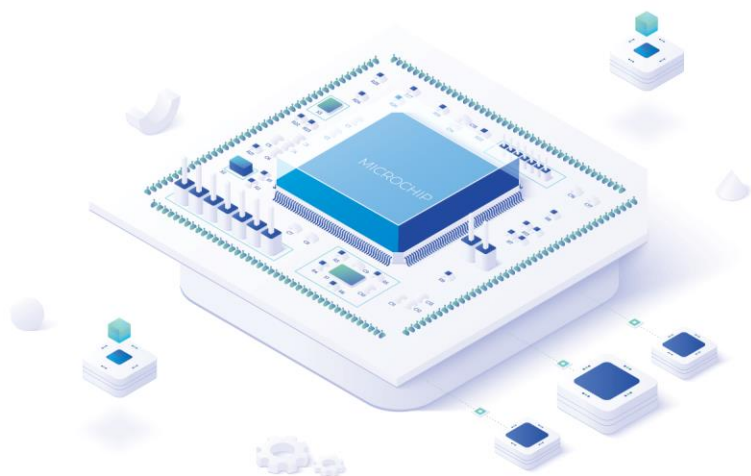


[月刊 반도체 9월]

DRAM Capex 및 HBM 생산량 급증

당분간은 지켜보는 투자 전략 권고



[반도체]

송명섭 2122-9207
mssong@imfnsec.com

[IT RA]

손우성 2122-9785
useong@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	4
II . 수요 전망	7
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	20
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	25

[기업분석]

삼성전자(005930)	32
SK하이닉스(000660)	37



[산업분석]

I . Summary	4
II . 수요 전망	7
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	20
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	25

Summary

수요 전망

- 7월 지역별 IT 수요는 유럽에서 둔화되었으나 미국, 중국에서는 6월 부진에서 벗어나 개선
- NB ODM 업체들의 7월 출하량 YoY 증감률은 -7.8%로 하락세 지속. 7월까지의 YTD YoY 증감률은 -1.4%. 3Q24에도 큰 개선 없을 듯
- CY24 7월 글로벌 스마트폰 판매량 YoY 증감률은 +7.2%를 기록해 전월의 +6.2%에서 반등. 7월까지의 YTD 증감률은 +5.6%. 단 높은 재고 규모가 이어지고 있어 2H24 출하량 증감률의 하락 가능성 존재
- 빅테크 업체들의 FY24 Capex YoY 증감률 전망치는 +23.1%로 8월 집계치 +23.5% 대비 소폭 하향 조정. 극소폭 하향에 그쳐 빅테크 업체들의 AI 관련 투자 및 AI 서버 생산에 대한 강한 의욕이 여전한함을 암시. 단 경기 둔화, 실적 악화, 부품 재고 증가 등에 따라 빅테크 업체들의 경쟁적인 AI 투자가 내년 둔화될 가능성도 존재
- CoWoS Capa에 기반한 최대 가속기 반도체 생산 가능량을 감안하면 HBM 수요량은 CY24에 8.8억 GB로 319% 증가, CY25에 18.8억 GB로 113% 증가할 듯. 단 HBM 3사의 CY24 생산 계획이 총 16.4억 GB에 이르고 CY25 생산 계획은 33.7억 GB까지 급증할 전망이다
- 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. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건인 듯
- 최근의 B100 설계 결함 문제와 방열 부품 부족 문제에 따른 GB200 출시 지연은 DRAM 탑재량 증가 효과 연기에 따라 HBM 업체들에게 다소 불리
- 삼성전자는 9월 중에 Nvidia향 HBM3E 8단 SiP 인증 및 출하 성사 여부가 결론날 듯. CY24까지는 SK하이닉스 공급 만으로 필요 물량을 채울 수 있었던 Nvidia는 CY25 수요에 대비해 삼성전자 HBM3E에 대한 구매를 긍정적으로 검토할 듯. 단 현재 상황으로 볼 때 삼성전자의 HBM3E가 올해 동사 실적에 미칠 영향은 동사의 가이드선만큼 크지는 않을 가능성이 높은 듯

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 3Q24에는 원가 부담에 따라 고객들의 반도체 고정거래가격 인상에 대한 저항이 강해질 듯. 전분기보다 상승폭이 축소되는 DRAM 10% 수준, NAND 10% 미만의 고정거래가격 인상 전망
- 4Q24에 추가적인 소폭의 가격 인상이 예상되나 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 BOM Cost 부담 가중에 따라 가격 상승이 쉽지않을 듯
- 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 26% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 62% 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 63% 증가 예상
- 삼성전자, SK하이닉스의 Legacy DRAM Capa 증설 재개 및 중국 업체들의 설비 확대는 향후 업황 장기 호황 전망에 다소 부정적
- 수요 증가와 고객들의 재고 재축적에 따라 1Q23 하순부터 개시된 이번 메모리 반도체 상승 사이클은 만약 향후 경기 둔화, 고객들의 재고 축적 완료, AI 투자 둔화가 겹칠 경우, 상승 사이클 개시 후 2개년이 지나는 1Q25 중에 하락 사이클로 전환될 가능성이 있음

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 역사적으로 반도체 주가와 동행해온 OECD 경기선행지수는 CY24 6월 현재까지 20개월간 상승세 지속 중. 이에 따라 반도체 주가도 6월까지 강세. 단 OECD 경기선행지수를 선행하는 YoY 증감률이 하락을 개시한지 7개월이 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

- 7월에 Credit Impulse 지수, M2 YoY 증감률 등 중국 경기관련 지표들이 하락세를 멈추고 전월 수준 유지. 중국 정부의 금리 인하 영향인 것으로 추정되나 상승 전환인지는 아직 불확실하며 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 여전히 하락세
- 삼성전자의 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.28배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.37배를 하회 중. FY25, FY26 동사 순이익이 적자로 돌아설 가능성은 거의 없으므로 올해 예상 BPS는 향후 최저값. 올해 예상 BPS에 동사의 지난 10년간 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 1.08배를 적용할 경우 61,000원의 주가 도출
- 따라서 동사 현주가는 경기 및 업황이 둔화되는 최악의 경우 20% 수준의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 추정됨. 단 향후 동사 HBM 경쟁력이 강화될 가능성이 높으며 주가가 단기간 내 21% 급락한 점을 감안 시, 당분간 지켜보는 전략을 권고
- SK하이닉스의 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.79배. 직전 고점 배수 2.65배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수는 1.61배. FY25, FY26 동사 순이익이 적자로 돌아설 가능성은 거의 없으므로 올해 예상 BPS는 향후 최저값. 올해 예상 BPS에 동사의 지난 10년간 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.97배를 적용할 경우 91,000원의 주가 도출
- 따라서 동사 현주가는 경기 및 반도체 업황이 둔화되는 최악의 경우 45% 수준의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 계산됨. 물론 최근 동사 경쟁력 강화에 따라, 주가 추세 하락 시 동사 최저점 배수가 과거보다 훨씬 높은 수준에서 형성될 수 있으므로 실제 주가 하락폭은 이에 크게 미치지 못할 것임. 단 주가 추세 하락이 발생할 경우, 동사 주가의 낙폭이 삼성전자 주가보다 클 가능성은 높은 듯. 동사 주가가 단기간 내 39% 급락한 점을 감안 시, 당분간은 지켜보는 전략 권고

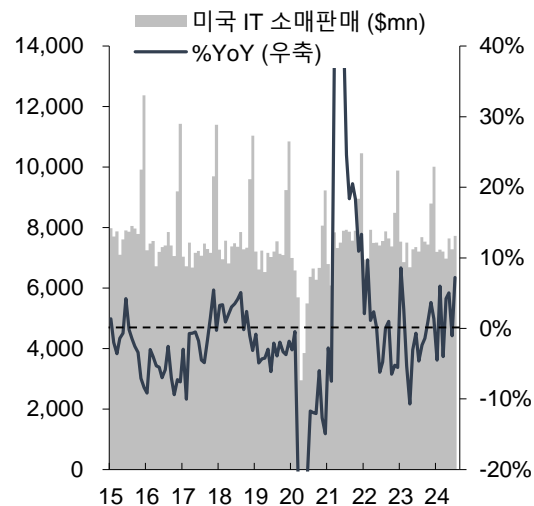
기업 분석

- 삼성전자 (BUY/87,000원) : 당분간 지켜보는 전략 권고
- SK하이닉스 (HOLD/181,000원) : 당분간 지켜보는 전략 권고

지역별 IT 수요 현황: 7월 미국, 중국 개선, 유럽 둔화

- 미국 IT 소매 매출 YoY 증감률이 7월에 +7.2%를 기록하여 전월의 -1.0%에서 반등
- 중국 7월 IT 소매 매출 YoY 증감률도 전월의 -6.5%에서 +0.6%로 반등
- 단 유럽 소비자 신뢰지수는 8월에 -13.5를 기록하여 전월의 -13.0에서 하락 전환
- 6월의 전반적 부진에서 7월에는 미국, 중국 개선, 유럽 둔화

<그림1> 미국 IT 소매 매출 및 YoY 증감률



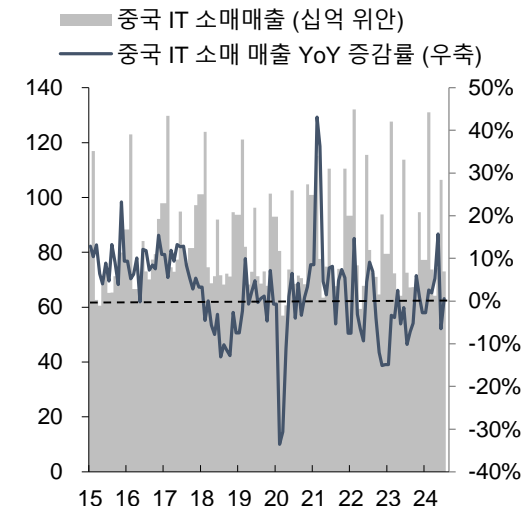
자료 : Datastream

<그림2> 유럽 소비자 신뢰지수



자료 : Datastream

<그림3> 중국 IT 소매 매출 및 YoY 증감률



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 가능성이 높은 듯

<표1> CY23, CY24 DRAM 수요 증가율 전망

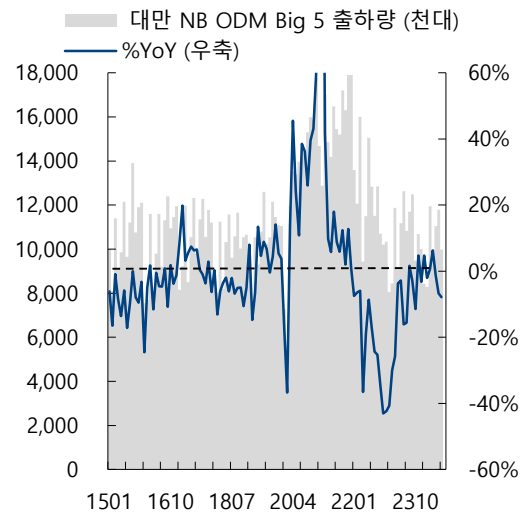
CY24	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	5월	신규	5월	신규	5월	신규	5월	신규	5월	신규	5월	신규
Set 출하 증가율	1.5%	1.5%	2.4%	3.3%	-0.5%	-0.5%	-3.8%	-3.8%	3.1%	3.1%		
DRAM 탑재량 증가율	8.5%	8.5%	10.4%	10.8%	6.4%	6.4%	-0.5%	-0.5%	23.3%	23.3%		
DRAM 수요 증가율	10.1%	10.1%	13.0%	14.4%	5.8%	5.8%	-4.3%	-4.3%	27.2%	27.2%	16.2%	16.7%
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: 7월 대만 노트북 ODM 출하량 YoY 증감률 하락세 지속

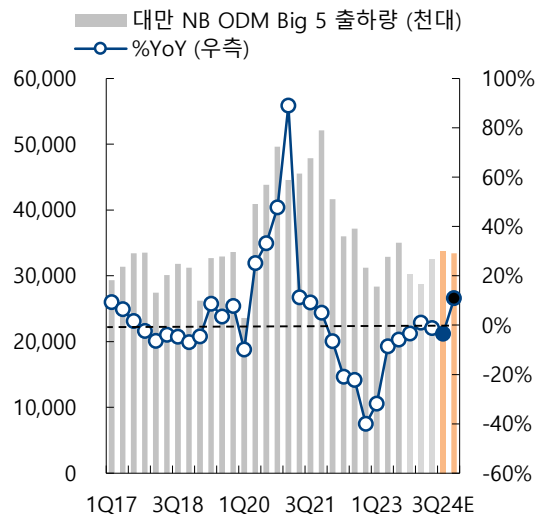
- 7월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.0백만대로 MoM -15.3% 기록. YoY 증감률 역시 전월의 -6.7%에서 -7.8%로 추가 하락
- NB ODM 업체들의 2Q24 출하량 QoQ 및 YoY 증감률은 +13.3%, -1.3%. 7월까지의 YTD YoY 증감률은 -1.4%
- CY24 PC 수요는 당초 기대를 하회 중이며 대만 NB ODM 업체들에 따르면 일반적 계절성 대비 3Q24 출하량 QoQ 증감률은 부진 예상
- 단 기저효과에 따라 4Q24 출하량 YoY 증감률은 상승이 예상되며 이를 감안해 당사는 CY24 PC 출하량 YoY 증감률 전망치 +1.5% 유지

<그림4> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



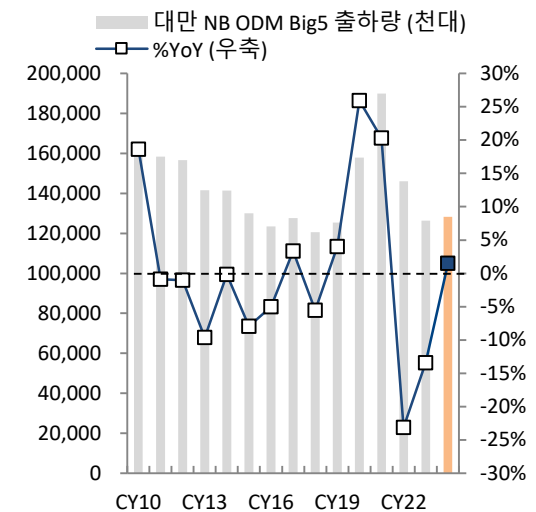
자료 : 각사 자료

<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: 7월 글로벌 판매량 YoY 증감률 반등

- CY24 7월 글로벌 스마트폰 판매량 YoY 증감률은 +7.2%를 기록해 전월의 +6.2%에서 반등. 7월까지의 YTD 증감률은 +5.6%
- 7월 지역별 판매량 YoY 증감률은 유럽 (12.5M, +19.8% -> +15.2%)을 제외하고 미국 (8.5M, +5.0% -> +6.4%), 기타 (39.4M, +8.3% -> +9.4%), 중국 (25.2M, +4.4% -> +6.6%), 인도 (11.6M, -6.9% -> -4.0%)에서 개선
- 7월 중국 스마트폰 시장 출하량은 22.2백만대를 기록. 이는 판매량을 1.1백만대 하회한 것으로 중국 시장 누적 재고는 전월대비 소폭 감소. 단 여전히 중국 시장 내 스마트폰 재고는 전고점 수준
- 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



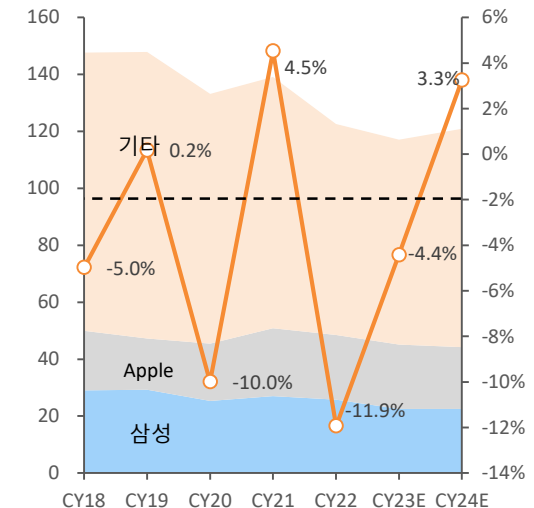
자료 : Counterpoint

<그림9> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림10> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

AI 스마트폰: 태생적으로 PC보다 유리

- 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 (Nano-1)</u> and <u>3.25B (Nano-2)</u> 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 FY24 Capex 전망치 소폭 하락

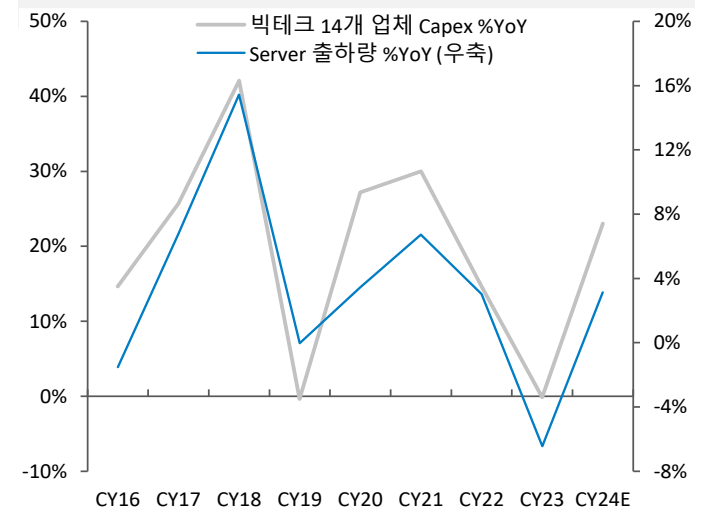
- 9월 3일 집계된 미, 중 빅테크 업체 14개사의 FY24 Capex 전망치는 2,308억 달러로 8월 6일 집계된 2,316억 달러대비 0.3% 하향 조정. Google, Apple, Amazon, Baidu가 하향된 반면 Meta, Tencent는 상향
- 9월 3일 집계된 FY24 Capex YoY 증감률 전망치는 +23.1%로 8월 집계치 +23.5% 대비 하향. 단 극소폭 하향에 그쳐 빅테크 업체들의 AI 관련 투자 및 AI 서버 생산에 대한 강한 의욕이 여전함을 암시
- 당사는 빅테크 서버 시장 (Cloud 및 AI 서버) 성장을 반영한 CY24 전체 서버 출하량 증가율 전망치 3.1%를 유지
- 단 최근 Venture Capital 업체인 Sequoia에 따르면 현재까지 AI 부문에 대한 투자 금액이 6천억 달러에 달한 반면 매출은 40억 달러에 불과하므로, 경기 둔화, 실적 악화, 부품 재고 증가 등에 따라 경쟁적인 AI 투자가 내년에 둔화될 가능성도 존재

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24	
									8월 6일	9월 3일
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	49,261	48,861
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,531	9,429
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	37,704	37,995
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	66,005	65,462
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,683	1,688
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	653	664
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	473	468
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	815	815
Twitter	219	161	484	541	873	1,012	776	782	765	765
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,517
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,335	6,438
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,655	1,549
Total	55,667	69,963	99,411	99,068	126,016	163,815	187,844	187,584	231,584	230,836
미국 IDC Capex	50,936	62,948	87,327	87,693	113,180	149,008	178,146	178,390	218,077	217,333
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	13,507	13,503
Total %YoY	14.7%	25.7%	42.1%	-0.3%	27.2%	30.0%	14.7%	-0.1%	23.5%	23.1%
미국 업체 %YoY	14.0%	23.6%	38.7%	0.4%	29.1%	31.7%	19.6%	0.1%	22.2%	21.8%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	46.9%	46.9%

자료 : Bloomberg

<그림12> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교

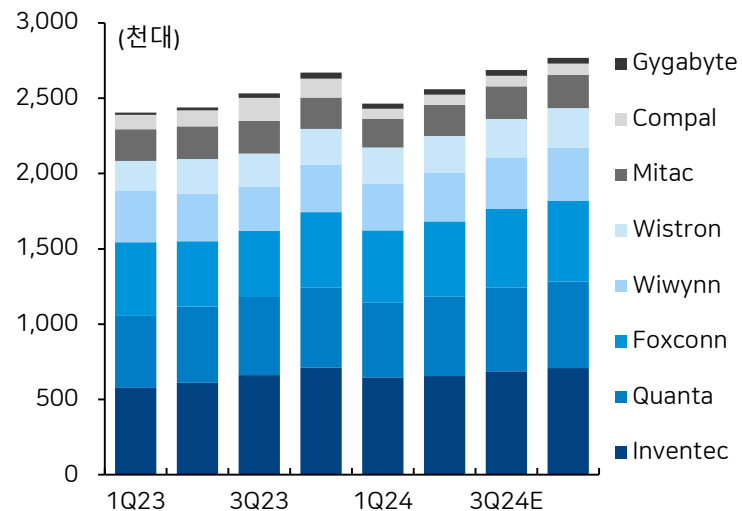


자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, iM증권 리서치본부

Server: CY24 AI 서버 생산량은 49만대로 167% 증가 전망

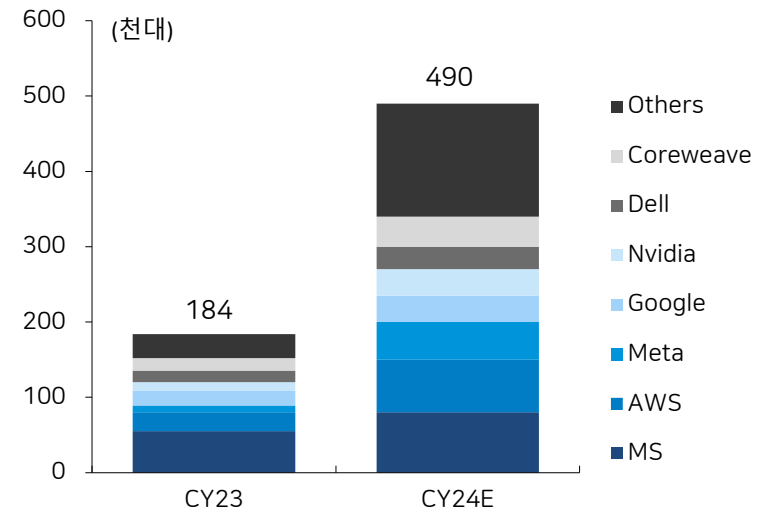
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 동 업체들의 CY24 전체 서버 출하량은 10.6백만대로 YoY 5% 증가할 것으로 전망
- 이중 CY24 AI 서버 출하량은 YoY 167% 증가하는 49만대, Conventional 서버 출하량은 2% 증가하는 10.1백만대로 추정
- 동 ODM 업체들에 따르면 고객들의 AI 서버 생산 주문량은 연초 전망치 대비 소폭 증가했으며 CY24 분기 출하량은 2Q << 3Q < 4Q24의 모습을 보일 것으로 전망됨
- 동 ODM 업체들은 고객들의 요청으로 AI 서버 생산 설비를 올해 말에 연간 55만대까지 가능하도록 확장 중
- 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: 가수요에 따라 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 생산량은 67만대를 상회할 전망이다. 이는 대만 서버 ODM 업체들의 AI 서버 출하량 예상치를 20%, 37% 상회. 현재까지는 고객들의 가속기 반도체 재고 축적 수요 (특히 중국 빅테크 업체들)와 실수요를 넘어서는 AI 서버 생산 계획에 따라 가속기 반도체 수급의 안정이 지속되고 있는 듯
- CoWoS Capa 할당 100% 증가에 기반한 CY25 Nvidia GPU 생산량은 7.4백만개 (YoY +57%), 전체 가속기 반도체 생산량은 14.0백만대 (YoY +50%)로 추정됨. CoWoS Wafer 당 신제품 가속기 반도체 생산 칩수는 감소

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 CY24, CY25 HBM 탑재 가속기 반도체 생산 가능량 추정

CY24	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H20		CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H100	
			H100	29				H200	29
			H200	29				B100	15
			B100	15				B200	15
		CoWoS (K)		193	258%			B200A	15
		비중	H20	18%				B-Ultra	15
			H100	32%			CoWoS (K)		386
			H200	18%			비중	H100	10%
			B100	32%				H200	20%
		Chip 수 (K)	H20	1,015				B100	15%
			H100	1,769				B200	25%
			H200	1,015				B200A	20%
			B100	930				B-Ultra	10%
			Total	4,729	203%		Chip 수 (K)	H100	1,119
								H200	2,239
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI300X	16				B100	869
		CoWoS (K)		40	578%			B200	1,448
		비중	MI300X	100%				B200A	1,158
		Chip 수 (K)	MI300X	640	623%			B-Ultra	579
								Total	7,411
									57%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi2	30					
			Gaudi3	20					
		CoWoS (K)		8	167%				
		비중	Gaudi2	50%					
			Gaudi3	50%					
		Chip 수 (K)	Gaudi2	120					
			Gaudi3	80					
			Total	200	122%				
	ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	34					
		CoWoS (K)		110	108%				
		Chip 수 (K)		3,749	132%				
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		9,318	178%				

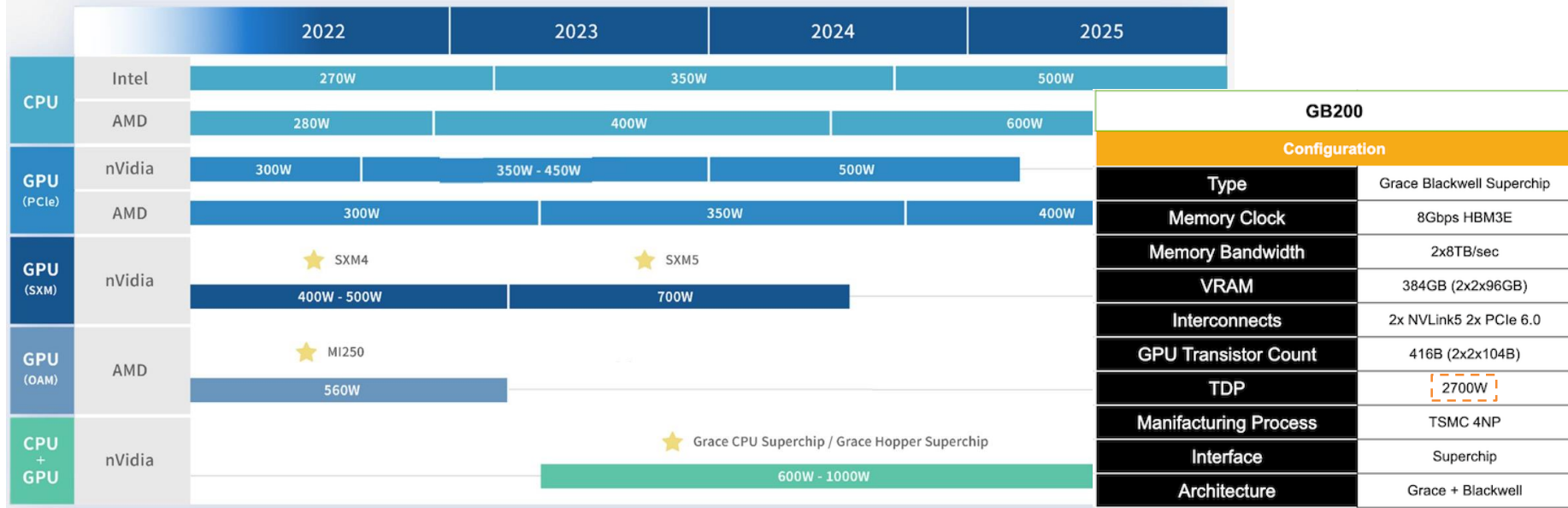
자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

Server: 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 양산을 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 공급이 어려운 부품은 HBM보다는 방열 관련 부품이며, 최근의 B100 설계 결함 문제와 방열 부품 부족 문제에 따른 GB200 출시 지연은 DRAM 탑재량 증가 효과 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

- TSMC는 동사 CoWoS Capa를 CY24 310K/년에서 CY25 600K까지, Nvidia에 대한 할당량은 CY24 158K에서 CY25 316K까지 증가시킬 전망. CoWoS Capa에 기반한 최대 가속기 생산 가능량을 감안하면 HBM 수요량은 CY24에 8.8억 GB로 YoY 319% 증가, CY25에 18.8억 GB로 113% 증가 가능
- 단 HBM 3사의 CY24 생산 계획이 총 16.4억 GB (SK하이닉스 8.1억 GB, 삼성전자 7.5억 GB, Micron 0.8억 GB)에 이르고 CY25 생산 계획은 33.7억 GB (삼성전자 16.3억 GB, SK하이닉스 15.0억 GB, Micron 2.4억 GB)까지 급증
- 수율 부진에 따라 생산 계획이 달성되지 못할 경우에도 삼성전자의 HBM3E 공급이 본격화될 경우, HBM 수급이 CY25에 공급 과잉으로 전환될 가능성이 있는 것으로 판단됨. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건인 듯

<표4> CY24, CY25 HBM 최대 수요량 추정

	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
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%
	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%
	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 개시했으며 SK하이닉스의 8단 HBM3E 수율은 골든 수율에 근접 중
- 삼성전자는 5월 말에 Nvidia H20향 HBM3 8단 출하를 개시했고 6월 말에 HBM3E 8단의 단품칩 인증을 완료한 듯. 9월 중에 HBM3E 8단 CoWoS 인증 및 출하 성사 여부가 결론날 듯
- CY24까지는 SK하이닉스 공급 만으로 필요 물량을 채울 수 있었던 Nvidia는 CY25 수요를 대비해 삼성전자 HBM3E에 대한 구매를 긍정적으로 검토할 듯
- 단 현재 상황으로 볼 때 삼성전자의 HBM3E가 올해 동사 실적에 미칠 영향은 동사의 가이드스만큼 크지는 않을 가능성이 높은 듯

<그림16> Processor 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

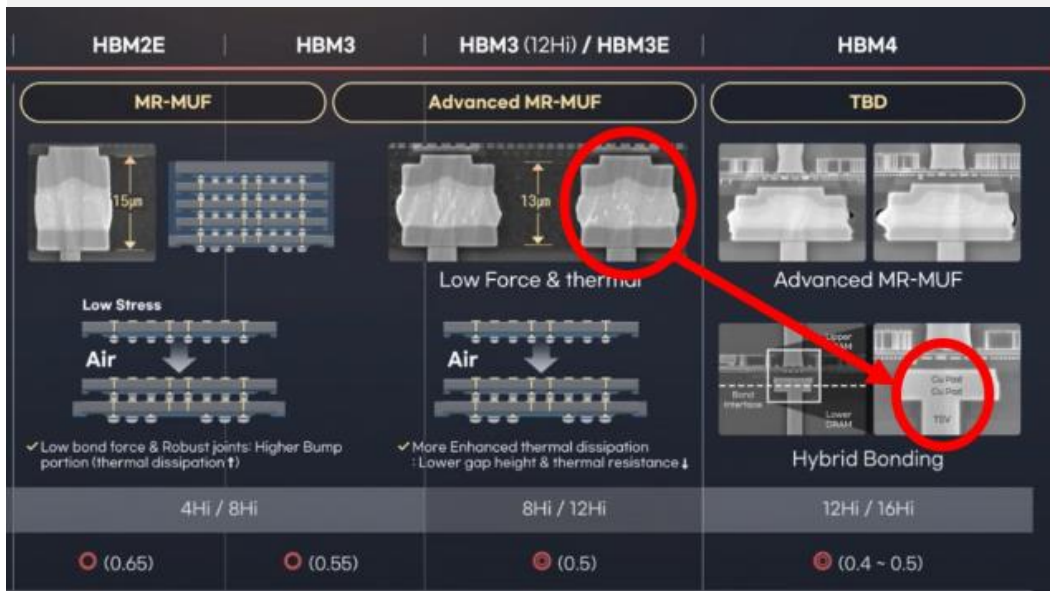
Company	AI Chips	2023				2024F				2025F				업체	CY22				CY23				CY24				CY25			
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
 NVIDIA	H100	HBM3 8hi 80GB (16GB*5)												SK하이닉스	8/16GB															
	GH200 (CPU+GPU)					HBM3e 8hi 141GB (24GB*6)								삼성전자	8/16GB															
	H20					HBM3 8hi 96GB (16GB*6)								Micron	16GB															
	H200					HBM3e 8hi 141GB (24GB*6)								SK하이닉스					16GB				24GB							
	B100/B200					HBM3e 8hi 192GB (24GB*8)								삼성전자									16GB				24GB			
	GB200 (CPU+GPU)					HBM3e 8hi 192/384GB (24GB*8 /192GB*2)								SK하이닉스																
	B200A													Micron																
	Blackwell Ultra													SK하이닉스																
														삼성전자																
														Micron																

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM: 삼성전자, HBM4부터 MR-MUF 전환 가능성 존재

- CY26 본격 양산 예정인 HBM4는 이전 세대의 1,024개 에서 I/O 수가 2,048개로 두배 증가. HBM3에서 I/O 간 거리 (Pitch)는 25~30 μm 이며 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

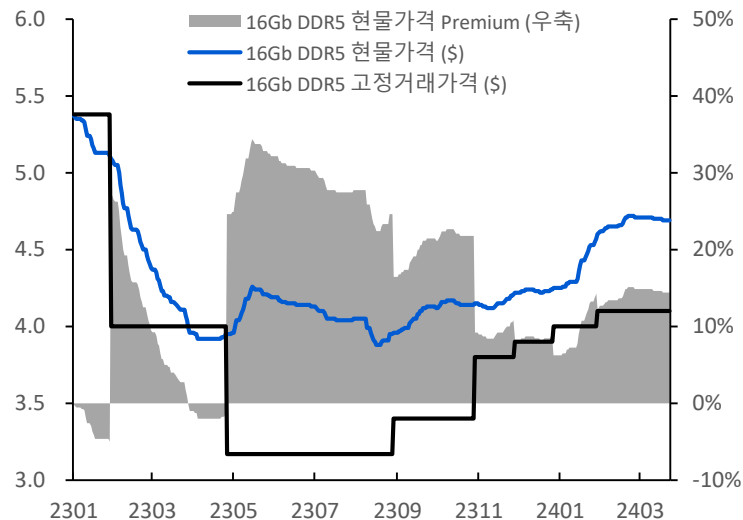


자료 : SK하이닉스, 서울경제

3Q24 ASP: Mobile용 메모리 반도체 수요 강도 다소 둔화되는 듯

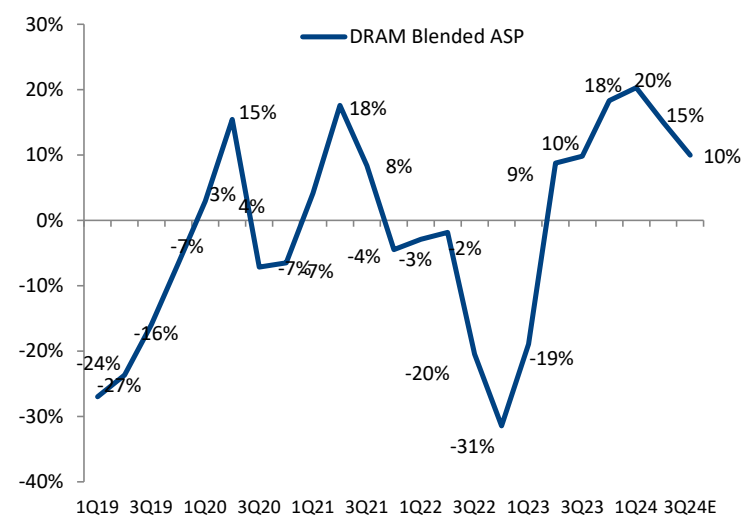
- 2Q24 DRAM 고정거래가격 인상 폭은 업체별로 15~19% 수준이고 NAND 고정거래가격은 감산 효과 지속과 고객들의 eSSD 재고 축적에 따라 17~21% 상승
- 3Q24에는 원가 부담 및 재고 증가에 따라 고객들의 고정거래가격 인상에 대한 저항 강화. DRAM 10% 수준, NAND 10% 미만의 고정거래가격 인상 전망
- 4Q24에 추가적인 소폭의 가격 인상이 예상되나 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 BOM Cost 부담 가중에 따라 가격 상승이 쉽지않을 것으로 판단됨
- 최근 고객들의 Mobile용 메모리 반도체 구매 강도가 다소 둔화되는 것으로 보이며 이는 2Q23부터 시작된 고객들의 재고 재축적이 어느 정도 종료되었을 가능성을 암시하는 듯

<그림18> 16Gb DDR5 현물가격, 고정거래가격 및 가격 차이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림19> SK하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 추정

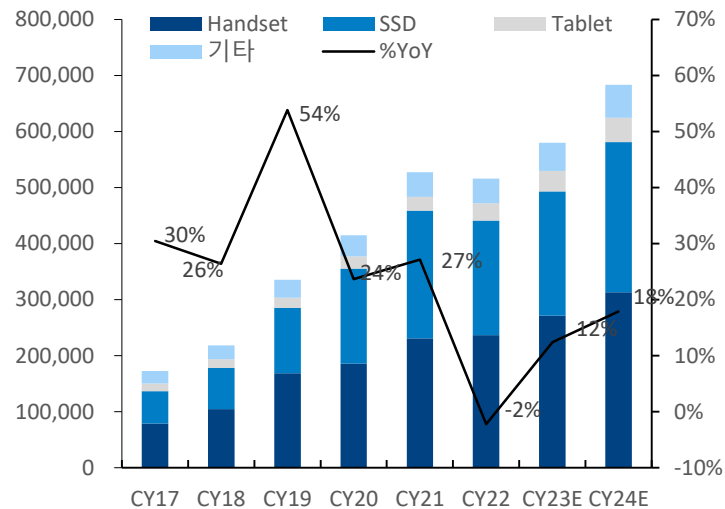


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

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

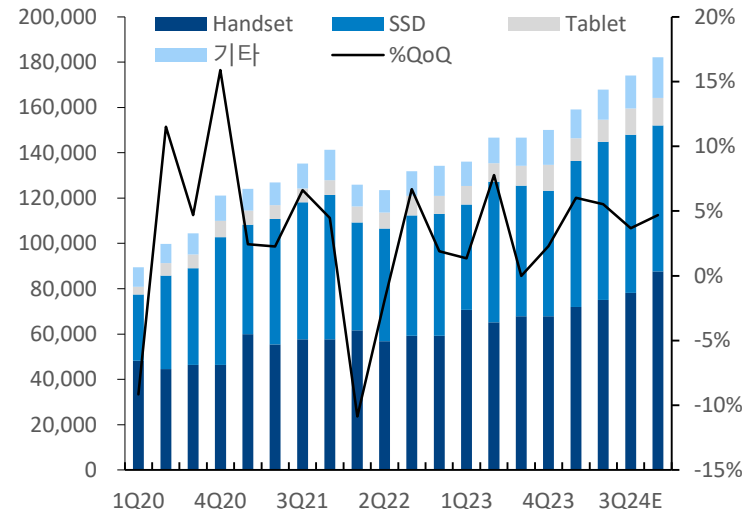
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY24 NAND 수요 증감률은 +18.2%로 예상됨
- 반면 WSTS에 따르면 1H24의 NAND 출하 YoY 증감률은 +23.9%에 달해 2Q23 이후 감산 및 가격 인상에 대비한 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 상회하고 있는 것으로 판단됨
- 이는 현재 반도체 업체들의 재고를 크게 축소시키는 영향을 주고 있으나, 감산 원복 이후에는 증가한 고객들의 재고가 다시 업황에 부담이 될 수 있음

<그림20> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counter Point, IDC, iM증권 리서치본부

<그림21> 분기별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counter Point, IDC, iM증권 리서치본부

FY24 메모리 반도체 Capex는 DRAM 위주로 전년 대비 26% 증가할 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 26% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 62% 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

<표5> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

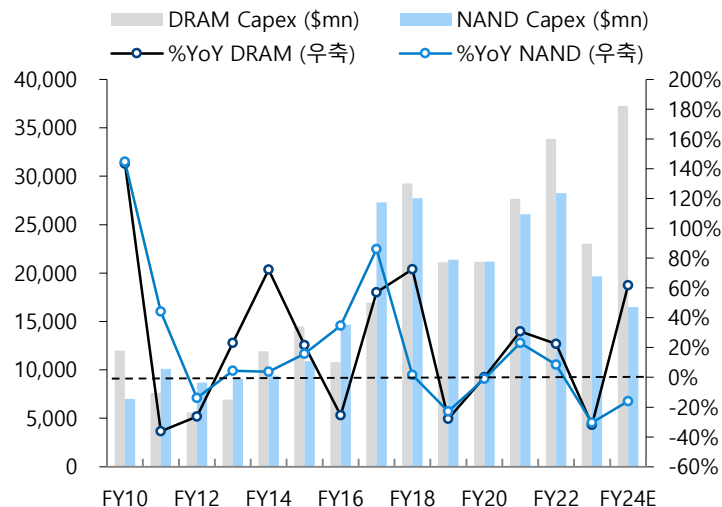
DRAM (\$mn)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E
삼성전자	5,200	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556
Micron	600	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,750
SK하이닉스	1,800	2,400	1,980	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	1,600	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	33,844	23,033	37,256
% YoY	143%	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	31%	22%	-32%	62%
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
WW Memory CAPEX (\$mn)	18,971	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,327	53,723	62,099	42,683	53,746
% YoY	144%	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	16%	-31%	26%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

FY24 DRAM Capex는 Legacy DRAM을 포함해 대폭 증가

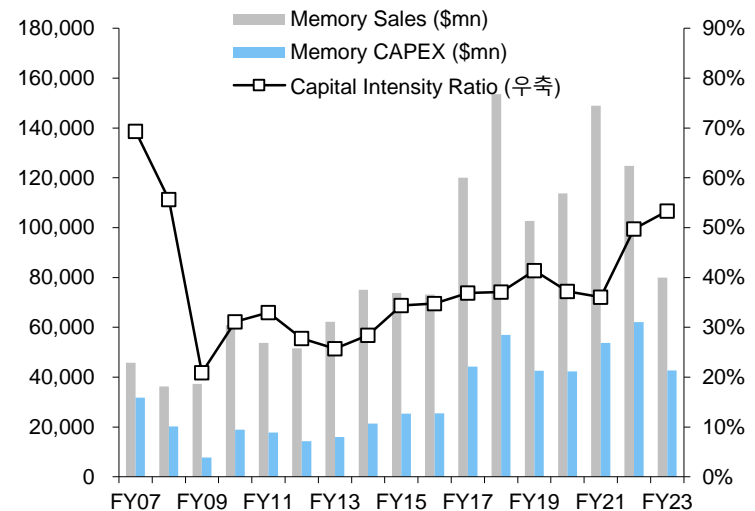
- 삼성전자의 FY24 메모리 반도체 Capex는 전년 대비 소폭 증가하는 31조원이나, Legacy DRAM Capa 증설 예정인 P4 투자 재개 감안 시 향후 상향 조정될 가능성도 존재
- SK하이닉스와 Micron의 FY24 Capex는 각각 18조원, 80억 달러로 130%, 12% 증가. Micron의 FY25 Capex는 63% 증가 예상
- NAND 신규 생산 설비 증설은 여전히 제한적이거나 DRAM 설비 투자는 전년 대비 대폭 증가. 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM Capex는 공정 전환, HBM / Legacy DRAM 설비 확대에 따라 YoY 29%, 210% 증가하는 21조원과 16조원에 달할 전망이다
- CXMT, YMTC 등 중국 업체들의 FY24 Capex도 신규 DRAM 설비 확장, 174단 공정 전환 등에 따라 크게 증가할 것으로 보임
- CY23 메모리 반도체 시장 규모는 800억 달러이며 Capital Intensity Ratio는 53%로 전년의 50%에서 소폭 상승

<그림22> DRAM, NAND Capex 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림23> Memory 반도체 시장 규모와 Capex 간 관계

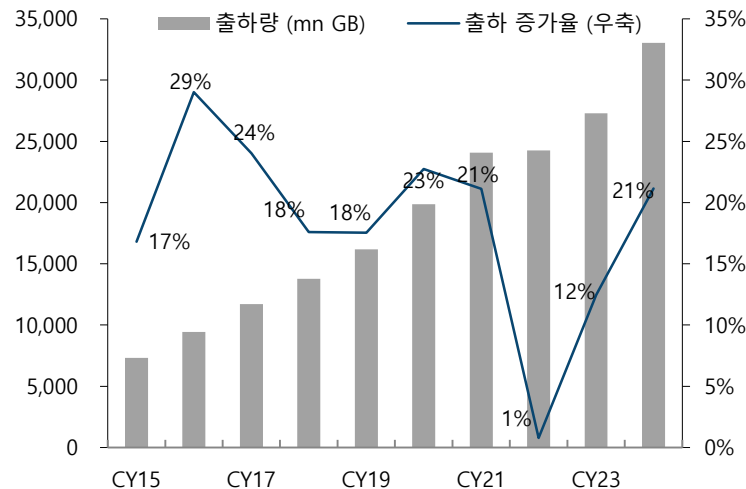


자료 : WSTS, 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 업황 사이클 시나리오

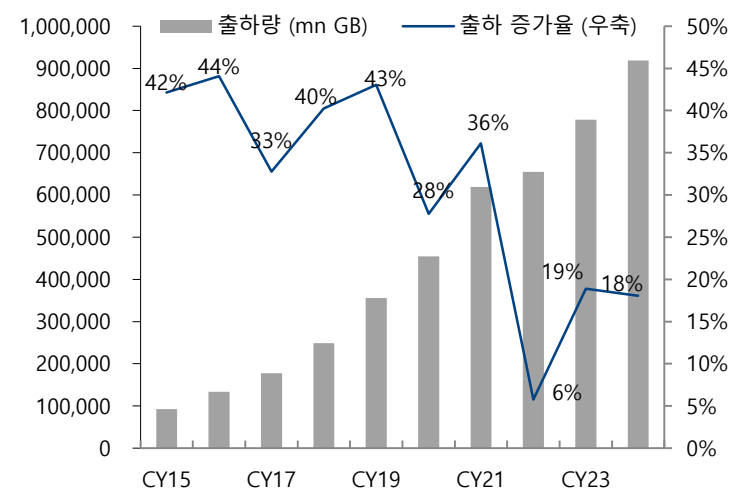
- CY23 재공품 포함 기준 업계 DRAM 생산 증가율은 -5%로 추정되며, 이는 수요 증가율 7%를 크게 하회. CY23 DRAM 출하 증가율은 생산 및 수요 증가율을 모두 상회하는 12%. 이는 CY23에 반도체 업체들의 재고 축소, 고객들의 재고 재축적이 개시되었음을 의미하며 1Q23 하순부터 메모리 반도체 상승 사이클 진입
- CY24 재공품 포함 기준 업계 DRAM 생산 증가율은 12% (삼성전자 10%대 중반, SK하이닉스 한자리수대 중반, Micron 10% 수준)로 추정되며, 당사 수요 증가율 전망치는 17%. CY24 DRAM 출하 증가율은 21%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 사이클 (1.5년~2년)은 수요 둔화와 고객들의 재고 정리에 의한 주문 축소에 따라 하락 사이클 (1년~1.5년)로 전환됨
- 만약 향후 경기 둔화, 고객들의 재고 축적 완료, AI 투자 둔화가 겹칠 경우, 상승 사이클 2년 차인 1Q25 하순에 메모리 업황의 하락 사이클이 개시될 가능성이 있음

<그림24> DRAM 출하 증가율 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림25> NAND 출하 증가율 전망

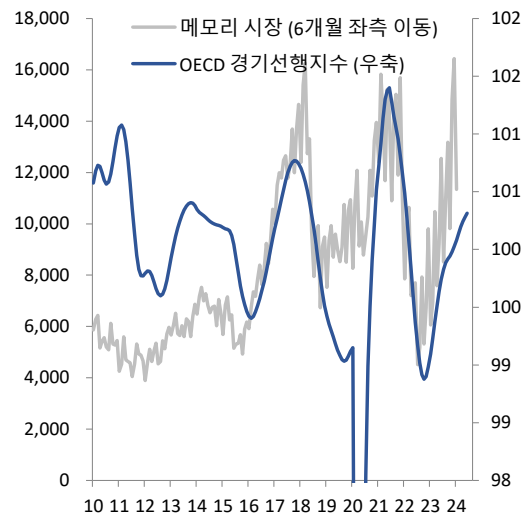


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

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

<그림26> 메모리 업황과 OECD 경기선행지수



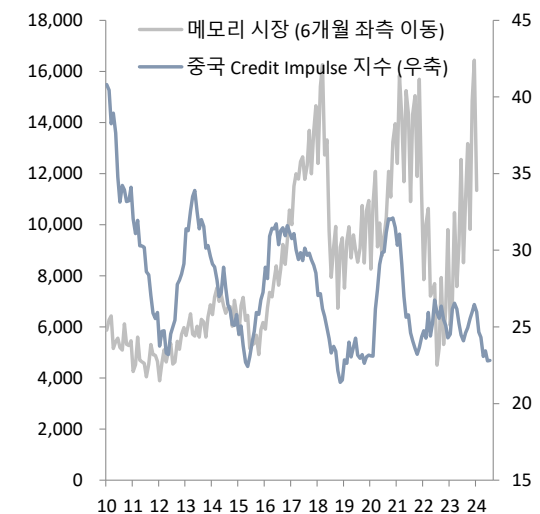
자료 : WSTS, Datastream

<그림27> 메모리 업황과 Global 유동성 증감률



자료 : WSTS, Bloomberg

<그림28> 메모리 업황과 중국 Credit Impulse

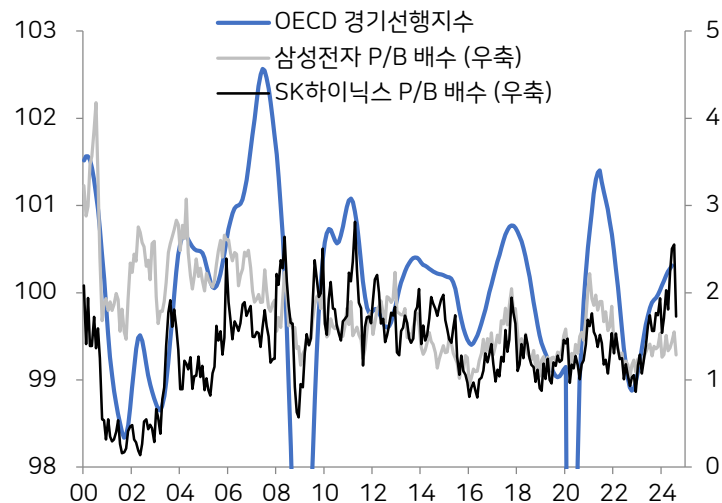


자료 : WSTS, Bloomberg

OECD 경기선행지수 하락 전환 가능성

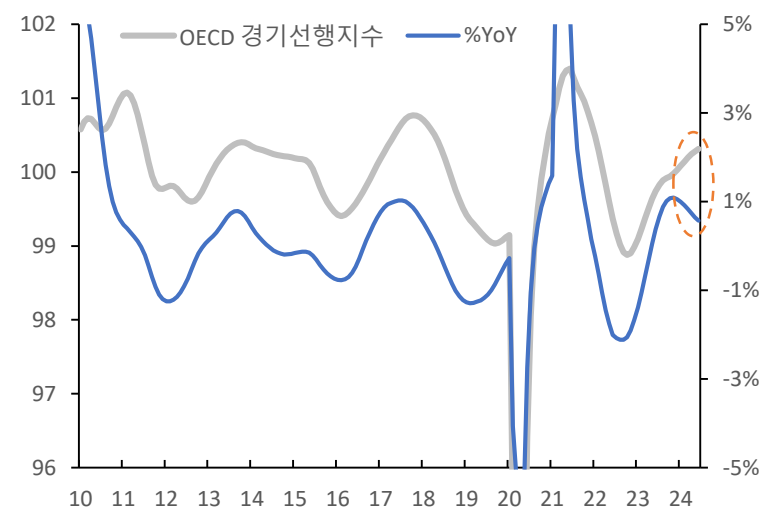
- 역사적으로 반도체 주가와 동행해온 OECD 경기선행지수는 CY22 10월 98.9를 바닥으로 CY24 6월 현재 100.3까지 20개월간 상승세 지속 중. 이에 따라 반도체 주가도 6월까지 20개월 간 강세
- 단 OECD 경기선행지수를 선행하는 YoY 증감률이 CY23 12월 이후 하락을 개시한지 7개월이 지났으므로 조만간 OECD 경기선행지수의 하락이 발생할 가능성이 있음
- 만약 향후 OECD 경기선행지수가 하락을 개시한다면 이는 반도체 주가도 하락기에 접어들었고 반도체 업황은 6개월 이후 둔화되기 시작할 가능성이 존재한다는 의미

<그림29> OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림30> OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이

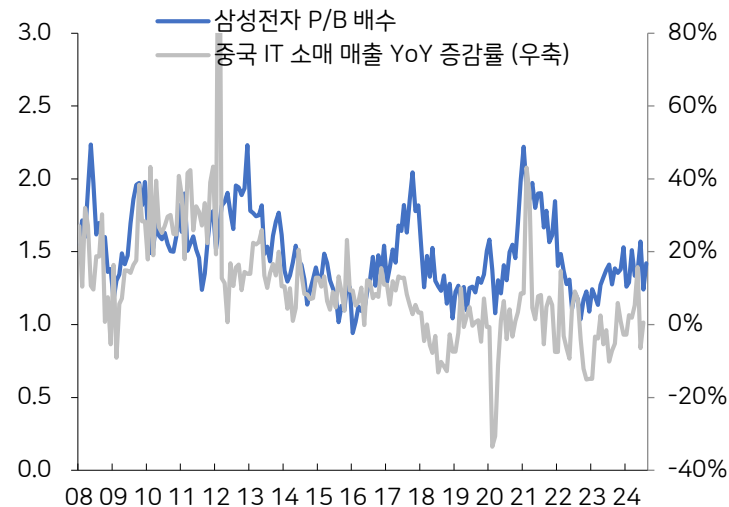


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

여전히 불확실한 중국 IT 수요 회복

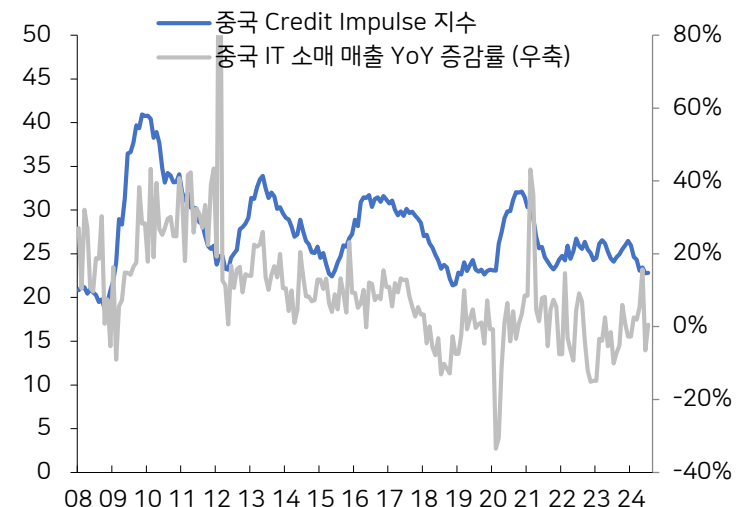
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 IT 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- 중국 IT 수요 증감률의 상승 지속 여부가 한국 반도체 주가에 큰 영향을 미칠 전망이다
- 지난 1월 이후 하락세를 보이던 중국 Credit Impulse 지수는 7월에 22.8로 전월 수치 유지
- 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 여전히 부진한 상황

<그림31> 중국 IT 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림32> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 IT 수요 YoY 증감률

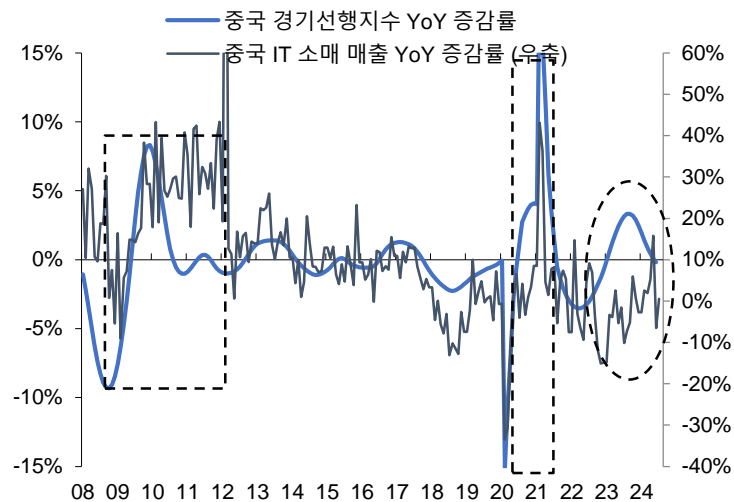


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

여전히 불확실한 중국 IT 수요 회복

- 중국 정부의 금리 인하 영향으로 7월 중국 M2 YoY 증감률은 +6.3%를 기록해 전월의 +6.2%에서 소폭 반등. 단 상승 전환인지는 아직 불확실
- CY22 5월 이후 CY23 9월까지 17개월 연속 상승했던 중국 경기선행지수 YoY 증감률이 CY23 10월부터 CY24 6월까지 하락 지속. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 경기선행지수 YoY 증감률과 역사적으로 유사한 흐름
- 중국 경기선행지수 YoY 증감률이 하락 전환한 가운데 기저효과까지 사라지는 2H24에 중국 IT 수요 YoY 증감률의 상승세가 지속될 것으로 보기는 어려운 듯

<그림33> 중국 경기 선행 지수와 IT 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림34> 중국 M2 YoY 증감률 추이

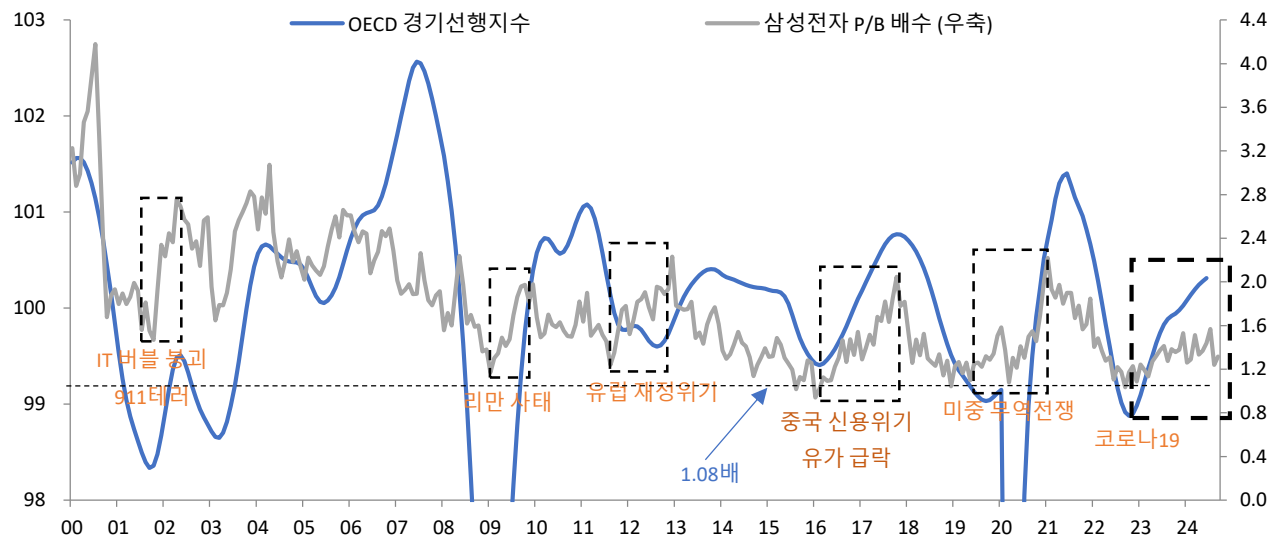


자료 : Bloomberg

삼성전자: 당분간은 지켜보는 전략 권고

- 동사 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.28배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.37배를 하회 중
- 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.57배였으며 직전 저점 배수는 1.24배로 동사 Val. 배수는 동사 HBM 사업과 경기 전망에 따라 등락 중
- FY25, FY26 동사 순이익이 적자로 돌아설 가능성은 거의 없으므로 올해 예상 BPS는 향후 최저값. 올해 예상 BPS에 동사의 지난 10년간 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 1.08배를 적용할 경우 61,000원의 주가 도출
- 따라서 동사 현주가는 경기 및 업황이 둔화되는 최악의 경우 20% 수준의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 추정됨
- 단 향후 동사 HBM 경쟁력이 강화될 가능성이 높으며 주가가 단기간 내 21% 급락한 점을 감안 시, 당분간 지켜보는 전략을 권고

<그림35> OECD 경기선행지수와 삼성전자 P/B 밴드

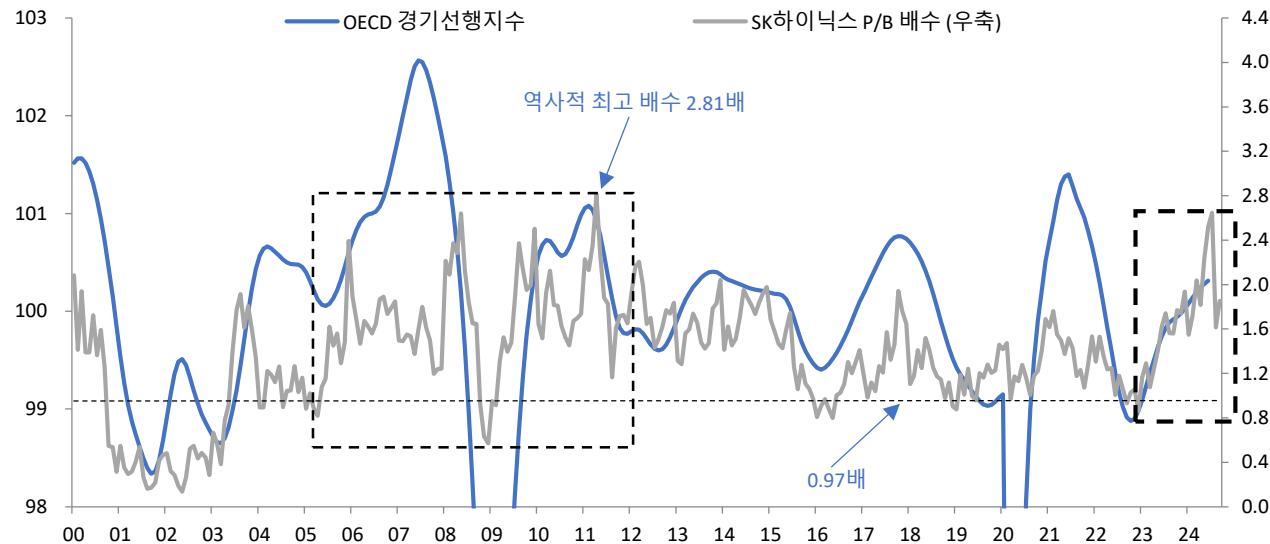


자료 : 삼성전자, Datastream, iM증권 리서치본부

SK하이닉스: 당분간은 지켜보는 전략 권고

- 동사 현주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.79배. 직전 고점 배수 2.65배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수는 1.61배
- FY25, FY26 동사 순이익이 적자로 돌아설 가능성은 거의 없으므로 올해 예상 BPS는 향후 최저값. 올해 예상 BPS에 동사의 지난 10년간 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.97배를 적용할 경우 91,000원의 주가 도출. 따라서 동사 현주가는 경기 및 반도체 업황이 둔화되는 최악의 경우 45% 수준의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 계산됨
- 물론 동사 경쟁력 강화에 따라, 주가 추세 하락 시 동사 최저점 배수가 과거보다 훨씬 높은 수준에서 형성될 수 있으므로 실제 주가 하락폭은 이에 크게 미치지 못할 가능성이 큼. 단 주가 추세 하락이 발생할 경우, 동사 주가의 낙폭이 삼성전자 주가보다 클 가능성은 높은 듯
- 동사가 HBM 부문에서 경쟁력 우위를 유지할 가능성이 높으며 주가가 단기간 내 39% 급락한 점을 감안 시, 당분간은 지켜보는 전략 권고

<그림36> OECD 경기선행지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부



[기업분석]

삼성전자(005930)

SK하이닉스(000660)

삼성전자(005930)

당분간 지켜보는 전략 권고

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	87,000원(유지)
증가(2024.09.03)	72,500원
상승여력	20.0 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	596,978만주
시가총액	432,809십억원
외국인지분율	56.1%
52주 주가	66,000~87,800원
60일평균거래량	19,517,987주
60일평균거래대금	1,567.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.9	-4.2	-1.2	2.1
상대수익률	-8.5	-3.6	-2.1	-1.8



[투자포인트]

- 4Q23 이후 중국 스마트폰 업체들의 출하량이 판매량을 상회함에 따라 유통 채널 내 스마트폰 재고가 증가한 것으로 판단됨. 또한 2Q23 이후 고객들의 NAND 매수 규모가 실제 수요량을 상회해온 것으로 보임
- 원-달러 환율 하락과 중국 Mobile 고객향 메모리 반도체 출하 둔화 우려를 반영해 3Q24 및 FY24 영업이익 전망치를 기존의 14.8조원과 47.2조원에서 14.6조원, 47.0조원으로 소폭 하향
- 동사는 경쟁력 재강화를 위해 HBM 생산 규모를 CY25에 대폭 늘리고 Legacy DRAM 설비 (P4) 확장에도 나설 것으로 전망됨. 동사 HBM3E 출하가 본격화될 경우, CY25 HBM 수급이 공급 과잉으로 전환될 가능성이 있는 듯
- 9월 중에 Nvidia에 대한 동사 HBM3E 8단 출하 성사 여부가 결정될 듯. Nvidia는 CY25 수요에 대비해 동사 HBM3E 구매를 긍정적으로 검토할 것이나 HBM3E의 올해 매출 비중이 가이던스만큼 높지는 않을 전망이다
- 동사 현주가는 경기, 업황, 실적이 다운 사이클에 진입하는 최악의 경우, 20% 수준의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 추정됨. 단 향후 동사 HBM 경쟁력이 강화될 가능성이 높으며 주가가 단기간 내 21% 급락한 점을 감안 시, 당분간 지켜보는 전략을 권고

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	258,935	310,117	341,129	358,185
영업이익(십억원)	6,567	47,035	52,657	33,930
순이익(십억원)	14,473	37,551	38,794	25,783
EPS(원)	2,131	5,528	5,711	3,796
BPS(원)	52,002	56,579	61,340	64,185
PER(배)	36.8	13.1	12.7	19.1
PBR(배)	1.5	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	4.1	10.2	9.7	6.0
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.7	3.9	3.4	4.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표6> 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	82,575	81,558	302,231	258,935	310,117
	매출총이익	17,738	18,358	20,786	21,660	26,029	29,760	35,163	35,619	112,190	78,543	126,571
	매출총이익률	27.8%	30.6%	30.8%	32.0%	36.2%	40.2%	42.6%	43.7%	37.1%	30.3%	40.8%
	영업이익	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	14,568	15,417	43,377	6,567	47,035
	영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	9.2%	14.1%	17.6%	18.9%	14.4%	2.5%	15.2%
DS	매출	13,730	14,734	16,441	21,690	23,141	28,560	31,277	33,729	98,460	66,595	116,707
	매출총이익	-960	-592	262	2,274	6,051	10,596	12,984	15,004	38,097	984	44,636
	매출총이익률	-7.0%	-4.0%	1.6%	10.5%	26.2%	37.1%	41.5%	44.5%	38.7%	1.5%	38.2%
	영업이익	-4,580	-4,360	-3,752	-2,180	1,913	6,450	8,764	10,632	23,823	-14,873	27,759
	영업이익률	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	8.3%	22.6%	28.0%	31.5%	24.2%	-22.3%	23.8%
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	6,931	6,995	24,076	24,321	24,770
	매출총이익률	80.6%	84.4%	80.9%	71.2%	93.7%	75.8%	78.0%	76.8%	70.0%	78.5%	79.8%
	영업이익	780	840	1,940	2,010	340	1,010	2,067	1,895	5,952	5,569	5,312
	영업이익률	11.8%	13.0%	23.6%	20.8%	6.3%	13.2%	23.2%	20.8%	17.3%	18.0%	17.1%
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	3,079	2,435	11,383	13,011	11,254
	영업이익률	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	10.5%	8.1%	9.6%	8.8%	9.4%	11.6%	9.3%
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

IV. 기업 분석

<표7> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
원/달러 환율 (원)		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
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	19,156	20,304	16,438	17,977	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,549	25,987	73,875	81,698	97,900
	%QoQ / % YoY	1.2%	6%	-19%	9%	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	1%	6%	-3%	11%	20%
	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%	10%	3%	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	8,827	9,625	28,143	17,279	32,732
	%QoQ / % YoY	-0.2%	6%	-35%	-24%	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	11%	9%	-17%	-39%	89%
NAND	매출 (십억원)	10,395	11,540	7,921	6,101	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,983	12,993	35,957	22,541	44,293
	%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	4,801	5,578	16,063	-985	15,718
	영업이익률	52%	54%	42%	17%	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	40%	43%	45%	-4%	35%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	37,340	34,648	31,523	35,262	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	46,583	49,789	138,772	158,613	191,048
	%QoQ / % YoY	9%	-7%	-9%	12%	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	1%	7%	3%	14%	20%
System LSI	16Gb 기준 ASP (\$)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
	%QoQ / % YoY	-5.2%	1%	-21%	-28%	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	9%	3%	-17%	-47%	69%
	매출 (백만불)	7,983	7,497	5,388	4,340	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	8,236	9,066	25,208	15,410	31,293
	%QoQ / % YoY	3%	-6%	-28%	-19%	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	10%	10%	-14%	-39%	103%
	매출 (십억원)	9,628	9,470	7,231	5,902	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	11,179	12,240	32,232	20,073	42,335
	%QoQ / % YoY	5%	-2%	-24%	-18%	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	9%	9%	-4%	-38%	111%
디스플레이	영업이익 (십억원)	2,372	2,823	823	-1,211	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	3,974	4,917	4,807	-11,296	12,952
	영업이익률	25%	30%	11%	-21%	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	36%	40%	15%	-56%	31%
	매출 (십억원)	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
	%QoQ / % YoY	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	-261	-129	2,948	-2,571	-1,671
	영업이익률	10%	12%	12%	5%	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-4%	-2%	10%	-11%	-6%
휴대폰 / Tablet	출하량 (백만개)	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
	%QoQ / % YoY	-19%	-9%	-5%	5%	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	10%	7%	-20%	-15%	10%
	ASP (\$)	29	29	35	33	33	32	34	33	28	29	30	29	32	33	29
	%QoQ / % YoY	7%	1%	21%	-7%	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	7%	-4%	20%	5%	-12%
	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	-14%	-8%	15%	-2%	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	17%	3%	-4%	-11%	-4%
	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	-12%	-3%	22%	-1%	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	16%	3%	8%	-10%	0%
	중대형 영업이익 (십억원)	-396	-292	-289	-176	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-14	8	-1,153	-116	-90
	영업이익률	-26%	-24.5%	-41%	-92%	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-92%	-49%	-92%
	소형 영업이익 (십억원)	1,486	1,352	2,269	1,999	850	865	1,949	2,021	351	1,084	2,081	1,887	7,105	5,686	5,402
	영업이익률	20%	19%	25%	23%	13%	14%	24%	21%	7%	15%	25%	22%	22%	19%	18%
TV	전체 영업이익 (십억원)	1,090	1,060	1,980	1,822	780	840	1,940	2,010	340	1,010	2,067	1,895	5,952	5,569	5,312
	영업이익률	14%	14%	21%	20%	12%	13%	24%	21%	6%	13%	23%	21%	17%	18%	17%
	출하량 (백만개)	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
	%QoQ / % YoY	7%	-14%	3%	-8%	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	8%	-8%	-5%	-13%	1%
	ASP (\$)	296	293	296	259	335	300	318	284	353	309	337	318	287	310	330
	%QoQ / % YoY	5%	-1%	1%	-13%	30%	-10%	6%	-11%	24%	-13%	9%	-6%	4%	8%	6%
기타	매출 (백만불)	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
	%QoQ / % YoY	12%	-15%	4%	-19%	31%	-21%	17%	-18%	38%	-20%	18%	-14%	-1%	-6%	7%
	매출 (십억원)	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	3,074	2,430	10,577	12,899	11,235
	영업이익률	12.0%	8.9%	10.2%	6.4%	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.4%	9.9%	9.1%	9.5%	12.3%	9.6%
Total	출하량 (백만개)	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
	%QoQ / % YoY	-5%	-24%	11%	19%	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	12%	-8%	-6%	3%
	ASP (\$)	603	643	568	556	556	603	538	558	558	564	519	519	590	563	538
	%QoQ / % YoY	-3%	7%	-12%	-2%	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%
	매출 (백만불)	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
	%QoQ / % YoY	-8%	-19%	-2%	17%	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	2%	12%	-5%	-10%	-1%
기타	매출 (십억원)	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%	5%	7%	5%
	매출 (십억원)	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
	영업이익 (십억원)	386	392	477	346	-36	594	574	-76	508	655	612	313	1,601	1,056	2,089
Total	매출 (십억원)	77,781	77,204	76,782	70,465	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	82,575	81,558	302,231	258,935	310,117
	%QoQ / % YoY	2%	-0.7%	-1%	-8%	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	11%	-1%	8%	-14%	20%
	영업이익 (십억원)	14,121	14,097	10,852	4,306	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	14,568	15,417	43,377	6,567	47,035
	영업이익률	18.2%	18%	14%	6%	1%	1%	4%	4%	9%	14%	18%	19%	14%	3%	15%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		195,937	218,643	242,703	249,930
현금 및 현금성자산		69,081	78,398	90,964	91,448
단기금융자산		23,326	24,493	25,717	27,003
매출채권		43,281	51,836	57,019	59,870
재고자산		51,626	55,821	61,403	64,473
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	486,710	518,592	536,494
유동부채		75,719	72,802	69,631	66,403
매입채무		11,320	13,557	14,913	15,659
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	89,310	86,140	82,912
지배주주지분		353,234	384,326	416,661	435,984
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		346,652	374,394	403,379	419,352
기타자본항목		1,280	4,630	7,981	11,331
비지배주주지분		10,444	13,074	15,791	17,597
자본총계		363,678	397,400	432,452	453,581

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		44,137	63,997	69,304	62,284
당기순이익		15,487	40,181	41,512	27,588
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	9,317	12,566	484
기초현금및현금성자산		49,681	69,081	78,398	90,964
기말현금및현금성자산		69,081	78,398	90,964	91,448

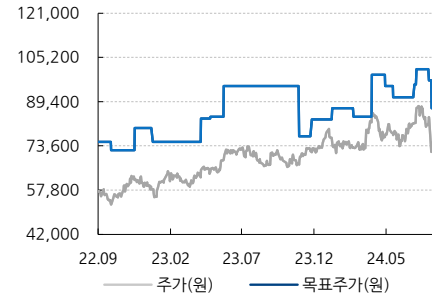
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		258,935	310,117	341,129	358,185
증가율(%)		-14.3	19.8	10.0	5.0
매출원가		180,389	183,546	201,266	232,820
매출총이익		78,547	126,571	139,863	125,365
판매비와관리비		71,980	79,536	87,206	91,434
연구개발비		28,340	31,012	34,113	35,819
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		6,567	47,035	52,657	33,930
증가율(%)		-84.9	616.2	12.0	-35.6
영업이익률(%)		2.5	15.2	15.4	9.5
이자수익		16,100	14,829	14,076	14,111
이자비용		12,646	12,603	12,350	12,223
지분법이익(손실)		888	888	888	888
기타영업외손익		97	78	78	78
세전계속사업이익		11,006	50,226	55,349	36,785
법인세비용		-4,481	10,045	13,837	9,196
세전계속이익률(%)		4.3	16.2	16.2	10.3
당기순이익		15,487	40,181	41,512	27,588
순이익률(%)		6.0	13.0	12.2	7.7
지배주주귀속 순이익		14,473	37,551	38,794	25,783
기타포괄이익		3,350	3,350	3,350	3,350
총포괄이익		18,837	43,531	44,862	30,939
지배주주귀속총포괄이익		17,604	40,682	41,925	28,914

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		2,131	5,528	5,711	3,796
BPS		52,002	56,579	61,340	64,185
CFPS		7,823	11,540	12,058	10,458
DPS		1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation(배)					
PER		36.8	13.1	12.7	19.1
PBR		1.5	1.3	1.2	1.1
PCR		10.0	6.3	6.0	6.9
EV/EBITDA		9.7	3.9	3.4	4.1
Key Financial Ratio(%)					
ROE		4.1	10.2	9.7	6.0
EBITDA이익률		17.5	28.3	28.1	22.1
부채비율		25.4	22.5	19.9	18.3
순부채비율		-21.9	-22.7	-24.0	-23.3
매출채권회전율(x)		6.1	6.5	6.3	6.1
재고자산회전율(x)		5.0	5.8	5.8	5.7

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-09-29	Buy	72,000	-19.0%	-12.6%
2022-11-18	Buy	80,000	-24.9%	-21.8%
2022-12-26	Buy	75,000	-18.4%	-13.9%
2023-04-07	Buy	83,400	-21.7%	-20.7%
2023-04-27	Buy	84,000	-21.5%	-18.5%
2023-05-25	Buy	95,000	-26.5%	-22.7%
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		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 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

[투자비용등급공시 2024-06-30기준]

매수
92.8%

종립(보유)
6.6%

매도
0.6%

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

SK하이닉스(000660)

당분간 지켜보는 전략 권고

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	181,000원(유지)
증가(2024.09.03)	168,300원
상승여력	7.5 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	122,523십억원
외국인지분율	54.2%
52주 주가	113,700~241,000원
60일평균거래량	5,189,316주
60일평균거래대금	1,036.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-13.3	7.7	40.2
상대수익률	-2.4	-12.7	6.9	36.3



[투자포인트]

- Mobile 메모리 수요 둔화 우려와 원-달러 환율 하락을 반영해 동사 3Q24 및 FY24 영업이익 전망치를 기존의 7.2조원과 23.9조원에서 6.9조원과 23.4조원으로 소폭 하향
- CoWoS Capa에 기반한 최대 가속기 반도체 생산 가능량을 감안하면 HBM 수요량은 CY24에 8.8억 GB로 YoY 319% 증가, CY25에 18.8억 GB로 113% 증가할 듯. 단 HBM 3사의 CY24 생산 계획이 총 16.4억 GB에 이르고 CY25 생산 계획은 33.7억 GB까지 급증할 전망이다
- 수율 부진에 따라 생산 계획이 달성되지 못할 경우에도 경쟁사들의 HBM3E 공급이 본격화될 경우, HBM 공급이 CY25에 공급 과잉으로 전환될 가능성이 있는 것으로 판단됨. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건인 듯
- 동사가 HBM 부문에서 당분간 경쟁력 우위를 유지할 가능성이 높으며 주가가 단기간 내 39% 급락한 점을 감안 시, 당분간은 지켜보는 전략 권고. 단 경기, 업황, 실적이 다운 사이클에 진입하는 경우, Valuation 부담에 따라 동사 주가의 낙폭이 경쟁사 대비 더 클 가능성이 높은 것으로 판단됨

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	65,728	73,090	57,010
영업이익(십억원)	-7,730	23,399	25,266	9,934
순이익(십억원)	-9,112	15,594	17,536	6,307
EPS(원)	-12,517	21,420	24,087	8,663
BPS(원)	73,495	93,917	117,007	124,672
PER(배)		7.9	7.0	19.4
PBR(배)	1.9	1.8	1.4	1.3
ROE(%)	-15.6	25.6	22.8	7.2
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	3.8	3.1	4.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표8> 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	19,839	20,861	58,858	66,563	76,653
% QoQ / YoY	-19.5%	35.0%	20.1%	1.0%	-16.3%	21.0%	0.8%	5.2%	1.0%	13.1%	15.2%
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%	68.7%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,438	3,578	4,727	5,648	5,687	7,901	8,758	9,485	22,923	16,390	31,831
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	0.13	0.11	0.06	0.12
% QoQ / YoY	-9.9%	-10.0%	-0.5%	40.5%	30.3%	17.0%	8.5%	3.0%	-19.5%	-43.3%	91.4%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,396	1,887	1,970	2,730	3,543	4,062	4,138	4,632	11,400	7,982	16,375
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	13,011	14,233	34,857	24,935	48,654
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	17,661	19,214	44,622	32,766	65,728
매출원가 (십억원)	6,733	8,484	9,002	9,080	7,635	8,927	8,628	8,887	28,994	33,299	34,077
매출총이익 (십억원)	-1,645	-1,178	64	2,226	4,795	7,496	9,033	10,327	15,628	-533	31,652
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	6,940	8,105	6,809	-7,730	23,399
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	23.2%	33.3%	39.3%	42.2%	15.3%	-23.6%	35.6%
DRAM 영업이익 (십억원)	-1,104	-239	725	1,638	2,544	4,707	5,801	6,514	8,908	1,021	19,566
%/Sales	-34.9%	-5.1%	11.7%	22.0%	33.6%	43.8%	48.8%	50.9%	30.3%	4.7%	45.5%
NAND 영업이익 (십억원)	-2,285	-2,629	-2,541	-1,307	337	749	1,134	1,594	-2,163	-8,763	3,814
%/Sales	-126.3%	-106.0%	-98.2%	-36.2%	7.2%	13.6%	20.2%	25.5%	-14.8%	-83.6%	17.2%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		30,468	31,964	47,638	56,010
현금 및 현금성자산		7,587	9,950	23,556	36,874
단기금융자산		1,433	1,421	1,408	1,396
매출채권		6,942	9,859	10,963	5,701
재고자산		13,481	9,859	10,963	11,402
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	106,319	123,591	128,283
유동부채		21,008	16,286	16,700	15,795
매입채무		1,846	3,702	4,117	3,211
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	37,904	38,319	37,413
지배주주지분		53,504	68,372	85,181	90,762
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,373	4,373	4,373	4,373
이익잉여금		46,729	61,497	78,206	83,686
기타자본항목		-1,255	-1,155	-1,055	-955
비지배주주지분		-1	42	91	108
자본총계		53,504	68,414	85,272	90,870

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		4,278	27,670	28,839	23,664
당기순이익		-9,138	15,637	17,584	6,324
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	2,363	13,606	13,318
기초현금및현금성자산		4,977	7,587	9,950	23,556
기말현금및현금성자산		7,587	9,950	23,556	36,874

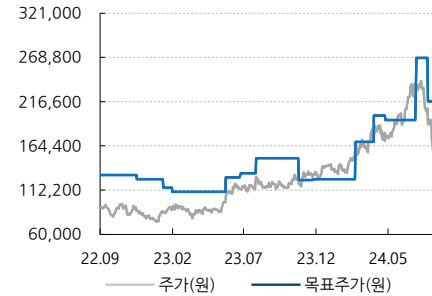
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		32,766	65,728	73,090	57,010
증가율(%)		-26.6	100.6	11.2	-22.0
매출원가		33,299	34,077	38,738	39,907
매출총이익		-533	31,652	34,352	17,103
판매비와관리비		7,197	8,252	9,086	7,169
연구개발비		3,751	4,141	4,605	3,592
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-7,730	23,399	25,266	9,934
증가율(%)		적전	흑전	8.0	-60.7
영업이익률(%)		-23.6	35.6	34.6	17.4
이자수익		2,262	2,318	2,644	2,964
이자비용		6,093	4,733	4,480	4,480
지분법이익(손실)		15	15	15	15
기타영업외손익		-111	-150	-	-
세전계속사업이익		-11,658	20,849	23,445	8,432
법인세비용		-2,520	5,212	5,861	2,108
세전계속이익률(%)		-35.6	31.7	32.1	14.8
당기순이익		-9,138	15,637	17,584	6,324
순이익률(%)		-27.9	23.8	24.1	11.1
지배주주귀속 순이익		-9,112	15,594	17,536	6,307
기타포괄이익		100	100	100	100
총포괄이익		-9,037	15,737	17,684	6,424
지배주주귀속총포괄이익		-9,013	15,694	17,635	6,406

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-12,517	21,420	24,087	8,663
BPS		73,495	93,917	117,007	124,672
CFPS		6,265	37,899	42,669	27,783
DPS		1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation(배)					
PER			7.9	7.0	19.4
PBR		1.9	1.8	1.4	1.3
PCR		22.6	4.4	3.9	6.1
EV/EBITDA		21.2	3.8	3.1	4.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-15.6	25.6	22.8	7.2
EBITDA이익률		18.1	53.9	53.1	41.8
부채비율		87.5	55.4	44.9	41.2
순부채비율		42.7	17.2	-2.1	-16.6
매출채권회전율(x)		5.3	7.8	7.0	6.8
재고자산회전율(x)		2.2	5.6	7.0	5.1

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-11-18	Buy	125,000	-34.9%	-30.2%
2023-01-13	Buy	115,000	-23.1%	-19.7%
2023-02-01	Buy	110,000	-19.1%	-10.7%
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 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

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비용등급공시 2024-06-30기준]

매수
92.8%

중립(보유)
6.6%

매도
0.6%