



반도체 (Positive)

반도체 업황 점검. 침착한 판단이 필요한 시기

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

반도체 업황 점검. 정말 다운사이클 진입일까?

최근 반도체 업종을 둘러싼 시장의 우려는 크게 두 가지. 1) AI 과잉투자 우려에서 비롯된 서버 수요의 구조적 둔화, 즉 AI 사이클의 종료 및 다운사이클 진입, 2) 레거시 디램(DDR4, LPDDR4) 재고. 그러나 두 가지 우려 모두 단기 노이즈로 마무리될 가능성.

AI 과잉투자에 따른 서버 수요 둔화의 명확한 근거는 확인되지 않음. 수요 둔화의 근거로 제기되는 3Q24 출하 빗 정제는 가격 상승을 수용 시키기 위한 단기 판매 계획의 미세조정으로 해석하는 것이 타당. 오히려 서버 고객들의 HBM 및 고용량 D5 모듈 수요는 여전히 강하게 유지되는 상태로 파악. 특히 HBM의 경우 SK하이닉스 기준 '25년 생산가능물량은 이미 완판, 이미 '26년 물량에 대한 협의 진행 중으로 향후 중기 수요가 매우 가시적임을 염두에 둘 필요. 레거시 디램 재고에 대해서도 과도한 우려 경계. 이미 업계의 디램 생산 Capa는 대부분 D5로 전환됨에 따라 D4 신규 공급은 제한적이며, 수요는 D5와의 가격 스프레드가 일정 수준을 넘어가게 되면 자연스럽게 회복될 것이기 때문

가격 급락 전환이 동반되지 않은 사이클 종료는 없었음을 염두

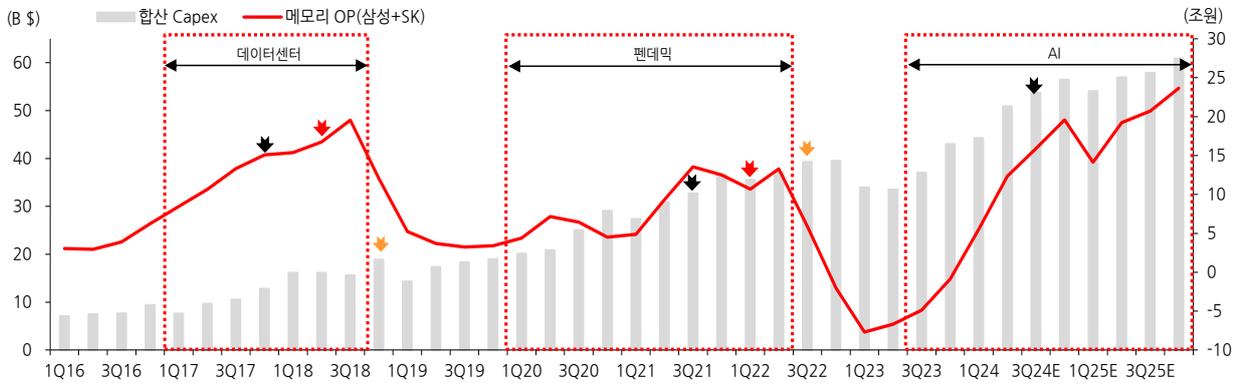
'17년 이후 반도체 사이클의 시작과 종료를 결정짓는 가장 직접적인 변수는 글로벌 서버 Capex 추이(그림1). 모바일과 PC 등 전통 수요처는 이미 성숙기에 접어들어 수요의 변화가 서버 시장만큼 급격하지 않기 때문. 최근 두번의 사이클, 서버 사이클('17~'18)과 팬데믹 사이클('20~'22) 모두 서버 고객들의 구매 축소가 직접적인 다운사이클 진입의 원인으로 작용하였으며 수요 감소에 따른 투자리수%의 큰 폭 가격 하락이 동반(4Q18, 3Q22). 따라서 '가격 급락 전환'이 다운사이클 진입을 시사하는 가장 확실한 지표이며 가격 급락 없이 종료된 사이클은 없었음을 염두.

한편, 현 구간은 명백한 가격 상승 구간. 일부 레거시 제품들에서 확인되는 소폭 가격 하락은 우려할 단계 아님. 향후 빅테크들의 AI 투자 확대 의지는 투자의 적시성이 우선시됨에 따라 매우 확고하고, 디램 공급은 업계의 Capa와 공정 전환 속도를 고려할 때 내년에도 크게 증가할 개연성이 부족. 이를 고려하면 수요와 공급 단에서 중대한 변동이 없는 한 1H25까지는 가격의 급격한 하락 전환이 확인될 가능성 희박

업종 비중확대 의견 유지. 침착한 판단이 필요한 시기

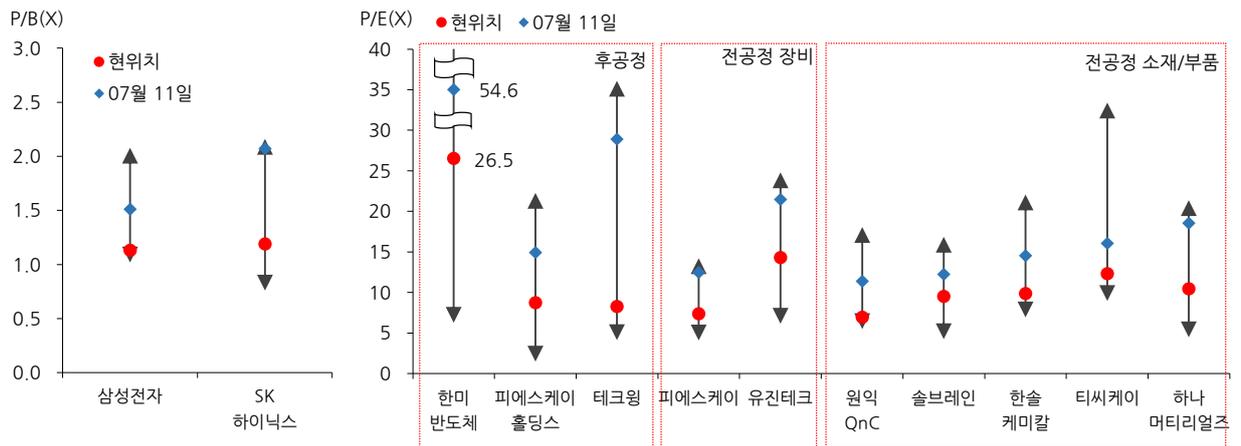
당사는 앞서 언급한 이유들로 인해 반도체 산업이 다운사이클로 진입하고 있음을 판단할 근거가 부족하며, 여전히 디램 주도의 사이클이 1H25까지는 지속될 것이라는 관점에서 비중확대 의견 유지. 최근 반도체 업종 추가 급락은 산업 펀더멘탈에 근거한 것이 아닌 매크로 발 공포심에 기인한 투매 성격에 가깝다고 판단. 업종 내 대부분의 종목들 주가가 이미 Historical Band 하단 수준까지 내려와 있는 만큼 내년까지의 실적 성장 가시성이 높은 종목들은 매수 접근하는 것이 타당. 당사는 대형주는 SK하이닉스, 소부장 세부업종 내에서는 디램 전공정 장비주 선호 의견 유지

[그림1] '17년 이후 메모리 사이클은 서버 Capex와 동행



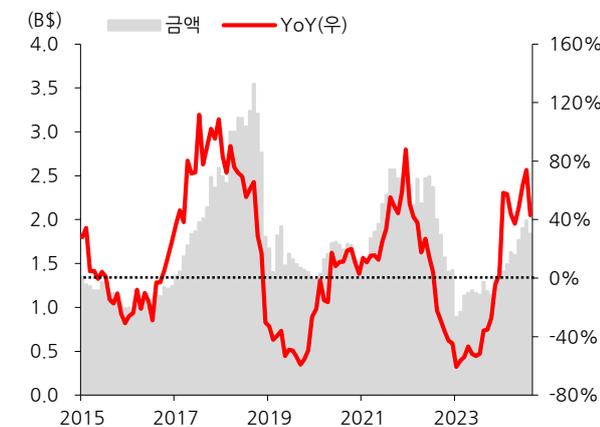
주: 검정 화살표는 주가 조정기, 빨간색 화살표는 주가의 정점, 주황 화살표는 가격 급락 전환 시기
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 반도체 업종 내 주요 종목 밸류에이션 비교



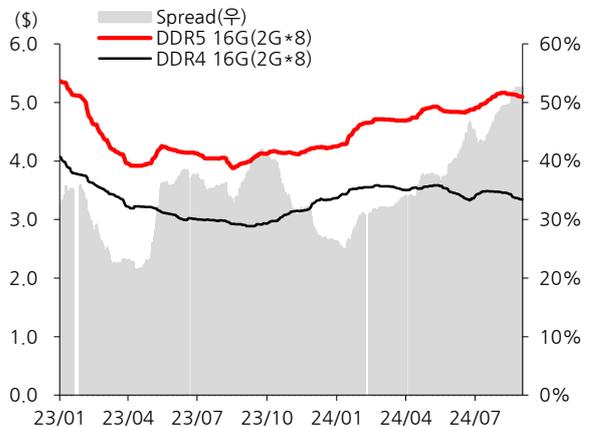
주: 현 위치는 9월 4일 종가 기준
 자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 수출입 금액 추이



자료: TRASS, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] D5와 D4 가격 스프레드 추이



자료: DramExchange, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2024년 09월 05일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진, 최영주)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%