

乙巳年

푸른 뱀의 해



[月刊 반도체 1월]

FY25 실적 전망치의 하향 조정 필요



[반도체]

송명섭 2122-9207

mssong@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I . Summary	4
II . 수요 전망	7
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	19
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	27

[기업분석]

삼성전자(005930)	32
SK하이닉스(000660)	37



[산업분석]

I . Summary	4
II . 수요 전망	7
III . Memory 반도체 업황 현황 및 전망	19
IV . 반도체 주식 Valuation 및 주가 분석	27

Summary

수요 전망

- 예상을 하회한 10월, 11월 출하량을 반영하여 CY24 PC 출하량 YoY 증감률 전망치를 기존의 +0.4%에서 -0.5%로 하향하며 지난 20년 간의 분기별 계절성과 경기 상황을 감안하면 CY25 PC 출하량 증감률은 -2.0%를 기록할 것으로 추정됨
- 이에 따라 CY24 및 CY25 DRAM 수요 증감률에 대한 당사의 전망치도 19.3% -> 19.2%, 17.5% -> 17.2%로 소폭 하향 조정
- CY24 11월 글로벌 스마트폰 판매량 YoY 증감률이 -1.7%를 기록해 전월의 +3.5%에서 하락. 10월 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 전고점을 상회하며 추가 상승. 재고 과다에 따라 모바일용 반도체 수요의 감소가 발생 중임
- 1Q25 내로 스마트폰 과잉 재고가 해소될 것이란 전망은 최소 1.5년 이상의 기간이 필요했던 과거 경험 상 지나치게 낙관적이며, 재고 축소에 따른 수요 부진은 CY25 내내 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 1월 3일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 전망치는 2,429억 달러로 11월 집계된 2,420억 달러 대비 0.4% 상향 조정. FY25 Capex 증감률 전망치도 +23.5%로 11월 집계치 22.8%에서 0.7%p 상향. CY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯
- HBM 실제 수요량은 CY24에 9.9억 GB로 YoY 369% 증가, CY25에 24.1억 GB로 143% 증가할 전망이다. 반면 HBM 3사의 CY24 생산량은 총 16.6억 GB이며 CY25 생산량은 35.5억 GB로 급증할 전망
- 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될지가 관건인 듯. CY25 시장 수요 증가율이 143%인 반면, 1위 업체의 생산 증가율이 85%에 불과한 점은 CY26의 공급 과잉 가능성을 의식함에 따른 것으로 추정됨
- 최근 Nvidia가 1위 HBM 업체에 보다 공격적인 설비 확장을 요청하고 있는 것으로 알려졌으며 이는 CY25 동사 생산량이 CY24와 달리 Nvidia의 수요량에 미치지 못하는 상황에서 여타 업체들의 생산 차질 가능성을 염두에 둔 요청인 것으로 추정됨
- 삼성전자의 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되는 반면 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며, 성공 시 1B 나노 베이스인 경쟁사들 대비 성능에서 우위를 점할 수 있을 듯. 단 성공 가능성은 아직 미지수

Summary

Memory 반도체 업황 현황 및 전망

- 최근 일부 DRAM 현물가격의 소폭 반등은 특정 제품에 대한 중국으로부터의 일시적 주문 증가가 원인. 그간의 가격 급락과 춘절 수요 대비에 따른 기술적 반등인 듯. 2월부터는 현물가격의 재하락 가능성이 높은 것으로 판단됨
- 4Q24 DRAM Blended ASP는 한자리수대 후반 상승, NAND Blended ASP는 한자리수대 중반 하락한 듯. 일부 업체의 eSSD 저가 밀어내기 판매 발생
- 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 재고 축소 활동 강화에 따라 DDR4 및 NAND 가격은 10% 이상 하락하고 DDR5 가격도 5% 가량 하락할 것으로 예상됨
- 일부 업체는 CY25 Legacy DRAM 생산 증가율을 당초 계획 대비 하향 조정한 듯. 반면 CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 111% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 5.2%에서 9.3%로 상승할 것으로 추정됨
- 중국 업체들의 생산 급증에 따라 CY25 업계 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%를 기록해 12%인 수요 증가율을 상회할 것으로 판단됨. CY25 업계 Blended DRAM 생산 증가율은 HBM의 +114% 포함, 19%로 전망
- CXMT는 기존 장비 변경으로 1Z 나노까지 DRAM 생산이 가능할 전망이나, High-K Metal Gate 공정에서 어려움을 겪으며 아직 LPDDR5의 대규모 생산에는 성공하지 못하고 있는 것으로 보임. 당분간 중국 업체들의 악영향은 DDR4와 PC용 DDR5에 제한될 듯
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입할 전망이다. 1Q25는 계절적 비수기이므로 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시할 것으로 예상됨. 이에 따라 1Q25 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 가능성이 높음. 7월부터 하락하기 시작한 반도체 주가는 이번에도 업황을 6개월 가량 선행하고 있는 것으로 판단됨

Summary

반도체 주식 Valuation 및 주가 분석

- 대부분 국가들의 경기 둔화가 지속되는 상황에서 장기 상승 중인 최근의 OECD 경기선행지수는 경기 선행 지표로서 의미를 상실한 듯. 역사적으로 비례, 동행해온 반도체 주가와 OECD 경기선행지수 간의 관계도 2H24 이후 일치하지 않고있는 상황. 당분간 반도체 주가 전망을 위해서 OECD 경기선행지수를 참고할 필요는 없는 것으로 판단됨
- CY24 8월까지 3개월 연속 22.8에서 지지되었던 중국 Credit Impulse 지수는 9월 22.6, 10월 21.8, 11월 21.7로 재하락 중. 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 여전히 부진한 상황
- 중국 정부의 경기 부양에도 불구하고 11월 중국 M2 YoY 증감률은 전월의 +7.5%에서 +7.1%로 재하락. 현재 혼조세를 보이고 있는 중국 경기선행지표들이 중국 정부의 경기 부양에 따라 향후 추세적으로 상승 전환할지는 아직 불확실함
- 단 최근 중국 정부는 이구환신 정책을 위한 국채 발행을 진행 중으로 이에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되고 있음. 지난 CY09 이후와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 지켜볼 필요가 있음
- 삼성전자의 FY25 예상 BPS에 업황 둔화가 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.95배를 적용할 경우 54,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 이하 주가는 장기 투자가 입장에서는 매수가 가능한 가격대. 단 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 동사의 본원 경쟁력 회복을 확인하기까지 시간이 필요하며 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함
- 업계 최고 수준으로 올라선 SK하이닉스의 경쟁력을 반영해 이번 사이클에서 동사 고점 배수는 기존의 1.8배 수준에서 2.62배까지 상승. 따라서 HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 동사 최저점 배수 역시 과거의 0.97배보다 매우 높은 1.45배 수준 (16.7만원)에서 형성될 수 있음. 단 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 당분간은 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

기업분석

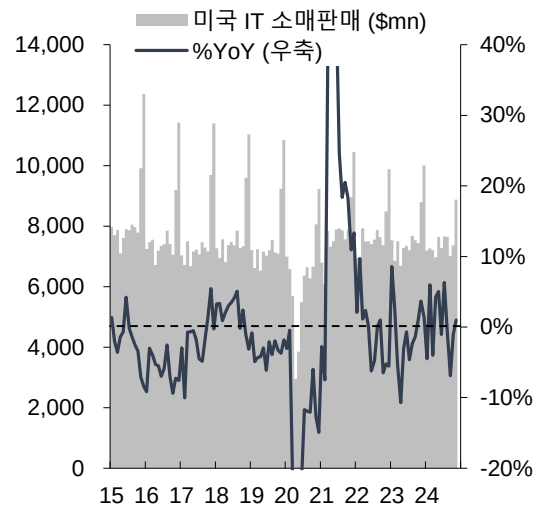
삼성전자(005930) : FY25 실적 컨센서스 하향 조정 필요

SK하이닉스(000660) : 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

지역별 IT 수요 현황: 미국 및 중국 혼조, 유럽 둔화

- 미국 IT 소매 매출 YoY 증감률이 11월에 +1.0%를 기록하여 전월의 -1.0%에서 개선
- 유럽 소비자 신뢰지수는 12월에 -14.5로 전월의 -13.7에서 추가 둔화
- 중국 11월 IT 소매 매출 YoY 증감률은 +26.8%를 기록하여 전월의 +45.1%에서 반락. 단 높은 증가율이 유지되고 있음
- 최근 지역별 IT 수요 강도는 미국 및 중국 혼조, 유럽 둔화

<그림1> 미국 IT 소매 매출 및 YoY 증감률



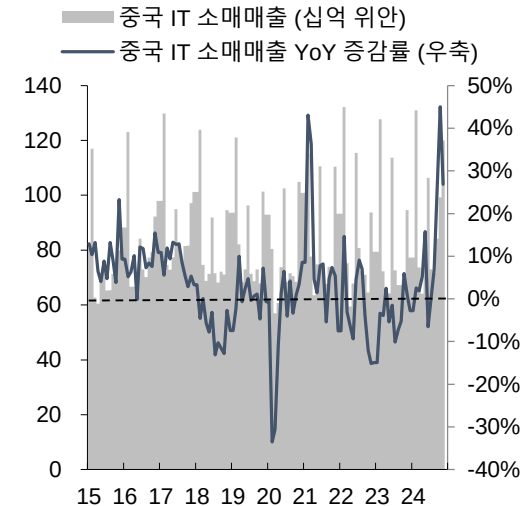
자료 : Datastream

<그림2> 유럽 소비자 신뢰지수



자료 : Datastream

<그림3> 중국 IT 소매 매출 및 YoY 증감률



자료 : Datastream

CY25 DRAM 수요 증감률: +17.2%로 소폭 하향

- CY24에는 PC 수요가 부진했으나 스마트폰 출하는 양호했고 서버 수요는 당초 예상 대비 강세
- PC 출하량 전망치를 하향함에 따라 CY24 및 CY25 DRAM 수요 증감률에 대한 당사의 전망치를 19.3% -> 19.2%, 17.5% -> 17.2%로 소폭 하향 조정
- CY25에는 HBM 포함 Server DRAM 수요의 강세가 이어질 전망이나 PC 출하량은 소폭 감소하고 스마트폰 출하량은 올해 수준에 머물 것으로 판단됨
- CY25에는 소폭의 On-Device AI Set 성장에도 불구하고 그간의 DRAM 가격 상승에 의한 비용 부담에 따라 전체 Set 내 탑재량 증가 효과도 크지 않을 듯

<표1> CY24, CY25 DRAM 수요 증감률 전망

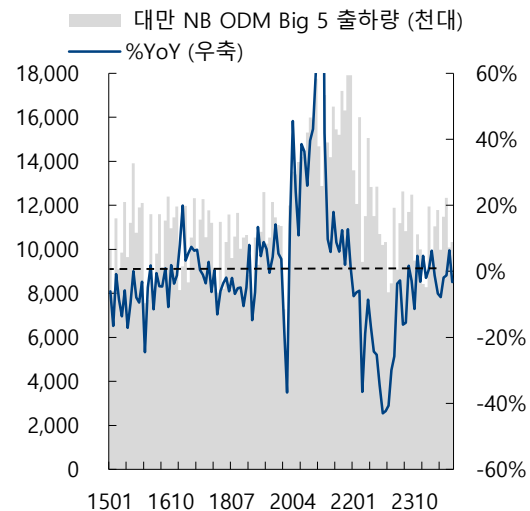
CY24 Vs CY25	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25	CY24	CY25
Set 출하 증감률	-0.5%	-2.0%	3.4%	0.1%	-0.5%	-5.3%	-3.8%	0.2%	6.9%	6.3%		
DRAM 탑재량 증감률	8.5%	8.5%	9.4%	11.5%	6.4%	4.8%	-0.5%	3.4%	27.7%	21.8%		
DRAM 수요 증감률	7.9%	6.4%	13.2%	11.6%	5.8%	-0.8%	-4.3%	3.7%	36.5%	29.5%	19.2%	17.2%

자료 : iM증권 리서치본부

PC: CY24, CY25 출하량 YoY 증감률 전망치를 -0.5%와 -2.0%로 하향

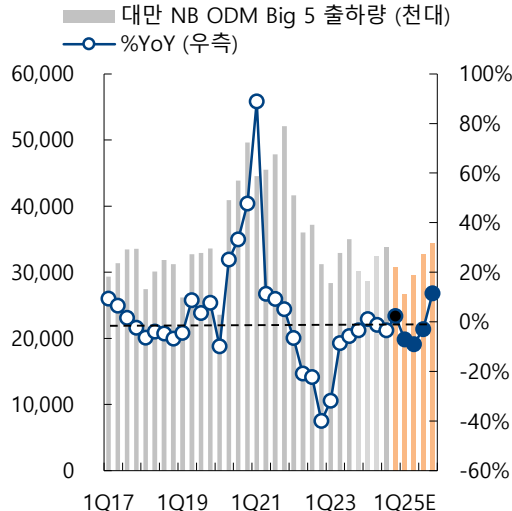
- 11월 대만 NB ODM 업체들의 출하량은 10.3백만대로 MoM +2.5%를 기록했으나 YoY 증감률은 전월의 +6.3%에서 -3.3%로 하락. 11월까지의 YTD YoY 증감률은 -1.0%
- CY24 PC 수요는 당초 기대를 하회했으며 일반적 계절성 대비 2H24 출하량 증감률은 부진
- 예상을 하회한 10월, 11월 출하량을 반영하여 CY24 PC 출하량 YoY 증감률 예상치를 기존의 +0.4%에서 -0.5%로 하향함
- 지난 20년 간의 분기별 계절성과 경기 상황을 감안하면 CY25 PC 출하량 증감률은 -2.0%를 기록할 것으로 추정됨

<그림4> 대만 NB ODM 월 출하량과 %YoY



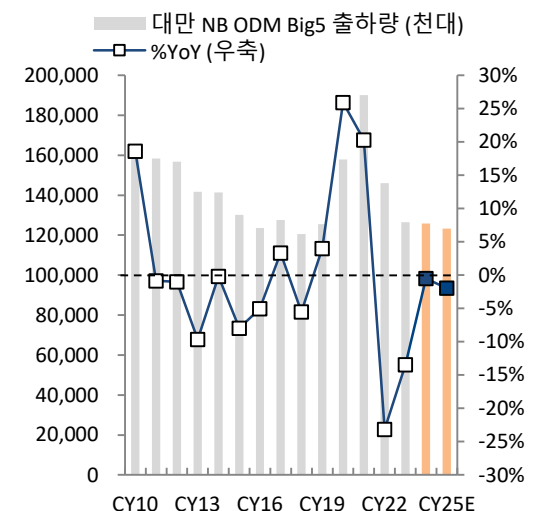
자료 : 각사 자료

<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 CY24에 LLM 기능을 탑재하고 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
- 업무용 AI Application의 출시와 가격 하락이 AI PC의 본격 성장을 위해 필요할 것으로 판단됨
- Copilot을 장착한 AI PC는 16GB 이상의 DRAM이 필요하므로 판매 증가 시 탑재량 상승에 따른 DRAM 수요 증가 효과를 불러올 수 있음. Apple은 AI 프로그램을 돌리기 위해 20 TOPS면 충분하다고 언급 중이며 적절한 가격의 AI 맥북이 출시될 경우 판매 호조 가능

<그림7> Microsoft Copilot과 Qualcomm Snapdragon X Elite

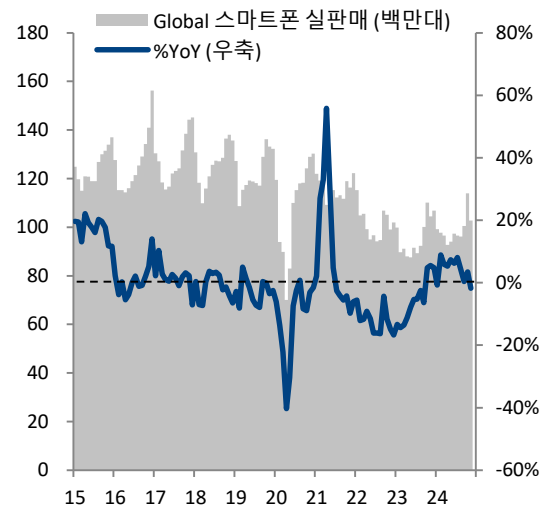


자료 : Intel, Microsoft

스마트폰: 재고 부담에 따른 출하량 부진 발생 중

- CY24 11월 글로벌 스마트폰 판매량은 102.7백만대로 YoY 증감률이 -1.7%를 기록해 전월의 +3.5%에서 하락. 11월까지의 YTD 증감률은 +4.1%
- 11월 지역별 판매량 YoY 증감률은 전지역에서 모두 하락. 기타 (45.8M, +1.7% -> +1.2%), 중국 (22.0M, +2.0% -> -9.1%), 유럽 (14.0M, +4.1% -> -1.6%), 인도 (10.8M, +12.9% -> +6.2%), 미국 (10.2M, -2.2% -> -5.0%)
- 10월 중국 스마트폰 시장 누적 재고는 전고점을 상회하며 추가 상승. 10월 중국 시장 스마트폰 출하량은 27.9백만대로 재고 부담에 따라 여전히 5월의 28.6백만대에 미치지 못하고 있음
- 재고 과다에 따라 모바일용 반도체 수요의 감소가 발생 중임. 1Q25 내로 과잉 재고가 해소될 것이란 전망은 최소 1.5년 이상의 기간이 필요했던 과거 경험 상 지나치게 낙관적이며, 재고 축소에 따른 수요 부진은 CY25 내내 지속될 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림8> 전세계 스마트폰 실판매량 및 %YoY



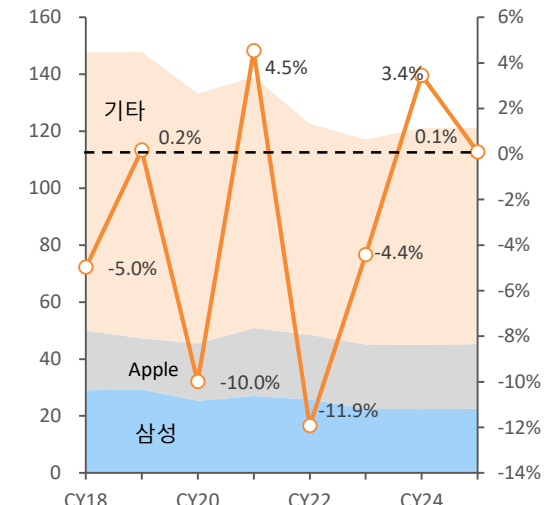
자료 : Counterpoint

<그림9> 중국 스마트폰 누적 재고 변화



자료 : 중국정보통신연구원, Counterpoint

<그림10> 전세계 스마트폰 출하량 및 %YoY



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

AI 스마트폰: 아직 DRAM 탑재량 증가 효과 미미

- 주로 업무용인 PC보다 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
- CY24 AI 스마트폰은 전체 출하량에서 5% 이상 수준을 기록한 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
- 아이폰이 AI 스마트폰에 미치는 긍정적 영향은 진보된 AI 기능이 전세계적으로 보급되고 하이엔드 제품 DRAM 용량이 8GB에서 12GB로 증가하는 3Q25부터 발생할 듯

<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: 당분간 강력한 AI 투자 기조가 지속될 듯

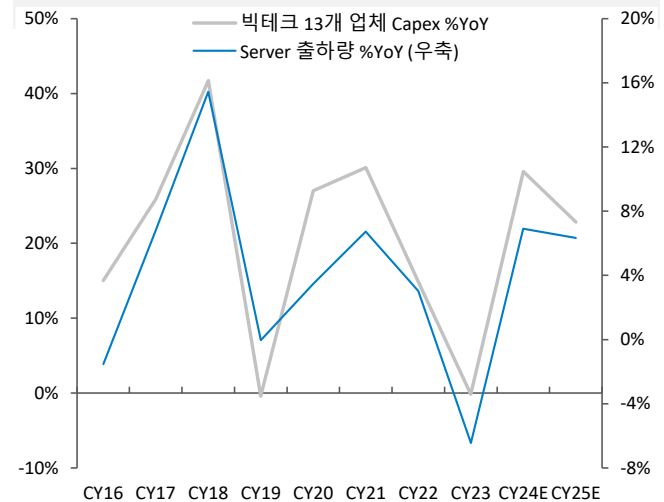
- 1월 3일 집계된 미, 중 빅테크 업체 13개사의 FY24 Capex 전망치는 2,429억 달러로 11월 집계된 2,420억 달러 대비 0.4% 상향 조정
- 빅테크 업체들의 FY25 Capex 증감률 전망치는 +23.5%로 11월 집계치 22.8%에서 0.7%p 상향. CY25에도 강력한 AI 투자가 지속될 듯
- 당사는 빅테크 업체들의 Capex 증가율을 반영해 CY24와 CY25 전체 서버 출하량 증가율을 각각 6.9%와 6.3%로 전망. 단 Quanta에 따르면 Conventional 서버 주문량이 2H24에 1H 대비 감소했으므로 CY25 전체 서버 출하량 증가율이 당사 전망치를 소폭 하회할 수 있음
- 현재 빅테크 업체들의 AI 서버 생산량은 실제 필요량보다 훨씬 많으므로 경기 둔화, 실적 악화, 부품 재고 증가 등에 따라 경쟁적인 AI 투자가 CY26에 둔화될 가능성을 배제할 수 없음

<표2> 주요 빅테크 업체들의 Capex 추이 및 전망

Capex (\$mn)	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E 11월	FY24E 1월	FY25E 11월	FY25E 1월
Google	10,212	13,184	25,139	23,548	22,281	24,640	31,485	32,251	51,496	51,512	57,051	57,806
Apple	12,734	12,451	13,313	10,495	7,309	11,085	10,708	10,959	9,597	9,597	10,979	10,740
Meta	4,491	6,733	13,915	15,102	15,163	18,690	31,431	27,266	38,145	38,286	50,901	51,096
Amazon	7,804	11,955	13,427	16,861	40,140	61,053	63,645	52,729	74,739	75,103	85,125	84,829
Microsoft	8,129	11,632	13,925	15,441	20,622	23,886	28,107	44,477	43,905	43,905	61,219	62,188
IBM	3,567	3,229	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	1,245	1,283	1,283	1,682	1,682
Oracle	2,021	1,736	1,660	1,564	2,135	4,511	8,695	6,866	7,282	7,282	13,491	14,034
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	623	690	667	815	808
eBay	626	666	651	508	463	444	449	456	464	464	486	492
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	736	815	815	690	714
Alibaba	2,609	4,507	7,400	6,517	6,379	8,311	5,014	4,597	5,517	5,517	6,387	6,509
Tencent	1,492	1,800	3,356	3,927	5,719	4,808	3,452	3,017	6,362	6,677	6,581	7,457
Baidu	631	708	1,327	931	738	1,689	1,232	1,580	1,739	1,800	1,896	1,743
Total	55,448	69,802	98,927	98,527	125,142	162,804	187,068	186,803	242,033	242,907	297,303	300,099
미국 IDC Capex	50,717	62,787	86,843	87,152	112,307	147,996	177,370	177,608	228,416	228,913	282,439	284,389
중국 IDC Capex	4,731	7,015	12,084	11,375	12,835	14,808	9,698	9,195	13,618	13,993	14,864	15,709
Total %YoY	15.0%	25.9%	41.7%	-0.4%	27.0%	30.1%	14.9%	-0.1%	29.6%	30.0%	22.8%	23.5%
미국 업체 %YoY	14.4%	23.8%	38.3%	0.4%	28.9%	31.8%	19.8%	0.1%	28.6%	28.9%	23.7%	24.2%
중국 업체 %YoY	21.7%	48.3%	72.2%	-5.9%	12.8%	15.4%	-34.5%	-5.2%	48.1%	52.2%	9.2%	12.3%

자료 : Bloomberg

<그림12> 빅테크 Capex와 Server 출하량 증감률 비교



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

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- CY24에 191K/년의 CoWoS Capa (TSMC 154K, Amkor 37K)가 Nvidia에 할당. 이를 감안한 CY24 Nvidia의 AI GPU 생산 가능량은 5.1백만개 (YoY +228%). AMD, Intel, 빅테크 업체들까지 포함 시, 총 가속기 반도체 생산 가능량은 10.4백만개 (YoY +209%)
- CY24 Nvidia GPU 만으로 생산 가능한 AI 서버는 64만대이며, 모든 가속기 반도체 생산량을 감안 시 AI 서버 생산 가능량은 130만대
- 현재까지는 가속기 반도체 재고 축적 수요와 실수요를 넘어서는 AI 서버 생산에 따라 가속기 반도체 수급의 안정이 지속되고 있는 듯
- 특히 중국 빅테크 업체들은 미국 정부의 제재에 따라 가속기 반도체와 HBM을 구매하지 못할 가능성을 염두에 두고 적극적으로 재고 축적에 나서고 있으며, 최근 일부 서버 생산 업체가 Nvidia의 최신 GPU를 중국에 우회 판매하려는 시도가 있었던 것으로 보임

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

CY24	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H20	29	
			H100	29	
			H200	29	
			B200	15	
		CoWoS (K)		191	254%
		비중	H20	18%	
			H100	32%	
			H200	34%	
			B200	16%	
		Chip 수 (K)	H20	1,015	
			H100	1,769	
			H200	1,885	
			B200	450	
			Total	5,119	228%
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI300X	16	
		CoWoS (K)		18	205%
		비중	MI300X	100%	
		Chip 수 (K)	MI300X	288	205%
	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)		140	166%
		Chip 수 (K)		4,787	197%
	Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		10,394	209%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

Server: 가수요에 따라 가속기 반도체 수급 안정세 지속 중인 듯

- TSMC는 가속기 반도체향으로 동사 CoWoS Capa 할당량을 CY24 320K/년에서 CY25 650K/년까지 확대할 듯. Nvidia에 대한 할당량은 CY24 154K에서 CY25 390K까지 증가시킬 전망
- CY25 CoWoS Capa 할당량 440K (Amkor 50K 포함) 가정에 기반한 Nvidia AI GPU 생산량은 8.4백만개 (YoY +64%)이며 CoWoS Capa 할당량 700K에 기반한 전체 가속기 반도체 생산량은 14.6백만대 (YoY +40%)로 추정됨
- CoWoS Capa 할당량 96% 증가에도 불구하고 가속기 반도체 생산량이 40% 증가하는 것은 CoWoS Wafer 당 신제품 가속기 반도체 생산 칩수 감소 효과에 따른 것 (Hopper 29개 -> Blackwell 15개)

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

CY25	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H100	29	
			H200	29	
			New H20	29	
			B200	15	
			B200A/B300A	30	
			B300	15	
		CoWoS (K)		440	130%
		비중	H100	0%	
			H200	2%	
			New H20	4%	
	B200		36%		
	B200A/B300A		21%		
	B300		37%		
	Chip 수 (K)	H100	0		
		H200	255		
		New H20	556		
		B200	2,376		
		B200A/B300A	2,760		
		B300	2,424		
		Total	8,372	64%	
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI325X/350	16	
			CoWoS (K)	30	67%
비중		MI325X/350	100%		
		Chip 수 (K)	MI325X/350	480	67%
Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi3	20		
		CoWoS (K)	10	25%	
	비중	Gaudi3	100%		
		Chip 수 (K)	Gaudi3	200	0%
ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	25		
		CoWoS (K)	220	57%	
	Chip 수 (K)		5,500	15%	
Total AI 가속기 생산량		Chip 수 (K)		14,552	40%

자료 : 대만 서버 ODM, TSMC, iM증권 리서치본부

HBM 업황: 경쟁적 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 지가 관건

- HBM 실제 수요량은 CY24에 9.9억 GB로 YoY 369% 증가, CY25에 24.1억 GB로 143% 증가할 전망이다. 반면 HBM 3사의 CY24 생산량은 총 16.6억 GB (SK하이닉스 8.1억 GB, 삼성전자 7.5억 GB, Micron 1.0억 GB)이며 CY25 생산량은 35.5억 GB (삼성전자 15.6억 GB, SK하이닉스 15.0억 GB, Micron 4.9억 GB)로 급증할 전망
- CY25 HBM 생산량은 CY24에 이어 실제 수요량을 크게 상회할 것으로 판단됨. 고객들의 경쟁적인 가속기 반도체 및 HBM 재고 확보 수요가 언제까지 지속될 수 있을지가 관건인 듯. CY25 시장 수요 증가율이 143%인 반면 SK하이닉스의 생산 증가율이 85%에 불과한 점은 CY26의 공급 과잉 가능성을 의식함에 따른 것으로 추정됨
- 최근 Nvidia가 SK하이닉스에 추가 HBM 설비 확장을 요청하고 있는 것으로 알려졌다. 이는 CY25 SK하이닉스의 생산량이 CY24와 달리 Nvidia의 수요량에 미치지 못하는 상황에서 여타 업체들의 생산 차질 가능성을 염두에 둔 요청인 것으로 추정됨

<표5> CY24, CY25 HBM 최대 실수요량 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	1,885	HBM3E	24	6	144	272	
		B200	450	HBM3E	24	8	192	86	
		Total	5,119					597	419%
	AMD	MI300X	288	HBM3	24	8	192	55	205%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12	
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10	
		Total	200					22	152%
	기타	ASIC/FPGA	4,787	HBM2E/3	17	4	67	319	356%
Total		10,394				96	993	369%	
CY25	Nvidia	H100	0	HBM3	16	5	80	0	
		H200	255	HBM3E	24	6	144	37	
		New H20	556	HBM3E	24	6	144	80	
		B200	2,376	HBM3E	24	8	192	456	
		B200A/B300A	2,760	HBM3E	36	4	144	397	
		B300	2,424	HBM3E	36	8	288	698	
		Total	8,372					1,669	180%
	AMD	MI325X/350	480	HBM3E	36	8	288	138	150%
	Intel	Gaudi3	200	HBM2E	16	8	128	26	18%
	기타	ASIC/FPGA	5,500	HBM3/3E	24	4	106	581	82%
Total		14,552				166	2,413	143%	

자료 : 대만 서버 ODM, 각사 자료, iM증권 리서치본부

HBM 경쟁력: 삼성전자 1C 나노 Core DRAM 성공 여부가 관건

- SK하이닉스는 HBM3E 8단 공급을 2Q24초에 개시하고 HBM3E 12단 공급은 4Q24에 개시. 2H25에 1B 나노 베이스 HBM4 공급도 시작할 계획. 동사는 CY25에도 Nvidia향 HBM 공급을 대부분 담당하며 독주를 이어갈 가능성이 높은 것으로 판단됨
- Micron은 HBM3E 8단 공급을 2Q24에 시작했고 12단 공급은 1Q25에 개시. 동사는 1B 나노 베이스 HBM4의 양산을 1Q26에 개시할 예정
- 삼성전자는 4Q24에 신형 H20향 3E 8단을 Nvidia에 공급 개시. 단 H200 및 B200향 3E 8단의 공급은 SK하이닉스와 Micron이 담당. 동사는 1Q25 내로 3E 12단 1차 버전의 전력 개선 제품 인증을 통과해 AMD MI350 등에 공급하고, 2Q25 내로 3E 12단 2차 버전의 인증을 통과해 2H25에 Nvidia B200A, B300에 대한 공급을 개시하는 것이 최선의 시나리오
- 삼성전자의 HBM3E 12단은 경쟁사들과 달리 1A 나노 베이스로 유지되며 HBM4에서는 1B 나노를 뛰어넘어 1C 나노로 전환. 동사 HBM4의 성공 여부는 1C 나노 Core DRAM의 Quality에 달려있으며 성공 시 1B 나노 베이스인 경쟁사들 대비 성능에서 우위를 점할 수 있음. 단 성공 가능성은 아직 미지수

<그림13> Nvidia GPU 별 채용 HBM과 업체별 HBM 양산 시기

Company	AI Chips	2023				2024F				2025F				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 (16GB*5)												HBM2e	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)								HBM3	SK하이닉스					16GB				24GB							
	B100/B200									HBM3e 8hi 192GB (24GB*8)					삼성전자									16GB				24GB			
	GB200 (CPU+GPU)									HBM3e 8hi 192/384GB (24GB*8/192GB*2)				HBM3e	SK하이닉스									24GB				36GB			
															삼성전자													24GB			
	B200A														Micron									24GB				36GB			
	B200A									HBM3e 12hi 144GB (36GB*4)				HBM4	SK하이닉스													36GB			
	Blackwell Ultra									HBM3e 12hi 288GB (36GB*8)					삼성전자																
	Blackwell Ultra														Micron																

자료 : Trendforce, 각사 자료

HBM: 삼성전자, HBM4부터 MR-MUF 전환 가능성 존재

- 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 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

<그림14> SK하이닉스의 HBM Bonding 개발 추이

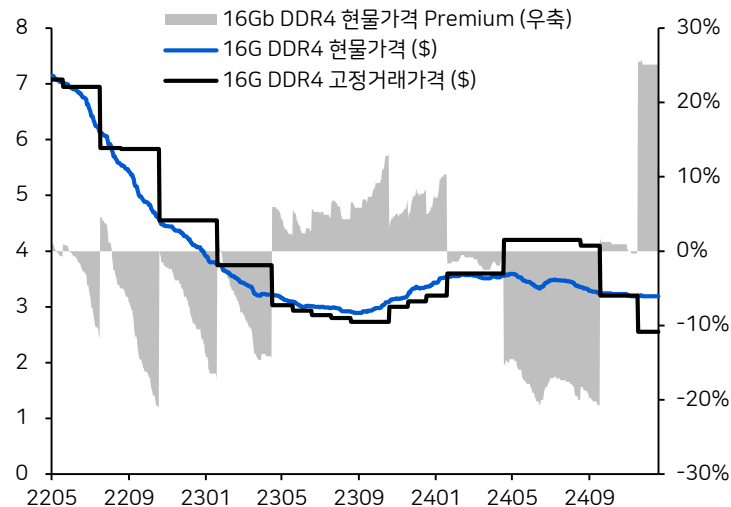


자료 : SK하이닉스, 서울경제

현물가격 전망: 최근 소폭 반등은 춘절 수요 발생과 기술적 요인에 따른 것

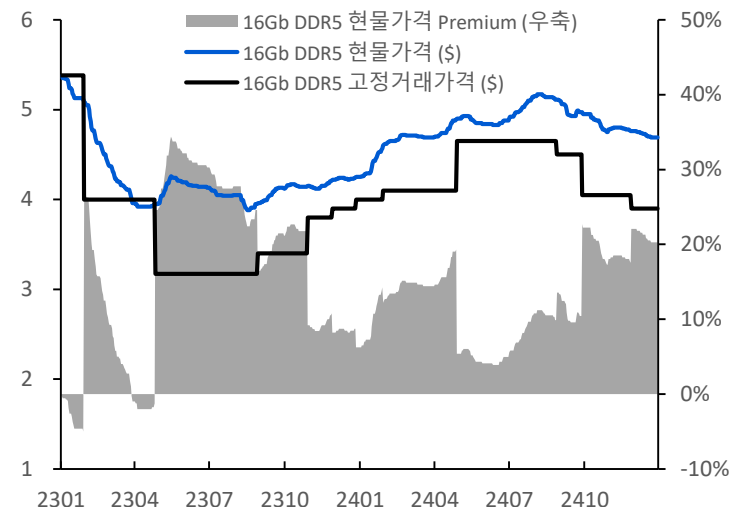
- 현물가격 하락의 가장 근본적인 문제는 부진한 수요에도 불구하고 감산 이후 가격 상승 및 HBM 생산 증가에 따른 Legacy DRAM 부족 가능성에 베팅한 고객, Module 업체들의 지나친 재고 축적임. 현재 최대 Module 생산 업체인 Kingston의 DRAM 재고는 1년치를 상회하고 ADATA의 재고 수준도 4~5개월에 달하는 상황. Kingston의 관계사인 PanRAM은 11월부터 Module 생산 사업을 중지
- 역대급 과잉 재고에 따라 Module 업체들은 CY24 중순부터 재고를 줄이기 시작했고, 동 업체들에 따르면 CY25 중순까지 재고를 현재의 절반 이하 수준으로 축소시킬 계획임. 따라서 현물가격의 하락세는 적어도 CY25 중순까지 이어질 가능성이 높은 것으로 판단됨
- NAND의 경우 DRAM보다 재고 규모는 적으나 수요는 더욱 약세로 시장 일부에서는 CY25에 업체들이 감산을 재개할 가능성까지 언급 중
- 최근 일부 DRAM 현물가격의 소폭 반등은 특정 Configuration에 대한 중국으로부터의 일시적 주문 증가가 원인. 그간의 가격 급락과 춘절 수요 대비에 따른 기술적 반등인 듯. 2월부터는 현물가격의 재하락 가능성이 높은 것으로 판단됨

<그림15> 16Gb DDR4 현물가격과 고정거래가격 추이



자료 : DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

<그림16> 16Gb DDR5 현물가격과 고정거래가격 추이

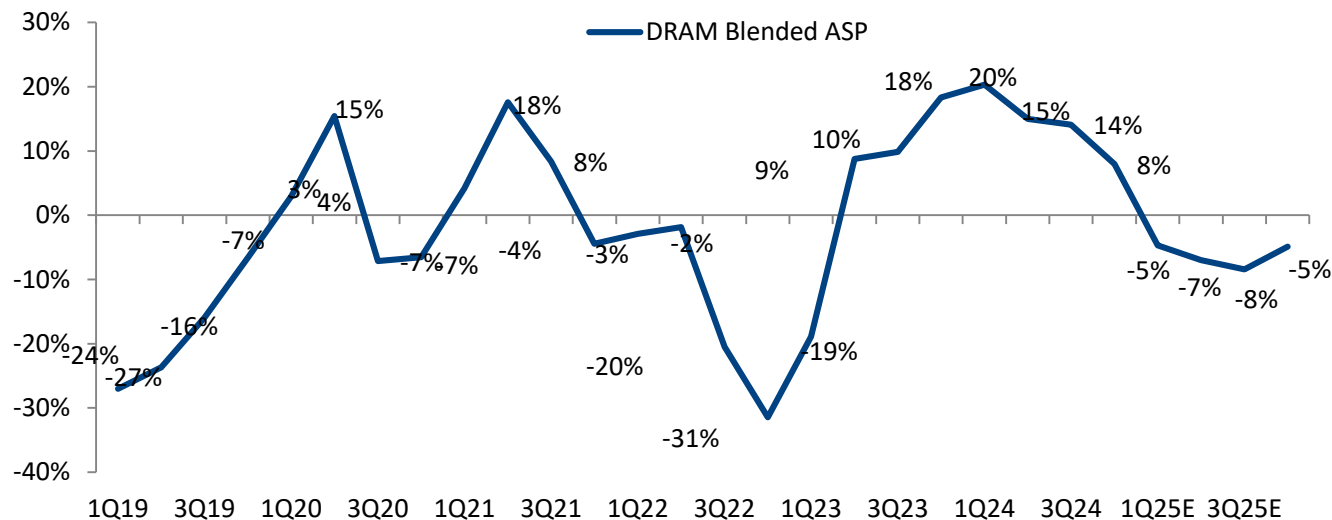


자료 DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

고정거래가격 전망: 1Q25부터 DDR4, NAND 가격 대폭 하락 예상

- 4Q24 DRAM 가격은 DDR4 소폭 하락 또는 유지, DDR5 소폭 상승으로 전망되며 HBM 평균 판매 가격은 3E 8단 판매 비중 대폭 증가로 상승. 따라서 4Q24 DRAM Blended ASP는 한자리수대 후반 상승 예상
- 4Q24 eSSD 가격은 유지 또는 소폭 하락할 전망이나 그외 NAND 가격은 10% 가량 하락이 예상됨. Blended ASP는 한자리수대 중반 하락 추정. 일부 업체들의 eSSD 저가 밀어내기 판매 발생 중
- 1Q25부터는 계절적인 수요 둔화와 고객들의 재고 축소 활동 강화에 따라 DDR4 및 NAND 가격은 10% 이상 하락하고 DDR5 가격도 5% 가량 하락할 것으로 판단됨
- CY24 중순 이후 고객들의 재고 축소와 반도체 업체들의 재고 증가가 시작된 것으로 보임. 반도체 업체들의 4Q24말 DRAM 재고는 3Q24말의 10~14주에서 12~16주로 증가하고 NAND 재고는 14주 이상으로 상승할 전망이다

<그림17> SK하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 추정

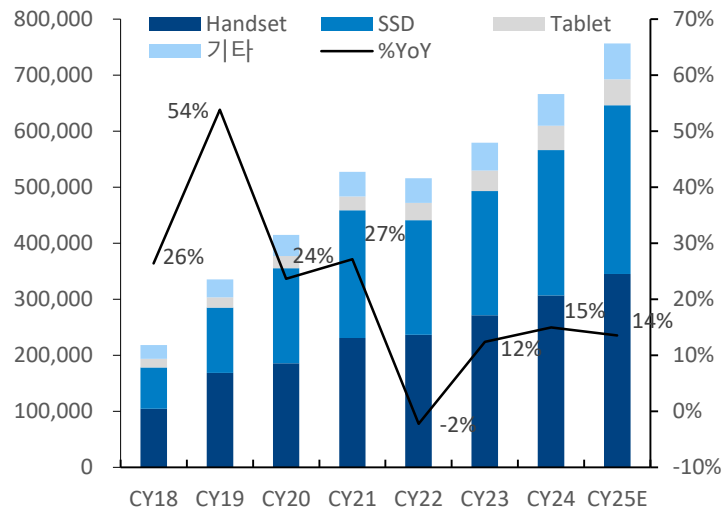


자료 : SK하이닉스, DRAMeXchange, iM증권 리서치본부

NAND: CY25 수요 증가율 전망치를 13.5%로 하향. 3Q24부터 재고 흐름 반전

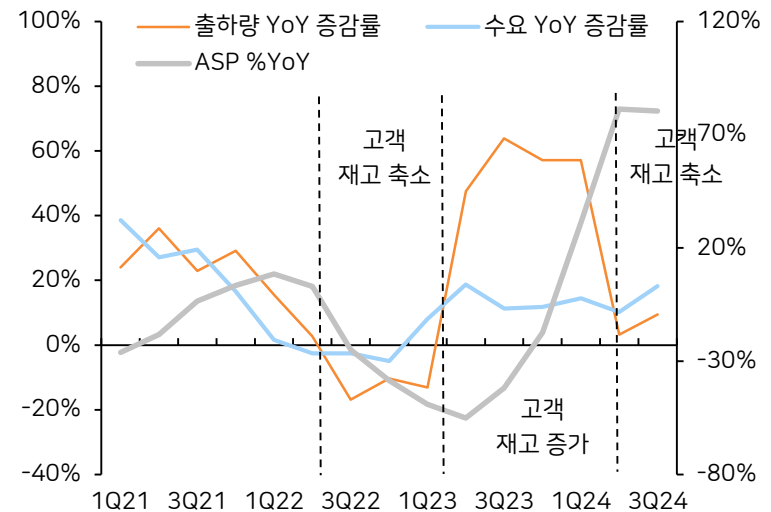
- 당사의 Set 출하량 전망에 기반하면 CY24, CY25 NAND 수요 증감률은 각각 +15.0%와 +13.5%로 예상됨. 이는 당사 기존 전망치 대비 소폭 하락한 것임. CY25에는 스마트폰에서 탑재량 증가 효과가 일부 기대되나 저조한 PC, 스마트폰 출하량에 따라 높은 NAND 수요 증가율이 나타나지는 못할 전망
- WSTS에 따르면 CY23와 3Q24 누적 NAND 출하 YoY 증감률은 +37.0%와 +18.6%에 달해 CY23과 CY24의 수요 증가율인 +12.4%와 +15.0%를 크게 상회했음. 2Q23 이후 5개 분기 간 고객들의 매수 규모가 실제 수요량을 대폭 상회하며 고객들의 재고가 빠르게 증가한 것으로 보임
- CY24 중순 이후에는 고객들의 재고 정리를 위한 주문 축소에 따라 반도체 업체들의 재고가 증가하고 ASP YoY 증감률이 하락 추세에 진입한 것으로 판단됨
- 감산 재개가 없다면 CY25 업계 NAND 생산 증가율은 +12.4%를 기록해 수요 증가율 +13.5%를 하회할 전망이나 고객 재고 축소 및 출하 부진에 따라 CY25 업황은 둔화될 것으로 예상됨

<그림18> 연도별 NAND 수요 증감률 추정



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

<그림19> 전세계 월별 NAND 출하량 및 수요량 YoY 증감률 비교



자료 : WSTS, Counterpoint, IDC, iM증권 리서치본부

FY24, FY25 DRAM Capex는 65%, 17% 증가할 듯

- FY24 메모리 반도체 Capex는 FY23 대비 28% 증가하는 가운데 업황 회복과 HBM 투자 확대에 따라 DRAM은 65% 증가, 과잉 Capa 지속에 따라 NAND는 18% 감소한 듯
- FY25 DRAM Capex 규모는 삼성전자의 경우 올해와 유사, SK하이닉스는 소폭 증가, 마이크론과 CXMT는 대폭 증가 예상. CY25에 약 60K의 Capa 증설이 있는 YMTC를 제외하면 FY25 NAND Capex는 모든 업체들이 크게 증가하지 않을 전망이다

<표6> 업체별 메모리 반도체 Capex 전망

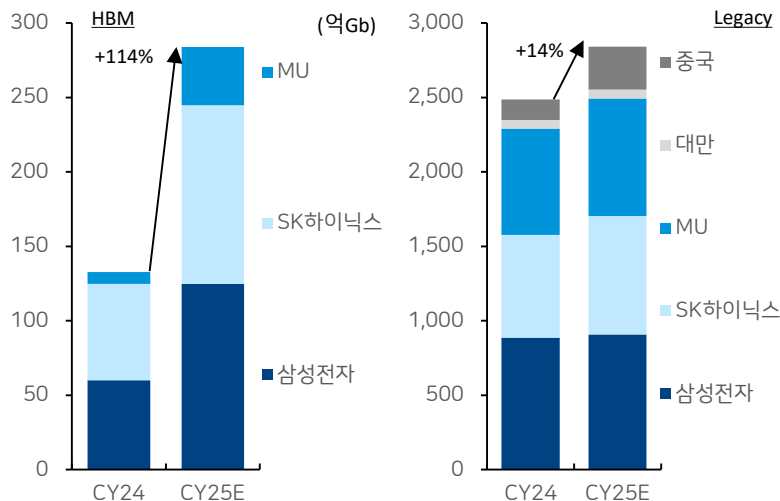
DRAM (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	2,218	2,307	3,185	5,699	5,700	3,500	7,434	10,860	7,800	10,500	13,000	13,400	12,500	15,556	15,217
Micron	951	660	850	1,600	1,800	1,500	2,000	3,750	4,550	3,950	5,300	6,500	4,000	5,850	11,200
SK하이닉스	2,400	1,980	1,952	3,534	5,000	3,650	4,550	8,492	6,667	4,549	7,500	9,574	4,000	11,585	12,744
Elpida	480	175	250	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Inotera	376	130	269	450	1,700	800	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Winbond	98	102	71	428	123	149	502	554	438	255	300	1,275	397	500	500
ProMos	150	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nanya	354	65	189	200	160	692	970	676	182	288	404	697	462	630	500
PowerChip	300	100	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rexchip	311	100	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
UMC+Fujian	0	0	0	0	0	500	500	1,432	22	27	0	0	0	0	0
CXMT	0	0	0	0	0	0	1,000	3,500	1,448	1,560	1,000	3,000	2,500	3,800	4,750
Swaysure	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	3,000	3,000
Total	7,638	5,618	6,916	11,911	14,483	10,791	16,955	29,264	21,107	21,129	27,504	35,446	24,858	40,921	47,911
% YoY	-36%	-26%	23%	72%	22%	-25%	57%	73%	-28%	0%	30%	29%	-30%	65%	17%
NAND (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
삼성전자	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	7,481
Micron	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	2,800
SK하이닉스	800	1,620	1,302	1,026	600	1,600	4,550	6,948	4,000	3,033	4,200	5,155	2,000	1,007	1,500
Kioxia + WD	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	2,875
PowerChip	100	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intel	0	0	0	0	0	1,500	2,500	3,000	2,000	900	500	500	500	0	0
YMTC	0	0	0	0	0	0	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,400	3,000	3,900
Total	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	16,165	18,556
% YoY	44%	-14%	4%	4%	16%	35%	86%	2%	-23%	-1%	23%	8%	-30%	-18%	15%
WW Memory CAPEX (\$mn)	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	FY23	FY24E	FY25E
WW Memory CAPEX (\$mn)	17,731	14,315	16,002	21,330	25,383	25,466	44,256	56,987	42,507	42,312	53,574	63,701	44,508	57,086	66,468
% YoY	-7%	-19%	12%	33%	19%	0%	74%	29%	-25%	0%	27%	19%	-30%	28%	16%

자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

CY25 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%로 수요 증가율 12%를 상회할 듯

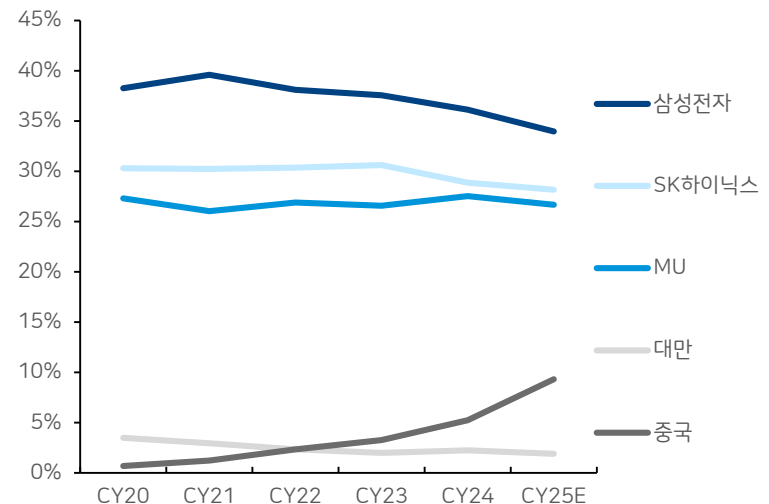
- 삼성전자는 CY24에 투자가 재개된 P4 라인 하층의 Legacy DRAM 및 NAND Capa 증설을 연기했으나 P1, P2에서 약 60K의 추가 DRAM Capa 증설 예상. 동사는 CY25 Legacy DRAM 생산 증가율을 당초 계획 대비 하향 조정할 듯
- 반면 CXMT (CY23말 100K -> CY24말 230K -> CY25말 280K), Swaysure (소형 DRAM 라인 3개 건설 중) 등 중국 DRAM 업체들의 CY25 생산량은 YoY 111% 증가하고 출하량 기준 시장 점유율은 CY24의 5.2%에서 9.3%로 상승할 것으로 추정됨. 대만 반도체 장비 업체들의 중국향 판매가 최근 대폭 증가 중
- 삼성전자의 P4 설비 확대 중지에도 불구하고 중국 업체들의 생산 급증에 따라 CY25 업계 Legacy DRAM 생산 증가율은 14%를 기록해 12%인 수요 증가율을 상회할 것으로 판단됨. CY25 Blended DRAM 생산 증가율은 HBM의 +114% 포함, 19%로 전망됨
- CXMT는 기존 장비 변경으로 1Z 나노까지 DRAM 생산이 가능할 전망이나, High-K Metal Gate 공정에서 어려움을 겪으며 아직 LPDDR5의 대규모 생산에는 성공하지 못하고 있는 것으로 보임. 당분간 중국 업체들의 악영향은 DDR4와 PC용 DDR5에 제한될 전망이다

<그림20> 업계 HBM, Legacy DRAM 생산량 및 YoY 증감률 전망



자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

<그림21> 출하량 기준 연도별 DRAM 시장 점유율 추정

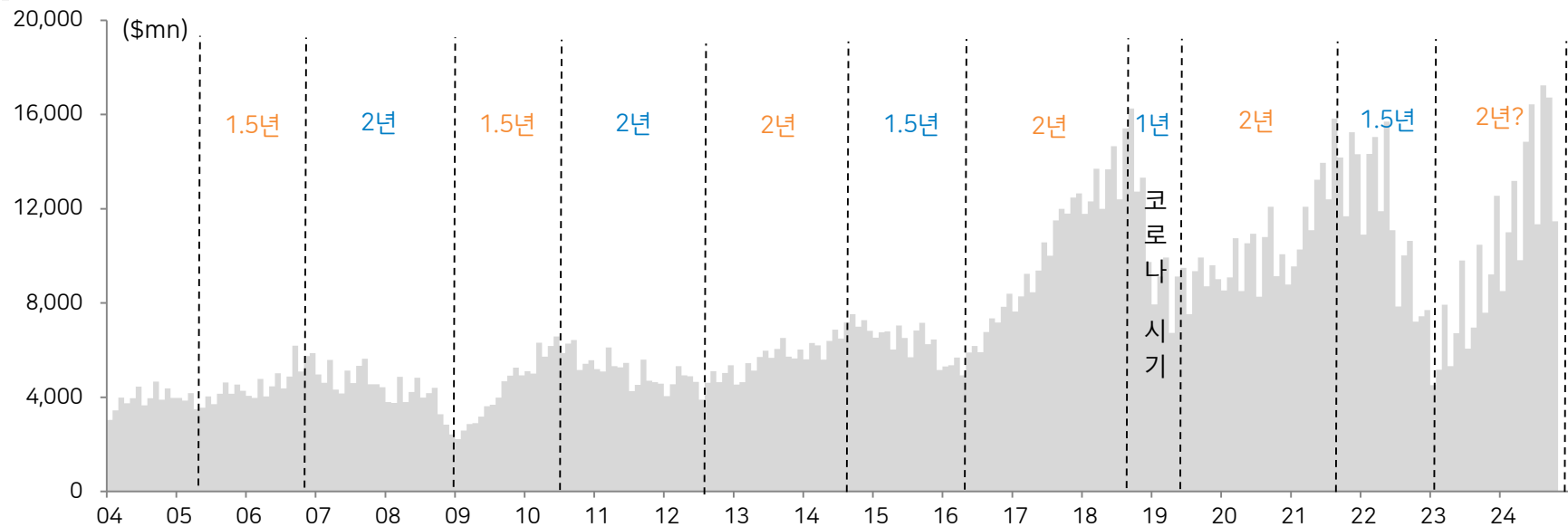


자료 : 각사 자료, iM증권 리서치본부

메모리 반도체 사이클: 1Q25부터 하락 사이클에 진입할 듯

- CY23 업계 DRAM 생산 증가율은 -3%, 수요 증가율은 6%, 출하 증가율은 12%. CY23에 반도체 업체들의 재고 축소와 고객들의 재고 재축적이 개시되며 2Q23부터 메모리 반도체 상승 사이클 개시. CY24 업계 DRAM 생산 증가율은 13%, 수요 증가율은 19%, 출하 증가율은 20%. CY24에도 반도체 업체들의 재고 감소와 고객들의 재고 증가 추세가 이어지며 4Q까지 메모리 반도체 상승 사이클 지속
- CY25 업계 DRAM 생산 증가율은 19%, 수요 증가율은 17%로 예상되며 고객들의 재고 축소에 따라 출하 증가율은 생산 및 수요 증가율을 크게 하회할 것으로 추정됨. CY25는 이전 2년 간의 흐름과는 반대로 DRAM 업체들의 재고가 증가하고 고객들의 재고는 감소하는 시기일 듯
- 뒤바뀐 재고의 흐름에 따라 1Q25부터 메모리 반도체 업황은 하락 사이클에 진입할 전망이다. 1Q25는 계절적 비수기이므로 출하량이 전분기 대비 축소되고 NAND에 이어 DRAM ASP도 하락을 개시할 것으로 예상됨. 이에 따라 메모리 반도체 시장 규모는 전분기 대비 축소될 가능성이 높음. 7월부터 하락하기 시작한 반도체 주가는 이번에도 업황을 6개월 가량 선행하고 있는 것으로 판단됨

<그림22> 메모리 반도체 Cycle의 지속 기간

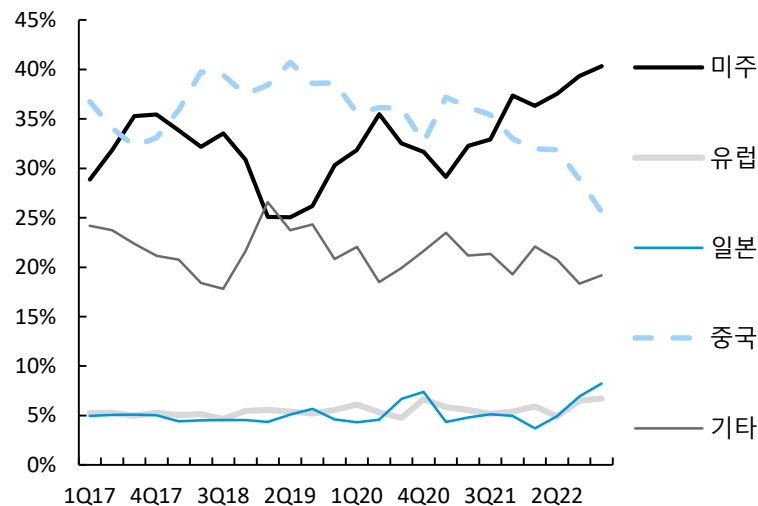


자료 : WSTS, iM증권 리서치본부

트럼프 당선 영향: IT Set 생산 기지의 탈 중국화

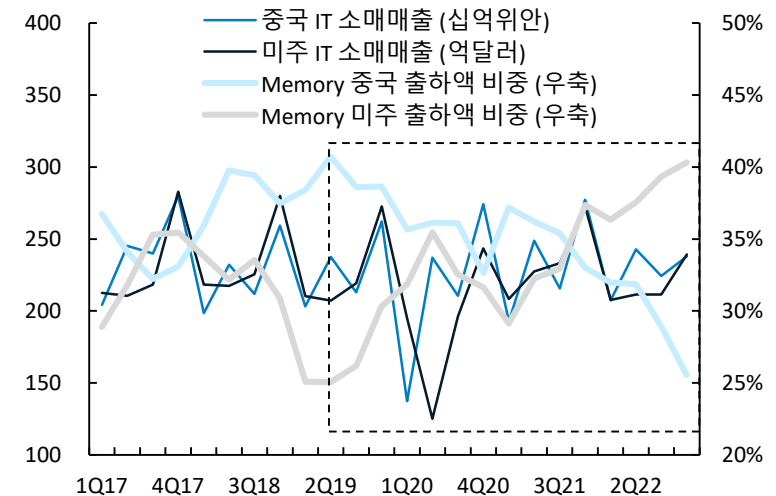
- 공약에 따르면 트럼프 정부는 중국에 대해 60%의 관세율을 일괄 적용해 중국산 물품 수입 자체를 어렵게 만들 계획임. 트럼프의 1차 집권 시기 이후 한국 반도체 수출에서 중화권이 차지하는 비중은 빠르게 감소해 왔음
- 전세계 메모리 반도체 출하액 중 중국향 비중은 급격한 하락세이고 미주향 비중은 강한 상승세. 반면 중국과 미국의 IT 수요 강도는 시기별로 유사한 흐름을 보이고 있음. 즉 미국과 동일한 시기에 중국의 IT 수요가 강해도 대 중국 반도체 출하 비중은 지속적으로 감소
- 2H19이후에도 중국의 IT 수요 증가 시기가 여러 차례 있었으나 메모리 반도체 출하액과 한국 수출액에서 중국의 비중은 지속적으로 하락
- 이는 향후 중국의 IT 수요가 회복되어도 중국향 전세계 메모리 반도체 출하액과 한국의 반도체 수출액이 크게 개선되지 못할 가능성이 있음을 의미하며 2019년부터 본격화된 IT Set 생산 기지의 탈중국화가 중국 비중 하락의 원인인 듯
- 아직도 전세계 PC, 스마트폰 생산의 절반 가량이 중국에서 이뤄지고 있는 상황에서 트럼프의 고관세 부과가 재현될 경우 IT Set 생산 기지의 탈 중국화와 대중국 반도체 수출 둔화는 더욱 심화될 것으로 판단됨

<그림23> 한국 반도체 수출액에서 각 지역이 차지하는 비중



자료: 한국무역협회, iM증권 리서치본부

<그림24> 미국, 중국의 IT 소매 매출 추이와 메모리 출하액 비중

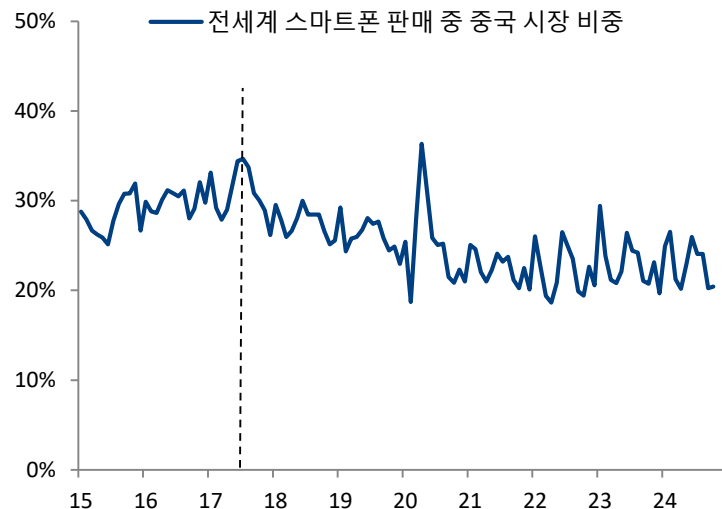


자료: WSTS, Datastream, iM증권 리서치본부

트럼프 당선 영향: 중국 경기 둔화에 따른 반도체 수요 둔화 우려

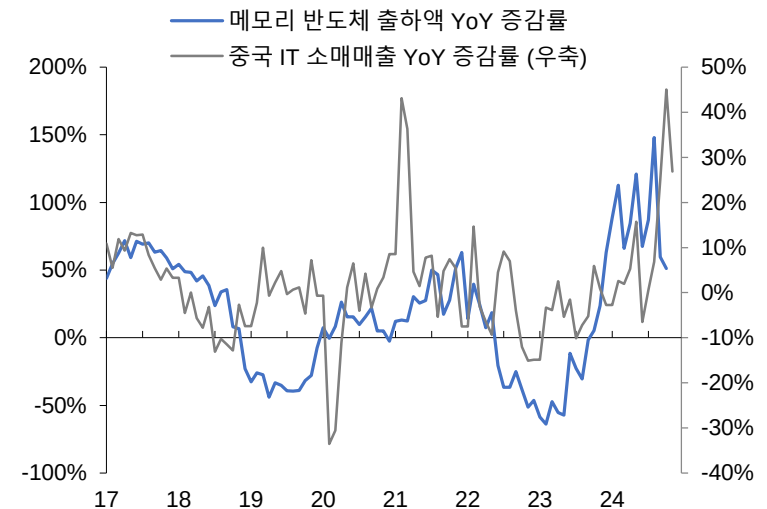
- 트럼프의 고관세 부과가 불러올 가장 근본적인 우려점은 전세계에서 가장 큰 IT 수요 시장인 중국의 경기 둔화 가능성임
- 올해 11월까지 누적 판매량 기준으로 중국 시장은 전세계 스마트폰 시장에서 23%의 점유율을 유지 중임. 단 트럼프의 1차 집권 시기인 2017년 이후 중국의 비중은 점차 축소되고 있으며 이는 트럼프의 중국 때리기가 중국의 경기와 스마트폰 수요에 부정적인 영향을 줬을 가능성을 암시함
- 전세계 메모리 반도체 출하액 YoY 증감률은 중국 IT 소매 매출 YoY 증감률과 역사적으로 매우 유사한 흐름을 보여 왔음
- 따라서 트럼프의 중국에 대한 고관세 부과가 실행될 경우 중국의 경기는 재둔화되고, 중국이 가장 큰 시장을 보유한 PC, 스마트폰 등 IT Set 및 메모리 반도체의 수요에 장기적으로 부정적인 영향을 줄 가능성이 높음

<그림25> 전세계 스마트폰 판매 중 중국 시장 비중



자료: Counterpoint, iM증권 리서치본부

<그림26> 메모리 반도체 출하액과 중국 IT 수요 간 YoY 증감률 비교

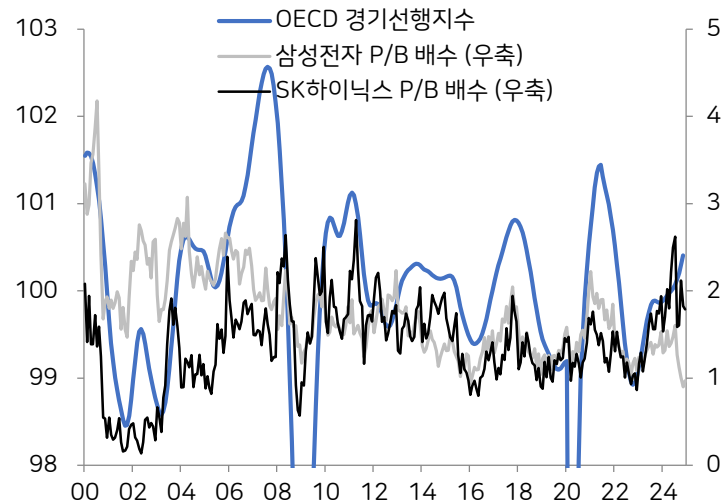


자료: WSTS, Datastream, iM증권 리서치본부

OECD 경기선행지수: 당분간 참고할 필요가 없는 듯

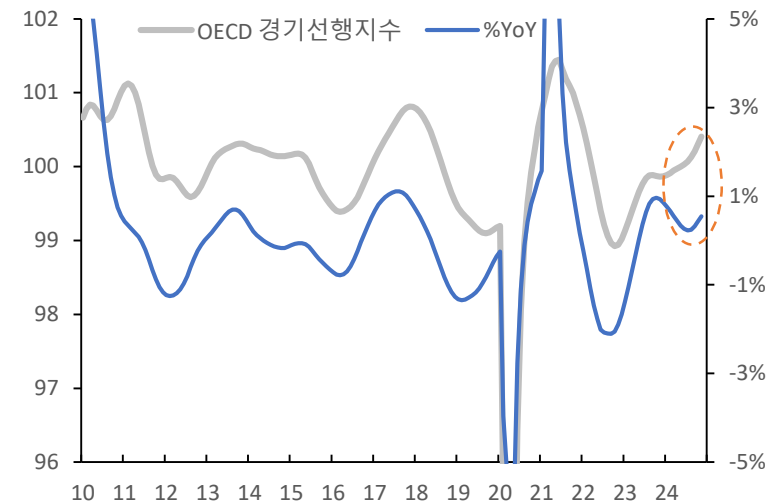
- OECD 경기선행지수는 CY22 11월 98.9를 시작으로 CY24 11월 현재 100.41까지 25개월간 상승세 지속. 역대 급 장기 상승 기록 중
- OECD 경기선행지수를 앞서는 YoY 증감률도 CY24 8월 이후 11월까지 반등세 지속
- 대부분 국가들의 경기 둔화가 지속되는 상황에서 장기 상승 중인 최근의 OECD 경기선행지수는 경기 선행 지표로서 의미를 상실한 듯. 역사적으로 비례, 동행해온 반도체 주가와 OECD 경기선행지수 간의 관계도 2H24 이후 일치하지 않고있는 상황
- 당분간 반도체 주가 전망을 위해서 OECD 경기선행지수를 참고할 필요는 없는 것으로 판단됨

<그림27> OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림28> OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이

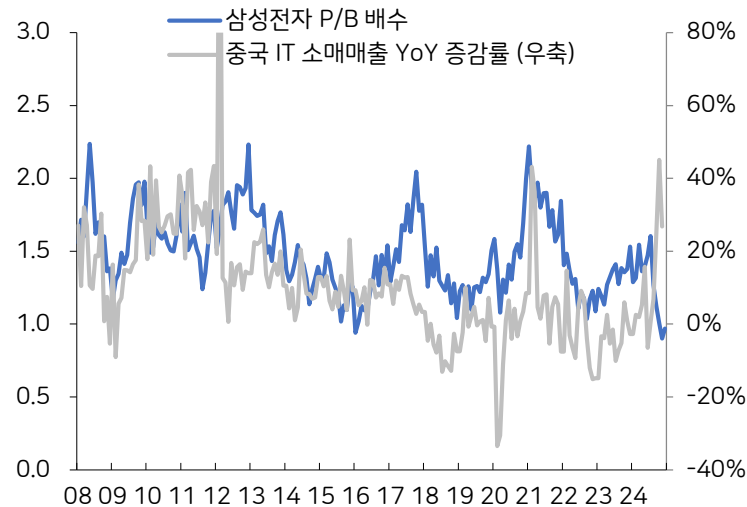


자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요 지표 혼조세

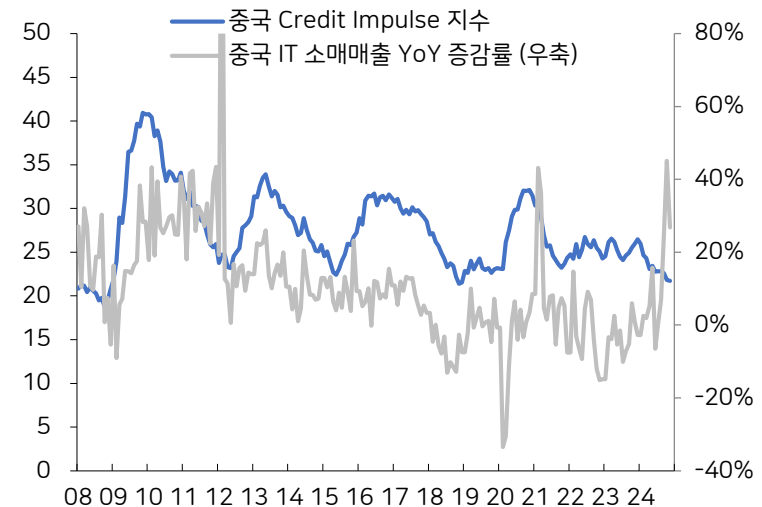
- 한국 반도체 주가는 역사적으로 중국 IT 수요 YoY 증감률과 유사한 모습을 보여 왔음. 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 Credit Impulse 지수와 유사한 흐름
- CY25 중국 IT 수요 증감률의 상승 지속 여부가 한국 반도체 주가에 큰 영향을 미칠 전망이다
- CY24 8월까지 3개월 연속 22.8에서 지지되었던 중국 Credit Impulse 지수는 9월 22.6, 10월 21.8, 11월 21.7로 재하락 중
- 중국 정부의 유동성 확대에도 불구하고 부동산 경기 부진, 실업률 상승에 따라 중국 민간의 경제 활동은 여전히 부진한 상황

<그림29> 중국 IT 수요 YoY 증감률과 삼성전자 P/B 배수



자료 : Datastream, iM증권 리서치본부

<그림30> 중국 Credit Impulse 지수와 중국 IT 수요 YoY 증감률

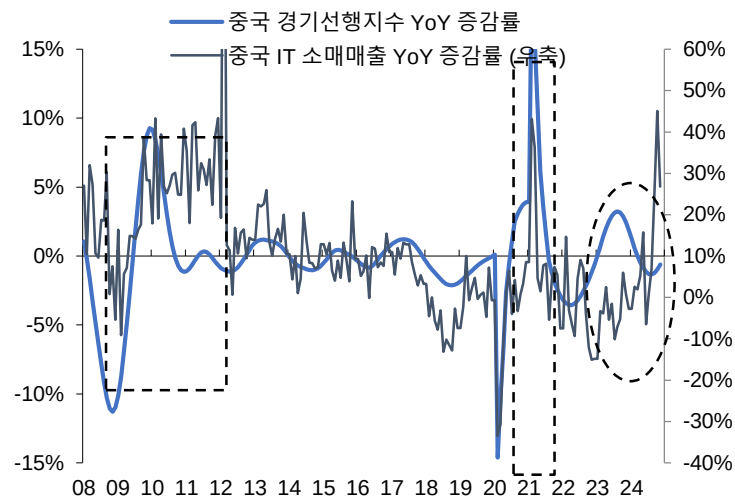


자료 : Bloomberg, Datastream, iM증권 리서치본부

중국 경기, 수요 지표 혼조세

- 중국 정부의 경기 부양에도 불구하고 11월 중국 M2 YoY 증감률은 전월의 +7.5%에서 +7.1%로 재하락
- 반면 중국 경기선행지수 YoY 증감률은 CY24 9월부터 1년 간의 하락세를 마무리하고 11월까지 소폭 반등세 지속
- 현재 혼조세를 보이고 있는 중국 경기선행지표들이 중국 정부의 경기 부양에 따라 향후 추세적으로 상승 전환할지는 아직 불확실함
- 단 최근 중국 정부는 이구환신 정책을 위한 국채 발행을 진행 중으로 이에 따라 IT Set에 대한 소비자 보조금이 확대되고 있음. 지난 CY09 이후와 같은 IT 수요 개선 효과가 발생할 수 있을지 지켜볼 필요가 있음

<그림31> 중국 경기 선행 지수와 IT 수요의 YoY 증감률



자료 : Datastream

<그림32> 중국 M2 YoY 증감률 추이

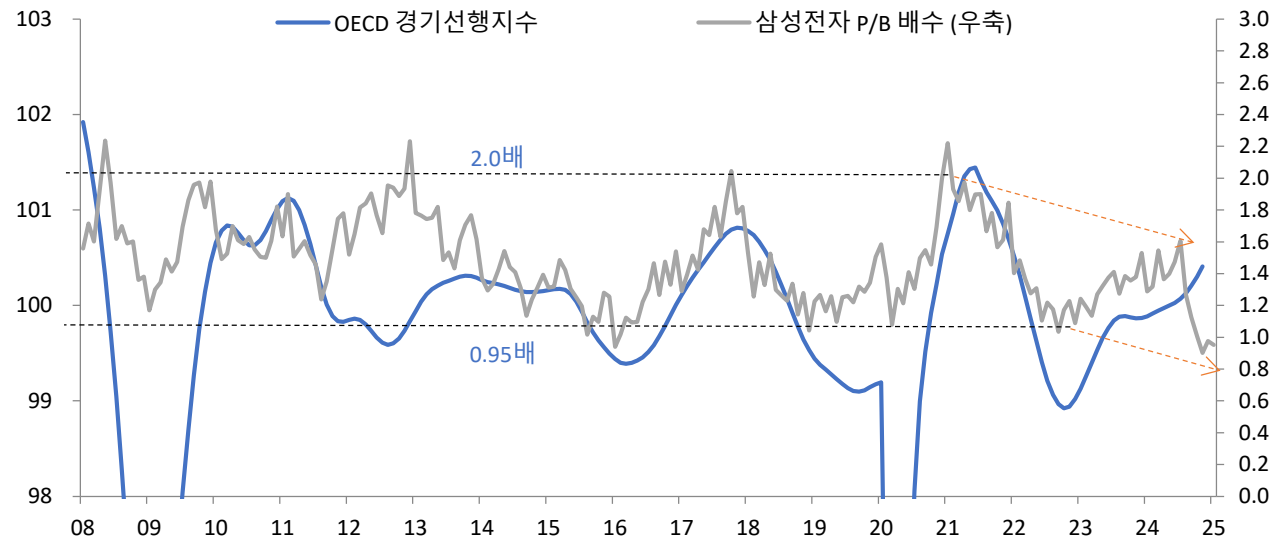


자료 : Bloomberg

삼성전자 Valuation: 아직 본격 매수 시기는 아닌 듯

- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 0.95배로 동사의 지난 10년간 역사적 중간 배수인 1.38배를 대폭 하회 중. 동사 직전 고점 주가는 P/B 1.61배였으며 저점 주가는 0.90배이므로 동사 주가는 최근 44% 급락
- FY25 예상 BPS에 업황 둔화기 동사 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.95배를 적용할 경우 54,000원의 주가 도출. 따라서 5만원대 중반 이하 주가는 장기 투자가 입장에서는 매수가 가능한 가격대인 것으로 판단됨
- 단 상승 사이클에서 역사적으로 2.0배 이상의 P/B 배수를 부여 받아온 동사가 경쟁력 하락에 따라 이번 사이클에서 고점 배수가 1.6배에 머물렀음을 감안하면, 최저점 배수의 하향 조정과 소폭의 추가 주가 하락이 발생할 가능성도 배제할 수 없음
- 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 동사의 본원 경쟁력 회복을 확인하기까지 시간이 필요하며 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 본격적인 주가 상승에는 좀더 시간이 필요할 것으로 판단됨. 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

<그림33> OECD 경기선행지수와 삼성전자 P/B 밴드

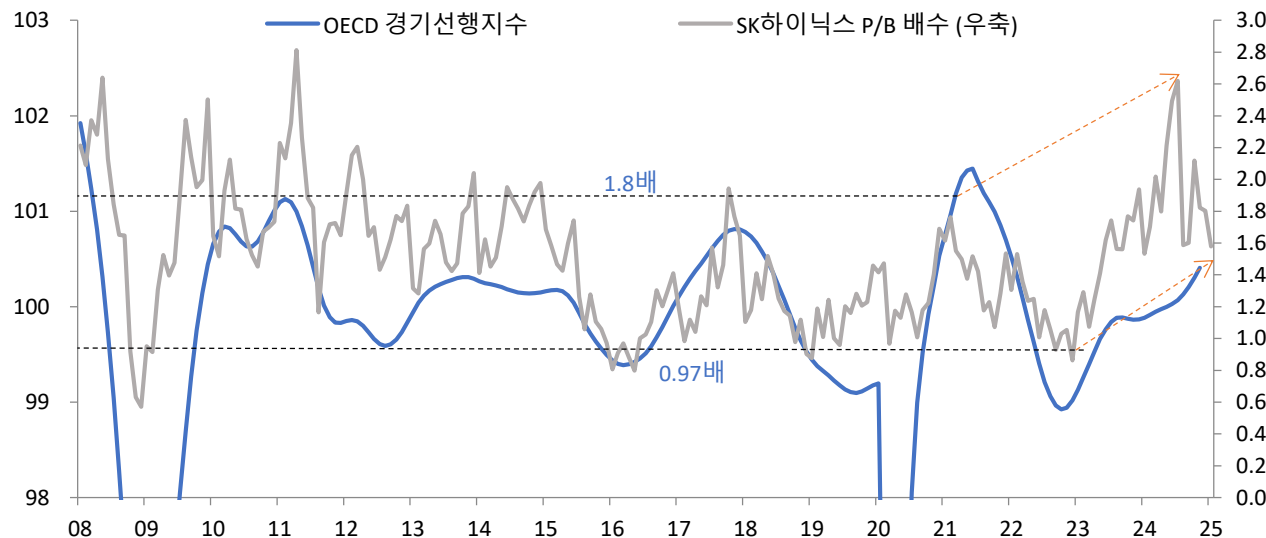


자료 : 삼성전자, Datastream, iM증권 리서치본부

SK하이닉스 Valuation: 당분간은 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고

- 동사 직전 고점 배수 2.62배는 CY12 이후 압도적 최고점 배수이며 직전 저점 배수는 1.59배로 동사 주가는 최근 39% 급락했다가 혼조세
- 동사 현주가는 FY25 예상 BPS 대비 1.58배. FY25 예상 BPS에 동사 연간 저점 P/B 배수들의 평균값인 0.97배를 적용할 경우 111,000원의 주가가 도출되므로 과거와 같은 환경이라면 동사 현주가는 40% 가량의 추가 하락 가능성을 보유한 것으로 계산됨
- 그러나 현재 업계 최고 수준으로 올라선 동사의 경쟁력을 반영해 이번 사이클에서 동사 고점 배수는 기존의 1.8배 수준에서 2.62배까지 상승했음. 따라서 HBM 호황 및 동사 경쟁력이 유지된다면 동사 최저점 배수 역시 과거보다 매우 높은 1.4~1.5배 수준에서 형성될 수 있음
- FY25 예상 BPS에 P/B 배수 1.45배를 적용할 경우 동사 최저점 주가는 167,000원 수준으로 추정. 단 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 당분간은 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

<그림34> OECD 경기선행지수와 SK하이닉스 P/B 밴드



자료 : SK하이닉스, Datastream, iM증권 리서치본부

삼성전자(005930)

FY25 실적 컨센서스 하향 조정 필요

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	71,000원(유지)
증가(2025.01.03)	54,400원
상승여력	30.5 %

Stock Indicator

자본금	898십억원
발행주식수	596,978만주
시가총액	324,756십억원
외국인지분율	50.5%
52주 주가	49,900~87,800원
60일평균거래량	24,234,590주
60일평균거래대금	1,358.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.3	-10.2	-37.5	-29.0
상대수익률	1.3	-5.3	-22.9	-23.7



[투자포인트]

- 4Q24 영업이익을 7.8조원으로 전망. 4Q24 메모리 반도체 시장은 출하량을 늘리기 위해선 추가 가격 인하가 필요한 상황. 메모리 반도체 부문의 4Q24 출하량 또는 ASP가 시장 예상치를 하회할 가능성이 높은 듯. 또한 4Q24에는 직원들에 대한 상여금 지급 규모가 예상보다 클 전망. Sys-LSI 부문에서도 저조한 가동률과 일회성 비용 발생에 따라 대규모 적자가 지속될 것으로 보임. 동사 주요 사업 부문별 4Q24 영업이익 전망치는 DS 3.5조원 (QoQ -9%), SDC 1.5조원 (-4%), MX/NW 2.3조원 (-19%), VD/DA/하만 0.6조원 (-30%)
- 동사 현주가는 당사의 FY25 예상 BPS 대비 0.95배에 해당하므로, 이미 Val. 배수의 하락에 따른 주가 반영이 상당히 진행되어 왔음. 다만 FY25 동사 영업이익 컨센서스는 35.2조원으로 여전히 지나치게 높은 듯. 이는 메모리 반도체 가격이 3Q25부터 재상승할 것이라는 가정에 기반하나, 스마트폰, PC 및 고객 보유 메모리 반도체의 재고 규모를 감안 시 반도체 가격의 하락은 좀더 길어질 것으로 전망됨. 당사의 FY25 동사 영업이익 전망치는 23.2조원이며, 향후 실적 컨센서스의 하향이 당분간 동사 주가의 본격 반등을 제한할 가능성 존재
- 동사 향후 주가는 크게 하락하지 않을 것으로 보이나 반도체 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 동사 실적에 대한 컨센서스가 하향 조정될 가능성이 높아, 본격적인 주가 상승에는 좀더 시간이 필요할 것으로 판단됨. 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	258,935	302,379	306,408	297,216
영업이익(십억원)	6,567	34,048	23,198	16,760
순이익(십억원)	14,473	28,921	19,805	14,086
EPS(원)	2,131	4,258	2,916	2,074
BPS(원)	52,002	55,317	57,290	58,420
PER(배)	36.8	12.8	18.7	26.2
PBR(배)	1.5	1.0	0.9	0.9
ROE(%)	4.1	7.9	5.2	3.6
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	9.7	3.2	3.6	3.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표7> 삼성전자 분류 기준 주요 부문별 실적 추정

(십억원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY23	FY24E	FY25E
전사	매출	71,916	74,068	79,099	77,297	79,036	73,329	80,011	74,032	258,935	302,379	306,408
	매출총이익	26,029	29,756	29,999	28,759	28,132	26,029	27,688	25,116	78,543	114,544	106,966
	매출총이익률	36.2%	40.2%	37.9%	37.2%	35.6%	35.5%	34.6%	33.9%	30.3%	37.9%	34.9%
	영업이익	6,606	10,444	9,183	7,815	7,722	5,620	5,808	4,047	6,567	34,048	23,198
	영업이익률	9.2%	14.1%	11.6%	10.1%	9.8%	7.7%	7.3%	5.5%	2.5%	11.3%	7.6%
DS	매출	23,141	28,560	29,271	29,710	27,552	27,470	27,730	27,274	66,595	110,682	110,027
	매출총이익	6,051	10,596	8,367	8,179	7,267	6,195	5,408	4,885	984	33,193	23,756
	매출총이익률	26.2%	37.1%	28.6%	27.5%	26.4%	22.6%	19.5%	17.9%	1.5%	30.0%	21.6%
	영업이익	1,913	6,450	3,860	3,503	2,803	1,604	661	25	-14,873	15,726	5,094
	영업이익률	8.3%	22.6%	13.2%	11.8%	10.2%	5.8%	2.4%	0.1%	-22.3%	14.2%	4.6%
SDC	매출	5,390	7,650	8,000	8,349	6,826	6,827	8,812	8,837	30,969	29,390	31,302
	매출총이익	5,048	5,796	6,374	6,552	5,494	5,979	6,664	6,592	24,321	23,770	24,728
	매출총이익률	93.7%	75.8%	79.7%	78.5%	80.5%	87.6%	75.6%	74.6%	78.5%	80.9%	79.0%
	영업이익	340	1,010	1,510	1,452	629	1,036	1,643	1,335	5,569	4,313	4,643
	영업이익률	6.3%	13.2%	18.9%	17.4%	9.2%	15.2%	18.6%	15.1%	18.0%	14.7%	14.8%
MX/네트워크	매출	33,530	27,380	30,520	28,369	34,687	29,182	32,545	27,695	112,409	119,799	124,109
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,790	11,586	9,835	11,238	9,591	37,462	40,609	42,250
	매출총이익률	33.2%	33.5%	34.4%	34.5%	33.4%	33.7%	34.5%	34.6%	33.3%	33.9%	34.0%
	영업이익	3,510	2,230	2,820	2,293	3,521	2,342	2,819	2,200	13,011	10,853	10,882
	영업이익률	10.5%	8.1%	9.2%	8.1%	10.2%	8.0%	8.7%	7.9%	11.6%	9.1%	8.8%
VD/가전 (하만 포함)	매출	16,680	18,040	17,670	18,430	16,796	17,411	17,286	17,788	70,830	70,821	69,282
	매출총이익	11,137	9,173	10,510	9,790	11,586	9,835	11,238	9,591	37,462	40,609	42,250
	매출총이익률	66.8%	50.8%	59.5%	53.1%	69.0%	56.5%	65.0%	53.9%	52.9%	57.3%	61.0%
	영업이익	770	811	890	623	696	695	581	544	2,432	3,094	2,517
	영업이익률	4.6%	4.5%	5.0%	3.4%	4.1%	4.0%	3.4%	3.1%	3.4%	4.4%	3.6%

자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

<표8> 삼성전자 부문별 상세 실적 추정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24E	FY25E
원/달러 환율 (원)		1,280	1,286	1,315	1,322	1,331	1,370	1,357	1,400	1,430	1,400	1,380	1,360	1,278	1,305	1,367	1,393
DRAM	1Gb 기준 출하량 (백만개)	15,910	18,293	20,203	27,291	23,065	24,299	24,235	22,274	21,987	23,204	26,136	27,064	73,875	81,698	93,873	98,390
	%QoQ / % YoY	-11.5%	15%	10%	35%	-15%	5%	0%	-8%	-1%	6%	13%	4%	-3%	11%	15%	5%
	1Gb 기준 ASP (\$)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3
	%QoQ / % YoY	-15.8%	-8%	5%	13%	19%	19%	8%	9%	-6%	-8%	-10%	-6%	-14%	-44%	59%	-6%
	매출 (백만불)	3,343	3,536	4,117	6,284	6,336	7,943	8,590	8,612	7,991	7,733	7,801	7,618	28,143	17,279	31,481	31,143
	%QoQ / % YoY	-25.5%	6%	16%	53%	1%	25%	8%	0%	-7%	-3%	1%	-2%	-17%	-39%	82%	-1%
	매출 (십억원)	4,278	4,547	5,412	8,304	8,435	10,882	11,660	12,056	11,427	10,826	10,765	10,360	35,957	22,541	43,034	43,379
NAND	%QoQ / % YoY	-29.9%	6%	19%	53%	2%	29%	7%	3%	-5%	-5%	-1%	-4%	-7%	-37%	91%	1%
	영업이익 (십억원)	-734	-757	-294	800	1,643	3,696	3,355	3,912	3,443	2,731	2,208	1,706	16,063	-985	12,607	10,088
	영업이익률	-17%	-17%	-5%	10%	19%	34%	29%	32%	30%	25%	21%	16%	45%	-4%	29%	23%
	16Gb 기준 출하량 (백만개)	35,534	36,944	36,580	49,555	48,494	46,182	42,423	41,204	39,331	42,749	48,585	52,152	138,772	158,613	178,304	182,817
	%QoQ / % YoY	1%	4%	-1%	35%	-2%	-5%	-8%	-3%	-5%	9%	14%	7%	3%	14%	12%	3%
	16Gb 기준 ASP (\$)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1
	%QoQ / % YoY	-19.0%	-8%	2%	9%	31%	21%	9%	-6%	-10%	-12%	-15%	-10%	-17%	-47%	63%	-24%
System LSI	매출 (백만불)	3,542	3,388	3,422	5,058	6,501	7,491	7,466	6,816	5,856	5,601	5,411	5,227	25,208	15,410	28,273	22,094
	%QoQ / % YoY	-18%	-4%	1%	48%	29%	15%	0%	-9%	-14%	-4%	-3%	-3%	-14%	-39%	83%	-22%
	매출 (십억원)	4,534	4,357	4,498	6,684	8,654	10,262	10,134	9,543	8,374	7,841	7,467	7,109	32,232	20,073	38,593	30,790
	%QoQ / % YoY	-23%	-4%	3%	49%	29%	19%	-1%	-6%	-12%	-6%	-5%	-5%	-4%	-38%	92%	-20%
	영업이익 (십억원)	-3,566	-3,001	-2,728	-2,001	1,111	2,949	2,076	1,212	284	-509	-1,314	-1,860	4,807	-11,296	7,349	-3,399
	영업이익률	-79%	-69%	-61%	-30%	13%	29%	20%	13%	3%	-6%	-18%	-26%	15%	-56%	19%	-11%
	매출 (십억원)	4,810	5,760	5,910	5,980	5,650	6,820	7,000	7,581	7,262	8,339	9,042	9,357	29,924	22,460	27,052	34,001
디스플레이	%QoQ / % YoY	-39%	20%	3%	1%	-6%	21%	3%	8%	-4%	15%	8%	3%	39%	-25%	20%	26%
	영업이익 (십억원)	-275	-593	-724	-979	-890	-391	-1,740	-1,806	-1,087	-767	-347	94	2,948	-2,571	-4,826	-2,107
	영업이익률	-6%	-10%	-12%	-16%	-16%	-6%	-25%	-24%	-15%	-9%	-4%	1%	10%	-11%	-18%	-6%
	출하량 (백만개)	155.1	157.4	182.6	220.9	143.6	195.9	202.5	212.5	170.0	178.6	214.3	225.0	840.0	716.0	754.5	787.8
	%QoQ / % YoY	-25%	2%	16%	21%	-35%	36%	3%	5%	-20%	5%	20%	5%	-20%	-15%	5%	4%
	ASP (\$)	33	32	34	33	28	29	29	28	28	27	30	29	32	33	28	29
	%QoQ / % YoY	1%	-4%	7%	-3%	-15%	1%	2%	-4%	0%	-3%	9%	-3%	20%	5%	-14%	0%
휴대폰 / Tablet	매출 (백만불)	5,164	5,039	6,253	7,310	4,049	5,584	5,894	5,964	4,773	4,876	6,386	6,498	26,555	23,766	21,490	22,533
	%QoQ / % YoY	-25%	-2%	24%	17%	-45%	38%	6%	1%	-20%	2%	31%	2%	-4%	-11%	-10%	5%
	매출 (십억원)	6,610	6,480	8,220	9,660	5,390	7,650	8,000	8,349	6,826	6,827	8,812	8,837	34,380	30,969	29,390	31,302
	%QoQ / % YoY	-29%	-2%	27%	18%	-44%	42%	5%	4%	-18%	0%	29%	0%	8%	-10%	-5%	7%
	중대형 영업이익 (십억원)	-71	-25	-10	-11	-11	-73	-75	2	144	67	46	11	-1,153	-116	-157	268
	영업이익률	-49%	-92%	-41%	-65%	-103%	-33%	-10%	-11%	-34%	-14%	-17%	-16%	-65%	-34%	-11%	18%
	소형 영업이익 (십억원)	850	865	1,949	2,021	351	1,084	1,585	1,450	486	969	1,597	1,324	7,105	5,686	4,470	4,375
TV	영업이익률	13%	14%	24%	21%	7%	15%	21%	18%	16%	8%	15%	19%	22%	19%	16%	15%
	전체 영업이익 (십억원)	780	840	1,940	2,010	340	1,010	1,510	1,452	629	1,036	1,643	1,335	5,952	5,569	4,313	4,643
	영업이익률	12%	13%	24%	21%	6%	13%	19%	17%	9%	15%	19%	15%	17%	18%	15%	15%
	출하량 (백만개)	69.5	61.4	67.6	62.4	69.1	63.0	67.2	61.5	67.8	62.0	67.2	62.1	300.1	260.9	260.8	259.1
	%QoQ / % YoY	1%	-12%	10%	-8%	11%	-9%	7%	-8%	10%	-9%	8%	-8%	-5%	-13%	0%	-1%
	ASP (\$)	335	300	318	284	353	305	325	319	350	328	344	319	287	310	326	336
	%QoQ / % YoY	30%	-10%	6%	-11%	24%	-14%	7%	-2%	10%	-6%	5%	-7%	4%	8%	5%	3%
기타	매출 (백만불)	23,301	18,411	21,485	17,694	24,388	19,221	21,841	19,590	23,738	20,367	23,079	19,813	86,065	80,891	85,040	86,996
	%QoQ / % YoY	31%	-21%	17%	-18%	38%	-21%	14%	-10%	21%	-14%	13%	-14%	-1%	-6%	5%	2%
	매출 (십억원)	29,825	23,676	28,242	23,383	32,466	26,332	29,648	27,426	33,945	28,513	31,850	26,945	110,754	105,126	115,872	121,253
	%QoQ / % YoY	23%	-21%	19%	-17%	39%	-19%	13%	-7%	24%	-16%	12%	-15%	11%	-5%	10%	5%
	영업이익 (십억원)	3,905	2,988	3,285	2,720	3,505	2,225	2,815	2,288	3,517	2,338	2,814	2,196	10,577	12,899	10,833	10,864
	영업이익률	13.1%	12.6%	11.6%	11.6%	10.8%	8.5%	9.5%	8.3%	10.4%	8.2%	8.8%	8.1%	9.5%	12.3%	9.3%	9.0%
	출하량 (백만개)	9.2	8.2	9.1	10.1	8.6	8.7	9.7	10.6	9.1	8.6	9.6	10.7	39.0	36.7	37.6	37.9
Total	%QoQ / % YoY	-15%	-11%	11%	11%	-15%	1%	11%	10%	-15%	-5%	11%	12%	-8%	-6%	3%	1%
	ASP (\$)	556	603	538	558	558	564	519	519	519	524	482	482	590	563	538	501
	%QoQ / % YoY	0%	8%	-11%	4%	0%	1%	-8%	0%	0%	1%	-8%	0%	3%	-5%	-4%	-7%
	매출 (백만불)	5,129	4,952	4,904	5,648	4,811	4,911	5,015	5,516	4,699	4,512	4,607	5,160	23,023	20,632	20,253	18,979
	%QoQ / % YoY	-15%	-3%	-1%	15%	-15%	2%	2%	10%	-15%	-4%	2%	12%	-5%	-10%	-2%	-6%
	매출 (십억원)	6,565	6,368	6,446	7,463	6,405	6,728	6,807	7,723	6,720	6,316	6,358	7,018	29,702	26,842	27,663	26,413
	%QoQ / % YoY	-20%	-3%	1%	16%	-14%	5%	1%	13%	-13%	-6%	1%	10%	6%	-10%	3%	-5%
기타	영업이익 (십억원)	566	598	380	350	388	298	383	435	378	253	270	369	1,428	1,895	1,505	1,270
	영업이익률	9%	9%	6%	5%	6%	4%	6%	6%	6%	4%	4%	5%	5%	7%	5%	5%
	매출 (십억원)	7,123	8,817	8,677	6,305	4,916	5,394	5,848	4,618	4,482	4,666	5,717	4,406	29,284	30,922	20,776	19,271
Total	영업이익 (십억원)	-36	594	574	-76	508	656	783	321	558	539	533	208	1,601	1,056	2,268	1,838
	매출 (십억원)	63,745	60,006	67,405	67,780	71,916	74,068	79,099	77,297	79,036	73,329	80,011	74,032	302,231	258,935	302,379	306,408
	%QoQ / % YoY	-10%	-5.9%	12%	1%	6%	3%	7%	-2%	2%	-7%	9%	-7%	8%	-14%	17%	1%
기타	영업이익 (십억원)	640	669	2,434	2,825	6,606	10,444	9,183	7,815	7,722	5,620	5,808	4,047	43,377	6,567	34,048	23,198
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	9%	14%	12%	10%	10%	8%	7%	5%	14%	3%	11%	8%

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		195,937	209,124	211,739	205,355
현금 및 현금성자산		69,081	71,565	72,052	68,039
단기금융자산		23,326	24,493	25,717	27,003
매출채권		43,281	50,542	51,216	49,679
재고자산		51,626	54,428	55,154	53,499
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	477,191	487,628	491,919
유동부채		75,719	72,463	68,113	63,738
매입채무		11,320	13,219	13,395	12,993
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	88,972	84,622	80,247
지배주주지분		353,234	375,749	389,149	396,829
자본금		898	898	898	898
자본잉여금		4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금		346,652	365,818	375,867	380,196
기타자본항목		1,280	4,630	7,981	11,331
비지배주주지분		10,444	12,470	13,857	14,843
자본총계		363,678	388,219	403,005	411,672

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		44,137	57,125	57,172	57,733
당기순이익		15,487	30,947	21,192	15,072
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	-9,765	-9,765
단기금융부채의증감		2,145	-	-	-
장기금융부채의증감		-865	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-9,864	-9,809	-9,756	-9,756
현금및현금성자산의증감		19,400	2,484	487	-4,014
기초현금및현금성자산		49,681	69,081	71,565	72,052
기말현금및현금성자산		69,081	71,565	72,052	68,038

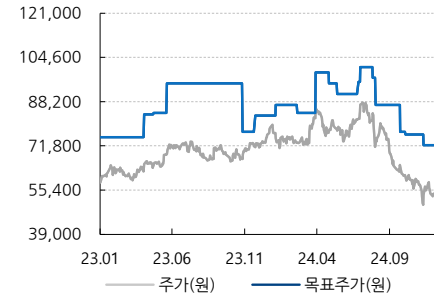
자료 : 삼성전자, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		258,935	302,379	306,408	297,216
증가율 (%)		-14.3	16.8	1.3	-3.0
매출원가		180,389	187,835	199,443	199,135
매출총이익		78,547	114,544	106,966	98,081
판매비와관리비		71,980	80,495	83,768	81,322
연구개발비		28,340	30,238	30,641	29,722
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		6,567	34,048	23,198	16,760
증가율 (%)		-84.9	418.5	-31.9	-27.8
영업이익률 (%)		2.5	11.3	7.6	5.6
이자수익		16,100	16,272	14,675	14,593
이자비용		12,646	12,603	12,350	12,223
지분법이익(손실)		888	888	888	888
기타영업외손익		97	78	78	78
세전계속사업이익		11,006	38,683	26,490	20,096
법인세비용		-4,481	7,737	5,298	5,024
세전계속이익률 (%)		4.3	12.8	8.6	6.8
당기순이익		15,487	30,947	21,192	15,072
순이익률 (%)		6.0	10.2	6.9	5.1
지배주주귀속 순이익		14,473	28,921	19,805	14,086
기타포괄이익		3,350	3,350	3,350	3,350
총포괄이익		18,837	34,297	24,542	18,422
지배주주귀속총포괄이익		17,604	32,052	22,936	17,217

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표 (원)					
EPS		2,131	4,258	2,916	2,074
BPS		52,002	55,317	57,290	58,420
CFPS		7,823	10,269	9,262	8,736
DPS		1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation (배)					
PER		36.8	12.8	18.7	26.2
PBR		1.5	1.0	0.9	0.9
PCR		10.0	5.3	5.9	6.2
EV/EBITDA		9.7	3.2	3.6	3.9
Key Financial Ratio (%)					
ROE		4.1	7.9	5.2	3.6
EBITDA이익률		17.5	24.8	21.6	20.9
부채비율		25.4	22.9	21.0	19.5
순부채비율		-21.9	-21.5	-21.1	-20.0
매출채권회전율(x)		6.1	6.4	6.0	5.9
재고자산회전율(x)		5.0	5.7	5.6	5.5

삼성전자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-17.7%	-7.8%
2024-09-27	Buy	77,000	-20.6%	-20.1%
2024-10-08	Buy	76,000	-24.2%	-19.7%
2024-11-15	Buy	72,000	-23.6%	-19.0%
2024-12-23	Buy	71,000		



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.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 종가 대비 해당 종목의 예상 목표 수익률을 의미함.

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

산업추천 투자등급

시가총액 기준 산업별 시장 비중 대비 보유 비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자 비율 등급 공시 2024-12-31 기준]

매수
92.4%

중립(보유)
6.9%

매도
0.7%

SK하이닉스(000660)

좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	180,000원(유지)
종가(2025.01.03)	181,900원
상승여력	-1.0 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	132,424십억원
외국인지분율	54.7%
52주 주가	131,000~241,000원
60일평균거래량	3,875,245주
60일평균거래대금	699.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.1	4.5	-22.9	32.3
상대수익률	5.1	9.5	-8.2	37.6



[투자포인트]

- 4Q24 동사 매출 및 영업이익을 19.2조원 (QoQ +9%)과 8.0조원 (+14%)으로 전망. 실적 개선의 원인은 3%의 원-달러 환율 상승 및 8%의 DRAM ASP 개선. 반면 출하량 증가율과 NAND ASP는 당초 예상치를 소폭 하회할 가능성이 있는 듯. 1Q25에는 계절적 수요 둔화 및 고객 재고 축소에 따른 출하량 부진과 DRAM (-5%), NAND (-10%) ASP 하락에 따라 매출 및 영업이익이 17.6조원 (-8%) 과 6.6조원 (-18%)으로 감소할 전망이다
- FnGuide에 따르면 지난 1개월간 발표된 애널리스트들의 FY25 영업이익 전망치 평균값이 33.4조원임. 이는 메모리 반도체 가격이 3Q25부터 재상승할 것이라는 가정에 기반하나, 스마트폰, PC 및 고객 보유 메모리 반도체의 재고 규모를 감안 시 반도체 가격의 하락은 좀더 길어질 것으로 전망됨. 당사의 FY25 동사 영업이익 전망치는 21.2조원이며, 향후 실적 컨센서스의 하향이 당분간 동사 주가의 본격 반등을 제한할 가능성 존재
- 현재 업계 최고 수준으로 올라선 동사의 경쟁력을 감안 시 동사 최저점 배수는 과거의 1.0배 보다 매우 높은 1.4~1.5배 수준에서 형성될 수 있음. FY25 예상 BPS에 P/B 배수 1.45배를 적용할 경우 동사 최저점 주가는 167,000원 수준으로 추정. 단 반도체 업황 하락 사이클이 이제 막 시작되었고 향후 실적 컨센서스의 하향 조정 가능성을 고려 시, 당분간은 좀더 여유를 가지고 저점 매수 기회를 노리는 전략을 권고함

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	65,625	67,977	64,578
영업이익(십억원)	-7,730	23,376	21,210	16,631
순이익(십억원)	-9,112	16,293	15,147	11,864
EPS(원)	-12,517	22,380	20,807	16,297
BPS(원)	73,495	94,877	114,686	129,985
PER(배)		8.1	8.7	11.2
PBR(배)	1.9	1.9	1.6	1.4
ROE(%)	-15.6	26.6	19.9	13.3
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	4.1	3.8	3.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

<표9> SK하이닉스 주요 부문별 실적 추정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY22	FY23	FY24E	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	19,501	18,678	20,653	22,329	23,057	58,858	66,563	74,962	84,717
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	0.0%	-4.2%	10.6%	8.1%	3.3%	1.0%	13.1%	12.6%	13.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.49	0.47	0.44	0.40	0.38	0.39	0.25	0.43	0.42
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	8.0%	-4.7%	-7.0%	-8.5%	-4.9%	-16.6%	-36.8%	74.3%	-2.0%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	9,642	8,800	9,052	8,959	8,798	22,923	16,390	32,164	35,609
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	31,898	30,448	33,347	37,697	39,872	106,710	131,867	133,835	141,364
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	5.7%	-4.5%	9.5%	13.0%	5.8%	45.7%	23.6%	1.5%	5.6%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.13	0.11	0.10	0.08	0.08	0.11	0.06	0.12	0.09
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-4.0%	-10.0%	-12.0%	-15.0%	-10.0%	-19.5%	-43.3%	91.7%	-21.1%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	3,992	3,429	3,305	3,176	3,023	11,400	7,982	15,530	12,934
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	79	71	66	66	59	534	563	376	262
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	13,713	12,301	12,424	12,201	11,880	34,857	24,935	48,069	48,805
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,400	1,430	1,400	1,380	1,360	1,280	1,314	1,365	1,393
연결기준 매출 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,199	17,590	17,393	16,837	16,156	44,622	32,766	65,625	67,977
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	8,936	8,829	9,231	9,672	9,770	28,994	33,299	33,899	37,501
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,263	8,762	8,163	7,166	6,386	15,628	-533	31,726	30,476
판매비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,271	2,205	2,268	2,333	2,460	8,818	7,197	8,350	9,266
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	2,886	5,469	7,030	7,992	6,556	5,894	4,833	3,926	6,809	-7,730	23,376	21,210
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	41.6%	37.3%	33.9%	28.7%	24.3%	15.3%	-23.6%	35.6%	31.2%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	7,158	6,388	6,219	5,683	5,183	8,908	1,021	20,465	23,473
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	53.0%	50.8%	49.1%	46.0%	43.3%	30.3%	4.7%	46.6%	47.3%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	841	171	-318	-835	-1,232	-2,163	-8,763	2,903	-2,214
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	15.0%	3.5%	-6.9%	-19.0%	-30.0%	-14.8%	-83.6%	13.7%	-12.3%

자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		30,468	32,659	45,655	60,315
현금 및 현금성자산		7,587	10,676	23,108	38,909
단기금융자산		1,433	1,421	1,408	1,396
매출채권		6,942	9,844	10,197	6,458
재고자산		13,481	9,844	10,197	12,916
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	107,013	121,609	132,588
유동부채		21,008	16,280	16,412	16,221
매입채무		1,846	3,696	3,829	3,637
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	37,898	38,031	37,839
지배주주지분		53,504	69,071	83,492	94,630
자본금		3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금		4,373	4,373	4,373	4,373
이익잉여금		46,729	62,196	76,516	87,554
기타자본항목		-1,255	-1,155	-1,055	-955
비지배주주지분		-1	44	86	119
자본총계		53,504	69,115	83,578	94,748

현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		4,278	28,396	27,665	26,147
당기순이익		-9,138	16,338	15,189	11,897
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	3,089	12,432	15,801
기초현금및현금성자산		4,977	7,587	10,676	23,108
기말현금및현금성자산		7,587	10,676	23,108	38,909

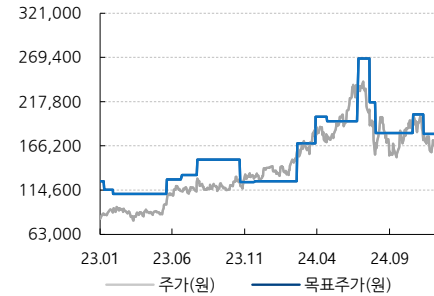
자료 : SK하이닉스, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		32,766	65,625	67,977	64,578
증가율(%)		-26.6	100.3	3.6	-5.0
매출원가		33,299	33,899	37,501	38,747
매출총이익		-533	31,726	30,476	25,831
판매비와관리비		7,197	8,350	9,266	9,200
연구개발비		3,751	4,266	4,622	4,843
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		-7,730	23,376	21,210	16,631
증가율(%)		적전	흑전	-9.3	-21.6
영업이익률(%)		-23.6	35.6	31.2	25.8
이자수익		2,262	2,336	2,634	3,012
이자비용		6,093	4,733	4,480	4,480
지분법이익(손실)		15	15	15	15
기타영업외손익		-111	-150	-	-
세전계속사업이익		-11,658	20,844	19,378	15,178
법인세비용		-2,520	4,506	4,189	3,281
세전계속이익률(%)		-35.6	31.8	28.5	23.5
당기순이익		-9,138	16,338	15,189	11,897
순이익률(%)		-27.9	24.9	22.3	18.4
지배주주귀속 순이익		-9,112	16,293	15,147	11,864
기타포괄이익		100	100	100	100
총포괄이익		-9,037	16,438	15,289	11,997
지배주주귀속총포괄이익		-9,013	16,392	15,247	11,964

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		-12,517	22,380	20,807	16,297
BPS		73,495	94,877	114,686	129,985
CFPS		6,265	38,859	39,389	35,417
DPS		1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation(배)					
PER			8.1	8.7	11.2
PBR		1.9	1.9	1.6	1.4
PCR		22.6	4.7	4.6	5.1
EV/EBITDA		21.2	4.1	3.8	3.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		-15.6	26.6	19.9	13.3
EBITDA이익률		18.1	53.9	51.1	47.3
부채비율		87.5	54.8	45.5	39.9
순부채비율		42.7	16.0	-1.6	-18.1
매출채권회전율(x)		5.3	7.8	6.8	7.8
재고자산회전율(x)		2.2	5.6	6.8	5.6

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000	-5.9%	-1.0%
2024-11-15	Hold	180,000		



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-mail등을 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 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

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

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

[투자비율등급공시 2024-12-31 기준]

매수
92.4%

중립(보유)
6.9%

매도
0.7%