

반도체

주가는 결국 사이클대로

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

donghee.han@sk.com
3773-8826

아팠던 지난 한 주

미국 대선 레이스에서 트럼프 후보의 당선 가능성 증가 이후 최근 3 거래일 동안 국내 반도체 대형주 주가는 삼성전자 -4%, SK 하이닉스 -10%로 크게 하락했다. SK 하이닉스 낙폭 확대 구간에 삼성전자는 견조한 모습을 보였으나 마지막 거래일에는 오히려 삼성전자의 낙폭이 확대되었다. 트럼프 후보 당선 시 정책적 변화 (보편적 관세, 반중 정책 강화 등)가 무역 분쟁으로 확산될 수 있다는 수요 관점에서의 불확실성 증가 논리가 차익 실현의 빌미가 된 것으로 보이나, 본질은 변동성 확대 구간에 단기 실적 차이 (2Q24 삼성전자 어닝서프라이즈 기록, SK 하이닉스 컨센서스 부합 예상)에 따른 위험 회피 요소가 더 크게 작용했다고 판단한다.

반도체 주식은 결국 사이클대로 움직였다

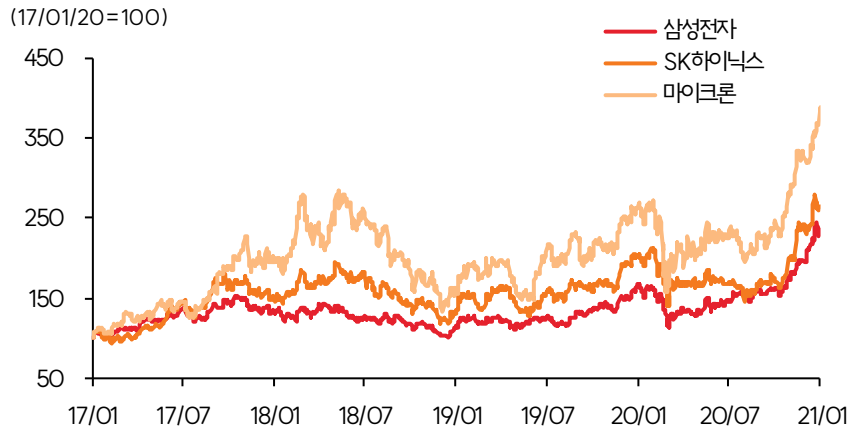
반도체 주식은 언제나 사이클대로 움직였다. 과거 트럼프 정권 시절 (2017년 1월 ~ 2021년 1월), 트럼프 당선일 (2016년 11월 8일) 전후 3개월 DRAM 3사의 주가와 12M Fwd. EPS는 매우 높은 상관관계를 보여주었다. 또한 미-중 무역분쟁이 시작된 2018년은 1년 반 여 동안 상승해왔던 반도체 12M Fwd. EPS가 하락하기 시작한 시기였으며, DRAM 3사의 실적은 2018년이 고점이었다. 당시 사이클과 현재의 사이클이 다른 점은 AI를 기반으로 한 HBM이라는 Specialty 시장 (과거 대비 안정적 실적의 기반)의 빠른 성장과 이에 따른 Commodity 시장의 구조적 회복이며, DRAM 3사의 최대 실적이 2024년일 가능성도 사실상 없다고 판단한다.

SK 증권은 2025년 삼성전자, SK 하이닉스의 영업이익을 각각 66조원 (+50% YoY), 40조원 (+68% YoY)의 사상 최대 실적 전망을 유지한다.

메모리 사이클은 아직 끝나지 않았다. 반도체 비중 확대 의견 유지

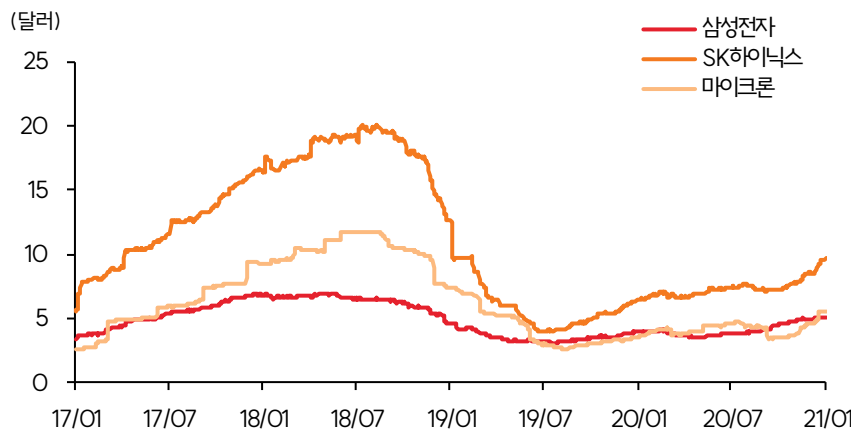
SK 증권은 최근 TSMC의 호실적과 더불어 가이드선 상향은 AI 수요 전망의 상향을 의미한다고 판단한다. Double-Booking이 제한적인 글로벌 최대 Specialty 파운드리 전망치 상향은 메모리 업계의 선행지표이다. 또한 AI 수요 강제 국면에서 삼성전자의 HBM 시장 진입 명분 확대는 Commodity 생산 능력의 추가 하향 요소로 작용하며, Commodity 가격 상승 사이클의 지속으로 이어질 것으로 판단한다. 이번 사이클의 포인트가 HBM과 Commodity의 시너지에 따른 차별화 된 증익이라면, 그 포인트는 여전히 강화되고 있는 국면으로 판단하며, AI 사이클에서의 미국 빅테크들의 비중을 감안하면, 미국 정권의 교체 여부가 AI 사이클의 둔화로 이어질 가능성도 제한적일 것으로 전망한다. 반도체 업종 비중 확대 의견을 유지한다.

트럼프 정권 기간 DRAM 3사 주가 추이



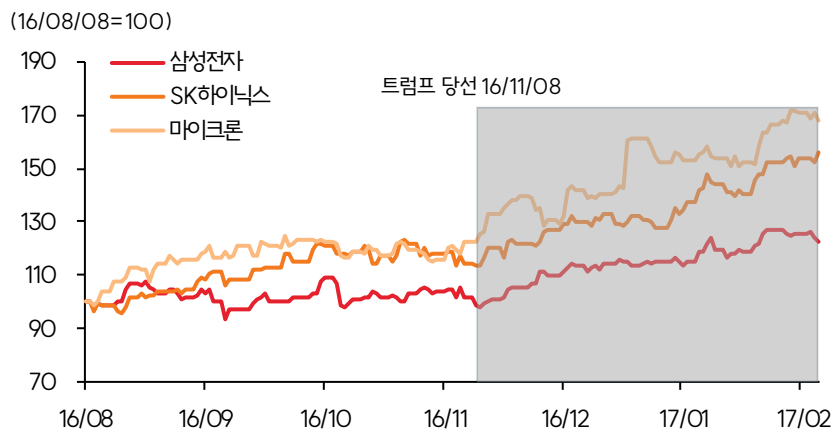
자료: Bloomberg, SK 증권

트럼프 정권 기간 DRAM 3사 12MFwd.EPS 추이



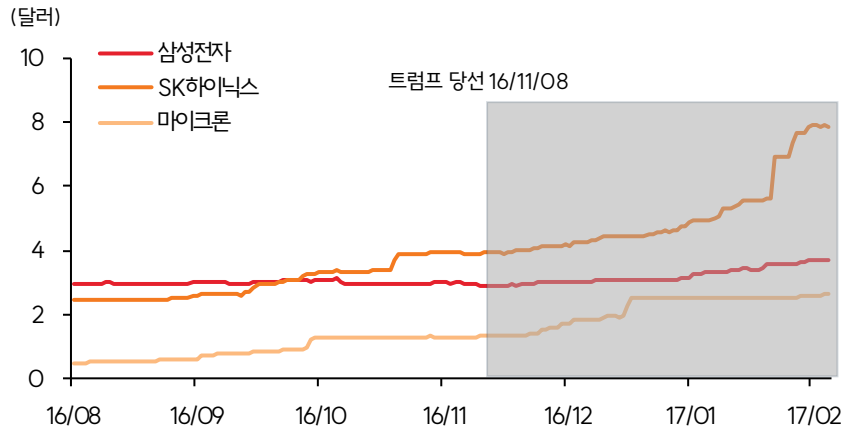
자료: Bloomberg, SK 증권

트럼프 당선 전후 3개월 주가 추이



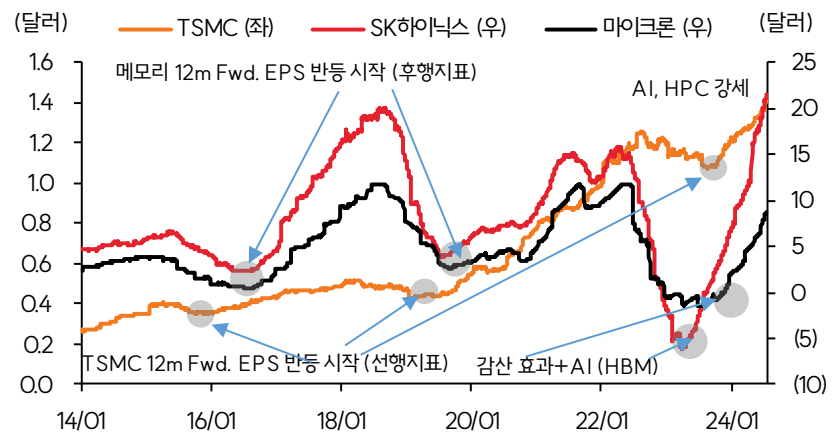
자료: Bloomberg, SK 증권

트럼프 당선 전후 3개월 12m Fwd. EPS 추이



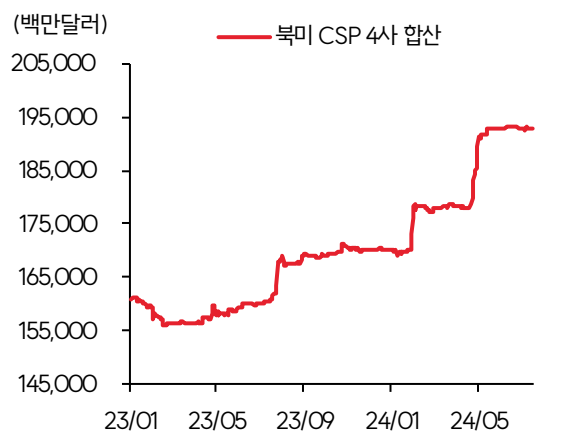
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC, SK 하이닉스, 마이크론 12M Fwd. EPS 추이



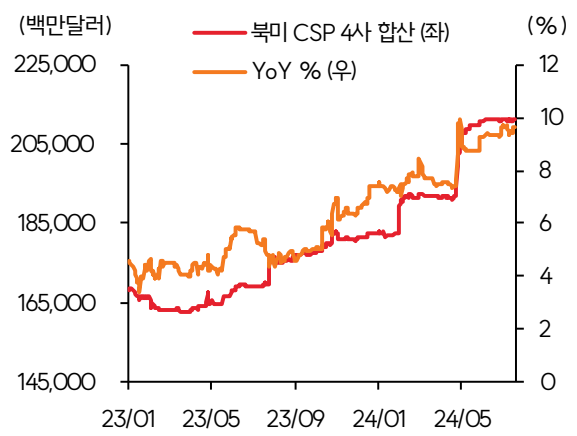
자료: Bloomberg, SK 증권

2024년 북미 CSP 4사 CapEx 컨센서스 추이



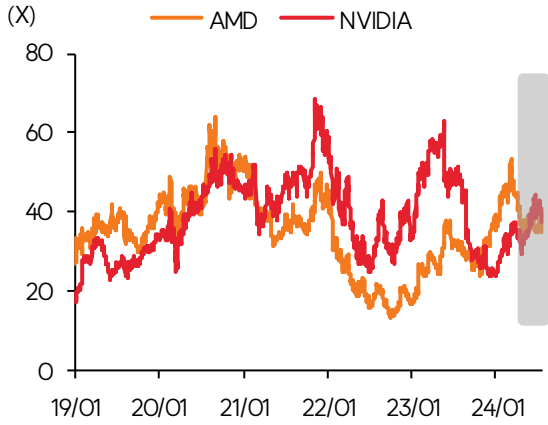
자료: Bloomberg, SK 증권

2025년 북미 CSP 4사 CapEx 컨센서스 추이



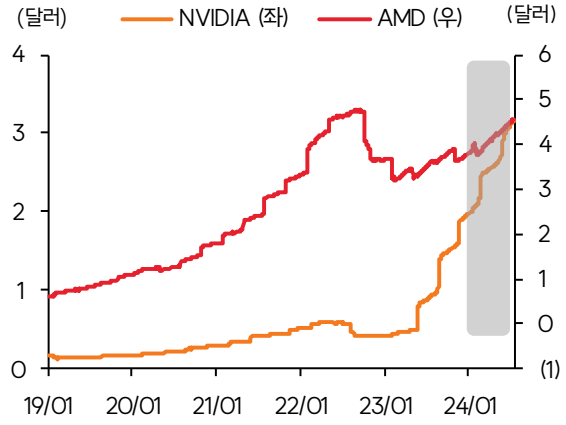
자료: Bloomberg, SK 증권

NVIDIA, AMD의 12MFwd. P/E 추이



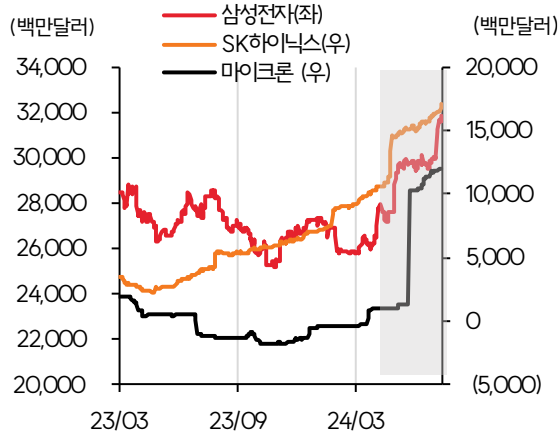
자료: Bloomberg, SK 증권

NVIDIA, AMD의 12MFwd. EPS 추이



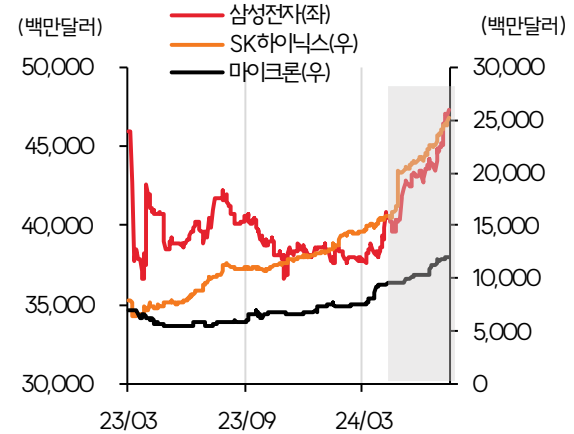
자료: Bloomberg, SK 증권

DRAM 3사의 2024년 영업이익 컨센서스 추이



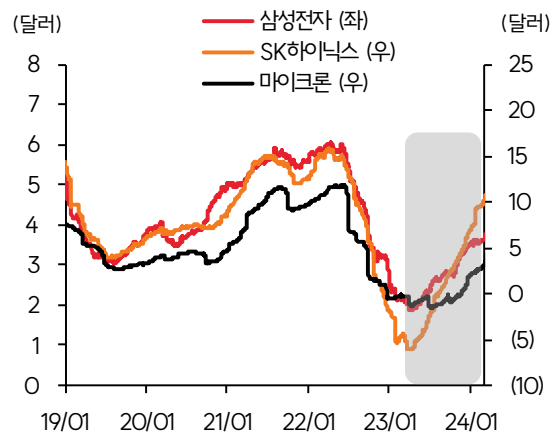
자료: Bloomberg, SK 증권

DRAM 3사의 2025년 영업이익 컨센서스 추이



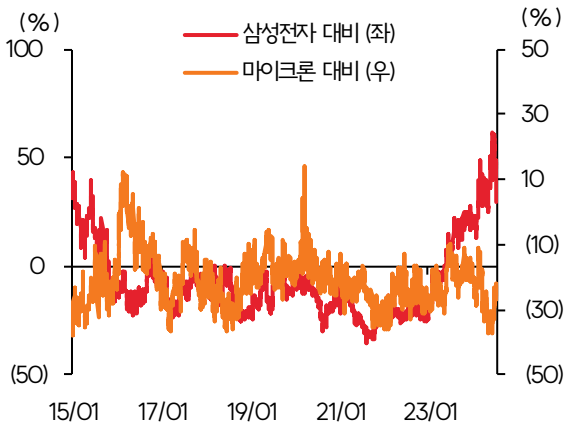
자료: Bloomberg, SK 증권

DRAM 3사의 12MFwd. EPS 추이



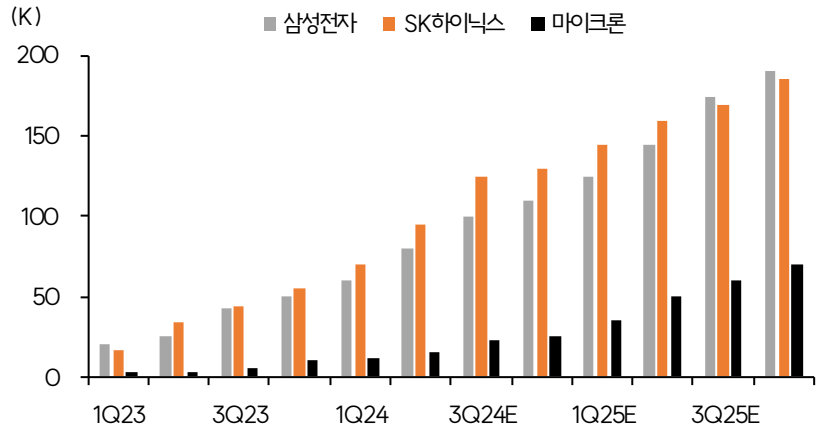
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스의 12MFwd. P/B 프리미엄 추이



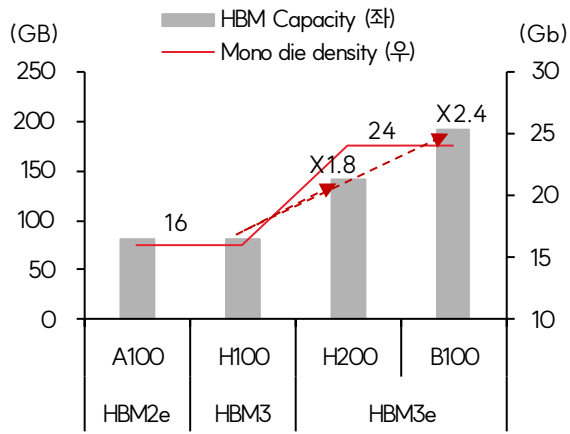
자료: Bloomberg, SK 증권

DRAM 3사 TSV Capa 추이 및 전망



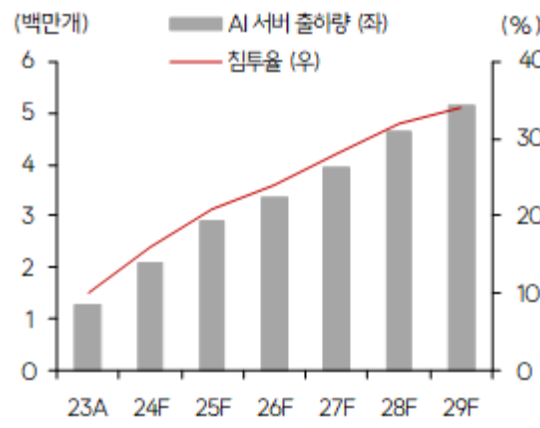
자료: FnGuide, SK 증권 추정

NVIDIA GPU 당 HBM 용량 증가 추이 및 전망



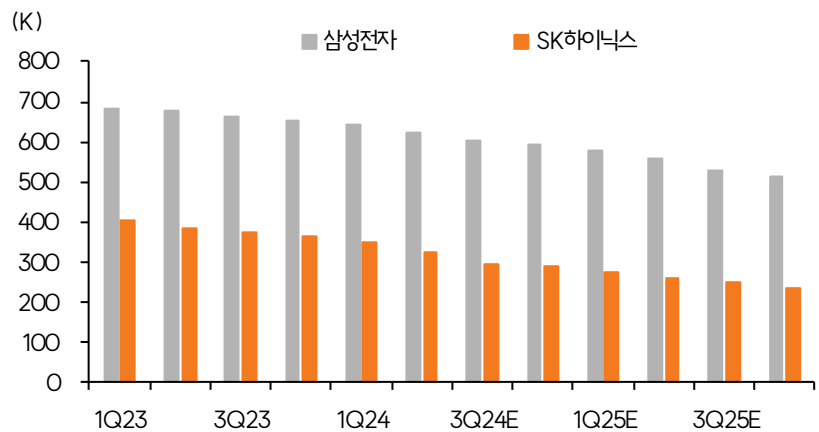
자료: Bloomberg, SK 증권

AI 서버 출하량과 침투율 추이 및 전망



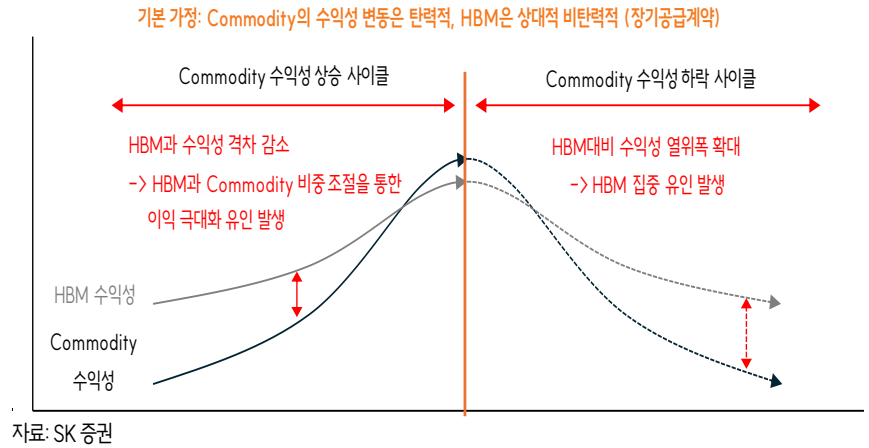
자료: Bloomberg, SK 증권

Commodity 생산능력 추이 및 전망 (Capa 보완 없을 경우)



자료: SK 증권 추정

Commodity 가격 방향에 따라 달라질 HBM에 대한 전략



미국 핵심-신용기술 (CET)에 관한 국가표준전략

The critical and emerging technology areas in the 2024 update are:

- **Advanced Computing**
- Advanced Engineering Materials
- Advanced Gas Turbine Engine Technologies
- Advanced and Networked Sensing and Signature Management
- Advanced Manufacturing
- **Artificial Intelligence**
- Biotechnologies
- Clean Energy Generation and Storage
- Data Privacy, Data Security, and Cybersecurity Technologies
- Directed Energy
- Highly Automated, Autonomous, and Uncrewed Systems, and Robotics
- Human-Machine Interfaces
- Hypersonics
- **Integrated Communication and Networking Technologies**
- Positioning, Navigation, and Timing Technologies
- Quantum Information and Enabling Technologies
- Semiconductors and Microelectronics
- Space Technologies and Systems

자료: 백악관 과학기술정책국(OSTP), SK 증권

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망										(단위: 조원)		
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q23E	4Q23E	2023	2024E	2025E	
매출액	63.8	60.1	67.6	67.8	71.9	74.0	85.7	85.8	259.2	317.4	365.3	
YoY %	-18%	-22%	-12%	-4%	13%	23%	27%	27%	-14%	22%	15%	
QoQ %	-10%	-6%	13%	0%	6%	3%	16%	0%				
DX	45.9	39.9	43.7	39.3	47.0	40.4	45.8	42.1	168.8	175.3	179.3	
VD/CE	14.1	14.4	13.7	14.3	13.5	13.4	13.6	14.3	56.4	54.7	54.8	
MX/NW	31.8	25.5	30.0	25.0	33.5	27.0	32.2	27.9	112.4	120.6	124.5	
DS	13.7	14.7	16.4	21.7	23.1	28.2	32.2	34.8	66.6	118.5	164.4	
Memory	8.9	9.0	10.5	15.7	17.5	21.9	25.5	27.2	44.1	92.1	131.1	
DRAM	5.0	5.3	6.3	9.6	9.7	12.3	14.4	15.4	26.2	51.8	77.8	
NAND	3.7	3.6	3.6	5.4	7.0	8.5	9.9	10.5	16.3	36.0	47.1	
Foundry/LSI	4.8	5.8	5.9	6.0	5.6	6.4	6.7	7.7	22.5	26.4	33.3	
SDC	6.6	6.5	8.4	9.7	5.4	7.7	10.6	11.7	31.2	35.4	36.1	
Harman	3.2	3.5	3.8	3.9	3.2	3.7	4.0	4.1	14.4	14.9	15.2	
영업이익	0.6	0.7	2.6	2.8	6.6	10.4	13.4	13.6	6.8	44.0	66.0	
YoY %	-95%	-95%	-76%	-35%	930%	1467%	410%	381%	-84%	551%	50%	
QoQ %	-85%	4%	294%	7%	134%	58%	28%	1%				
DX	4.1	3.8	3.7	2.7	4.0	3.0	2.8	1.6	14.3	11.4	10.6	
VD/CE	0.2	0.7	0.4	(0.0)	0.5	0.5	0.4	0.0	1.3	1.4	1.5	
MX/NW	3.9	3.0	3.3	2.7	3.5	2.5	2.4	1.6	13.0	10.0	9.1	
DS	(4.6)	(4.4)	(3.8)	(2.2)	1.9	6.1	7.8	9.1	(14.9)	25.0	48.7	
Memory	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(1.1)	2.8	6.6	8.3	9.3	(12.0)	27.0	47.3	
DRAM	(1.2)	(0.4)	(0.4)	1.0	1.9	4.4	5.9	6.9	(1.1)	19.2	35.9	
NAND	(2.9)	(3.2)	(2.6)	(2.2)	0.9	2.2	2.3	2.4	(10.9)	7.9	11.6	
Foundry/LSI	(0.3)	(0.7)	(0.7)	(1.1)	(0.9)	(0.5)	(0.4)	(0.2)	(2.9)	(2.0)	1.4	
SDC	0.8	0.8	2.1	2.0	0.3	1.0	2.3	2.5	5.8	6.2	5.7	
Harman	0.1	0.3	0.5	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	1.2	1.3	1.1	
영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	16%	16%	3%	14%	15%	
DX	9%	9%	8%	7%	9%	7%	6%	4%	8%	7%	6%	
VD/CE	1%	5%	3%	0%	4%	3%	3%	0%	2%	3%	3%	
MX/NW	12%	12%	11%	11%	10%	9%	7%	6%	12%	8%	7%	
DS	-33%	-30%	-23%	-10%	8%	22%	24%	26%	-22%	21%	30%	
Memory	-48%	-41%	-29%	-7%	16%	30%	32%	34%	-27%	29%	36%	
DRAM	-25%	-8%	-6%	10%	20%	36%	41%	45%	-4%	37%	46%	
NAND	-79%	-88%	-71%	-41%	13%	26%	24%	23%	-67%	22%	25%	
Foundry/LSI	-7%	-12%	-13%	-18%	-16%	-7%	-6%	-2%	-13%	-7%	4%	
SDC	12%	13%	25%	21%	6%	13%	22%	21%	19%	17%	16%	
Harman	4%	7%	12%	9%	8%	7%	11%	8%	8%	9%	7%	
자배순이익	1.4	1.5	5.5	6.0	6.6	8.9	10.8	10.9	14.5	37.2	52.7	

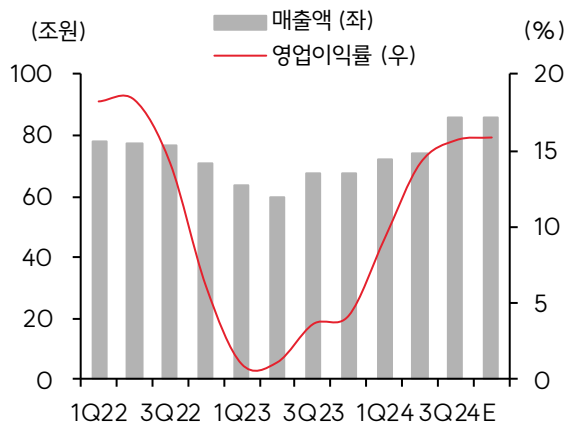
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 실적 전망의 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	18,225	20,522	22,881	30,661	26,062	27,365	28,186	28,750	92,289	110,363	133,940
Bit growth (QoQ %)	-10%	13%	11%	34%	-15%	5%	3%	2%	11%	20%	21%
ASP (USD)	0.22	0.20	0.21	0.24	0.28	0.33	0.38	0.40	0.22	0.35	0.44
ASP Change (QoQ %)	-16%	-8%	6%	13%	18%	18%	15%	6%	-44%	61%	27%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	65,131	66,825	66,491	89,763	87,967	87,088	90,571	95,100	288,210	360,726	407,349
Bit growth (QoQ %)	1%	3%	-1%	35%	-2%	-1%	4%	5%	12%	25%	13%
ASP (USD)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07	0.08	0.08	0.04	0.07	0.09
ASP Change (QoQ %)	-19%	-8%	2%	9%	32%	20%	12%	3%	-46%	72%	19%
Display											
Shipments (mn Unit)	81	83	98	119	84	107	135	155	381	482	552
Change (QoQ %)	-25%	2%	19%	21%	-29%	27%	26%	15%	-10%	27%	14%
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	61	54	59	53	60	52	59	58	226	229	244
Change (QoQ %)	4%	-12%	10%	-10%	13%	-13%	13%	-3%	-13%	1%	6%
ASP (USD)	325	269	295	258	336	282	308	272	287	300	303
Change (QoQ %)	36%	-17%	10%	-13%	30%	-16%	9%	-12%	6%	4%	1%

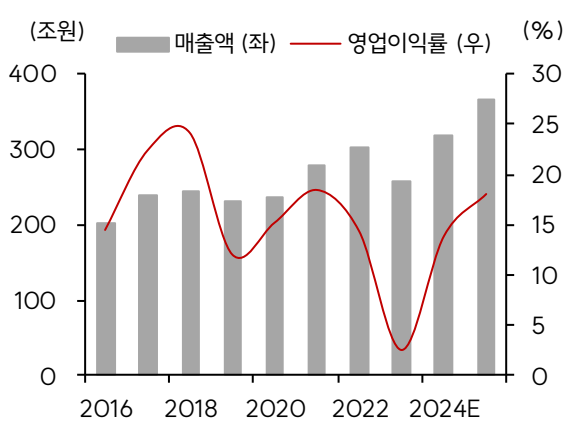
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,497	18,534	20,676	32,766	68,137	93,495
QoQ %	-34%	44%	24%	25%	10%	33%	12%	12%	-27%	108%	37%
YoY %	-58%	-47%	-17%	47%	144%	126%	104%	83%			
DRAM	2,927	4,483	6,073	7,261	7,596	10,580	11,986	13,900	20,744	44,061	63,389
NAND	1,679	2,290	2,389	3,272	4,362	5,291	5,844	5,989	9,630	21,486	26,553
영업이익	(3,405)	(2,882)	(1,792)	346	2,886	5,486	7,080	8,335	(7,734)	23,787	40,018
QoQ %	적지	적지	적지	흑전	734%	90%	29%	18%	적전	흑전	68%
YoY %	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	2309%			
DRAM	(1,339)	(44)	610	1,515	2,563	4,688	6,039	7,433	742	20,724	34,964
NAND	(1,712)	(2,719)	(2,033)	(997)	431	891	1,033	886	(7,462)	3,241	5,119
지배순이익	(2,580)	(2,991)	(2,184)	(1,357)	1,919	3,791	5,120	5,808	(8,533)	16,638	29,709
QoQ %	적지	적지	적지	적지	흑전	98%	35%	13%	적전	흑전	79%
YoY %	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전			
영업이익률	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	38%	40%	-24%	35%	43%
DRAM	-46%	-1%	10%	21%	34%	44%	50%	53%	4%	47%	55%
NAND	-102%	-119%	-85%	-30%	10%	17%	18%	15%	-77%	15%	19%
지배순이익률	-51%	-41%	-24%	-12%	15%	23%	28%	28%	-26%	24%	32%

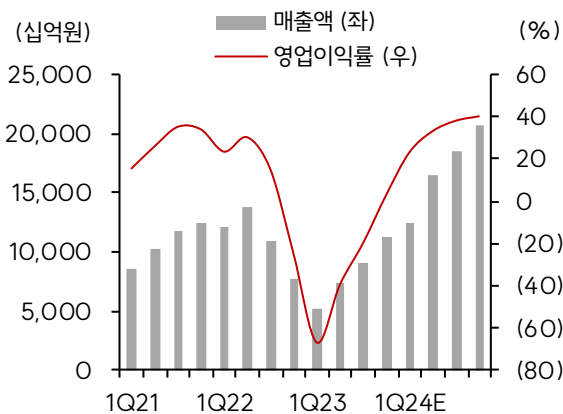
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	11,749	15,919	19,389	19,872	16,693	19,697	19,894	21,486	66,930	77,770	92,618
QoQ %	-19%	35%	22%	2%	-16%	18%	1%	8%	16%	16%	19%
ASP (\$)	0.20	0.21	0.24	0.29	0.34	0.39	0.45	0.49	0.24	0.42	0.52
QoQ %	-17%	9%	12%	19%	20%	15%	13%	9%	-37%	77%	24%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,864	46,296	49,301	48,561	48,076	48,557	50,499	51,004	175,023	198,135	225,103
QoQ %	-18%	50%	6%	-2%	-1%	1%	4%	1%	19%	13%	14%
ASP (\$)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.07	0.08	0.09	0.09	0.04	0.08	0.09
QoQ %	-8%	-12%	-2%	42%	30%	17%	7%	3%	-43%	90%	12%

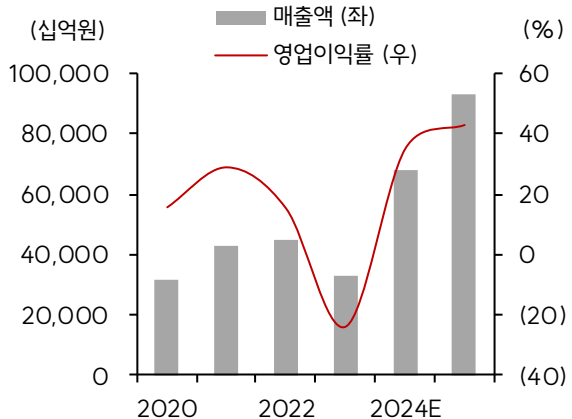
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



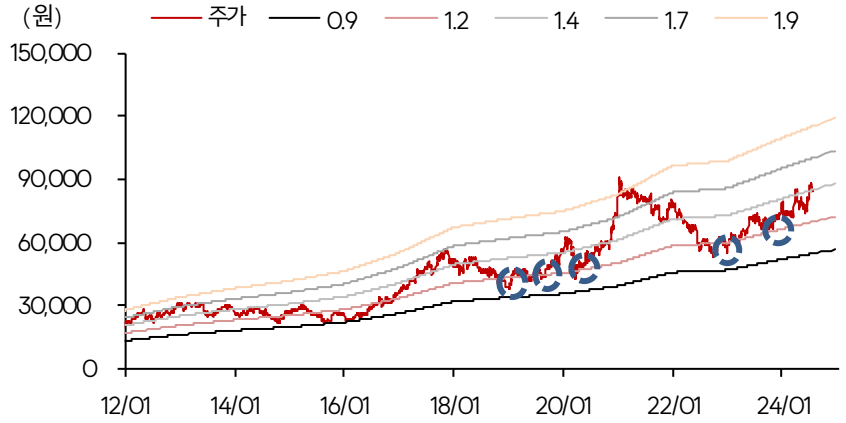
자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



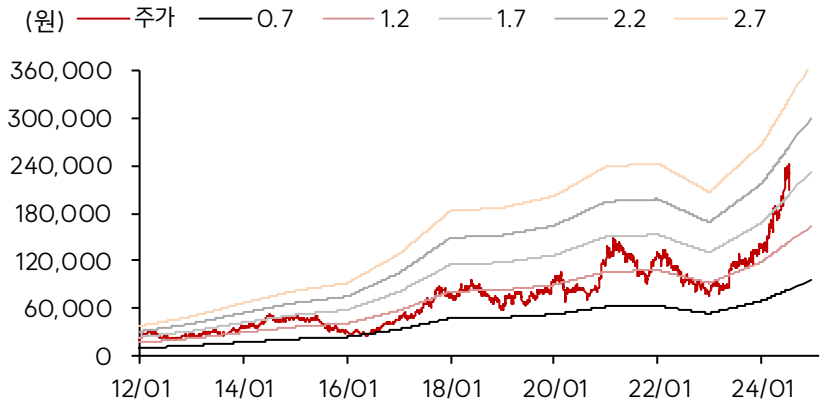
자료: FnGuide, SK 증권 추정

삼성전자 12M Fwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 12M Fwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 22일 기준)

매수	96.95%	중립	3.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------