

[2024 하반기 반도체 산업전망]

반도체/Market-weight

아직 살아있는 OECD 경기선행지수와 HBM 수급의 아이러니

[반도체] 송명섭 2122-9207 mssong@hi-ib.com

CONTENTS

[산업분석]

Summary	3
I . IT 수요 전망	6
II . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	19
III . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	24

[기업분석]

삼성전자 (005930)	31
SK하이닉스 (000660)	36

Summary

I. IT 수요 전망

- 지역별 IT 소매 매출 YoY 증감률은 최근 회복세를 보이고 있는 유럽을 제외하면 올해 들어 매월 일정한 추세없이 상승과 하락을 반복 중
- 당사의 CY24 DRAM 수요 증가율 전망치는 서버 및 HBM 성장률 조정에 따라 +15.4%에서 +16.2%로 상향. 반면 지난 연말 CY24 PC, 스마트폰 출하 증가율에 대한 시장 컨센서스는 한자리수대 중반 증가였으나 최근 한자리수대 초반 및 초중반 증가로 하향 조정 중
- 4월까지의 대만 NB ODM 출하량 YTD YoY 증감률은 +2.3%. 2Q24부터 역사적 평균 QoQ 증감률을 반영하면 CY24 출하량 증감률은 +1.5%로 도출
- Microsoft의 정의에 부합하는 AI PC의 출하 비중은 CY24에 0.2%, CY25에 1%대 초반에 불과할 듯. 많은 PC 전용 AI Application의 출시와 가격 하락이 본격 성장을 위해 필요. 단 Copilot 탑재 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음
- 1Q24 글로벌 스마트폰 판매량은 QoQ -8.7%, YoY +4.5% 기록. 중국 시장 내 스마트폰 재고는 전고점 수준에서 유지 중. 2Q24 이후에 스마트폰 고객들의 반도체 주문 둔화 우려. 원상 회복이라는 관점에서 지난 10년 간의 분기별 평균 QoQ 증감률을 반영한 CY24의 출하량 증감률 예상치는 +2.4%
- PC보다 소비자들의 개인 용도에 최적화되어 있는 스마트폰의 경우 LLM 서비스 제공만으로도 AI 도입이 부드럽게 진행 중. 이는 AI PC 대비 상대적으로 낮은 사양과 비용으로도 AI 스마트폰이 소비자들에게 어필할 수 있는 이유
- Google의 Gemini Nano는 10GB와 12GB인 스마트폰에서도 충분히 작동. 반면 이는 초기 AI 스마트폰이 DRAM 탑재량 증가에 큰 영향을 미치지 못하는 이유. 올해 AI 스마트폰은 전체 출하량에서 5% 수준을 기록할 것으로 판단됨
- 미, 중 빅테크 업체 14개사의 FY24 Capex YoY 증감률 전망치는 +32.9%. 빅테크 업체들의 AI 관련 투자에 대한 의욕이 매우 강함을 알 수 있음. 정체 중인 일반 기업용 서버 시장을 감안하더라도, Cloud 및 AI 서버 시장 성장을 반영하여 CY24 전체 서버 출하량 증가율을 기존의 2.1%에서 3.1%로 상향
- 대만 서버 ODM 업체들의 CY24 전체 출하량은 10.6백만대로 YoY 5% 증가하고 이중 AI 서버 출하량은 YoY 161% 증가하는 48만대, Conventional 서버 출하량은 2% 증가하는 10.1백만대로 추정
- 동 ODM 업체들은 Nvidia의 요청으로 AI 서버 생산 설비를 올해 연간 55만대까지 확장 중. 단 기존 서버 모델 주문 가격이 10~15% 하락하는 등 고객들이 비용 및 이익률에 매우 민감한 모습

Summary

- CoWoS Capa 할당량을 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산 가능량은 4.6백만개 (+YoY 193%), AMD와 Intel의 AI GPU 생산 가능량은 각각 60만개 (+578%)와 20만개 (+122%)
- CY24 Nvidia, AMD, Intel의 GPU 생산 가능량이 모두 출하된다면 AI 서버 생산량은 서버 ODM 업체들의 AI 서버 출하량 예상치를 크게 상회하는 65만대에 달할 전망이다. 경쟁사의 부진과 HBM 등 부품의 조달 및 생산 차질까지 감안하여 Nvidia는 GPU 생산 계획을 세우고 있는 것으로 판단됨
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 최근 가장 수급이 어려운 부품은 HBM보다는 Cold Plate 등 방열 관련 부품. 동 부품들의 부족 문제 지속 시 GB200 Chip 및 서버의 생산에 차질 발생 가능
- HBM의 수요는 AI 서버가 아닌 가속기 반도체의 생산량에 기반하므로 가속기 반도체가 계획대로 생산만 된다면 수급에 변동이 없음. CoWoS Capa에 기반한 각 가속기 업체들의 최대 생산 가능량을 감안하면 CY24 HBM 생산량은 844백만 GB에 달해 YoY 301% 증가. 단 Nvidia를 제외한 가속기 반도체 업체들은 CoWoS Capa 할당량만큼 가속기 생산을 못해 실제 HBM 출하량은 생산 가능량을 하회할 수 있음
- HBM 3사의 CY24 생산 계획이 1.4B GB에 이르는 것으로 보이므로 최대 DRAM 업체의 HBM3 이상 공급이 본격화될 경우 HBM 수급 불확실성이 커질 가능성이 있는 듯. 현재 상황으로 볼 때 CY24에도 HBM에서 SK하이닉스의 우위가 이어질 가능성이 높은 것으로 판단
- HBM4에서는 TC-NCF 본딩 방식을 사용하는 업체들이 하이브리드 본딩에 실패할 경우 MR-MUF로 전환할 가능성이 높은 듯

II. Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 현물시장 내 Module 업체 들의 현재 DRAM 재고는 역사적 최고 수준. 향후 재고를 소폭 줄인 후 2H24에 재증가시킬 계획. 일부 Module 업체들은 3Q24부터 HBM 관련 사업을 개시할 계획으로 HBM의 현물시장 내 거래가 시작될 가능성이 있는 듯
- 2Q24 고정거래가격은 DRAM 15%, NAND 20% 수준의 인상이 가능할 듯. 3Q24에는 원가 부담 및 재고 관리에 따라 고객들의 고정거래가격 인상에 대한 저항이 강해질 듯. 10% 이하의 고정거래가격 인상 전망
- FY24 메모리 반도체 Capex는 YoY 6% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 23% 증가, 공급 과잉 지속에 따라 NAND는 13% 감소 예상. 한국, 중국 업체들의 Capa 확대가 재개되고 있어 실제 FY24 Capex 규모는 현재 전망치를 상회할 가능성이 있음
- 재공품 포함 기준 CY24 업계 DRAM 생산 증가율은 연간 12% (삼성전자 10%대 중반, SK하이닉스 한자리수대 중반, Micron 10% 수준)로 추정되며, 2H24의 업계 생산 YoY 증감률은 18% 수준일 듯. 그 이상의 수요 증가율이 발생할지와 삼성전자 1b 나노 전환 성공 여부가 2H24 이후 업황의 관건

Summary

III. 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 가장 중요한 경기선행지표인 OECD 경기선행지수가 상승 추세를 유지하는 한 반도체 주가의 단기 내 급락은 발생하지 않을 전망이다. CY24 4월 현재 18개월간 상승세 지속 중. 단 OECD 경기선행지수를 약간 선행하는 YoY 증감률의 상승이 최근 주춤하고 있는 점은 주의 필요
- 중국 Credit Impulse 지수는 4월까지 4개월 연속 하락세이고 3월 중국 M2 YoY 증감률은 지난해 3월 이후 지속 하락 중. 중국 경기선행지수 YoY 증감률도 지난 11월부터 4월까지 하락 지속. 현 상황에서 중국의 IT, 반도체 수요가 향후 급상승하기는 어려울 듯
- 4월 시장 금리의 상승에 따른 Global 유동성 및 YoY 증감률의 하락이 반도체 주가의 조정을 이끌었으나 최근 Global 유동성 YoY 증감률의 반등이 나타나며 반도체 주가도 회복하는 모습
- 삼성전자의 현재 주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.38배로 동사의 역사적 중간 배수 수준. 그간의 낮은 Val. 배수 적용은 동사 주식이 경기 둔화 및 HBM 경쟁력 우려에 따라 투자자들에게 Cyclical Memory 반도체 주식으로 분류됨에 따른 결과. 올해 동사의 HBM 경쟁력은 여전히 경쟁사 대비 약세에 머물 가능성이 높아, 목표주가 산정을 위해 지난 20년간 동사 연간 고점 배수들의 평균인 1.7배보다 높은 배수를 적용하는 것은 어려운 듯
- SK하이닉스의 현재 주가는 FY24 BPS 예상치 대비 2.04배로 지난 10년 간의 최고점 배수 수준. 동사 주가에 높은 Val. 배수가 적용 중인 것은 성장 산업인 HBM에서 상대적 경쟁력 우위가 원인. CY24에도 동사가 HBM 부문에서 경쟁력 우위를 유지할 가능성이 높으므로 경쟁사 대비 높은 Val 배수를 계속 적용 받을 듯. 단 HBM의 고성장이 2.2배 (2000년대 중반 ~ 2010년대 중반 연간 고점 배수들의 평균) 이상에 안착하게 만들지 여부는 아직 지켜볼 일

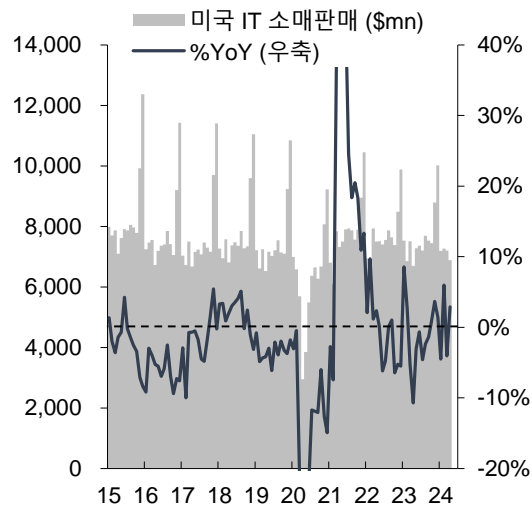
IV. 기업 분석

- 삼성전자 (BUY/91,000원) : 최대 고객향 HBM3E 출하 소식 필요
- SK하이닉스 (HOLD/195,000원) : 당분간 HBM 경쟁력 우위가 이어질 듯

지역별 IT 수요 현황: 일정한 추세없이 월별로 상승과 하락을 반복 중

- 미국 IT 소매 매출 YoY 증감률이 4월에 +2.9%를 기록하여 전월의 -4.1%에서 재반등. 4월 MoM 증감률은 -4.4%
- 유럽 소비자 신뢰지수는 4월에 -14.7를 기록하여 전월의 -14.9에서 소폭 개선. 유럽의 소비는 최근 점차 개선 중인 듯
- 중국 4월 IT 소매 매출 YoY 증감률은 +5.3%로 3월의 +1.9%에서 재반등
- 올해 들어 IT 소매 매출 YoY 증감률은 일정한 추세없이 매월 상승과 하락을 반복 중

<그림1> 미국 IT 소매 매출 및 YoY 증감률



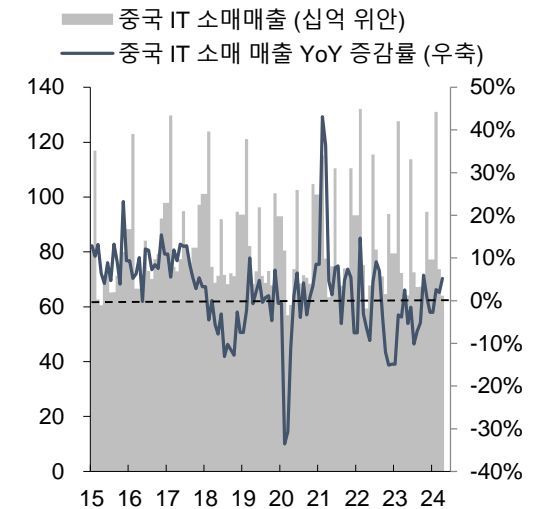
자료 : Datastream

<그림2> 유럽 소비자 신뢰지수



자료 : Datastream

<그림3> 중국 IT 소매 매출 및 YoY 증감률



자료 : Datastream

CY24 DRAM 수요 증감률: +15.4%에서 +16.2%로 상향

- 당사의 CY24 DRAM 수요 증가율 전망치는 서버 및 HBM 성장률 조정에 따라 +15.4%에서 +16.2%로 상향
- 반면 지난 연말 CY24 PC, 스마트폰 출하 증가율에 대한 시장 컨센서스는 한자리수대 중반 증가였으나 최근 한자리수대 초반 및 초중반 증가로 하향 조정

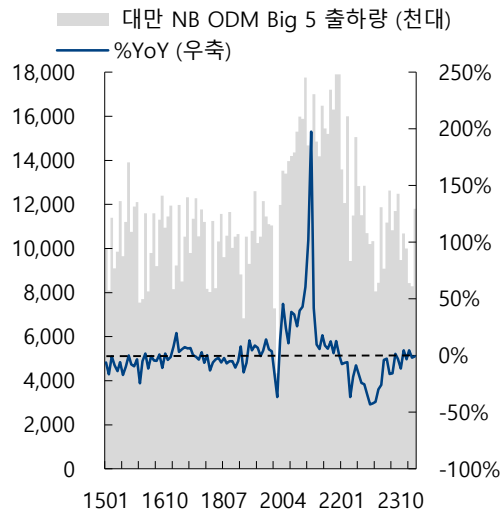
<표1> CY23, CY24 DRAM 수요 증가율 전망												
CY24	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	초순	신규	초순	신규	초순	신규	초순	신규	초순	신규	초순	신규
Set 출하 증가율	1.5%	1.5%	1.3%	2.4%	-0.5%	-0.5%	-3.8%	-3.8%	2.1%	3.1%		
DRAM 탑재량 증가율	10.3%	8.5%	11.5%	10.4%	8.0%	6.4%	-0.5%	-0.5%	20.6%	23.3%		
DRAM 수요 증가율	11.9%	10.1%	13.0%	13.0%	7.4%	5.8%	-4.3%	-4.3%	23.1%	27.2%	15.4%	16.2%
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%	2.4%	-4.6%	-0.5%	0.2%	-3.8%	-6.4%	3.1%		
DRAM 탑재량 증가율	10.5%	8.5%	12.7%	10.4%	7.3%	6.4%	2.2%	-0.5%	20.5%	23.3%		
DRAM 수요 증가율	-2.6%	10.1%	7.7%	13.0%	2.4%	5.8%	2.4%	-4.3%	12.7%	27.2%	7.1%	16.2%

자료 : 하이투자증권 리서치본부

PC: 1Q24 출하량 YoY 증감률 +1.0% 기록

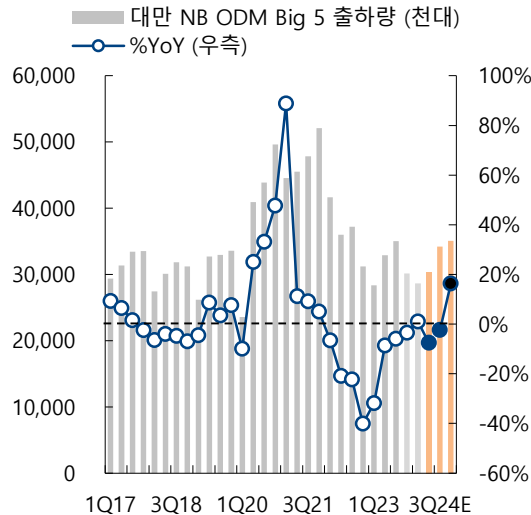
- 4월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 9.7백만대로 MoM -19.2% 기록. YoY 증감률은 전월의 +0.6%에서 +6.3%로 반등. 4월까지의 YTD YoY 증감률은 +2.3%
- NB ODM업체들의 1Q24 출하량 QoQ 및 YoY 증감률은 -5.0%, +1.0%. 2Q24부터 역사적 평균 QoQ 증감률을 반영하면 CY24 출하량 증감률은 +1.5%로 도출됨
- CY24 PC 출하량 YoY 증가율 컨센서스는 CY23말의 한자리수대 중반에서 최근 한자리수대 초반으로 하향
- 4대 OEM 업체들 중 Lenovo, HP, Dell은 CY24 출하량 소폭 증가, Apple은 큰폭 감소 전망

<그림4> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



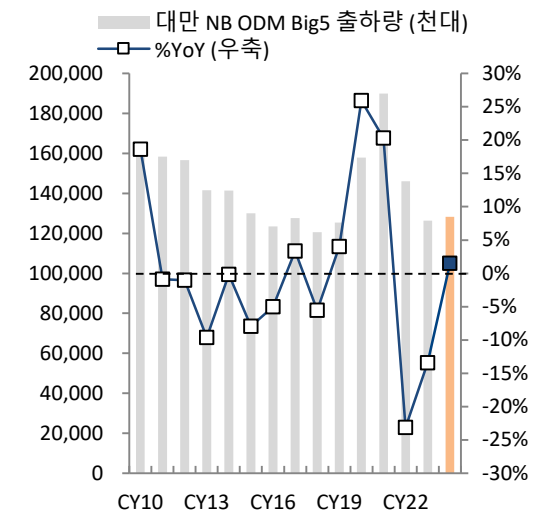
자료 : 각사 자료

<그림5> 대만 NB ODM 분기 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

<그림6> 대만 NB ODM 연간 출하량과 %YoY



자료 : 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

AI PC: 가격 하락과 전용 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 1천달러대 중후반으로 두배 가량 비싸며, 전용 가속기 Chipset을 탑재한 AI PC의 가격은 네배에 달하는 3천 달러 수준인 것으로 보임
- 일반 소비자들을 위한 많은 PC 전용 AI Application의 출시와 가격 하락이 AI PC의 본격 성장을 위해 필요할 것으로 판단됨
- Microsoft와 Intel의 정의에 부합하는 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음

<그림7> Microsoft Copilot과 Qualcomm Snapdragon X Elite



스마트폰: 3월 글로벌 판매량 YoY 증감률 하락

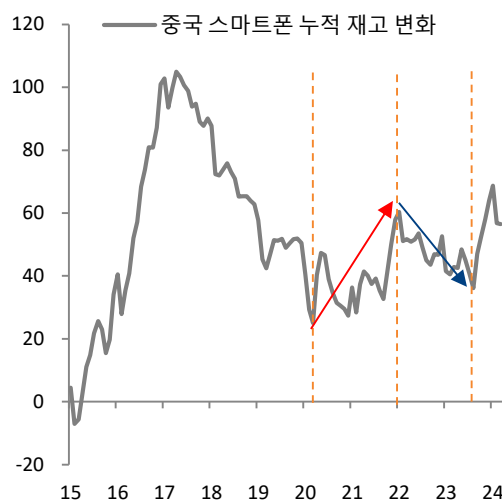
- CY24 3월 글로벌 스마트폰 판매량은 96.6백만대로 MoM 1.2% 감소. YoY 증감률은 +5.9%을 기록해 전월의 +8.9%에서 하락. 1Q24 글로벌 스마트폰 판매량은 293.5백만대로 QoQ -8.7%, YoY +4.5% 기록
- 3월 판매량은 기타 (41.0M, +4.3% -> +6.6%), 유럽 (14.6M, +17.1% -> +17.8%)지역에서 개선. 중국 (20.5M, +21.2% -> +6.3%), 미국 (9.5M, -2.0% -> -3.3%), 인도 (10.9M, -0.2% -> -1.9%)에서 둔화
- 3월 중국 스마트폰 시장 판매량은 20.5백만대로 MoM -20.9%, YoY +6.3% 기록. 1Q24 판매량은 71.1백만대로 YoY +1.5% 기록. 3월 출하량은 20.2백만대로 판매량과 유사해 누적 재고는 전월 수준 유지
- 여전히 높은 재고 수준과 지난 10월 있었던 Special Order 종료에 따라 2Q24에 스마트폰 고객들의 메모리 반도체 주문 둔화 우려
- 원상 회복이라는 관점에서 지난 10년 간의 분기별 평균 QoQ 증감률을 반영한 CY24의 출하량 증감률 예상치는 +2.4%

<그림8> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



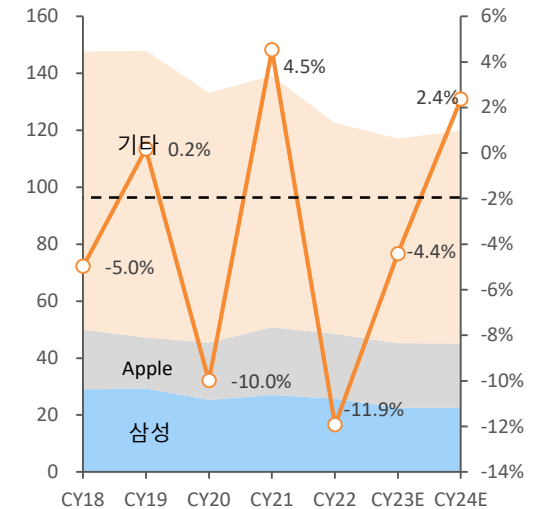
자료 : Counterpoint

<그림9> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림10> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, 하이투자증권 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 높은 비용이 필요한 AI PC 대비 상대적으로 낮은 사양과 비용으로도 AI 스마트폰이 소비자에게 어필할 수 있는 이유
- Google의 안드로이드 14.0 기반 LLM 서비스 Gemini Nano는 버전별로 2GB와 4GB DRAM만을 요구하므로 전체 DRAM 탑재량이 10GB와 12GB인 스마트폰에서도 충분히 작동. 반면 이는 초기 AI 스마트폰이 DRAM 탑재량 증가에 큰 영향을 미치지 못하는 이유
- 올해 AI 스마트폰은 전체 출하량에서 5% 수준을 기록할 것으로 판단됨

<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 Capex CY23 실적 하락. CY24 전망치 증가

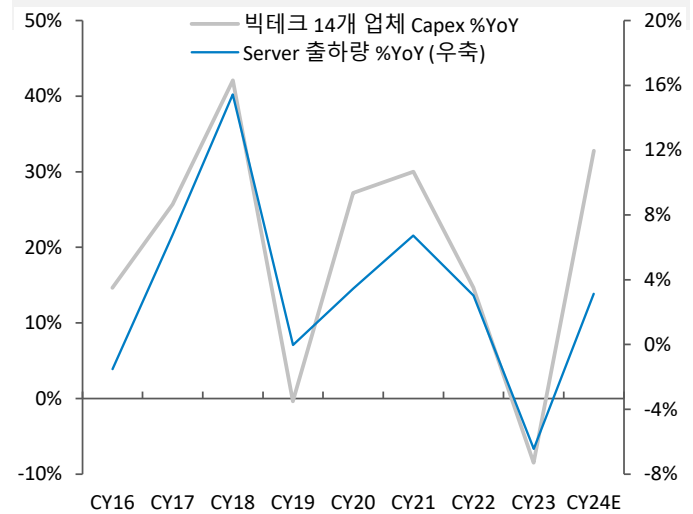
- 5월 19일 집계된 미, 중 빅테크 업체 14개사의 FY24 Capex YoY 증감률 전망치는 +32.9%로 4월 집계치 +23.7% 대비 상승. 미국, 중국 모두 전망치 상향 조정
- 반면 FY23 Capex 실제 사용치는 1,719억 달러로 기존 전망치 1,753억 달러 대비 하향되었음
- 빅테크 업체들의 AI 관련 투자 및 AI 서버 생산에 대한 의욕이 매우 강함을 알 수 있음
- 당사는 정체되어 있는 Brand 서버 시장 (일반 기업용)을 감안하더라도, 빅테크 서버 시장 (Cloud 및 AI 서버) 성장을 반영하여 CY24 전체 서버 출하량 증가율을 기존의 2.1%에서 3.1%로 상향

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	CY16	CY17	CY18	CY19	CY20	CY21	CY22	CY23	CY24	
									4월 16일	5월 19일
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	40,928	46,817
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	10,090	9,717
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	34,300	37,416
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	59,056	63,404
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	27,011	43,355	44,566
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,822	1,717
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	9,248	7,289	7,292
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	853	799
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	476	500
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	3,968	5,553	5,517
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	5,660	7,305
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,673	1,848
Total	55,667	69,963	99,411	99,068	126,016	163,815	187,844	171,871	212,633	228,478
미국 IDC Capex	50,936	62,948	87,327	87,693	113,180	149,008	178,146	163,306	199,748	213,807
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	8,565	12,886	14,670
Total %YoY	14.7%	25.7%	42.1%	-0.3%	27.2%	30.0%	14.7%	-8.5%	23.7%	32.9%
미국 업체 %YoY	14.0%	23.6%	38.7%	0.4%	29.1%	31.7%	19.6%	-8.3%	22.3%	30.9%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-11.7%	50.4%	71.3%

자료 : Bloomberg

<그림12> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교

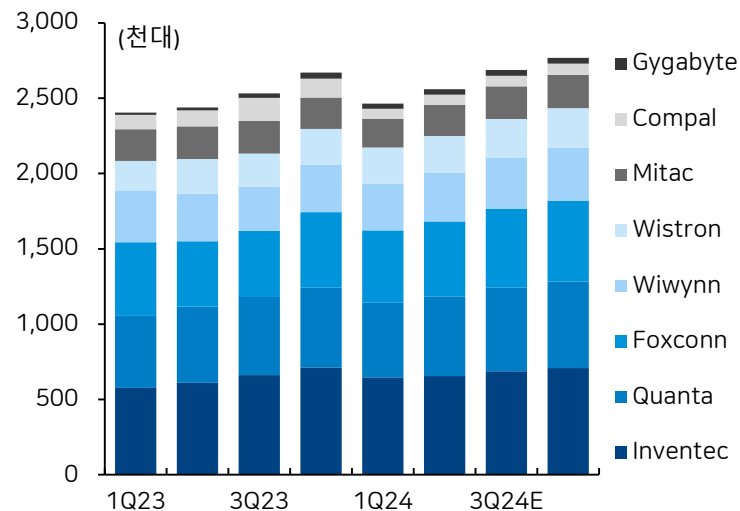


자료 : Bloomberg, IDC, 대만 서버 ODM, 하이투자증권 리서치본부

Server: CY24 AI 서버 생산량은 48만대로 161% 증가 전망

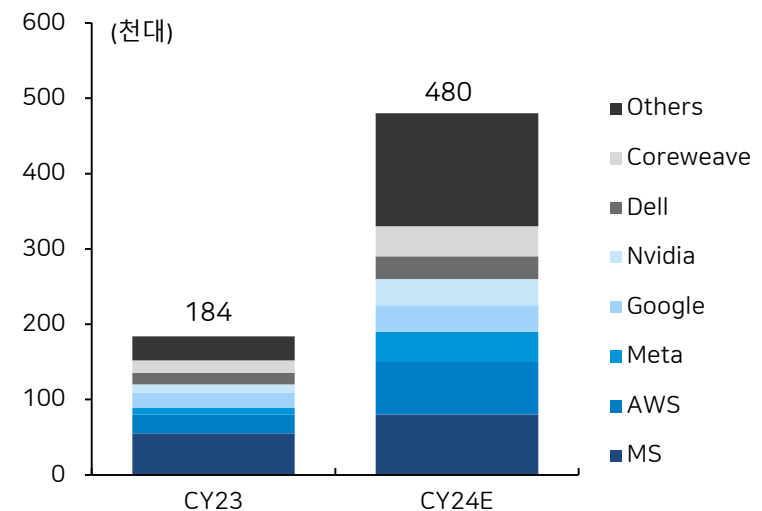
- 대만 서버 ODM 업체들에 따르면 동 업체들의 CY24 전체 서버 출하량은 10.6백만대로 YoY 5% 증가할 것으로 전망
- 이 중 CY24 AI 서버 출하량은 YoY 161% 증가하는 48만대, Conventional 서버 출하량은 2% 증가하는 10.1백만대로 추정
- 동 ODM 업체들에 따르면 고객들의 AI 서버 생산 주문량은 연초 전망치 대비 소폭 증가했으며 CY24 분기 출하량은 2Q << 3Q < 4Q24의 모습을 보일 것으로 전망됨
- 동 ODM 업체들은 Nvidia의 요청으로 AI 서버 생산 설비를 올해 연간 55만대까지 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, 하이투자증권 리서치본부

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



자료 : 대만 서버 ODM, 하이투자증권 리서치본부

Server: CY24 가속기 반도체 (HBM 탑재) 생산 가능량은 171% 증가 전망

- TSMC의 150K와 Amkor의 35K의 합인 총 185K/년의 CoWoS Capa가 Nvidia에 할당될 듯. 이를 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산 가능량은 4.6백만개 (+YoY 193%). CY24 AMD와 Intel의 AI GPU 생산 가능량은 각각 60만개 (+578%)와 20만개 (+122%)
- CY24 Nvidia의 GPU 생산 가능량이 모두 출하될 경우, 이로 생산 가능한 AI 서버만 57만대에 달하며 AMD, Intel의 GPU 생산 가능량까지 모두 출하된다면 AI 서버 생산량은 65만대를 상회할 전망이다. 이는 서버 ODM 업체들의 AI 서버 출하량 예상치를 19%, 40% 상회
- 성능 문제 등에 따라 AMD GPU의 채택률이 하향 조정되고 있는 점과 HBM 등 부품의 조달 및 생산 차질까지 감안하여 Nvidia는 GPU 생산 계획을 세우고 있는 것으로 판단됨

<표3> CoWoS Capa 할당량에 기반한 HBM 탑재 가속기 반도체 생산 가능량 전망

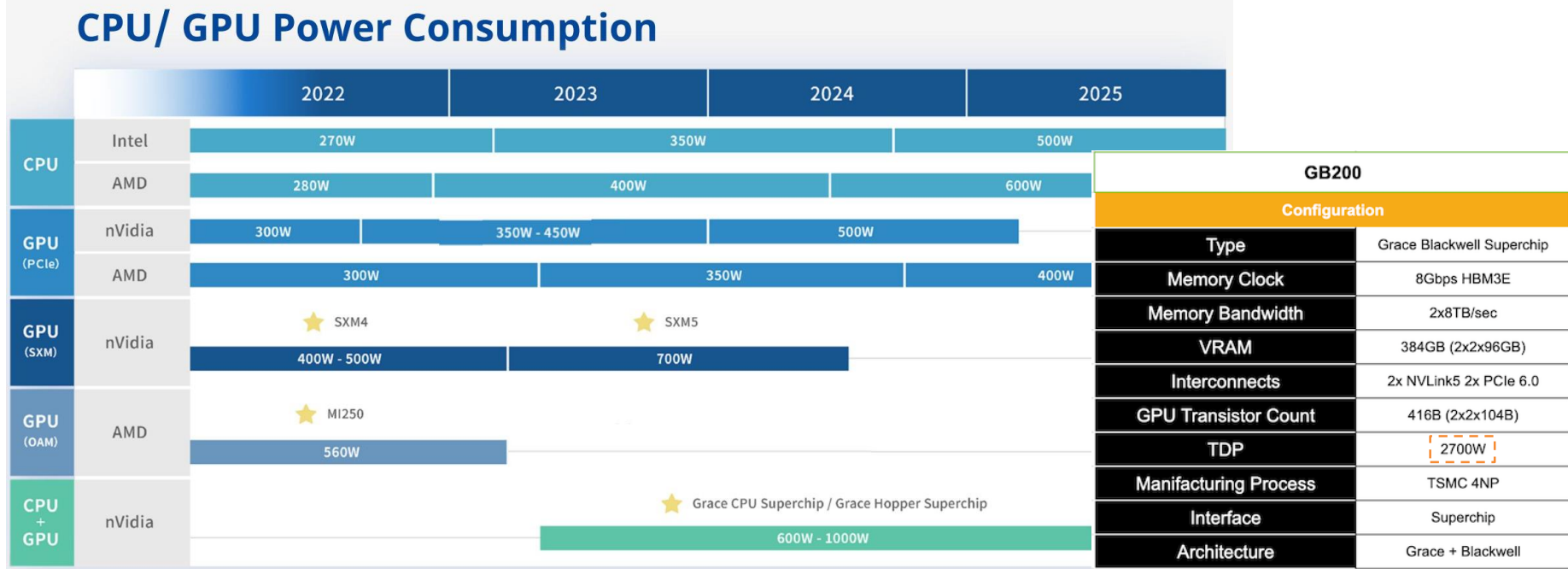
CY23				CY24									
Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	A100	29	Net Die	H20	28	CoWoS (K)	185	비중	H20	19%		
		H100	29		H100	29		H100		33%			
		CoWoS (K)			54	H200		29		H200	19%		
		비중			A100 40% H100 60%	B100		15		B100	29%		
	Chip 수 (K)	A100	625	Chip 수 (K)	H20	980	Total	4,574	193%				
		H100	938		H100	1,769							
		Total			1,563	H200		1,015					
						B100		810					
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	M300X	15	Net Die	M300X	15	CoWoS (K)	40	비중	M300X	100%	
			CoWoS (K)			6	M300X		100%				
			비중			M300X 100%	M300X		600		578%		
			Chip 수 (K)			M300X 89	M300X		600		578%		
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi2	30	Net Die	Gaudi2	30	CoWoS (K)	8	비중	Gaudi2	50%	
CoWoS (K)			3	Gaudi3		20	167%						
비중			Gaudi2 100%	Gaudi3		50%							
Chip 수 (K)			Gaudi2 90	Gaudi3		50%							
ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	31	Net Die	Avg.	34	CoWoS (K)	3,709	비중				
		CoWoS (K)			53	Chip 수 (K)		3,709		130%			
		Chip 수 (K)			1,612	Chip 수 (K)		3,709		130%			
Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)	3,354		Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)	9,083			171%				

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

Server: GB200 AI 서버의 TDP 문제

- Nvidia가 CY24말에 양산을 개시할 GB200은 1개의 Grace CPU와 2개의 Blackwell GPU가 조합된 Super Chip
- 이전까지는 Intel, AMD의 CPU들이 500W 이하, Nvidia, AMD의 GPU 들이 700W 이하의 TDP (Thermal Design Power)를 가졌으므로 Air Cooling System으로 방열이 가능했음
- GB200은 뛰어난 성능을 보여주나 TDP가 무려 1,200W ~ 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 Cold Plate 등 방열 관련 부품. 동 부품들의 부족 문제 지속 시 GB200 Chip 및 서버의 생산에 차질 발생 가능

<그림15> 각 Processor 별 TDP와 GB200의 Configuration



자료 : Gigabyte, Nvidia, 하이투자증권 리서치본부

HBM: CY24 생산량은 YoY 301% 증가 가능

- HBM의 수요는 AI 서버가 아닌 가속기 반도체의 생산량에 기반하므로 가속기 반도체가 계획대로 생산만 된다면 수급에 변동이 없음
- TSMC는 동사 CoWoS Capa를 CY24 310K에서 CY25 600K까지, Nvidia에 대한 할당량을 CY24 150K에서 CY25 300K까지 증가
- CoWoS Capa에 기반한 각 가속기 업체들의 최대 생산 가능량을 감안하면 CY24 HBM 생산량은 844백만 GB에 달해 YoY 301% 증가
- 단 AMD 등 Nvidia를 제외한 가속기 반도체 업체들은 CoWoS Capa 할당량만큼 가속기 생산을 하지 못할 수 있어 실제 HBM 출하량은 생산 가능량을 하회할 가능성이 높은 것으로 판단됨
- HBM 3사의 CY24 생산 계획이 1.4B GB에 이르는 것으로 보이므로 최대 DRAM 업체의 HBM3 이상 공급이 본격화될 경우 HBM 수급 불확실성이 커질 가능성이 있는 듯

<표4> HBM 출하 가능량 전망

	고객	가속기 반도체		HBM					
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB)	% YoY
CY23	Nvidia	A100	625	HBM2E	16	4	64	40	
		H100	938	HBM3	16	5	80	75	
		Total	1,563					115	
	AMD	MI300X	89	HBM3	24	8	192	17	
	Intel	Gaudi2	90	HBM2E	16	6	96	9	
	기타	ASIC/FPGA	1,612	HBM2E	16	3	43	70	
	Total		3,354				63	211	
CY24	Nvidia	H20	980	HBM3	16	6	96	94	
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142	
		H200	1,015	HBM3E	24	6	144	146	
		B100	810	HBM3E	24	8	192	156	
		Total	4,574					537	367%
	AMD	MI300X	600	HBM3	24	8	192	115	578%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10	
		Total	200					22	152%
	기타	ASIC/FPGA	3,709	HBM2E/3	16	3	46	170	142%
	Total		9,083				93	844	301%

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

HBM: SK하이닉스의 우위가 이어질 듯

- CY24 한국 반도체 업체들의 HBM Capa는 각각 13만장 수준으로 크게 증가할 듯
- SK하이닉스와 Micron은 고객사 인증을 이미 마치고 HBM3E 8단 공급을 2Q24초에 개시했으며 SK하이닉스의 8단 HBM3E 수율은 골든 수율에 근접 중
- 한국 반도체 업체들은 12단 HBM3E의 Sample을 Nvidia에 제출한 상황으로 Nvidia는 순차적으로 인증을 진행할 듯
- 삼성전자의 경우 Nvidia 및 TSMC의 Test Capa 부족 및 품질 문제 지속으로 올해 HBM3 이상에서 본격 개선이 불투명해진 듯. 현재 상황으로 볼 때 CY24에도 SK하이닉스의 우위가 이어질 가능성이 높은 것으로 판단

<그림16> Processor 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

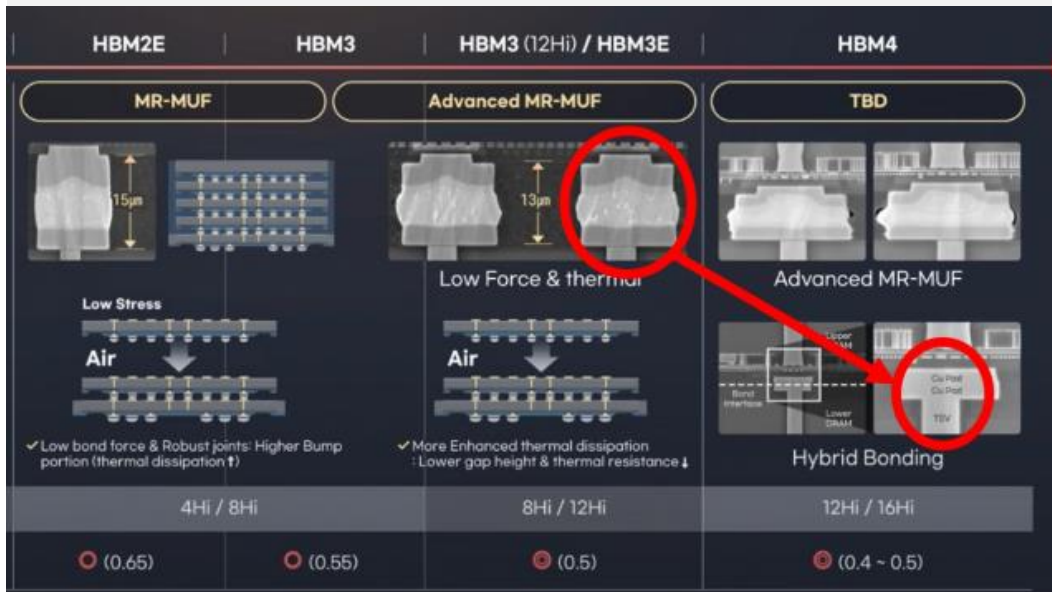
Company	AI Chips	2022	2023				2024(F)				2025(F)				제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25			
			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
NVIDIA	H100	HBM3 8hi 80GB												HBM2e	SK하이닉스	8/16GB																
	GH200 (CPU+GPU)	HBM3e 8hi 141GB														삼성전자	8/16GB															
	H20	HBM3 8hi 96GB															Micron	16GB														
	H200	HBM3e 8hi 141GB												HBM3	SK하이닉스					16GB				24GB								
	B100	HBM3e 8hi 192GB														삼성전자					16GB				24GB							
	GB200 (CPU+GPU)	HBM3e 8hi 192/384GB																			16GB				24GB							
B200	HBM3e 12hi 288GB																															
AMD	MI200	HBM2e 8hi 128GB												HBM3e	SK하이닉스									24GB				36GB				
	MI300A (CPU+GPU)	HBM3 8hi 128GB														삼성전자									36GB (?)							
	MI300X	HBM3 12hi 192GB												Micron									24GB				36GB					
	MI350	HBM3e 12hi 288GB													HBM4		SK하이닉스															
	MI375 (CPU+GPU)	HBM3e 12hi 288GB												삼성전자																		
																		Micron														

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM: 하이브리드 본딩 성공 여부가 장기 관점에서 관건

- 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 μ m이며 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 16단 까지 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 (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

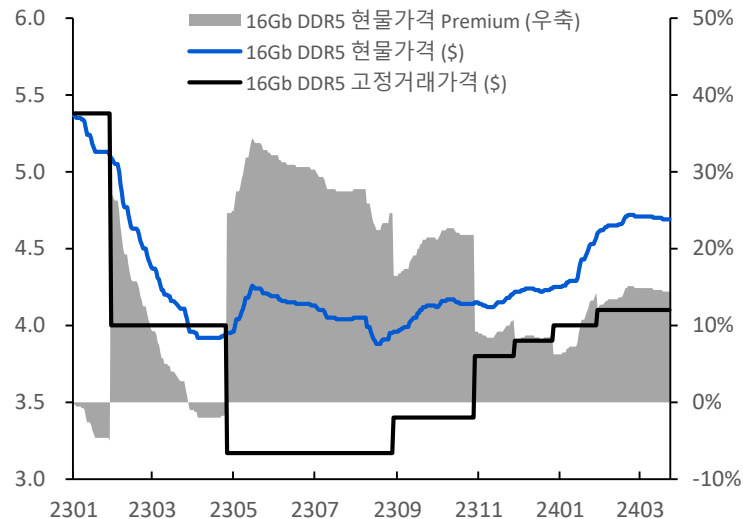


자료 : SK하이닉스, 서울경제

2Q24 ASP: DRAM, NAND 15~20% 수준 상승 예상

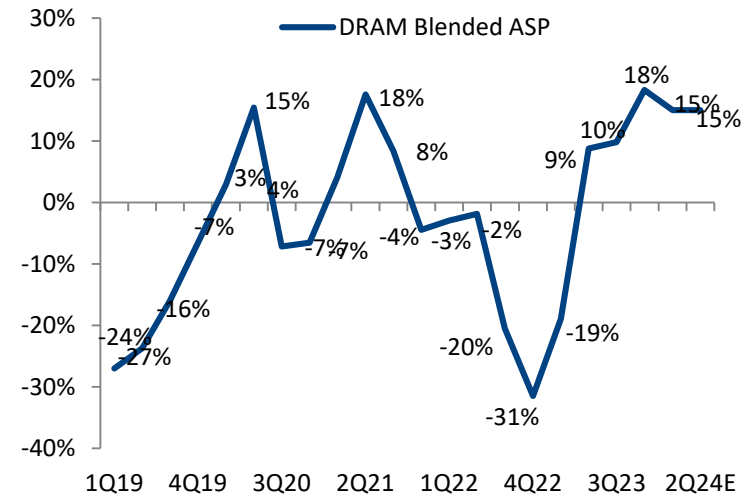
- CY23 5월부터 재고를 쌓아 온 Adata의 현재 DRAM 재고는 20주로 역사적 최고 수준. 동사는 향후 재고를 소폭 줄인 후 2H24에 재증가시킬 계획이며 이는 CY25 업황을 좋게 보고 있기 때문. 경쟁 Module 업체들도 Adata보다는 낮으나 비슷한 재고 축적 중
- 현물시장 내 지역별 수요의 강도는 유럽 양호, 미주 약세, 중국 부진. 2월에 강세였던 중국 수요는 4월 이후 급격히 둔화 중
- 일부 Module 업체들은 3Q24부터 HBM 관련 사업을 개시할 계획으로 HBM의 현물시장 내 거래가 시작될 가능성이 있는 듯
- 2Q24 DRAM 고정거래가격 인상폭에 대해 반도체 업체들은 20% 이상, 고객들은 5%를 주장 중. 15% 수준에서 인상폭이 결정될 것으로 판단됨. 2Q24 NAND 고정거래가격은 감산 효과 지속과 고객들의 eSSD 재고 축적에 따라 20% 수준의 인상이 가능할 듯
- 3Q24에는 원가 부담 및 재고 관리에 따라 고객들의 고정거래가격 인상에 대한 저항이 강해질 듯. 10% 이하의 고정거래가격 인상 전망
- 현물시장 내에서는 중국 CXMT, YMTC의 DRAM, NAND가 주로 중국 내수향으로 거래 중이며 품질이 양호한 것으로 보임

<그림18> 16Gb DDR5 현물가격, 고정거래가격 및 가격 차이



자료 : DRAMeXchange, 하이투자증권 리서치본부

<그림19> SK하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 추정

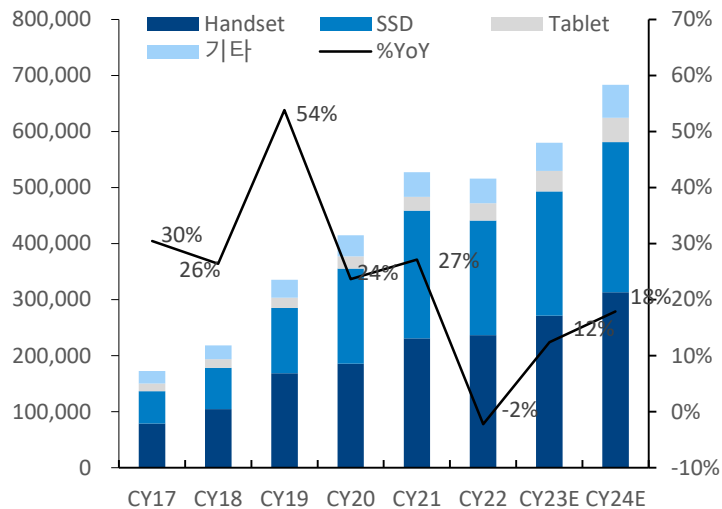


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, 하이투자증권 리서치본부

NAND CY23, CY24 수요 증가율: +12.4%, +17.8% 예상

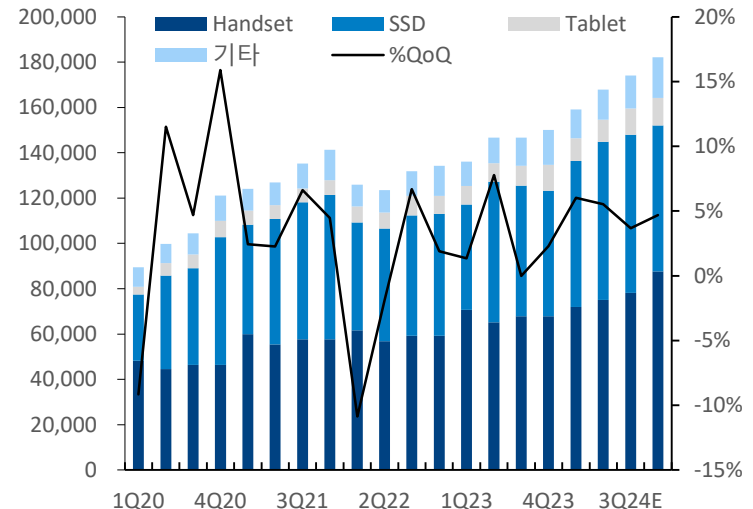
- 당사는 CY23 NAND 수요 증가율을 +12.4%로 추정하며 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY24 NAND 수요 증가율은 +17.8%로 예상됨
- 2Q23 이후 감산 및 가격 인상에 대비한 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 크게 상회하고 있는 것으로 판단됨
- 이는 현재 감산을 진행 중인 반도체 업체들의 재고를 크게 축소시키는 영향을 주고 있으나, 향후 감산 원복이 발생할 경우 증가한 고객들의 재고가 다시 업황에 부담이 될 수 있을 듯

<그림20> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counter Point, IDC, 하이투자증권 리서치본부

<그림21> 분기별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counter Point, IDC, 하이투자증권 리서치본부

II. Memory 반도체 업황 현황 및 전망

FY24 메모리 반도체 Capex는 DRAM 위주로 FY23 대비 소폭 증가할 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 6% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 23% 증가, 공급 과잉 지속에 따라 NAND는 13% 감소 예상
- 한국, 중국 업체들의 Capa 확대가 재개되고 있어 실제 FY24 Capex 규모는 현재 전망치를 상회할 가능성이 있음

<표5> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

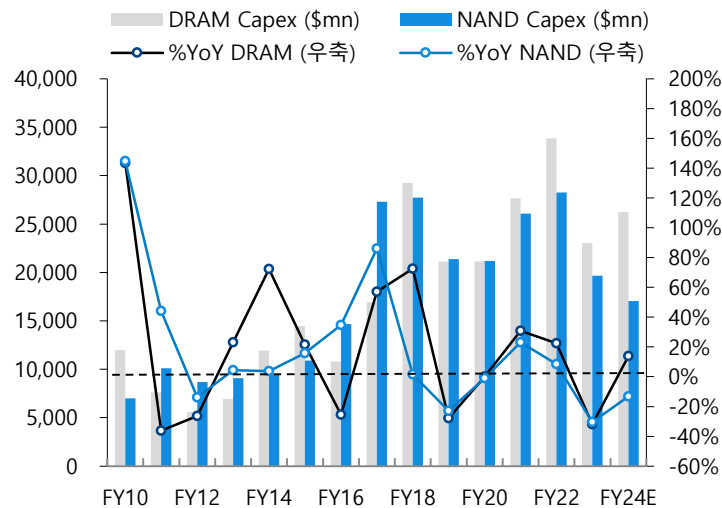
DRAM (\$mn)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E
삼성전자	5,200	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	11,000
Micron	600	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,500
SK하이닉스	1,800	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	7,800
Elpida	600	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Qimonda	0	0	0	0	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
MeiYa Technologies	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Vanguard	0	0	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
Oki	10	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SMIC	0	0	0	0	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
YMTC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Tsinghua Unigroup	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total	11,981	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	28,250
% YoY	143%	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	31%	22%	-32%	23%
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	7,500
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	1,800
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
Renesas	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Qimonda	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
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	17,050
% YoY	145%	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-13%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E
WW Memory CAPEX (\$mn)	18,981	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	45,300
% YoY	144%	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	16%	-31%	6%

자료 : 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

CY23 메모리 반도체 Capital Intensity Ratio는 소폭 상승

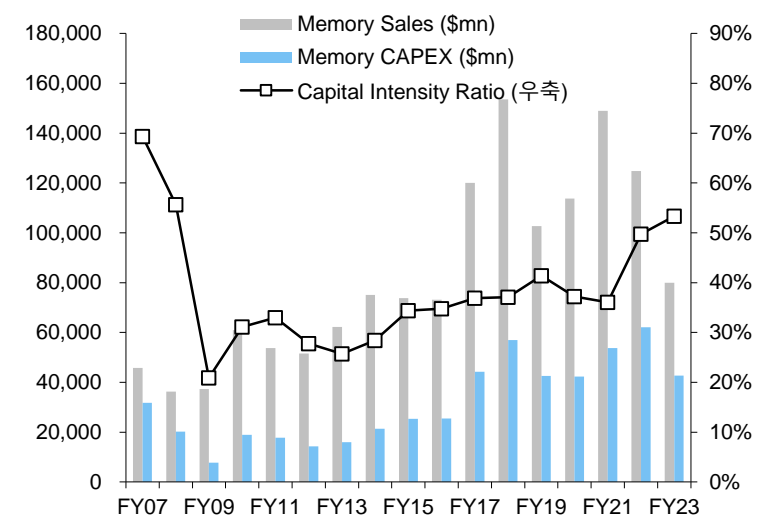
- 삼성전자의 FY24 메모리 반도체 Capex는 전년 대비 17% 감소하는 25조원 이하로 예상. 반면 비메모리 Capex는 증가할 듯
- SK하이닉스와 Micron의 FY24 Capex는 각각 13조원, 78억 달러로 66%, 11% 증가 추정. NAND 신규 생산 설비 증설은 여전히 제한적이나 HBM, 공정 전환 투자는 전년 대비 증가할 전망
- 국가 별로는 CXMT, YMTC 등 중국 업체들의 Capex가 신규 설비 확장, 174단 공정 전환 등에 따라 크게 증가할 것으로 보임
- CY23 메모리 반도체 시장 규모는 800억 달러이며 Capital Intensity Ratio는 53%로 전년의 50%에서 소폭 상승

<그림22> DRAM, NAND Capex 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

<그림23> Memory 반도체 시장 규모와 Capex 간 관계

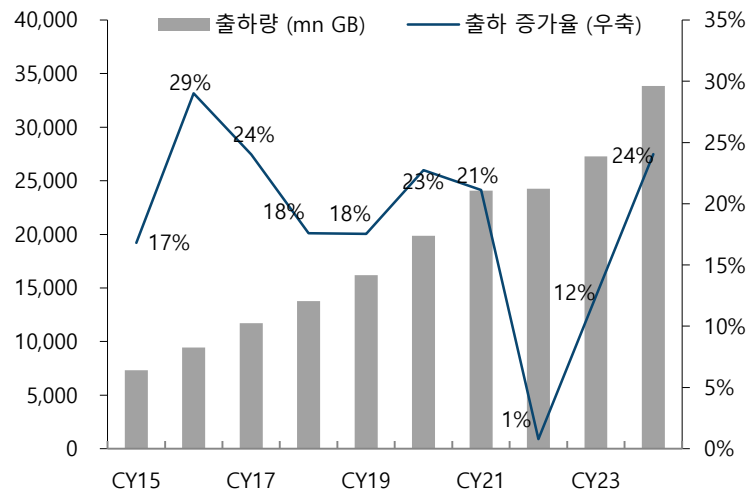


자료 : WSTS, 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

수요 개선이 2H24 이후 반도체 업황 회복 지속의 관건

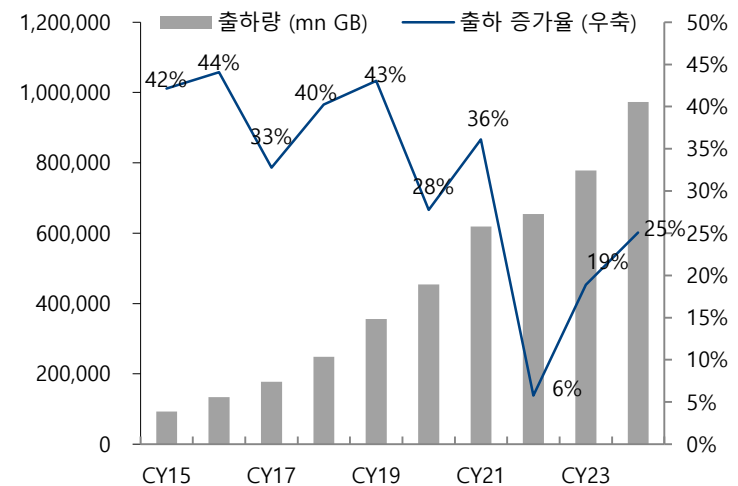
- CY23 재공품 포함 기준 업계 생산 증가율은 DRAM -5%, NAND -2%로 추정되며, 이는 CY23 DRAM, NAND 수요 증가율 7%, 12%를 크게 하회하므로 2Q23부터 메모리 반도체 시장 규모 증가 개시. CY23 DRAM, NAND 출하 증가율은 생산 및 수요 증가율을 모두 상회하는 12%, 19% 수준. CY23에 반도체 업체들은 재고 축소, 고객들은 재고 재축적 과정에 있었음을 의미
- 재공품을 포함한 CY24 업계 DRAM 생산 증가율은 12% (삼성전자 10%대 중반, SK하이닉스 한자리수대 중반, Micron 10% 수준)로 추정되며, 감산 원복 효과가 없을 1H24 DRAM 생산 YoY 증가율은 5% 이하일 듯. 따라서 2H24의 업계 DRAM 생산 YoY 증감률은 18% 수준일 전망이며, 그 이상의 수요 증가율이 발생할 지와 삼성전자 1b 나노 전환 성공 여부가 2H24 이후 업황의 관건
- DRAM의 경우 2Q24에 삼성전자, SK하이닉스 모두 감산 완전 원복, NAND는 삼성전자, SK하이닉스 모두 3월부터 원복 개시
- CXMT (현재 100K -> 4Q24 180K -> 4Q25 260K), Swaysure (심천 정부 주도로 라인 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 최근 Capa 증설 및 중국 내 저가 시장 침투는 공급 측면에서 우려 요소. YMTC (현재 120K)는 최근 174단 3D NAND 양산 개시

<그림24> DRAM 출하 증가율 전망



자료 : 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

<그림25> NAND 출하 증가율 전망



자료 : 각사 자료, 하이투자증권 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 가량 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 4Q24 이후 반도체 업황과 실적 역시 차이를 보일 것임
- 4Q22 경기선행지표들의 반등은 2Q23부터 반도체 업황 호전을 이끌었으나 최근 일부 경기선행지표의 재둔화는 4Q24 업황에 대한 약간의 우려를 불러오고 있음
- 단 최근 경기선행지표들의 하락 속도가 제한적인 점은 향후 업황 둔화가 단기간, 소폭에 그칠 가능성을 제시하고 있으며 또한 가장 중요한 경기선행 지표인 OECD 경기선행지수가 상승 추세를 유지하는 한 반도체 주가의 단기 내 급락은 발생하지 않을 전망이다

<그림26> 메모리 업황과 Global 유동성 증감률



자료 : WSTS, Bloomberg

<그림27> 메모리 업황과 OECD 경기선행지수



자료 : Datastream, WSTS

<그림28> 메모리 업황과 중국 Credit Impulse

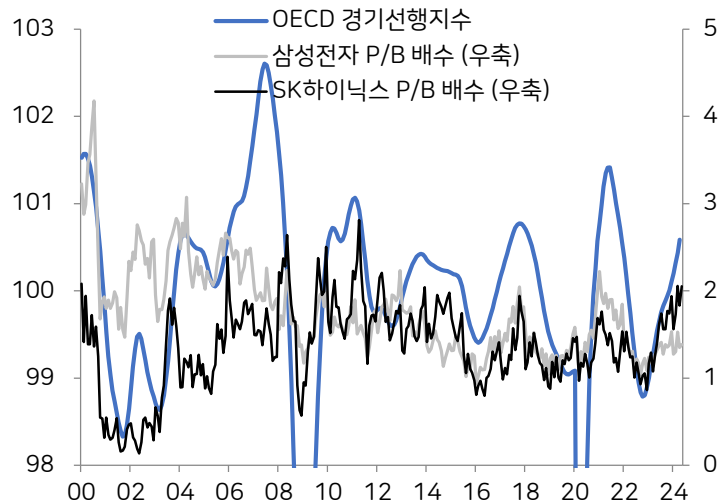


자료 : WSTS, Bloomberg

OECD 경기선행지수 상승세 지속

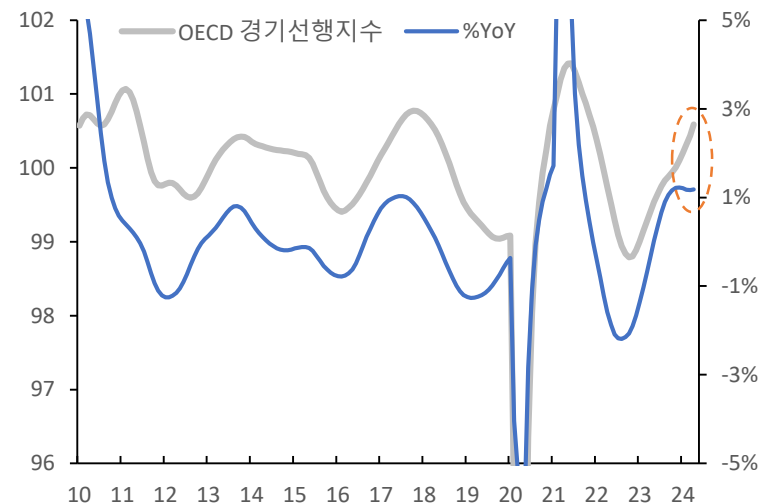
- OECD 경기선행지수는 CY22 10월 98.8을 바닥으로 CY24 4월 현재 100.6까지 18개월간 상승세 지속 중으로 역사적으로 반도체 주가와 동행
- OECD 경기선행지수가 아직 상승세인 점이 최근까지 반도체 주가가 강세를 유지하고 있는 원인. 단 OECD 경기선행지수를 약간 선행하는 YoY 증감률의 상승이 최근 주춤하고 있는 점은 주의 필요
- 만약 향후 OECD 경기선행지수가 하락을 개시한다면 이는 반도체 업황이 6개월 이후 둔화되기 시작할 가능성이 존재한다는 의미

<그림29> OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



자료 : Datastream, 하이투자증권 리서치본부

<그림30> OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이

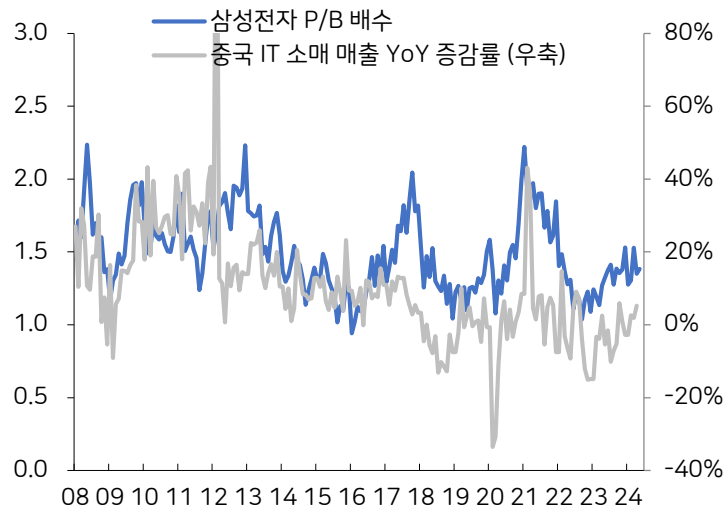


자료 : Datastream, 하이투자증권 리서치본부

중국 IT 수요 YoY 증감률과 반도체 주가

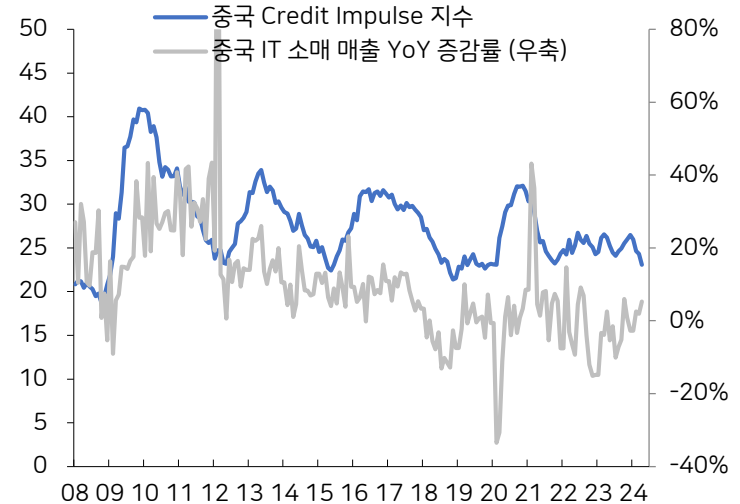
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 IT 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여왔음. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 동행
- 중국 IT 수요 증감률의 상승 지속 여부가 한국 반도체 주가에 큰 영향을 미칠 전망이다
- 그간 일정 구간에서 상승과 하락을 반복하던 중국 Credit Impulse 지수는 4월에 23.1로 4개월 연속 하락세
- 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 여전히 부진한 상황

<그림31> 중국 IT 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, 하이투자증권 리서치본부

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

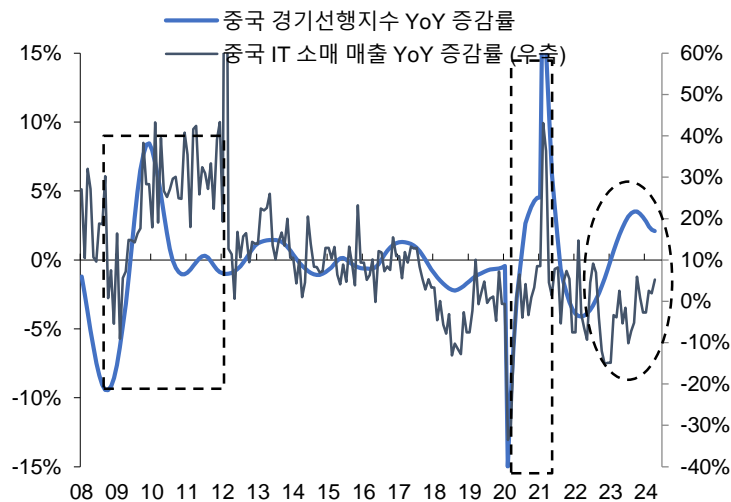


자료 : Bloomberg, Datastream, 하이투자증권 리서치본부

여전히 불확실한 중국 IT 수요 회복

- 최근 중국 정부의 금리 및 기준율 인하가 있었으나 3월 중국 M2 YoY 증감률은 +8.3%로 지난해 2월 고점 +12.9%에서 지속 하락 중
- CY22 4월 이후 CY23 10월까지 19개월 연속 상승했던 중국 경기선행지수 YoY 증감률이 11월부터 4월까지 하락 지속. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 경기선행지수 YoY 증감률과 역사적으로 동행 관계
- 중국 경기선행지수 YoY 증감률이 하락 전환한 가운데 기저효과까지 사라지는 CY24에 중국 IT 수요 YoY 증감률의 상승세가 지속될 것으로 보기는 어려운 듯

<그림33> 중국 경기 선행 지수와 IT 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream, 하이투자증권 리서치본부

<그림34> 중국 M2 YoY 증감률 추이

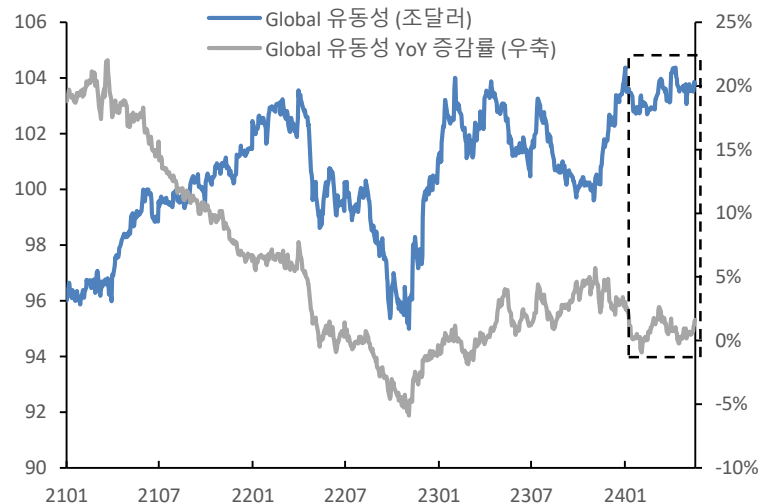


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

우려보다 매우 양호한 Global 유동성의 절대 수준

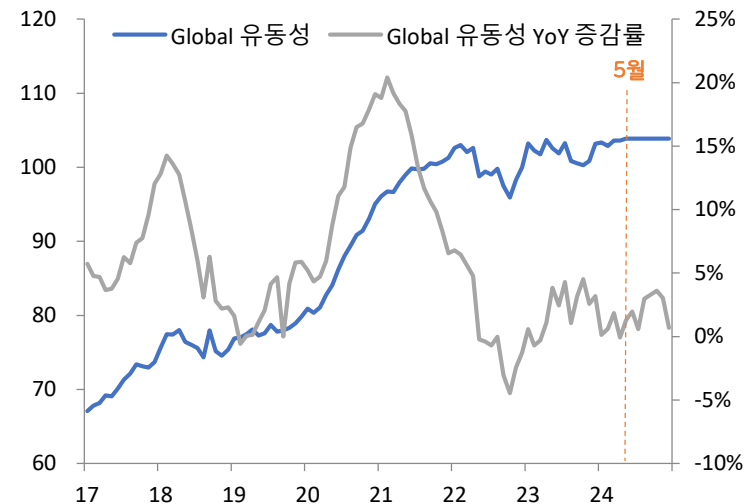
- 4월 시장 금리의 상승에 따른 Global 유동성 및 YoY 증감률의 하락이 반도체 주가의 조정을 이끌었으나 최근 Global 유동성 YoY 증감률의 반등이 나타나며 반도체 주가도 회복하는 모습
- 향후 시장 금리의 하락에 따른 유동성 증가가 지속될 지 여부가 단기 반도체 주가에 큰 영향을 줄 것으로 판단됨
- 다행인 것은 최근 Global 유동성의 절대 수준이 크게 상승하며 향후 Global 유동성 YoY 증감률 및 반도체 주가/업황의 낙폭이 매우 제한적일 가능성이 높아졌다는 점

<그림35> 일별 Global 유동성과 YoY 증감률



자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

<그림36> Global 유동성이 4월 15일 수준을 유지할 경우

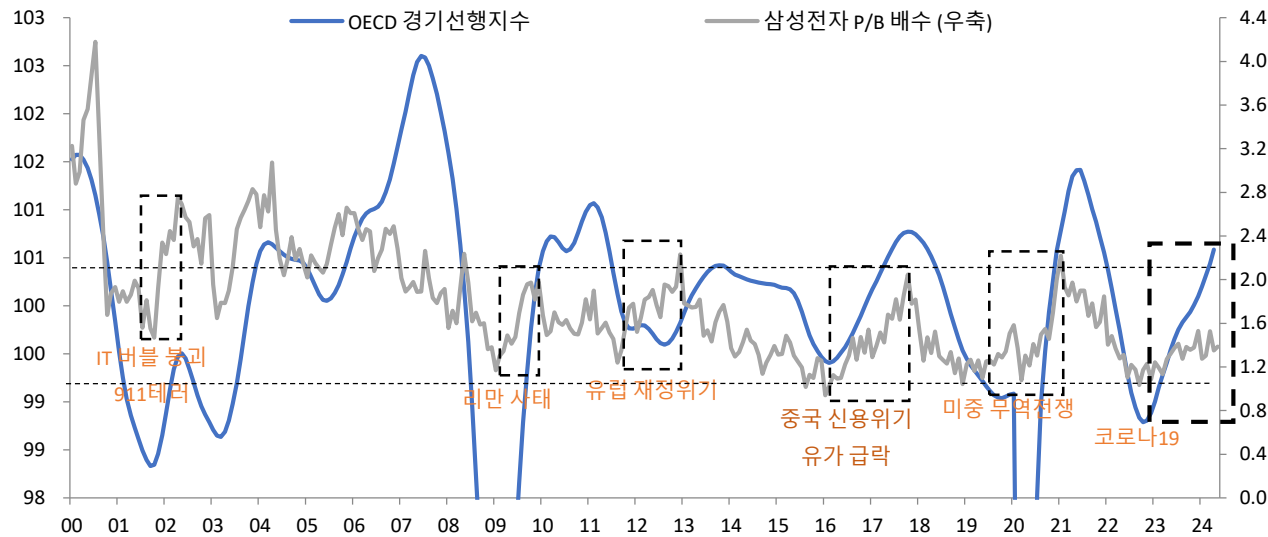


자료 : Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

삼성전자: 올해 HBM 시장에서 여전히 고전할 가능성이 높아진 듯

- 최저점 대비 60% 상승했던 직전 고점 주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.53배 기록. 현재 주가는 1.38배로 동사의 역사적 중간 배수 수준
- 그간의 낮은 Val. 배수 적용은 동사 주식이 경기 둔화 및 HBM 경쟁력 우려에 따라 투자자들에게 Cyclical Memory 반도체 주식으로 분류됨에 따른 결과
- 4월 초의 동사 주가 Outperform은 동사가 HBM 부문에서 경쟁력 회복 가능성을 보여준 것에 따른 것이나, 현재 상황으로 볼 때 올해 동사의 HBM 경쟁력은 여전히 경쟁사 대비 약세에 머물 가능성이 높은 것으로 보임
- 이에 따라 동사 목표주가 산정을 위해 지난 20년간 동사 연간 고점 배수들의 평균인 1.7배보다 높은 배수를 적용하는 것은 어려운 듯

<그림37> OECD 경기선행지수와 삼성전자 P/B 밴드

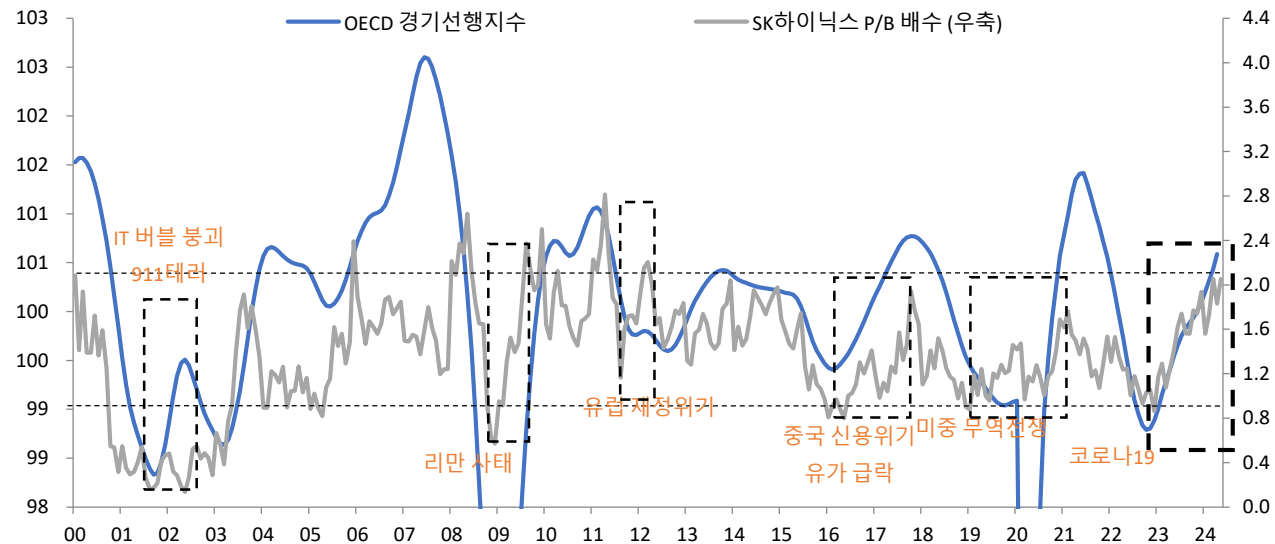


자료 : 삼성전자, Datastream, 하이투자증권 리서치본부

SK하이닉스: HBM 경쟁력 우위가 이어질 전망이나 경기 둔화 가능성은 우려

- 최저점 대비 150% 상승했던 직전 고점 주가는 FY24 BPS 예상치 대비 2.05배. 역사적 중간 배수 1.32배를 상회할 뿐 아니라 지난 10년 간의 최고점 배수 수준. 현재 주가는 2.04배
- 동사 주가에 높은 Val. 배수가 적용 중인 것은 성장 산업인 HBM에서 상대적 경쟁력 우위가 원인
- CY24에도 동사가 HBM 부문에서 경쟁력 우위를 유지할 가능성이 높으므로 경쟁사 대비 높은 Val 배수를 계속 적용 받을 듯
- 단 HBM의 고성장이 지난 10년 간 동사 Val. 배수의 상단을 돌파해 2.2배 (2000년대 중반 ~ 2010년대 중반 연간 고점 배수들의 평균) 이상에 안착하게 만들지 여부는 아직 지켜볼 일
- FY24 예상 BPS에 2.2배를 적용할 경우 20.5만원의 적정주가 도출

<그림38> OECD 경기선행지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, 하이투자증권 리서치본부

IV. 기업 분석

삼성전자(005930)

최대 고객향 HBM3E 출하 소식 필요

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	91,000원(하향)
증가(2024.05.17)	77,400원
상승여력	17.6 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	596,978만주
시가총액	462,061십억원
외국인지분율	56.0%
52주 주가	65,000~85,300원
60일평균거래량	20,635,394주
60일평균거래대금	1,613.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	4.9	6.8	13.2
상대수익률	-5.4	3.2	-3.6	5.8



[투자포인트]

- 동사 2Q24 매출과 영업이익은 72.8조원과 9.8조원을 기록할 것으로 전망. ASP 상승에 따른 Memory 반도체 부문의 실적 개선이 MX/네트워크 부문의 실적 둔화를 상쇄하고도 남을 듯
- 당사가 현재 전망하고 있는 2Q24 부문별 영업이익 전망치는 반도체 5.6조원 (Memory 6.1조원), SDC 0.4조원, MX/네트워크 2.8조원, CE (하만 포함) 0.9조원
- 동사가 제시한 2Q24 DRAM, NAND 출하 증가율 가이드는 각각 한자리수대 중반 증가와 0%이며 당사는 2Q24 동사 DRAM, NAND ASP가 각각 14%, 18% 상승할 것으로 추정
- 동사 주가의 최근 상대적 부진은 동사 HBM 부문의 경쟁력 회복 기대감이 약화되었기 때문인 것으로 보임. 무엇보다 HBM3 이상 제품의 출하가 최대 고객사향으로 본격화되어야 할 것으로 판단됨
- 동사 현재 주가는 FY24 예상 BPS 대비 1.38배로 역사적 중간 P/B 배수 수준에 불과하므로 매수 투자 의견을 유지함. 단 당분간 동사 HBM 부문의 경쟁력이 크게 개선되지 못할 가능성을 반영하여 적정 P/B 배수 및 목표주가를 1.6배와 91,000원으로 소폭 하향

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	258,935	302,312	332,543	382,424
영업이익(십억원)	6,567	44,260	44,228	55,066
순이익(십억원)	14,473	33,211	32,767	40,560
EPS(원)	2,131	4,889	4,824	5,971
BPS(원)	52,002	55,941	59,814	64,834
PER(배)	36.8	15.8	16.0	13.0
PBR(배)	1.5	1.4	1.3	1.2
ROE(%)	4.1	9.1	8.3	9.6
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	9.7	4.4	4.2	3.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

IV. 기업 분석

<표6> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정												
(십억원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
전사	매출	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	72,843	79,446	78,107	302,231	258,935	302,311
	매출총이익	17,738	18,358	20,786	21,660	26,026	28,605	33,766	33,817	112,190	78,543	122,213
	매출총이익률	27.8%	30.6%	30.8%	32.0%	36.2%	39.3%	42.5%	43.3%	37.1%	30.3%	40.4%
	영업이익	640	669	2,434	2,825	6,606	9,756	13,841	14,057	43,377	6,567	44,260
	영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	4.2%	9.2%	13.4%	17.4%	18.0%	14.4%	2.5%	14.6%
DS	매출	13,730	14,734	16,441	21,690	23,141	27,810	30,591	32,145	98,460	66,595	113,687
	매출총이익	-960	-592	262	2,274	6,051	9,769	12,380	13,706	38,097	984	41,907
	매출총이익률	-7.0%	-4.0%	1.6%	10.5%	26.2%	35.1%	40.5%	42.6%	38.7%	1.5%	36.9%
	영업이익	-4,580	-4,360	-3,752	-2,180	1,913	5,595	8,154	9,353	23,823	-14,873	25,016
	영업이익률	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-10.1%	8.3%	20.1%	26.7%	29.1%	24.2%	-22.3%	22.0%
SDC	매출	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	5,468	6,579	6,952	34,380	30,969	24,389
	매출총이익	5,330	5,469	6,647	6,874	5,048	5,206	6,415	6,537	24,076	24,321	23,206
	매출총이익률	80.6%	84.4%	80.9%	71.2%	93.7%	95.2%	97.5%	94.0%	70.0%	78.5%	95.1%
	영업이익	780	840	1,940	2,010	340	420	1,551	1,438	5,952	5,569	3,748
	영업이익률	11.8%	13.0%	23.6%	20.8%	6.3%	7.7%	23.6%	20.7%	17.3%	18.0%	15.4%
MX/네트워크	매출	31,819	25,550	30,000	25,040	33,530	28,791	31,518	27,678	120,820	112,409	121,516
	매출총이익	10,436	8,395	10,108	8,522	11,205	9,657	10,813	9,580	38,624	37,462	41,255
	매출총이익률	32.8%	32.9%	33.7%	34.0%	33.4%	33.5%	34.3%	34.6%	32.0%	33.3%	34.0%
	영업이익	3,940	3,040	3,300	2,730	3,510	2,802	3,176	2,510	11,383	13,011	11,998
	영업이익률	12.4%	11.9%	11.0%	10.9%	10.5%	9.7%	10.1%	9.1%	9.4%	11.6%	9.9%
VD/가전 (하만 포함)	매출	17,250	17,890	17,510	18,180	16,680	17,599	17,583	18,157	73,850	70,830	70,019
	매출총이익	10,436	8,395	10,108	8,522	11,205	9,657	10,813	9,580	38,624	37,462	41,255
	매출총이익률	60.5%	46.9%	57.7%	46.9%	67.2%	54.9%	61.5%	52.8%	52.3%	52.9%	58.9%
	영업이익	321	990	831	290	770	866	887	684	2,230	2,432	3,206
	영업이익률	1.9%	5.5%	4.7%	1.6%	4.6%	4.9%	5.0%	3.8%	3.0%	3.4%	4.6%

자료 : 삼성전자, 하이투자증권 리서치본부

IV. 기업 분석

<표7> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	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	1,340	1,330	1,278	1,305	1,343
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	26,121	27,719	73,875	81,698	101,205
%QoQ / % YoY	1.2%	6%	-19%	9%	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	7%	6%	-3%	11%	24%
1Gb 기준 ASP (\$)	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3
%QoQ / % YoY	-1.3%	0%	-20%	-31%	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	14%	5%	0%	-14%	-4%	48%
매출 (백만불)	8,619	9,135	5,903	4,486	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,636	8,619	9,146	28,143	17,279	31,738
%QoQ / % YoY	-0.2%	6%	-35%	-24%	-25.5%	6%	16%	53%	1%	21%	13%	6%	-17%	-39%	84%
매출 (십억원)	10,395	11,540	7,921	6,101	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,462	11,550	12,165	35,957	22,541	42,611
%QoQ / % YoY	1.7%	11%	-31%	-23%	-29.9%	6%	19%	53%	2%	24%	10%	5%	-7%	-37%	89%
영업이익 (십억원)	5,380	6,270	3,355	1,059	-734	-757	-294	800	1,643	3,281	4,201	4,581	16,063	-985	13,706
영업이익률	52%	54%	42%	17%	-17%	-17%	-5%	10%	19%	31%	36%	38%	45%	-4%	32%
NAND															
16Gb 기준 출하량 (백만개)	37,340	34,648	31,523	35,262	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	48,637	51,906	55,282	138,772	158,613	204,320
%QoQ / % YoY	9%	-7%	-9%	12%	1%	4%	-1%	35%	-2%	0%	7%	7%	3%	14%	29%
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%	18%	8%	0%	-17%	-4%	64%
매출 (백만불)	7,983	7,497	5,388	4,340	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,693	8,867	9,444	25,208	15,410	32,505
%QoQ / % YoY	3%	-6%	-28%	-19%	-18%	-4%	1%	48%	29%	18%	15%	7%	-14%	-39%	111%
매출 (십억원)	9,628	9,470	7,231	5,902	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,540	11,882	12,560	32,232	20,073	43,636
%QoQ / % YoY	5%	-2%	-24%	-18%	-23%	-4%	3%	49%	29%	22%	13%	6%	-4%	-38%	117%
영업이익 (십억원)	2,372	2,823	823	-1,211	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,784	4,127	4,647	4,807	-11,296	12,669
영업이익률	25%	30%	11%	-21%	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	26%	35%	37%	15%	-56%	29%
System LSI															
매출 (십억원)	6,780	7,420	7,790	7,934	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,396	6,757	7,042	29,924	22,460	25,845
%QoQ / % YoY	3%	9%	5%	2%	-39%	20%	3%	1%	-8%	13%	6%	4%	39%	-25%	15%
영업이익 (십억원)	701	886	940	421	-275	-593	-724	-979	-890	-601	-281	46	2,948	-2,571	-1,726
영업이익률	10%	12%	12%	5%	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-9%	-4%	1%	10%	-11%	-7%
디스플레이															
출하량 (백만개)	228.0	207.7	197.2	207.0	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	145.8	167.6	184.4	840.0	716.0	641.4
%QoQ / % YoY	-19%	-9%	-5%	5%	-25%	2%	16%	21%	-35%	2%	10%	10%	-20%	-15%	-10%
ASP (\$)	29	29	35	33	33	32	34	33	28	27	29	28	32	33	28
%QoQ / % YoY	7%	1%	21%	-7%	1%	-4%	7%	-3%	-15%	-3%	7%	-3%	20%	5%	-15%
매출 (백만불)	6,609	6,103	6,997	6,846	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	3,992	4,910	5,227	26,555	23,766	18,177
%QoQ / % YoY	-14%	-8%	15%	-2%	-25%	-2%	24%	17%	-45%	-1%	23%	6%	-4%	-11%	-24%
매출 (십억원)	7,970	7,710	9,390	9,310	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	5,468	6,579	6,952	34,380	30,969	24,389
%QoQ / % YoY	-12%	-3%	22%	-1%	-29%	-2%	27%	18%	-44%	1%	20%	6%	8%	-10%	-21%
중대형 영업이익 (십억원)	-396	-292	-289	-176	-71	-25	-10	-11	-11	-9	-5	-4	-1,153	-116	-28
영업이익률	-26%	-24.5%	-4.1%	-9.2%	-4.9%	-9.2%	-4.1%	-6.5%	-10.3%	-3.3%	-1.0%	-1.1%	-9.2%	-4.9%	-9.2%
소형 영업이익 (십억원)	1,486	1,352	2,269	1,999	850	865	1,949	2,021	351	428	1,556	1,442	7,105	5,686	3,776
영업이익률	20%	19%	25%	23%	13%	14%	24%	21%	7%	8%	24%	21%	22%	19%	16%
전체 영업이익 (십억원)	1,090	1,060	1,980	1,822	780	840	1,940	2,010	340	420	1,551	1,438	5,952	5,569	3,748
영업이익률	14%	14%	21%	20%	12%	13%	24%	21%	6%	8%	24%	21%	17%	18%	15%
휴대폰 / Tablet															
출하량 (백만개)	84.2	72.4	74.7	68.8	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	61.0	67.2	62.5	300.1	260.9	259.8
%QoQ / % YoY	7%	-14%	3%	-8%	1%	-12%	10%	-8%	11%	-12%	10%	-7%	-5%	-13%	0%
ASP (\$)	296	293	296	259	335	300	318	284	356	335	341	322	287	310	339
%QoQ / % YoY	5%	-1%	1%	-13%	30%	-10%	6%	-11%	26%	-6%	2%	-5%	4%	8%	9%
매출 (백만불)	24,960	21,210	22,097	17,798	23,301	18,411	21,485	17,694	24,631	20,425	22,911	20,148	86,065	80,891	88,114
%QoQ / % YoY	12%	-15%	4%	-19%	31%	-21%	17%	-18%	39%	-17%	12%	-12%	-1%	-6%	9%
매출 (십억원)	30,103	26,794	29,654	24,203	29,825	23,676	28,242	23,383	32,790	27,982	30,700	26,796	110,754	105,126	118,268
%QoQ / % YoY	14%	-11%	11%	-18%	23%	-21%	19%	-17%	40%	-15%	10%	-13%	11%	-5%	13%
영업이익 (십억원)	3,621	2,388	3,028	1,541	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,788	3,171	2,504	10,577	12,899	11,967
영업이익률	12.0%	8.9%	10.2%	6.4%	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.7%	10.0%	10.3%	9.3%	9.5%	12.3%	10.1%
TV															
출하량 (백만개)	10.8	8.2	9.1	10.9	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	7.8	8.6	9.6	39.0	36.7	34.6
%QoQ / % YoY	-5%	-24%	11%	19%	-15%	-11%	11%	11%	-15%	-10%	11%	12%	-8%	-6%	-6%
ASP (\$)	603	643	568	556	556	603	538	558	558	603	555	555	590	563	566
%QoQ / % YoY	-3%	7%	-12%	-2%	0%	8%	-11%	4%	0%	8%	-8%	0%	3%	-5%	1%
매출 (백만불)	6,527	5,283	5,179	6,034	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,676	4,776	5,349	23,023	20,632	19,612
%QoQ / % YoY	-8%	-19%	-2%	17%	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	-3%	2%	12%	-5%	-10%	-5%
매출 (십억원)	7,871	6,674	6,951	8,206	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,407	6,399	7,114	29,702	26,842	26,324
%QoQ / % YoY	-6%	-15%	4%	18%	-20%	-3%	1%	16%	-14%	0%	0%	11%	6%	-10%	-2%
영업이익 (십억원)	572	278	250	328	566	598	380	350	388	388	388	502	1,428	1,895	1,667
영업이익률	7%	4%	4%	4%	9%	9%	6%	5%	6%	6%	6%	7%	5%	7%	6%
기타															
매출 (십억원)	5,034	7,595	7,845	8,810	7,123	8,817	8,677	6,305	4,592	5,588	5,579	5,478	29,284	30,922	21,238
영업이익 (십억원)	386	392	477	346	-36	594	574	-76	508	696	685	339	1,601	1,056	2,228
Total															
매출 (십억원)	77,781	77,204	76,782	70,465	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	72,843	79,446	78,107	302,231	258,935	302,311
%QoQ / % YoY	2%	-0.7%	-1%	-8%	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	1%	9%	-2%	8%	-14%	17%
영업이익 (십억원)	14,121	14,097	10,852	4,306	640	669	2,434	2,825	6,606	9,756	13,841	14,057	43,377	6,567	44,260
영업이익률	18.2%	18%	14%	6%	1%	1%	4%	4%	9%	13%	17%	18%	14%	3%	15%

자료 : 삼성전자, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		195,937	213,658	231,235	255,709
현금 및 현금성자산		69,081	76,123	82,476	88,813
단기금융자산		23,326	24,493	25,717	27,003
매출채권		43,281	50,531	55,584	63,922
재고자산		51,626	54,416	59,858	68,836
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	481,725	507,124	542,273
유동부채		75,719	72,460	69,256	67,463
매입채무		11,320	13,216	14,538	16,718
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	88,969	85,765	83,972
지배주주지분		353,234	379,986	406,294	440,395
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		346,652	370,054	393,012	423,763
기타자본항목		1,280	4,630	7,981	11,331
비지배주주지분		10,444	12,770	15,065	17,906
자본총계		363,678	392,756	421,359	458,301

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		44,137	61,722	63,092	68,137
당기순이익		15,487	35,537	35,062	43,401
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	7,042	6,353	6,337
기초현금및현금성자산		49,681	69,081	76,123	82,476
기말현금및현금성자산		69,081	76,123	82,476	88,813

자료 : 삼성전자, 하이투자증권 리서치본부

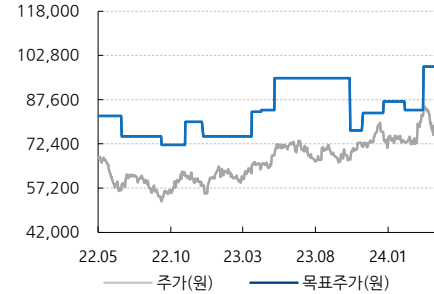
포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		258,935	302,312	332,543	382,424
증가율(%)		-14.3	16.8	10.0	15.0
매출원가		180,389	180,099	202,851	229,454
매출총이익		78,547	122,213	129,692	152,970
판매비와관리비		71,980	77,952	85,464	97,903
연구개발비		28,340	30,231	33,254	38,242
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		6,567	44,260	44,228	55,066
증가율(%)		-84.9	574.0	-0.1	24.5
영업이익률(%)		2.5	14.6	13.3	14.4
이자수익		16,100	14,761	13,906	14,058
이자비용		12,646	12,603	12,350	12,223
지분법이익(손실)		888	888	888	888
기타영업외손익		97	78	78	78
세전계속사업이익		11,006	47,383	46,750	57,868
법인세비용		-4,481	11,846	11,687	14,467
세전계속이익률(%)		4.3	15.7	14.1	15.1
당기순이익		15,487	35,537	35,062	43,401
순이익률(%)		6.0	11.8	10.5	11.3
지배주주귀속 순이익		14,473	33,211	32,767	40,560
기타포괄이익		3,350	3,350	3,350	3,350
총포괄이익		18,837	38,888	38,413	46,751
지배주주귀속총포괄이익		17,604	36,342	35,898	43,691

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		2,131	4,889	4,824	5,971
BPS		52,002	55,941	59,814	64,834
CFPS		7,823	10,901	11,171	12,634
DPS		1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation(배)					
PER		36.8	15.8	16.0	13.0
PBR		1.5	1.4	1.3	1.2
PCR		10.0	7.1	6.9	6.1
EV/EBITDA		9.7	4.4	4.2	3.6
Key Financial Ratio(%)					
ROE		4.1	9.1	8.3	9.6
EBITDA이익률		17.5	28.1	26.3	26.2
부채비율		25.4	22.7	20.4	18.3
순부채비율		-21.9	-22.4	-22.7	-22.5
매출채권회전율(x)		6.1	6.4	6.3	6.4
재고자산회전율(x)		5.0	5.7	5.8	5.9

IV. 기업 분석

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-07-07	Buy	75,000	-21.5%	-17.5%
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		



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 기관투자자 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 당시의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[하이투자증권 투자비율 등급 공시 2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-

IV. 기업 분석

SK하이닉스(000660)

당분간 HBM 경쟁력 우위가 이어질 듯

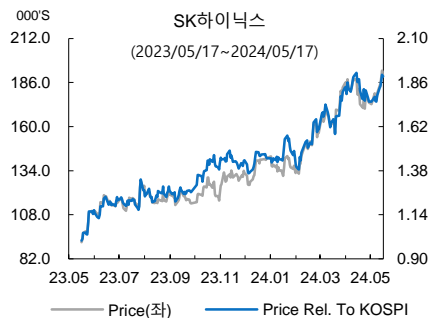
Hold (Maintain)

목표주가(12M)	195,000원(유지)
증가(2024.05.17)	189,900원
상승여력	2.7%

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	138,248십억원
외국인지분율	54.7%
52주 주가	91,900~193,000원
60일평균거래량	4,199,937주
60일평균거래대금	721.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	25.5	46.2	95.2
상대수익률	4.5	23.9	35.9	87.8



[투자포인트]

- 동사가 제시한 2Q24 DRAM, NAND 출하증가율 가이드는 각각 10%대 중반 증가와 0%이며 당사는 2Q24 동사 DRAM, NAND ASP가 각각 14%, 18% 상승할 것으로 추정
- 동사의 출하증가율 가이드와 당사 ASP 상승률 가정을 감안해 도출된 동사 2Q24 매출과 영업이익 전망치는 전분기 대비 각각 29%, 111% 증가하는 16.1조원과 6.1조원
- 동사는 최대 고객사향으로 HBM3E 8단 제품을 출하하기 시작했으며 12단 제품 역시 인증 과정을 거치고 있음. 업계에서 가장 높은 수율과 넓은 고객 베이스를 보유한 동사는 당분간 HBM 부문에서 가장 높은 시장 점유율과 경쟁력을 유지할 것으로 판단됨
- 동사 주가의 상대적 Performance는 HBM 부문에서의 경쟁력 우위 지속에 따라 당분간 강세를 유지할 전망이다
- 단 CoWoS Capa 할당량을 감안하여 도출되는 올해 HBM 탑재 가속기 반도체의 최대 생산량은 AI 서버로부터의 요구량을 크게 상회하는 것으로 추정됨. 따라서 만약 가속기 반도체의 생산 조정과 경쟁사들의 HBM 공급 본격화가 발생한다면 동사 HBM 부문의 이익률이 하락할 가능성은 존재하는 듯

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	64,714	74,421	81,863
영업이익(십억원)	-7,730	24,579	21,346	23,576
순이익(십억원)	-9,112	15,043	13,865	15,826
EPS(원)	-12,517	20,663	19,045	21,739
BPS(원)	73,495	93,160	111,208	131,949
PER(배)		9.2	10.0	8.7
PBR(배)	1.9	2.0	1.7	1.4
ROE(%)	-15.6	24.8	18.6	17.9
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	4.2	4.2	3.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

IV. 기업 분석

<표8> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	11,868	16,021	19,242	19,432	16,266	18,714	19,839	20,408	58,858	66,563	75,226
% QoQ / YoY	-19.5%	35.0%	20.1%	1.0%	-16.3%	15.0%	6.0%	2.9%	1.0%	13.1%	13.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.21	0.22	0.25	0.29	0.35	0.40	0.42	0.42	0.39	0.25	0.40
% QoQ / YoY	-18.9%	8.7%	10.0%	18.3%	20.3%	13.5%	5.0%	0.0%	-16.6%	-36.8%	61.3%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,438	3,578	4,727	5,648	5,687	7,427	8,267	8,504	22,923	16,390	29,886
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,416	35,160	36,900	36,392	36,247	36,247	39,872	42,047	106,710	131,867	154,413
% QoQ / YoY	-14.8%	50.2%	4.9%	-1.4%	-0.4%	0.0%	10.0%	5.5%	45.7%	23.6%	17.1%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.06	0.05	0.05	0.08	0.10	0.12	0.12	0.12	0.11	0.06	0.11
% QoQ / YoY	-9.9%	-10.0%	-0.5%	40.5%	30.3%	18.0%	6.0%	0.0%	-19.5%	-43.3%	89.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,396	1,887	1,970	2,730	3,543	4,181	4,874	5,140	11,400	7,982	17,738
기타 매출 (백만달러)	92	91	202	178	107	118	123	123	534	563	472
연결기준 매출 (백만달러)	3,925	5,556	6,899	8,555	9,337	11,726	13,265	13,768	34,857	24,935	48,096
원/달러 환율 (원)	1,296	1,315	1,314	1,322	1,331	1,370	1,350	1,330	1,280	1,314	1,346
연결기준 매출 (십억원)	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,064	17,908	18,311	44,622	32,766	64,714
매출원가 (십억원)	6,733	8,484	9,002	9,080	7,635	8,007	8,149	8,246	28,994	33,299	32,037
매출총이익 (십억원)	-1,645	-1,178	64	2,226	4,795	8,057	9,759	10,066	15,628	-533	32,676
판관비 (십억원)	1,757	1,704	1,856	1,880	1,909	1,976	2,042	2,170	8,818	7,197	8,097
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	6,081	7,717	7,896	6,809	-7,730	24,579
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	23.2%	37.9%	43.1%	43.1%	15.3%	-23.6%	38.0%
DRAM 영업이익 (십억원)	-1,104	-239	725	1,638	2,544	4,515	5,319	5,368	8,908	1,021	17,746
%/Sales	-34.9%	-5.1%	11.7%	22.0%	33.6%	44.4%	47.7%	47.5%	30.3%	4.7%	44.1%
NAND 영업이익 (십억원)	-2,285	-2,629	-2,541	-1,307	337	1,553	2,393	2,530	-2,163	-8,763	6,813
%/Sales	-126.3%	-106.0%	-98.2%	-36.2%	7.2%	27.1%	36.4%	37.0%	-14.8%	-83.6%	28.6%

자료 : SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		30,468	40,366	48,872	59,836
현금 및 현금성자산		7,587	8,949	20,671	33,245
단기금융자산		1,433	1,421	1,408	1,396
매출채권		6,942	9,707	11,163	8,186
재고자산		13,481	19,414	14,884	16,373
비유동자산		69,862	68,855	69,829	70,681
유형자산		52,705	53,825	55,165	56,170
무형자산		3,835	3,217	2,726	2,334
자산총계		100,330	109,220	118,702	130,518
유동부채		21,008	19,740	18,044	16,717
매입채무		1,846	3,645	4,192	4,611
단기차입금		4,146	3,146	2,146	1,146
유동성장기부채		5,712	5,712	5,712	5,712
비유동부채		25,819	21,619	19,619	17,619
사채		9,490	7,290	7,290	7,290
장기차입금		12,523	10,523	8,523	6,523
부채총계		46,826	41,359	37,663	34,336
지배주주지분		53,504	67,821	80,960	96,059
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,373	4,373	4,373	4,373
이익잉여금		46,729	60,946	73,984	88,984
기타자본항목		-1,255	-1,155	-1,055	-955
비지배주주지분		-1	41	79	123
자본총계		53,504	67,862	81,039	96,182

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		4,278	17,658	27,954	28,920
당기순이익		-9,138	15,084	13,903	15,869
유형자산감가상각비		13,121	11,380	11,660	11,995
무형자산상각비		553	617	492	391
지분법관련손실(이익)		15	15	15	15
투자활동 현금흐름		-7,335	-14,183	-14,684	-14,684
유형자산의 처분(취득)		-6,785	-12,500	-13,000	-13,000
무형자산의 처분(취득)		-454	-	-	-
금융상품의 증감		13	13	13	12
재무활동 현금흐름		5,697	-6,496	-4,297	-4,297
단기금융부채의증감		-	-1,000	-1,000	-1,000
장기금융부채의증감		6,969	-4,200	-2,000	-2,000
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-826	-826	-826	-826
현금및현금성자산의증감		2,610	1,362	11,721	12,574
기초현금및현금성자산		4,977	7,587	8,949	20,671
기말현금및현금성자산		7,587	8,949	20,671	33,244

자료 : SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

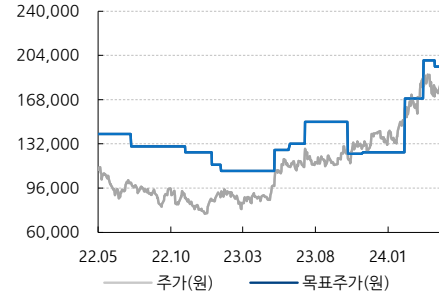
포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		32,766	64,714	74,421	81,863
증가율(%)		-26.6	97.5	15.0	10.0
매출원가		33,299	32,037	43,908	48,299
매출총이익		-533	32,676	30,513	33,564
판매비와관리비		7,197	8,097	9,167	9,988
연구개발비		3,751	4,206	4,837	5,321
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-7,730	24,579	21,346	23,576
증가율(%)		적전	흑전	-13.2	10.4
영업이익률(%)		-23.6	38.0	28.7	28.8
이자수익		2,262	2,294	2,575	2,876
이자비용		6,093	5,776	5,398	5,308
지분법이익(손실)		15	15	15	15
기타영업외손익		-111	-1,000	-	-
세전계속사업이익		-11,658	20,112	18,538	21,159
법인세비용		-2,520	5,028	4,634	5,290
세전계속이익률(%)		-35.6	31.1	24.9	25.8
당기순이익		-9,138	15,084	13,903	15,869
순이익률(%)		-27.9	23.3	18.7	19.4
지배주주귀속 순이익		-9,112	15,043	13,865	15,826
기타포괄이익		100	100	100	100
총포괄이익		-9,037	15,184	14,003	15,969
지배주주귀속총포괄이익		-9,013	15,143	13,965	15,925

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-12,517	20,663	19,045	21,739
BPS		73,495	93,160	111,208	131,949
CFPS		6,265	37,143	35,737	38,753
DPS		1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation(배)					
PER			9.2	10.0	8.7
PBR		1.9	2.0	1.7	1.4
PCR		22.6	5.1	5.3	4.9
EV/EBITDA		21.2	4.2	4.2	3.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-15.6	24.8	18.6	17.9
EBITDA이익률		18.1	56.5	45.0	43.9
부채비율		87.5	60.9	46.5	35.7
순부채비율		42.7	24.0	2.0	-14.5
매출채권회전율(x)		5.3	7.8	7.1	8.5
재고자산회전율(x)		2.2	3.9	4.3	5.2

IV. 기업 분석

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-07-27	Buy	130,000	-29.8%	-23.5%
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		



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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

중목추천 투자등급

중목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[하이투자증권투자비율등급공시2024-03-31 기준]

매수
92.1%

중립(보유)
7.9%

매도
-