 확장을 감안 시 Micron은 당분간 TC-NCF 방식을 유지할 전망. 최근 동사의 한미반도체 본딩 장비 구입은 향후 MR-MUF 전환 가능성을 염두에 둔 중복 투자 방지의 일환인 듯

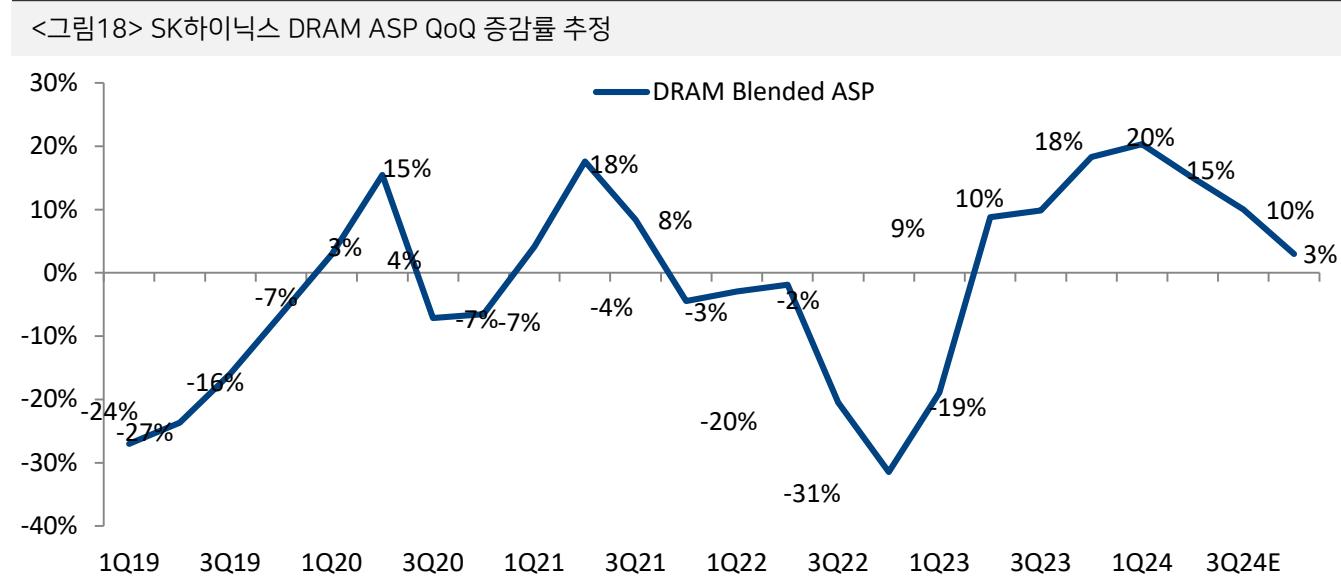
<그림17> SK하이닉스의 HBM Bonding 개발 추이



자료 : SK하이닉스, 서울경제

4Q24 ASP: DRAM 한자리수대 초중반 상승, NAND 유지 예상

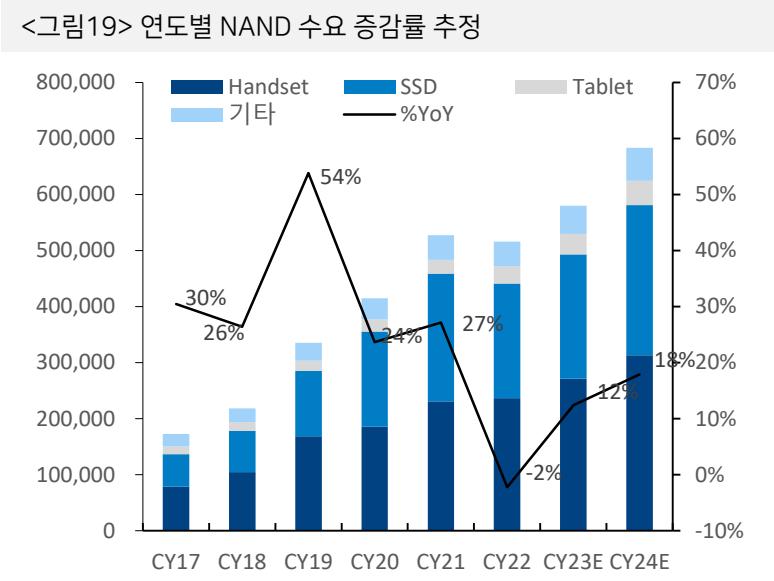
- 3Q24에는 원가 부담 및 재고 증가에 따라 고객들의 고정거래가격 인상에 대한 저항 강화. DRAM 10%, NAND 한자리수대 중후반 수준의 ASP 상승 예상
- PC, Mobile 고객들은 4Q24 DRAM, NAND 가격 유지 또는 인하를 주장할 전망이나 Server용 DRAM 가격은 추가 인상이 가능할 듯. 4Q24 Blended ASP는 DRAM 한자리수대 초중반 상승, NAND 유지 추정
- HBM 생산 비중이 극히 낮았던 Micron의 2H24 DRAM ASP 상승률은 HBM 생산 비중 증가에 따라 한국 업체들 대비 높을 듯
- 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 BOM Cost 부담 가중에 따라 가격 상승이 쉽지 않을 것으로 판단됨
- 최근 PC, 스마트폰 고객들의 메모리 반도체 구매 강도가 다소 둔화되는 것으로 보이며 이는 2Q23부터 시작된 고객들의 재고 재축적이 어느정도 종료되었을 가능성을 암시하는 듯



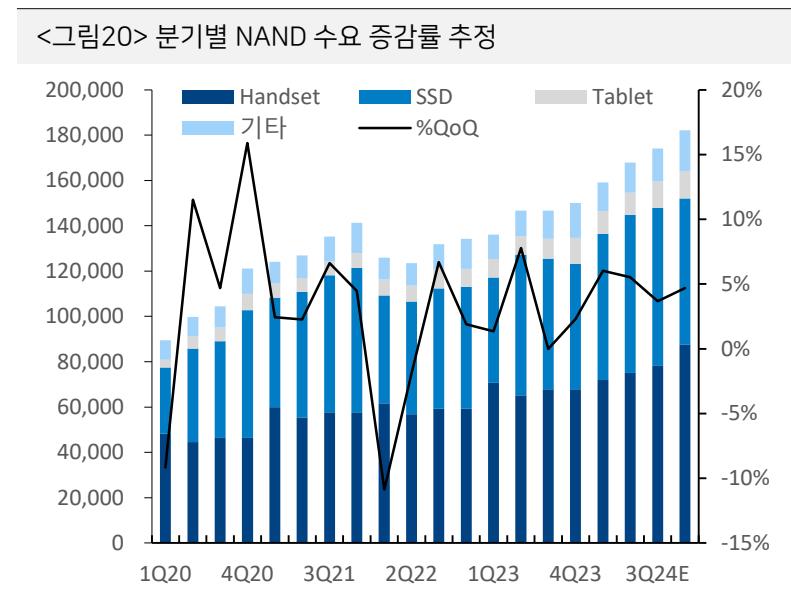
자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND CY24 수요 증가율: +18.2% 예상. 출하량이 수요량을 크게 상회 중인 듯

- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY24 NAND 수요 증감률은 +18.2%로 예상됨
- 반면 WSTS에 따르면 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +23.9%에 달해 2Q23 이후 감산 및 가격 인상에 대비한 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 상회하고 있는 것으로 판단됨
- 이는 현재 반도체 업체들의 재고를 크게 축소시키는 영향을 주고 있으나, 증가한 고객들의 재고가 향후 다시 업황에 부담이 될 수 있음



자료 : WSTS, Counter Point, IDC, iM증권 리서치본부



자료 : WSTS, Counter Point, IDC, iM증권 리서치본부

FY24 메모리 반도체 Capex는 DRAM 위주로 전년 대비 29% 증가할 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 29% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 64% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 16% 감소 예상
- 한국, 미국, 중국 업체들의 Capa 확대가 재개되고 있어 실제 FY24 Capex 규모는 현재 전망치를 상회할 가능성도 있음

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

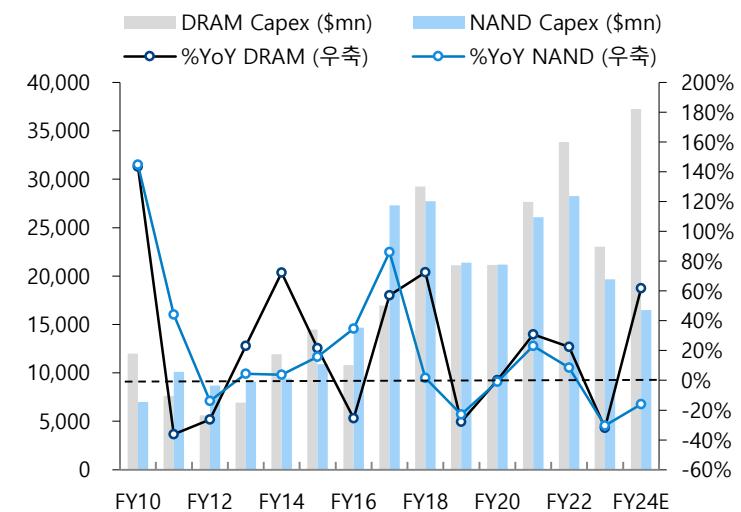
DRAM (\$mn)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E
삼성전자	5,200	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556
Micron	600	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850
SK하이닉스	1,800	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	12,000
Elpida	600	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	1,748	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	133	98	102	71	428	123	149	502	554	438	270	449	674	472	450
ProMos	185	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	731	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	500
PowerChip	548	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	426	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	3,000	2,500	3,500
Swaysure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000
Total	11,971	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,144	27,653	34,844	24,933	40,856
% YoY	143%	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	31%	26%	-28%	64%
NAND (\$mn)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E
삼성전자	2,800	3,993	3,461	4,777	4,750	4,800	5,000	11,150	8,145	5,800	8,500	11,500	11,600	10,500	7,407
Micron	400	1,700	1,216	858	1,143	2,000	2,875	3,100	3,750	4,550	3,950	4,500	5,500	3,000	2,250
SK하이닉스	1,100	800	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,333
Kioxia + WD	2,600	3,500	2,400	2,150	2,500	3,500	3,700	5,000	4,880	4,050	3,800	4,370	4,500	2,250	2,500
PowerChip	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0
YMTC	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000
Total	7,000	10,093	8,697	9,087	9,419	10,900	14,675	27,300	27,723	21,400	21,183	26,070	28,255	19,650	16,491
% YoY	145%	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-16%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E
% YoY	144%	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	17%	-29%	29%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치분부

FY24 DRAM Capex는 Legacy DRAM을 포함해 대폭 증가

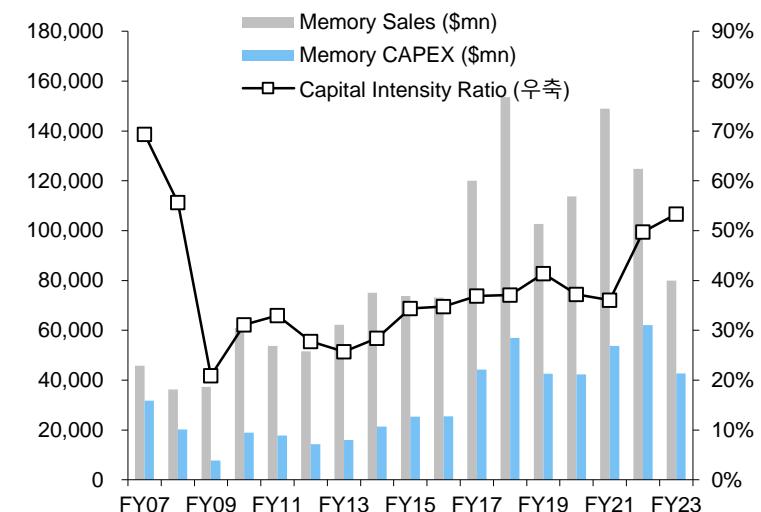
- 삼성전자의 FY24 메모리 반도체 Capex는 전년 대비 소폭 증가하는 31조원이나, Legacy DRAM Capa 증설 예정인 P4 투자 재개 감안 시 향후 상향 조정될 가능성도 존재. SK하이닉스와 Micron의 FY24 Capex는 각각 18조원, 81억 달러로 130%, 16% 증가. Micron의 FY25 Capex는 60% 증가 예상
- NAND 신규 생산 설비 증설은 여전히 제한적이나 DRAM 설비 투자는 전년 대비 대폭 증가. 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM Capex는 공정 전환, HBM / Legacy DRAM 설비 확대에 따라 YoY 29%, 210% 증가하는 21조원과 16조원에 달할 전망임
- CXMT (CY23말 100K -> CY24말 180K -> CY25말 260K), Swaysure (라인 건설 중), YMTC 등 중국 업체들의 FY24 Capex도 신규 DRAM 설비 확장, 174단 공정 전환 등에 따라 크게 증가
- 삼성전자 P4, SK하이닉스 M15X, 중국 업체들의 Legacy DRAM 생산 설비 확장을 감안 시, DRAM 장기 호황 전망의 중요한 논거였던 Legacy DRAM 생산 차질은 발생하지 않을 것으로 판단됨

<그림21> DRAM, NAND Capex 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림22> Memory 반도체 시장 규모와 Capex 간 관계

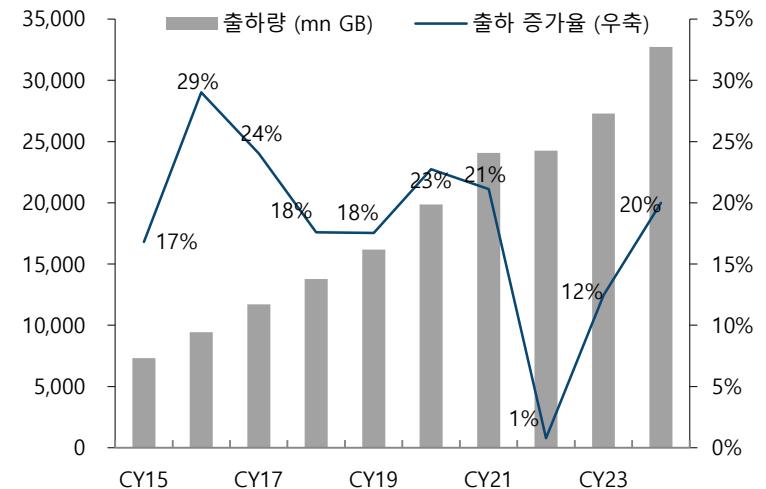


자료 : WSTS, 각사 자료, iM증권 리서치본부

1Q25 중 메모리 반도체 싸이클 하락 전환 가능성

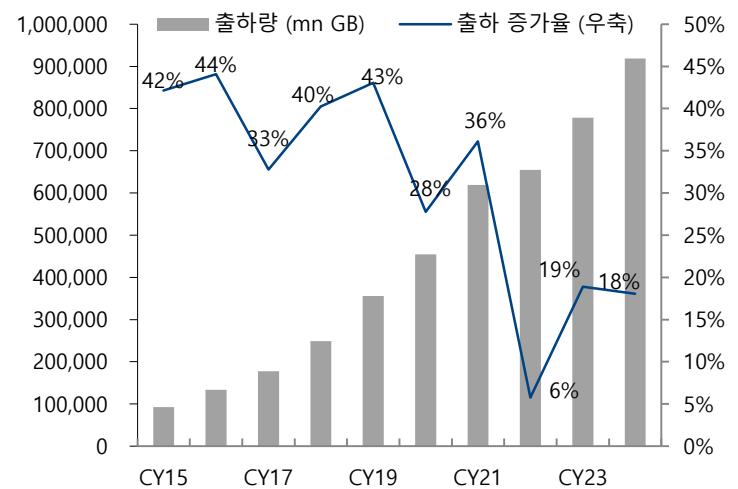
- CY23 재공품 포함 기준 업계 DRAM 생산 증가율은 -5%로 추정되며, 이는 수요 증가율 7%를 크게 하회. CY23 DRAM 출하 증가율은 생산 및 수요 증가율을 모두 상회하는 12%. 이는 CY23에 반도체 업체들의 재고 축소, 고객들의 재고 재축적이 개시되었음을 의미하며 1Q23 하순부터 메모리 반도체 상승 싸이클 진입
- CY24 재공품 포함 기준 업계 DRAM 생산 증가율은 12% (삼성전자 10%대 중반, SK하이닉스 한자리수대 중반, Micron 10% 수준)로 추정되며, 당사 수요 증가율 전망치는 17%. CY24 DRAM 출하 증가율은 20%로 생산 증가율과 수요 증가율을 모두 상회. CY24에도 반도체 업체들의 재고 감소와 고객들의 재고 증가 추세가 이어지고 있는 것으로 판단됨
- 수요 증가와 고객들의 재고 재축적으로 시작되는 메모리 반도체 상승 싸이클 (1.5년~2년)은 수요 둔화와 고객들의 재고 정리에 의한 주문 축소에 따라 하락 싸이클 (1년~1.5년)로 전환됨
- 만약 향후 경기 둔화, 고객들의 재고 축적 완료, AI 투자 둔화가 겹칠 경우, 상승 싸이클 2년 차인 1Q25 하순에 메모리 업황의 하락 싸이클이 개시될 가능성이 있음

<그림23> DRAM 출하 증가율 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림24> NAND 출하 증가율 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

반도체 주가는 업황을 선행하는 경기 선행 지표와 동행

- 메모리 반도체 시장 규모 (업황)는 Global 유동성 YoY 증감률, OECD 경기선행지수, 중국 Credit Impulse 지수처럼 향후 Macro 경기 및 수요를 선행하는 지표 (Valuation 지표)들을 역사적으로 6개월 이상 후행 해왔음. 반도체 주가는 향후 6개월 이후의 반도체 수요와 업황을 미리 알려주는 경기 선행 지표들과 동행하는 것임
- 경기 선행 지표들의 방향성과 변동 폭에 따라 이를 후행하며 반영하는 CY25 반도체 업황과 실적 역시 차이를 보일 것임
- 4Q22 경기선행지표들의 반등은 2Q23부터 반도체 업황 호전을 이끌었으나 최근 일부 경기선행지표의 둔화 가능성은 CY25 업황에 대한 다소의 우려를 불러오고 있음
- 단 최근 경기선행지표들의 하락 속도가 제한적인 점은 향후 업황 둔화가 단기간, 소폭에 그칠 가능성을 제시하고 있는 듯

<그림25> 메모리 업황과 OECD 경기선행지수



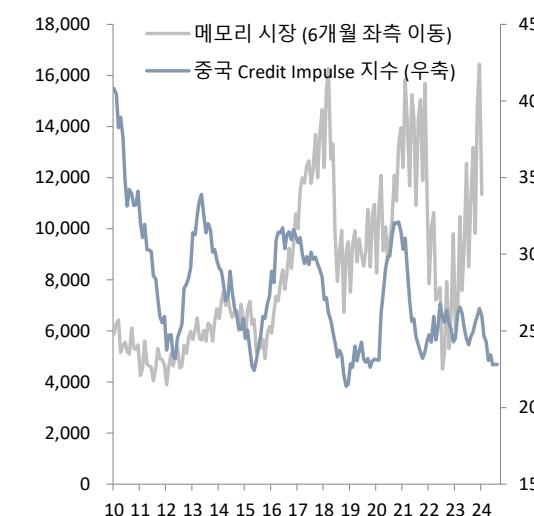
자료 : WSTS, Datastream

<그림26> 메모리 업황과 Global 유동성 증감률



자료 : WSTS, Bloomberg

<그림27> 메모리 업황과 중국 Credit Impulse

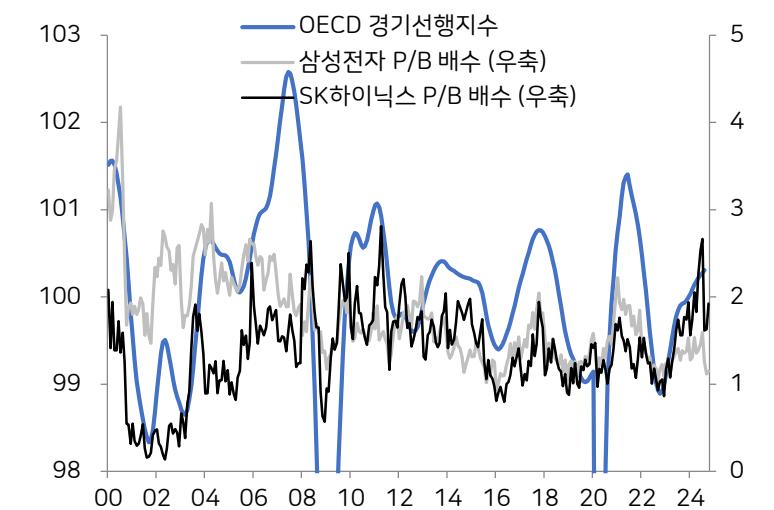


자료 : WSTS, Bloomberg

OECD 경기선행지수 하락 전환 가능성

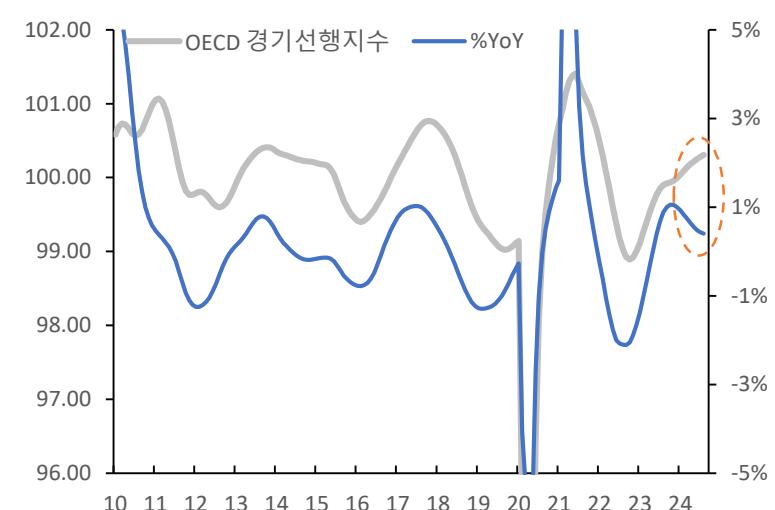
- OECD 경기선행지수는 CY22 11월 98.9를 시작으로 CY24 8월 현재 100.3까지 22개월간 상승세 지속 중. 이에 따라 동지수를 1개월 가량 선행해온 반도체 주가도 CY22 10월부터 7월 초중순까지 22개월 간 강세
- 단 OECD 경기선행지수를 선행하는 YoY 증감률이 CY23 12월 이후 하락을 개시한지 9개월이 지났으므로 조만간 OECD 경기선행지수의 하락이 발생할 가능성이 있음
- 만약 향후 OECD 경기선행지수가 하락을 개시한다면 이는 반도체 주가도 하락기에 접어들었고 반도체 업황은 6개월 이후 둔화되기 시작할 가능성이 존재한다는 의미

<그림28> OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림29> OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이

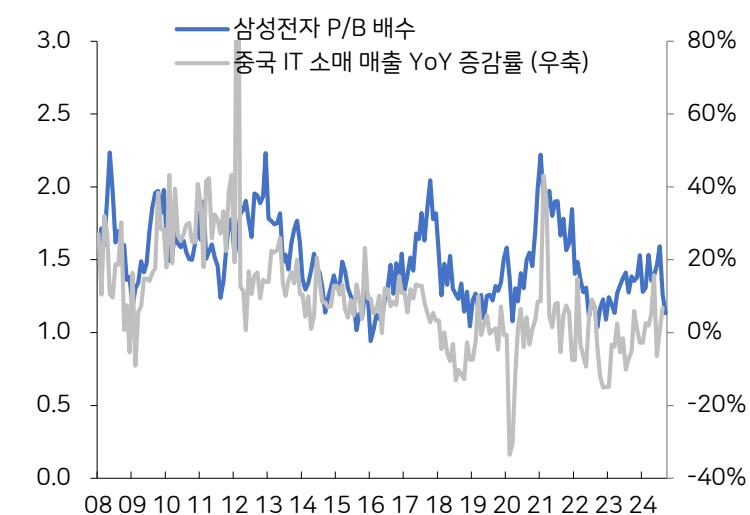


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

여전히 불확실한 중국 IT 수요 회복

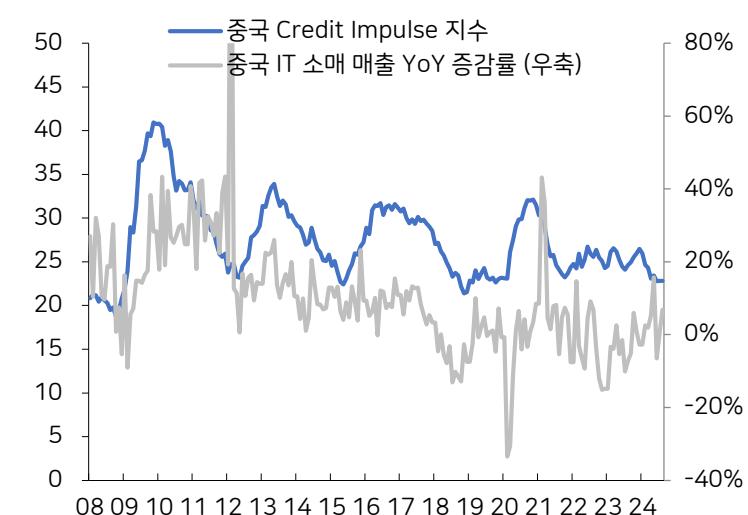
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 IT 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- 중국 IT 수요 증감률의 상승 지속 여부가 한국 반도체 주가에 큰 영향을 미칠 전망임
- 지난 1월 이후 하락세를 보이던 중국 Credit Impulse 지수는 8월에 22.8로 두달 연속 전월 수치 유지
- 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 여전히 부진한 상황

<그림30> 중국 IT 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림31> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 IT 수요 YoY 증감률

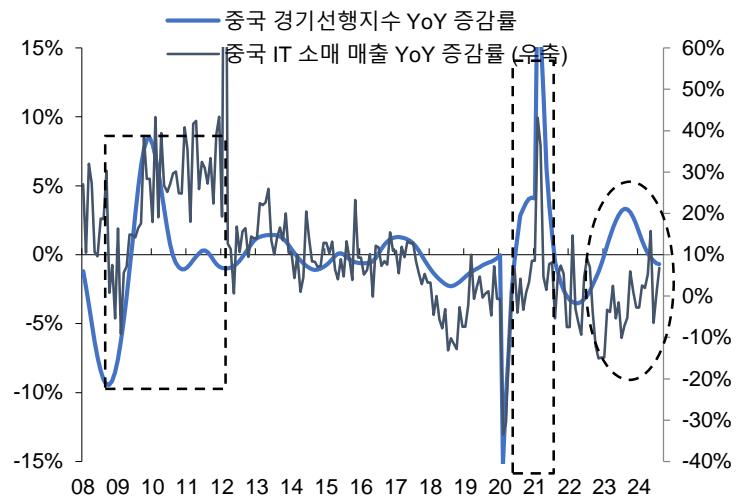


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

여전히 불확실한 중국 IT 수요 회복

- 중국 정부의 금리 인하 영향으로 8월 중국 M2 YoY 증감률은 +6.3%를 기록해 전월과 동일. 단 상승 전환인지는 아직 불확실
- CY22 5월 이후 CY23 9월까지 17개월 연속 상승했던 중국 경기선행지수 YoY 증감률이 CY23 10월부터 CY24 8월까지 하락 지속. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 경기선행지수 YoY 증감률과 역사적으로 유사한 흐름
- 향후 중국 경기선행지표들의 상승 전환이 발생할지 알 수는 없으나, 동 지표들이 6개월 이후의 경기를 알려주고 있으므로 9월 이후 상승 전환이 발생할 경우에도 중국의 경기, IT 수요의 본격 개선은 2Q25초 이후에나 나타날 수 있을 것으로 판단됨

<그림32> 중국 경기 선행 지수와 IT 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림33> 중국 M2 YoY 증감률 추이

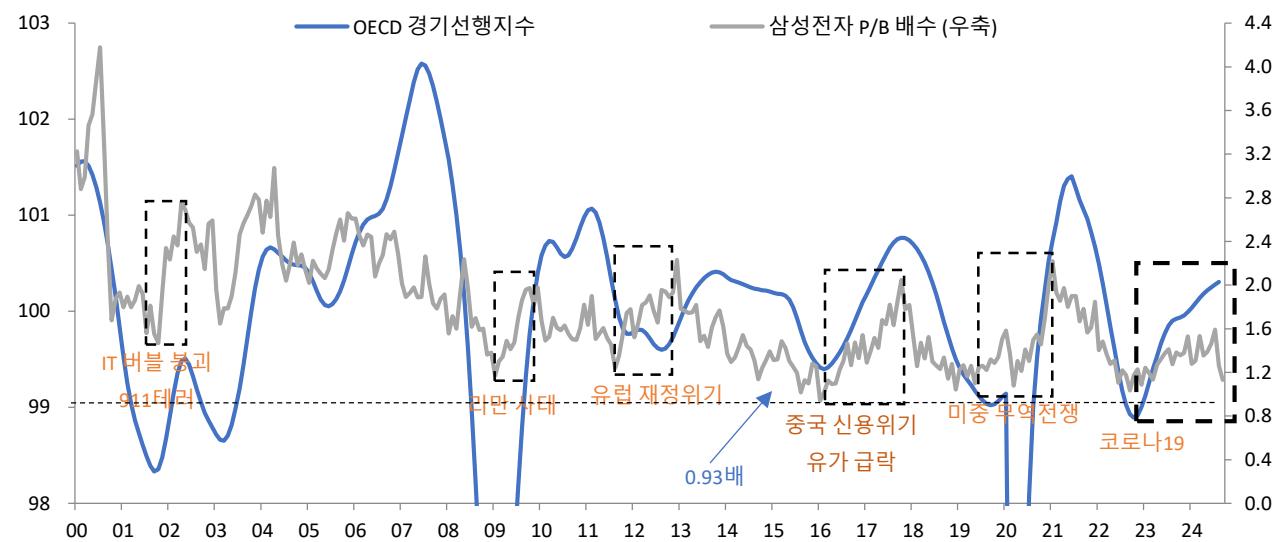


자료 : Bloomberg

삼성전자: Market-Weight 전략 권고

- 동사 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.15배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.37배를 하회 중
- 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.59배였으며 직전 저점 주가는 1.12배. 따라서 동사 주가는 최근 30% 하락
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.93배를 적용할 경우 55,000원의 주가 도출
- 따라서 동사 현주가는 경기 및 업황이 둔화되는 최악의 경우 10%대 중반 수준의 추가 하락 가능성을 보유. 단 6만원 이하 주가는 장기적 관점에서 매수가 가능한 가격대인 것으로 판단됨
- 향후 경기, 업황 둔화 Risk와 단기 낙폭 과대에 따른 주가 반등 가능성을 모두 감안해 포트폴리오 내 동사 비중을 Market-weight로 유지하는 전략 권고

<그림34> OECD 경기선행지수와 삼성전자 P/B 밴드

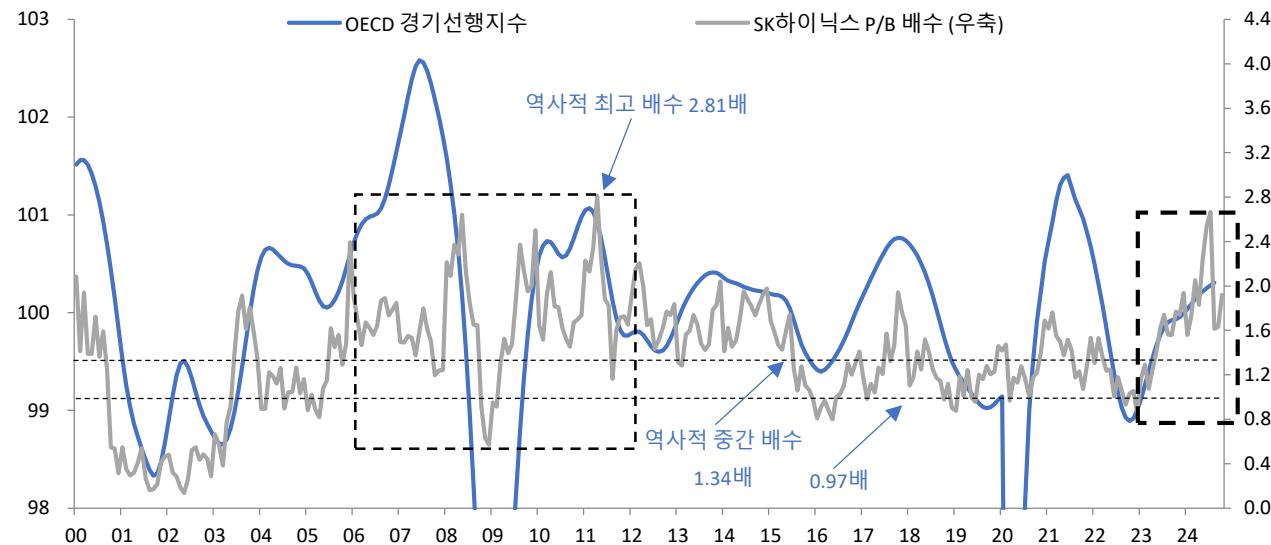


자료 : 삼성전자, Datastream, iM증권 리서치본부

SK하이닉스: Market-Weight 전략 권고

- 동사 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.97배. 직전 고점 배수 2.67배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수는 1.61배로 동사 주가는 최근 39% 급락했다가 반등 중인 상황
- FY25 예상 BPS에 동사 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.97배를 적용할 경우 11만원의 주가 도출. 따라서 동사 현주가는 과거 추세 하락기와 같은 환경이라면 최악의 경우 40% 가량의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 계산됨
- 그러나 현재 업계 최고 수준으로 올라선 동사 경쟁력을 감안 시, 동사 최저점 배수가 과거보다 매우 높은 수준에서 형성될 전망이므로 실제 주가 하락폭은 이보다 훨씬 적을 것으로 판단됨
- 향후 경기, 업황 둔화 Risk와 단기 낙폭 과대에 따른 주가 반등 가능성을 모두 감안해 포트폴리오 내 동사 비중을 Market-weight로 유지하는 전략 권고

<그림35> OECD 경기선행지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부



[기업분석]

삼성전자(005930)

SK하이닉스(000660)

V. 기업 분석

삼성전자(005930)

Market-Weight 전략 권고

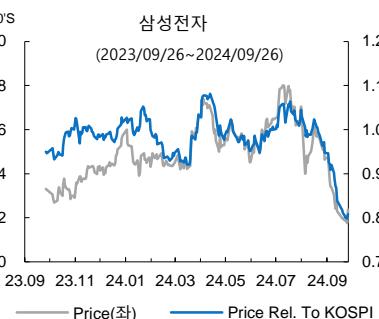
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	77,000원(하향)
증가(2024.09.27)	64,200원
상승여력	19.9 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	679,267만주
시가총액	426,955십억원
외국인지분율	54.0%
52주 주가	62,200~87,800원
60일평균거래량	22,245,361주
60일평균거래대금	1,683.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.6	-20.7	-18.9	-5.4
상대수익률	-14.0	-16.7	-15.9	-13.8



[투자포인트]

- 3Q24 및 FY24 영업이익 전망치를 기준의 14.6조원과 47.0조원에서 11.2조원과 39.7조원으로 하향. 하향 조정의 이유는 원-달러 환율 하락, 반도체 ASP 하향 조정, 특별상여금 지급을 위한 총당금 설정 반영
- 3Q24 DRAM, NAND ASP 인상폭은 일부 Mobile 고객향 가격 하락에 따라 당초 시장 기대치를 하회하는 10%, 7% 상승에 그칠 것으로 전망. 출하량 증가율도 중국향 출하 부진에 따라 동사 기존 가이던스를 다소 하회할 듯. 최근 PC, 스마트폰 고객들의 메모리 반도체 구매 강도가 다소 둔화되는 것으로 보이며 이는 2Q23부터 시작된 고객들의 재고 재축적이 어느정도 종료되었을 가능성을 암시
- PC, Mobile 고객들은 4Q24 메모리 가격의 유지 또는 인하를 주장할 전망이나 Server용 DRAM ASP는 HBM3E 판매 확대에 따라 추가 상승이 가능할 듯. 4Q24 Blended ASP는 DRAM 3% 상승, NAND 유지 추정. 4Q24 Micron의 실적 개선 폭은 극히 낮았던 동사 HBM 생산 비중 증가에 따라 한국 업체들 대비 클 듯
- 실적 전망치 하향을 반영하여 동사 목표주가를 올해 예상 BPS에 역사적 평균 P/B 배수 1.37배를 적용하여 도출된 77,000원으로 하향. 향후 경기, 업황 둔화 Risk와 단기 낙폭 과대에 따른 주가 반등 가능성을 모두 감안해 포트폴리오 내 동사 비중을 Market-weight로 유지하는 전략 권고

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	258,935	308,835	318,100	308,557
영업이익(십억원)	6,567	39,679	40,153	21,294
순이익(십억원)	14,473	31,925	29,911	16,784
EPS(원)	2,131	4,700	4,403	2,471
BPS(원)	52,002	55,751	59,204	60,724
PER(배)	36.8	13.8	14.7	26.2
PBR(배)	1.5	1.2	1.1	1.1
ROE(%)	4.1	8.7	7.7	4.1
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	9.7	4.3	4.0	5.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표7> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정												
(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
전사	매출	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	82,233	80,618	302,231	258,935	308,835
	매출총이익	17,738	18,358	20,786	21,660	26,029	29,760	32,365	32,165	112,190	78,543	120,319
	매출총이익률	27.8%	30.6%	30.8%	32.0%	36.2%	40.2%	39.4%	39.9%	37.1%	30.3%	39.0%
	영업이익	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	11,199	11,431	43,377	6,567	39,679
	영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	9.2%	14.1%	13.6%	14.2%	14.4%	2.5%	12.8%
DS	매출	13,730	14,734	16,441	21,690	23,141	28,560	30,935	32,789	98,460	66,595	115,425
	매출총이익	-960	-592	262	2,274	6,051	10,596	10,542	11,914	38,097	984	39,104
	매출총이익률	-7.0%	-4.0%	1.6%	10.5%	26.2%	37.1%	34.1%	36.3%	38.7%	1.5%	33.9%
	영업이익	-4,580	-4,360	-3,752	-2,180	1,913	6,450	6,091	7,306	23,823	-14,873	21,760
	영업이익률	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	8.3%	22.6%	19.7%	22.3%	24.2%	-22.3%	18.9%
SDC	매출	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,889	9,113	34,380	30,969	31,041
	매출총이익	5,330	5,469	6,647	6,874	5,048	5,796	6,575	6,630	24,076	24,321	24,050
	매출총이익률	80.6%	84.4%	80.9%	71.2%	93.7%	75.8%	74.0%	72.8%	70.0%	78.5%	77.5%
	영업이익	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,711	1,531	5,952	5,569	4,592
	영업이익률	11.8%	13.0%	23.6%	20.8%	6.3%	13.2%	19.2%	16.8%	17.3%	18.0%	14.8%
MX/네트워크	매출	31,819	25,550	30,000	25,040	33,530	27,380	31,994	27,668	120,820	112,409	120,573
	매출총이익	10,436	8,395	10,108	8,522	11,137	9,213	11,023	9,555	38,624	37,462	40,927
	매출총이익률	32.8%	32.9%	33.7%	34.0%	33.2%	33.6%	34.5%	34.5%	32.0%	33.3%	33.9%
	영업이익	3,940	3,040	3,300	2,730	3,510	2,230	2,738	2,140	11,383	13,011	10,618
	영업이익률	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	10.5%	8.1%	8.6%	7.7%	9.4%	11.6%	8.8%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,250	17,890	17,510	18,180	16,680	18,040	17,978	18,611	73,850	70,830	71,309
	매출총이익	10,436	8,395	10,108	8,522	11,137	9,213	11,023	9,555	38,624	37,462	40,927
	매출총이익률	60.5%	46.9%	57.7%	46.9%	66.8%	51.1%	61.3%	51.3%	52.3%	52.9%	57.4%
	영업이익	321	990	831	290	770	811	874	670	2,230	2,432	3,125
	영업이익률	1.9%	5.5%	4.7%	1.6%	4.6%	4.5%	4.9%	3.6%	3.0%	3.4%	4.4%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

V. 기업 분석

<표8> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

원/달러 환율 (원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
DRAM	1,206	1,263	1,342	1,360	1,280	1,286	1,315	1,322	1,331	1,370	1,357	1,350	1,278	1,305	1,353
1Gb 기준 출하량 (백만개)	19,156	20,304	16,438	17,977	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,428	25,739	73,875	81,698	97,532
%QoQ / % YoY	1.2%	6%	-19%	9%	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	1%	5%	-3%	11%	19%
1Gb 기준 ASP (\$)	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.2	0.3
%QoQ / % YoY	-1.3%	0%	-20%	-31%	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	10%	3%	-14%	-44%	58%
매출 (백만불)	8,619	9,135	5,903	4,486	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,784	9,533	28,143	17,279	32,596
%QoQ / % YoY	-0.2%	6%	-35%	-24%	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	11%	9%	-17%	-39%	89%
매출 (십억원)	10,395	11,540	7,921	6,101	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,924	12,870	35,957	22,541	44,110
%QoQ / % YoY	1.7%	11%	-31%	-23%	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	10%	8%	-7%	-37%	96%
영업이익 (십억원)	5,380	6,270	3,355	1,059	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,770	4,473	16,063	-985	13,582
영업이익률	52%	54%	42%	17%	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	32%	35%	45%	-4%	31%
NAND	37,340	34,648	31,523	35,262	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	46,250	48,758	138,772	158,613	189,685
16Gb 기준 출하량 (백만개)	9%	-7%	-9%	12%	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	0%	5%	3%	14%	20%
%QoQ / % YoY	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
16Gb 기준 ASP (\$)	-5.2%	1%	-21%	-28%	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	7%	0%	-17%	-47%	65%
매출 (백만불)	7,983	7,497	5,388	4,340	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	8,027	8,462	25,208	15,410	30,480
%QoQ / % YoY	3%	-6%	-28%	-19%	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	7%	5%	-14%	-39%	98%
매출 (십억원)	9,628	9,470	7,231	5,902	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,896	11,424	32,232	20,073	41,236
%QoQ / % YoY	5%	-2%	-24%	-18%	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	6%	5%	-4%	-38%	105%
영업이익 (십억원)	2,372	2,823	823	-1,211	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,592	2,929	4,807	-11,296	9,582
영업이익률	25%	30%	11%	-21%	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	24%	26%	15%	-56%	23%
System LSI	6,780	7,420	7,790	7,934	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,433	7,762	29,924	22,460	27,666
매출 (십억원)	3%	9%	5%	2%	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	9%	4%	39%	-25%	23%
영업이익 (십억원)	701	886	940	421	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-521	-362	2,948	-2,571	-2,164
영업이익률	10%	12%	12%	5%	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-7%	-5%	10%	-11%	-8%
디스플레이	228.0	207.7	197.2	207.0	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	215.4	230.5	840.0	716.0	785.4
출하량 (백만개)	-19%	-9%	-5%	5%	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	10%	7%	-20%	-15%	10%
%QoQ / % YoY	29	29	35	33	33	32	34	33	28	29	30	29	32	33	29
ASP (\$)	7%	1%	21%	-7%	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	7%	4%	20%	5%	-12%
%QoQ / % YoY	-14%	-8%	15%	-2%	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	17%	3%	-4%	-11%	-4%
매출 (백만불)	6,609	6,103	6,997	6,846	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	6,548	6,750	26,555	23,766	22,931
%QoQ / % YoY	-12%	-3%	22%	-1%	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	16%	3%	8%	-10%	0%
매출 (십억원)	7,970	7,710	9,390	9,310	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,889	9,113	34,380	30,969	31,041
%QoQ / % YoY	-26%	-245%	-41%	-92%	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-92%	-49%	-92%
중대형 영업이익 (십억원)	-396	-292	-289	-176	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	-78	-1,153	-116	-237
소형 영업이익 (십억원)	1,486	1,352	2,269	1,999	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,786	1,609	7,105	5,686	4,829
영업이익률	20%	19%	25%	23%	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	19%	22%	19%	16%
전체 영업이익 (십억원)	1,090	1,060	1,980	1,822	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,711	1,531	5,952	5,569	4,592
영업이익률	14%	14%	21%	20%	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	17%	17%	18%	15%
휴대폰 /Tablet	84.2	72.4	74.7	68.8	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	68.2	62.5	300.1	260.9	262.8
출하량 (백만개)	7%	-14%	3%	-8%	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	8%	-8%	-5%	-13%	1%
%QoQ / % YoY	296	293	296	259	335	300	318	284	353	309	337	318	287	310	330
ASP (\$)	5%	-1%	1%	-13%	30%	-10%	6%	-11%	24%	-13%	9%	-6%	4%	8%	6%
%QoQ / % YoY	24,960	21,210	22,097	17,798	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,445	22,990	19,866	86,065	80,891	86,690
매출 (백만불)	30,103	26,794	29,654	24,203	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,640	31,208	26,819	110,754	105,126	117,133
%QoQ / % YoY	14%	-11%	11%	-18%	23%	-21%	19%	-17%	39%	-18%	17%	-14%	11%	-5%	11%
영업이익 (십억원)	3,621	2,388	3,028	1,541	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,226	2,733	2,135	10,577	12,899	10,599
영업이익률	12.0%	8.9%	10.2%	6.4%	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.4%	8.8%	8.0%	9.5%	12.3%	9.0%
TV	10.8	8.2	9.1	10.9	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.8	39.0	36.7	37.8
출하량 (백만개)	-5%	-24%	11%	19%	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	12%	-8%	-6%	3%
%QoQ / % YoY	603	643	568	556	556	603	538	558	558	564	519	519	590	563	538
ASP (\$)	-3%	7%	-12%	-2%	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%
%QoQ / % YoY	6,527	5,283	5,179	6,034	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,911	5,015	5,617	23,023	20,632	20,353
매출 (백만불)	7,871	6,674	6,951	8,206	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,582	29,702	26,842	27,522
%QoQ / % YoY	-6%	-15%	4%	18%	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	11%	6%	-10%	3%
영업이익 (십억원)	572	278	250	328	566	598	380	350	388	298	302	412	1,428	1,895	1,400
영업이익률	7%	4%	4%	4%	9%	9%	6%	5%	6%	4%	4%	5%	7%	5%	5%
기타	5,034	7,595	7,845	8,810	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,086	5,076	5,047	29,284	30,922	20,126
매출 (십억원)	386	392	477	346	36	594	574	-76	508	655	612	313	1,601	1,056	2,089
Total	77,781	77,204	76,782	70,465	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	82,233	80,618	302,231	258,935	308,835
%QoQ / % YoY	2%	-0.7%	-1%	-8%	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	11%	-2%	8%	-14%	19%
영업이익 (십억원)	14,121	14,097	10,852	4,306	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	11,199	11,431	43,377	6,567	39,679
영업이익률	18.2%	18%	14%	6%	1%	1%	4%	4%	9%	14%	14%	14%	3%	3%	13%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	195,937	212,567	226,171	222,606	
현금 및 현금성자산	69,081	72,768	82,426	81,353	
단기금융자산	23,326	24,493	25,717	27,003	
매출채권	43,281	51,621	53,170	51,575	
재고자산	51,626	55,590	57,258	55,540	
비유동자산	259,969	268,067	275,889	286,564	
유형자산	187,256	198,015	207,704	219,629	
무형자산	22,742	19,149	16,348	14,166	
자산총계	455,906	480,634	502,060	509,170	
유동부채	75,719	72,746	68,625	64,234	
매입채무	11,320	13,501	13,906	13,489	
단기차입금	7,115	7,115	7,115	7,115	
유동성장기부채	1,309	1,309	1,309	1,309	
비유동부채	16,509	16,509	16,509	16,509	
사채	538	538	538	538	
장기차입금	3,725	3,725	3,725	3,725	
부채총계	92,228	89,254	85,133	80,743	
지배주주지분	353,234	378,700	402,152	412,477	
자본금	898	898	898	898	
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	
이익잉여금	346,652	368,768	388,870	395,845	
기타자본항목	1,280	4,630	7,981	11,331	
비지배주주지분	10,444	12,680	14,775	15,951	
자본총계	363,678	391,380	416,927	428,428	

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	44,137	58,367	66,397	60,727	
당기순이익	15,487	34,161	32,006	17,960	
유형자산감가상각비	35,532	37,242	40,311	43,075	
무형자산상각비	3,134	3,593	2,800	2,182	
지분법관련손실(이익)	888	888	888	888	
투자활동 현금흐름	-16,923	-51,834	-53,893	-58,954	
유형자산의 처분(취득)	-57,513	-48,000	-50,000	-55,000	
무형자산의 처분(취득)	-2,911	-	-	-	
금융상품의 증감	42,220	-1,166	-1,225	-1,286	
재무활동 현금흐름	-8,593	-9,819	-9,819	-9,819	
단기금융부채의증감	2,145	-	-	-	
장기금융부채의증감	-865	-	-	-	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-9,864	-9,809	-9,809	-9,809	
현금및현금성자산의증감	19,400	3,687	9,659	-1,073	
기초현금및현금성자산	49,681	69,081	72,768	82,426	
기말현금및현금성자산	69,081	72,768	82,426	81,353	

자료 : 삼성전자, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	매출액	258,935	308,835	318,100	308,557
	증가율(%)	-14.3	19.3	3.0	-3.0
매출원가	180,389	188,516	194,995	206,733	
매출총이익	78,547	120,319	123,105	101,824	
판매비와관리비	71,980	80,639	82,951	80,530	
연구개발비	28,340	30,883	31,810	30,856	
기타영업수익	-	-	-	-	
기타영업비용	-	-	-	-	
영업이익	6,567	39,679	40,153	21,294	
증가율(%)	-84.9	504.2	1.2	-47.0	
영업이익률(%)	2.5	12.8	12.6	6.9	
이자수익	16,100	14,660	13,905	13,909	
이자비용	12,646	12,603	12,350	12,223	
지분법이익(손실)	888	888	888	888	
기타영업외손익	97	78	78	78	
세전계속사업이익	11,006	42,702	42,675	23,946	
법인세비용	-4,481	8,540	10,669	5,987	
세전계속이익률(%)	4.3	13.8	13.4	7.8	
당기순이익	15,487	34,161	32,006	17,960	
순이익률(%)	6.0	11.1	10.1	5.8	
지배주주구속 순이익	14,473	31,925	29,911	16,784	
기타포괄이익	3,350	3,350	3,350	3,350	
총포괄이익	18,837	37,512	35,356	21,310	
지배주주구속총포괄이익	17,604	35,056	33,042	19,915	

주요투자지표	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	2,131	4,700	4,403	2,471
BPS	52,002	55,751	59,204	60,724
CFPS	7,823	10,712	10,750	9,134
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation(배)				
PER	36.8	13.8	14.7	26.2
PBR	1.5	1.2	1.1	1.1
PCR	10.0	6.0	6.0	7.1
EV/EBITDA	9.7	4.3	4.0	5.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.1	8.7	7.7	4.1
EBITDA이익률	17.5	26.1	26.2	21.6
부채비율	25.4	22.8	20.4	18.8
순부채비율	-21.9	-21.6	-22.9	-22.3
매출채권회전율(x)	6.1	6.5	6.1	5.9
재고자산회전율(x)	5.0	5.8	5.6	5.5

삼성전자 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	평균주가대비	과리율	최고(최저)주가대비	
2022-09-29	Buy	72,000	-19.0%	-12.6%	121,000	
2022-11-18	Buy	80,000	-24.9%	-21.8%	105,200	
2022-12-26	Buy	75,000	-18.4%	-13.9%	89,400	
2023-04-07	Buy	83,400	-21.7%	-20.7%	73,600	
2023-04-27	Buy	84,000	-21.5%	-18.5%	57,800	
2023-05-25	Buy	95,000	-26.5%	-22.7%	42,000	
2023-10-31	Buy	77,000	-7.5%	-5.5%		
2023-11-27	Buy	83,000	-10.4%	-4.1%		
2024-01-09	Buy	87,000	-15.3%	-13.6%		
2024-02-23	Buy	84,000	-10.0%	-1.9%		
2024-04-02	Buy	99,000	-18.7%	-13.8%		
2024-04-30	Buy	95,000	-16.7%	-14.4%		
2024-05-17	Buy	91,000	-14.2%	-10.3%		
2024-07-01	Buy	95,500	-13.4%	-11.4%		
2024-07-05	Buy	101,000	-16.1%	-13.1%		
2024-07-31	Buy	97,000	-19.6%	-14.3%		
2024-08-06	Buy	87,000	-17.7%	-7.8%		
2024-09-27	Buy	77,000				



Compliance notice

당보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당보고서는 기관투자가 및 제3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율 등급 공시 2024-06-30기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%

SK하이닉스(000660)

Market-Weight 전략 권고

Hold(Maintain)

목표주가(12M)	181,000원(유지)
증가(2024.09.27)	183,800원
상승여력	-1.5 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	133,807십억원
외국인지분율	53.7%
52주 주가	114,700~241,000원
60일 평균거래량	5,808,360주
60일 평균거래대금	1,077.5십억원

주가수익률(%)

	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.4	-23.5	-0.2	57.7
상대수익률	4.0	-19.5	2.9	49.3



[투자포인트]

- 3Q24 및 FY24 영업이익 전망치를 기존의 6.9조원과 23.4조원에서 6.7조원과 22.7조원으로 소폭 하향. 하향 조정의 이유는 원-달러 환율 하락과 반도체 ASP 하향 조정
- 3Q24 DRAM, NAND ASP 인상폭은 일부 Mobile 고객향 가격 하락에 따라 당초 시장 기대치를 하회하는 10%, 7% 상승에 그칠 것으로 전망. 출하량 증가율도 중국향 출하 부진에 따라 동사 기준 가이던스를 다소 하회할 듯. 최근 PC, 스마트폰 고객들의 메모리 반도체 구매 강도가 다소 둔화되는 것으로 보이며 이는 2Q23부터 시작된 고객들의 재고 재축적이 어느정도 종료되었을 가능성을 암시
- 4Q24 동사 Blended ASP는 DRAM 3% 상승, NAND 유지로 추정되며 이에 기반한 영업이익은 7.6조원으로 QoQ 13% 증가할 것으로 예상됨. 4Q24부터 당장 반도체 가격이 하락할 것으로 예측했던 일부 시장의 우려가 과도했던 것으로 보임. 단 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 BOM Cost 부담 가중에 따라 반도체 가격 상승이 쉽지 않을 것으로 판단됨
- 향후 경기, 업황 둔화 Risk와 단기 낙폭 과대에 따른 주가 반등 가능성을 모두 감안해 포트폴리오 내 동사 비중을 Market-weight로 유지하는 전략 권고

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	65,113	66,741	52,058
영업이익(십억원)	-7,730	22,724	22,950	8,969
순이익(십억원)	-9,112	15,083	15,790	5,552
EPS(원)	-12,517	20,718	21,690	7,627
BPS(원)	73,495	93,215	113,907	120,537
PER(배)		8.7	8.3	23.7
PBR(배)	1.9	2.0	1.6	1.5
ROE(%)	-15.6	24.9	20.9	6.5
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	4.1	3.6	5.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표9> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	11,868	16,021	19,242	19,432	16,266	19,687	19,618	20,634	58,858	66,563	76,206
% QoQ / YoY	-19.5%	35.0%	20.1%	1.0%	-16.3%	21.0%	-0.3%	5.2%	1.0%	13.1%	14.5%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.21	0.22	0.25	0.29	0.35	0.40	0.44	0.45	0.39	0.25	0.42
% QoQ / YoY	-18.9%	8.7%	10.0%	18.3%	20.3%	14.8%	10.0%	3.0%	-16.6%	-36.8%	68.6%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,438	3,578	4,727	5,648	5,687	7,901	8,661	9,382	22,923	16,390	31,631
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,416	35,160	36,900	36,392	36,247	35,522	33,347	36,247	106,710	131,867	141,364
% QoQ / YoY	-14.8%	50.2%	4.9%	-1.4%	-0.4%	-2.0%	-6.1%	8.7%	45.7%	23.6%	7.2%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.06	0.05	0.05	0.08	0.10	0.11	0.12	0.12	0.11	0.06	0.11
% QoQ / YoY	-9.9%	-10.0%	-0.5%	40.5%	30.3%	17.0%	7.0%	0.0%	-19.5%	-43.3%	88.4%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,396	1,887	1,970	2,730	3,543	4,062	4,080	4,435	11,400	7,982	16,121
기타 매출 (백만달러)	92	91	202	178	107	110	115	115	534	563	448
연결기준 매출 (백만달러)	3,925	5,556	6,899	8,555	9,337	12,073	12,856	13,932	34,857	24,935	48,199
원/달러 환율 (원)	1,296	1,315	1,314	1,322	1,331	1,360	1,357	1,350	1,280	1,314	1,351
연결기준 매출 (십억원)	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	17,452	18,809	44,622	32,766	65,113
매출원가 (십억원)	6,733	8,484	9,002	9,080	7,635	8,927	8,622	8,953	28,994	33,299	34,136
매출총이익 (십억원)	-1,645	-1,178	64	2,226	4,795	7,496	8,830	9,856	15,628	-533	30,977
판관비 (십억원)	1,757	1,704	1,856	1,880	1,909	2,028	2,094	2,222	8,818	7,197	8,252
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,469	6,736	7,634	6,809	-7,730	22,724
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	23.2%	33.3%	38.6%	40.6%	15.3%	-23.6%	34.9%
DRAM 영업이익 (십억원)	-1,104	-239	725	1,638	2,544	4,707	5,706	6,412	8,908	1,021	19,369
% Sales	-34.9%	-5.1%	11.7%	22.0%	33.6%	43.8%	48.5%	50.6%	30.3%	4.7%	45.3%
NAND 영업이익 (십억원)	-2,285	-2,629	-2,541	-1,307	337	749	1,025	1,224	-2,163	-8,763	3,336
% Sales	-126.3%	-106.0%	-98.2%	-36.2%	7.2%	13.6%	18.5%	20.4%	-14.8%	-83.6%	15.3%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	30,468	31,417	45,017	52,712	
현금 및 현금성자산	7,587	9,587	22,841	35,062	
단기금융자산	1,433	1,421	1,408	1,396	
매출채권	6,942	9,767	10,011	5,206	
재고자산	13,481	9,767	10,011	10,412	
비유동자산	69,862	74,355	75,953	72,273	
유형자산	52,705	59,325	61,289	57,761	
무형자산	3,835	3,217	2,726	2,334	
자산총계	100,330	105,771	120,971	124,985	
유동부채	21,008	16,251	16,343	15,516	
매입채무	1,846	3,668	3,759	2,932	
단기차입금	4,146	2,146	2,146	2,146	
유동성장기부채	5,712	3,200	3,200	3,200	
비유동부채	25,819	21,619	21,619	21,619	
사채	9,490	7,290	7,290	7,290	
장기차입금	12,523	10,523	10,523	10,523	
부채총계	46,826	37,870	37,961	37,134	
지배주주지분	53,504	67,861	82,925	87,751	
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	
자본잉여금	4,373	4,373	4,373	4,373	
이익잉여금	46,729	60,986	75,950	80,676	
기타자본항목	-1,255	-1,155	-1,055	-955	
비지배주주지분	-1	41	85	100	
자본총계	53,504	67,902	83,009	87,851	

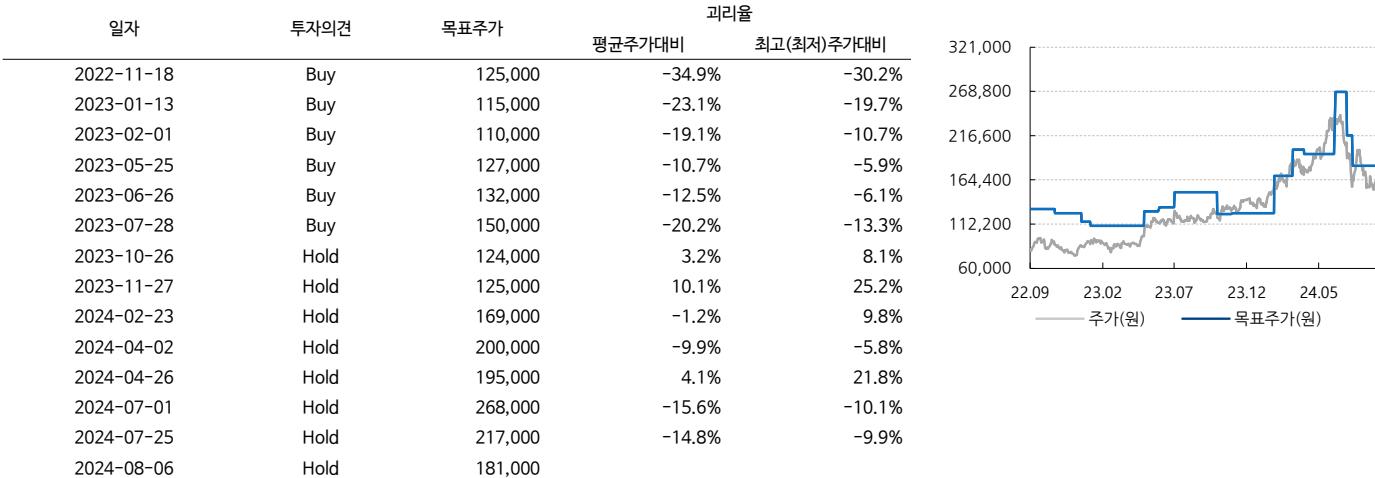
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,278	27,308	28,486	22,567	
당기순이익	-9,138	15,124	15,834	5,568	
유형자산감가상각비	13,121	11,380	13,036	13,528	
무형자산상각비	553	617	492	391	
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	
투자활동 현금흐름	-7,335	-19,683	-16,684	-11,684	
유형자산의 처분(취득)	-6,785	-18,000	-15,000	-10,000	
무형자산의 처분(취득)	-454	-	-	-	
금융상품의 증감	13	13	13	12	
재무활동 현금흐름	5,697	-10,008	-1,297	-1,297	
단기금융부채의증감	-	-4,512	-	-	
장기금융부채의증감	6,969	-4,200	-	-	
자본의증감	-	-	-	-	
배당금지급	-826	-826	-826	-826	
현금및현금성자산의증감	2,610	2,000	13,253	12,221	
기초현금및현금성자산	4,977	7,587	9,587	22,841	
기말현금및현금성자산	7,587	9,587	22,841	35,062	

자료 : SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	매출액	32,766	65,113	66,741	52,058
증가율(%)	증가율(%)	-26.6	98.7	2.5	-22.0
매출원가	매출원가	33,299	34,136	35,373	36,441
매출총이익	매출총이익	-533	30,977	31,368	15,617
판매비와관리비	판매비와관리비	7,197	8,252	8,418	6,648
연구개발비	연구개발비	3,751	4,102	4,205	3,280
기타영업수익	기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	영업이익	-7,730	22,724	22,950	8,969
증가율(%)	증가율(%)	직전	흑전	1.0	-60.9
영업이익률(%)	영업이익률(%)	-23.6	34.9	34.4	17.2
이자수익	이자수익	2,262	2,309	2,627	2,920
이자비용	이자비용	6,093	4,733	4,480	4,480
지분법이익(손실)	지분법이익(손실)	15	15	15	15
기타영업외손익	기타영업외손익	-111	-150	-	-
세전계속사업이익	세전계속사업이익	-11,658	20,166	21,112	7,424
법인세비용	법인세비용	-2,520	5,041	5,278	1,856
세전계속이익률(%)	세전계속이익률(%)	-35.6	31.0	31.6	14.3
당기순이익	당기순이익	-9,138	15,124	15,834	5,568
순이익률(%)	순이익률(%)	-27.9	23.2	23.7	10.7
지배주주구속 순이익	지배주주구속 순이익	-9,112	15,083	15,790	5,552
기타포괄이익	기타포괄이익	100	100	100	100
총포괄이익	총포괄이익	-9,037	15,224	15,934	5,668
지배주주구속총포괄이익	지배주주구속총포괄이익	-9,013	15,183	15,890	5,652

주요투자지표	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	-12,517	20,718	21,690	7,627
BPS	73,495	93,215	113,907	120,537
CFPS	6,265	37,197	40,272	26,747
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation(배)				
PER		8.7	8.3	23.7
PBR	1.9	2.0	1.6	1.5
PCR	22.6	4.9	4.5	6.8
EV/EBITDA	21.2	4.1	3.6	5.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-15.6	24.9	20.9	6.5
EBITDA이익률	18.1	53.3	54.7	44.0
부채비율	87.5	55.8	45.7	42.3
순부채비율	42.7	17.9	-1.3	-15.1
매출채권회전율(x)	5.3	7.8	6.7	6.8
재고자산회전율(x)	2.2	5.6	6.7	5.1

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당보고서는 기관투자가 및 제3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당시의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자비율 등급 공시 2024-06-30기준]

매수

92.8%

중립(보유)

6.6%

매도

0.6%