

반도체

버텨야 하는 국면

SK증권 리서치센터



Analyst
한동희

donghee.han@sk.com
3773-8826

11월 PC DRAM 모듈 고정 가격 하락 (D5 5~6%, D4 12%)

11월 PC DRAM 모듈의 고정 가격이 하락했다. DDR5 제품은 5~6%, DDR4 제품은 12% 하락하며, 시장 예상대비 부진했다. B2C 전통 세트 수요의 부진에 따른 PC OEM 들의 재고 조정 지속과 CXMT 의 DDR4 생산량 확대 등의 영향으로 판단된다. DDR5 모듈 프리미엄은 38% 수준으로 3Q24 29% 대비 확대되고 있다는 점에서 DDR4 대비 양호한 수요 상황이지만, PC 수요 부진 속 DDR4 가격 하락, DRAM 3 사의 CXMT 에 대한 영향 최소화를 위한 선단 공정 중심 전환에 따른 DDR5 공급 증가 우려가 가격 하락을 견인하고 있다고 판단한다.

또한 현재의 B2C 수요 부진과 재고 조정 국면, CXMT 의 레거시 DRAM 물량 증가 등을 감안하면 모바일 역시 부진한 가격 지표의 확인 국면이라고 판단한다.

4Q24~1Q25 공급 전략이 중요해지는 시점: 경기 방어에 힘쓰는 SK

SK 증권은 4Q24~1Q25 B2C 수요 부진 영향이 확대되는 국면에서 공급자들의 레거시 가격 하락에 따른 실적 방어 전략이 중요해질 것으로 판단한다. 메모리 업종 내 고부가 제품 비중이 가장 높다고 판단되는 SK 하이닉스의 3Q24 기준 DRAM 매출 내 PC, 모바일 합산 노출도는 28%, HBM 및 서버용 노출도는 67% 수준으로 추정된다. 현재 AI 및 서버 수요 호조 속 B2C 부진, CXMT 의 생산 확대에 대응하는 DRAM 3 사의 대응 전략이 레거시 출하 지연 및 고부가 제품 출하 확대를 통한 ASP 방어라는 점을 감안하면 4Q24 B2C 노출도는 더욱 하락할 것이다.

변곡점은 2Q25: 재고 조정 안정화, 2026년 HBM 계약 시작

SK 증권은 메모리 업종의 변곡점이 2Q25가 될 것으로 전망한다. 경기 부진 지속과 2Q24 말부터 시작된 B2C 에서의 재고 조정을 감안하면 최비수기는 1Q25가 될 가능성이 높다는 점과 HBM 공급 부족 속 2026년 HBM 계약 시작을 전망하기 때문이다. CXMT 의 구조적인 생산 능력 확대를 감안하면 세트 수요 회복 없이 메모리 시장의 양극화 현상은 더욱 심화될 가능성이 높다고 판단되나, DRAM 3 사의 증설 지연, 레거시 생산 능력 비중 축소, HBM 강세 속 선단 공정 잠식 지속, CXMT 의 레거시 중심 포트폴리오를 감안하면 AI 사이클에서의 업계의 체질 개선 포인트는 여전히 유효하다고 판단한다. 단기 수요 모멘텀은 부재하나, 2Q25 업황 변곡점과 4Q24~1Q25 고부가 제품 경쟁력에 따른 우려보다 나은 실적의 확인은 경기 방어력에 대한 눈높이를 제고시킬 것이다. SK 하이닉스를 최선호주로 유지한다.

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망										(단위: 조원)	
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	71.9	74.1	79.1	80.9	80.2	77.1	85.0	90.4	259.2	306.1	332.7
YoY %	13%	23%	17%	19%	11%	4%	7%	12%	-14%	18%	9%
QoQ %	6%	3%	7%	2%	-1%	-4%	10%	6%			
DX	47.0	41.8	44.7	42.9	48.8	43.2	46.6	46.1	168.8	176.3	184.8
VD/CE	13.5	14.4	14.1	16.2	15.3	16.4	16.0	18.0	56.4	58.2	65.9
MX/NW	33.5	27.4	30.5	26.7	33.5	26.8	30.5	28.1	112.4	118.2	118.9
DS	23.1	28.6	29.3	30.5	27.9	29.8	32.5	35.9	66.6	111.4	126.2
Memory	17.5	21.7	22.3	23.2	21.5	22.6	24.6	27.7	44.1	84.8	96.5
DRAM	9.7	12.7	13.9	14.1	13.6	14.3	15.8	17.0	26.2	50.3	60.8
NAND	7.0	8.4	8.4	8.5	7.2	7.8	8.8	9.9	16.3	32.2	33.7
Foundry/LSI	5.6	6.8	7.0	7.2	6.4	7.2	7.9	8.2	22.5	26.7	29.7
SDC	5.4	7.7	8.0	9.3	7.6	8.1	8.9	10.1	31.2	30.3	34.7
Harman	3.2	3.6	3.5	3.9	3.3	3.6	3.5	3.9	14.4	14.3	14.3
영업이익	6.5	10.5	9.2	9.0	8.7	8.5	11.4	11.5	6.6	35.2	40.1
YoY %	920%	1476%	249%	234%	33%	-19%	24%	28%	-85%	431%	14%
QoQ %	142%	61%	-13%	-2%	-4%	-1%	34%	1%			
DX	4.0	2.7	3.3	2.6	3.6	2.7	3.7	2.8	14.3	12.7	12.9
VD/CE	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.4	0.8	0.0	1.3	1.8	1.6
MX/NW	3.5	2.2	2.8	2.4	3.4	2.3	2.8	2.8	13.0	10.9	11.3
DS	1.8	6.5	3.9	4.6	4.2	4.5	5.8	7.0	(15.0)	16.8	21.5
Memory	2.7	6.8	5.6	5.9	4.5	4.7	5.8	6.8	(12.1)	21.0	21.8
DRAM	1.9	5.0	4.6	4.8	4.4	4.5	5.4	6.1	(1.1)	16.4	20.3
NAND	0.9	1.8	0.9	1.2	0.3	0.2	0.4	0.7	(10.9)	4.8	1.6
Foundry/LSI	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(1.3)	(0.4)	(0.1)	0.1	0.2	(2.9)	(4.1)	(0.3)
SDC	0.3	1.0	1.5	1.3	0.6	1.0	1.6	1.3	5.8	4.2	4.5
Harman	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	1.2	1.3	1.3
영업이익률	9%	14%	12%	11%	11%	11%	13%	13%	3%	12%	12%
DX	9%	7%	8%	6%	7%	6%	8%	6%	8%	7%	7%
VD/CE	4%	3%	4%	2%	2%	3%	5%	0%	2%	3%	2%
MX/NW	10%	8%	9%	9%	10%	9%	9%	10%	12%	9%	9%
DS	8%	23%	13%	15%	15%	15%	18%	19%	-23%	15%	17%
Memory	16%	31%	25%	25%	21%	21%	23%	25%	-28%	25%	23%
DRAM	20%	39%	34%	34%	32%	31%	34%	36%	-4%	33%	33%
NAND	13%	21%	11%	14%	4%	3%	5%	7%	-67%	15%	5%
Foundry/LSI	-16%	-3%	-25%	-18%	-6%	-2%	1%	2%	-13%	-16%	-1%
SDC	6%	13%	19%	14%	8%	12%	18%	13%	19%	14%	13%
Harman	8%	9%	10%	9%	8%	9%	10%	10%	8%	9%	9%
지배순이익	6.6	9.6	9.8	7.5	7.3	7.2	9.2	9.2	14.5	33.6	32.8

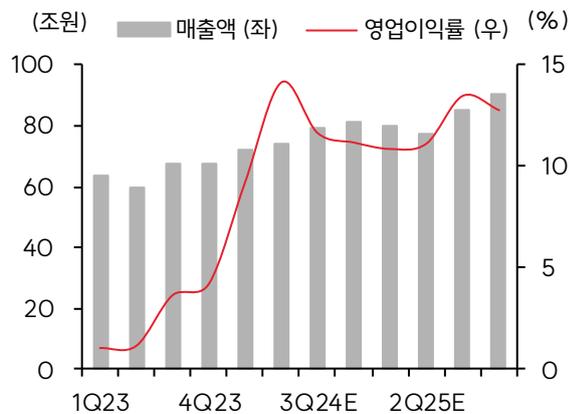
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

삼성전자 실적 전망의 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
DRAM											
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	26,062	27,735	27,823	26,645	25,769	28,399	31,966	33,353	92,289	108,265	119,487
Bit growth (QoQ %)	-15%	6%	0%	-4%	-3%	10%	13%	4%	11%	17%	10%
ASP (USD)	0.28	0.33	0.36	0.39	0.40	0.39	0.39	0.40	0.22	0.34	0.39
ASP Change (QoQ %)	18%	19%	9%	8%	3%	-4%	-1%	3%	-44%	58%	15%
NAND											
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	87,967	84,449	78,959	81,328	74,009	83,630	97,011	109,622	288,210	332,704	364,271
Bit growth (QoQ %)	-2%	-4%	-7%	3%	-9%	13%	16%	13%	12%	15%	9%
ASP (USD)	0.06	0.07	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.04	0.07	0.07
ASP Change (QoQ %)	32%	20%	7%	0%	-5%	-3%	-1%	0%	-46%	66%	0%
Display											
Shipments (mn Unit)	84	106	109	134	117	131	141	157	381	433	546
Change (QoQ %)	-29%	26%	3%	22%	-12%	12%	8%	11%	-10%	14%	26%
Smartphone											
Shipments (mn Unit)	60	54	58	57	61	56	61	59	226	229	237
Change (QoQ %)	13%	-10%	8%	-2%	7%	-9%	10%	-3%	-13%	1%	3%
ASP (USD)	336	279	295	265	341	285	302	275	287	294	301
Change (QoQ %)	30%	-17%	6%	-10%	29%	-16%	6%	-9%	6%	2%	2%

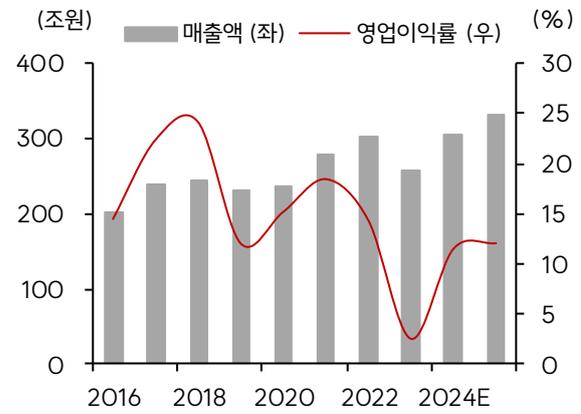
자료: SK 증권 추정

삼성전자 분기 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	12,430	16,423	17,573	19,902	17,607	19,346	21,713	24,061	32,766	66,328	82,727
QoQ %	10%	32%	7%	13%	-12%	10%	12%	11%	-27%	102%	25%
YoY %	144%	125%	94%	76%	42%	18%	24%	21%			
DRAM	7,596	10,813	12,215	13,742	12,363	13,617	15,106	16,699	20,744	44,366	57,784
NAND	4,362	5,125	4,976	5,428	4,763	5,234	6,133	6,628	9,630	19,890	22,758
영업이익	2,886	5,469	7,030	8,221	6,698	7,444	8,800	10,145	(7,990)	23,605	33,087
QoQ %	734%	89%	29%	17%	-19%	11%	18%	15%	적전	흑전	40%
YoY %	흑전	흑전	흑전	2276%	132%	36%	25%	23%			
DRAM	2,546	4,884	6,083	6,484	5,163	6,095	7,295	8,669	611	19,998	27,222
NAND	347	820	1,120	857	182	499	1,302	1,735	(7,585)	3,143	3,719
지배순이익	1,919	4,120	5,644	6,155	4,967	5,562	6,571	7,591	(8,533)	17,839	24,692
QoQ %	흑전	115%	37%	9%	-19%	12%	18%	16%	적전	흑전	38%
YoY %	흑전	흑전	흑전	흑전	159%	35%	16%	23%			
영업이익률	23%	33.3%	40%	41%	38%	38%	41%	42%	-24%	36%	40%
DRAM	34%	45%	49.8%	47.2%	41.8%	44.8%	48.3%	51.9%	3%	45%	47%
NAND	8%	16%	22.5%	15.8%	3.8%	9.5%	21.2%	26.2%	-79%	16%	16%
지배순이익률	15%	25%	32%	31%	28%	29%	30%	32%	-26%	27%	30%

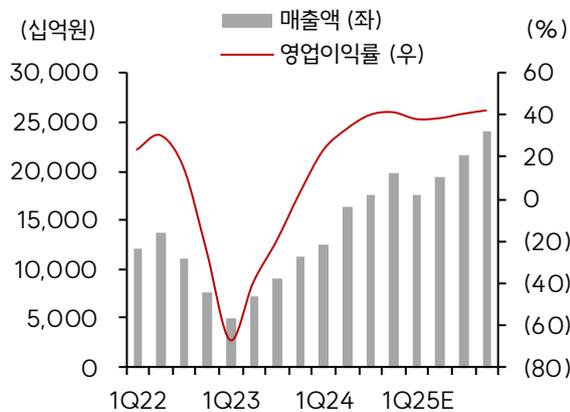
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	16,693	20,115	19,466	20,283	17,771	19,586	22,288	23,784	66,930	76,557	83,429
QoQ %	-16%	21%	-3%	4%	-12%	10%	14%	7%	16%	14%	9%
ASP (\$)	0.34	0.40	0.46	0.50	0.53	0.53	0.53	0.55	0.24	0.43	0.54
QoQ %	20%	15%	16%	10%	5%	1%	-1%	4%	-37%	80%	25%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	48,076	47,114	39,764	44,536	40,528	45,797	54,498	58,313	175,023	179,491	199,135
QoQ %	-1%	-2%	-16%	12%	-9%	13%	19%	7%	19%	3%	11%
ASP (\$)	0.07	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.04	0.08	0.09
QoQ %	30%	17%	14%	-1%	-1%	-2%	0%	1%	-43%	93%	8%

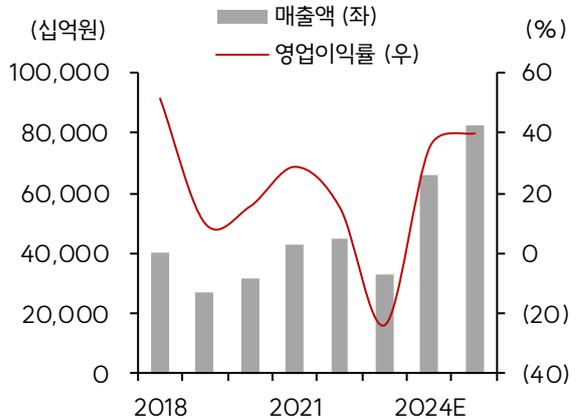
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



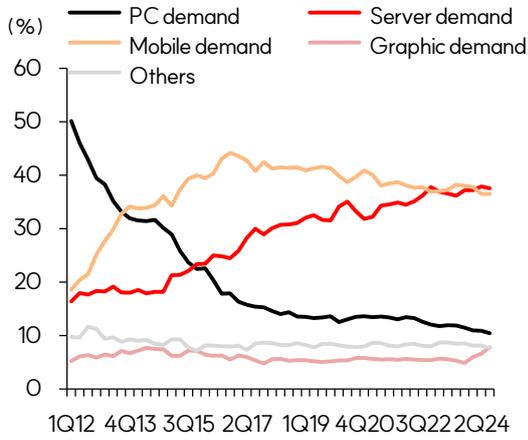
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



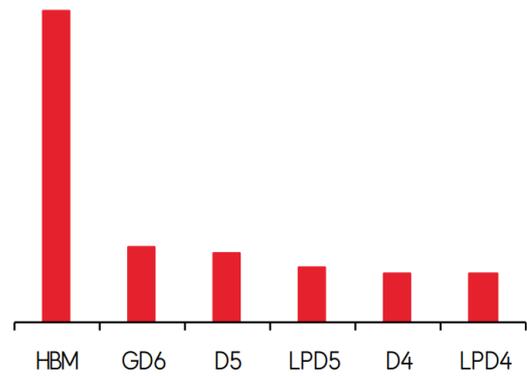
자료: 전자공시, SK 증권 추정

전방 시장별 DRAM 수요 비중 추이



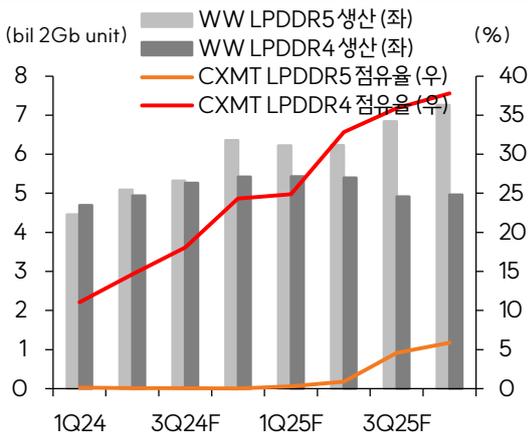
자료: Trendforce, SK 증권

HBM 등 주요 DRAM 가격 수준 (DDR5=1)



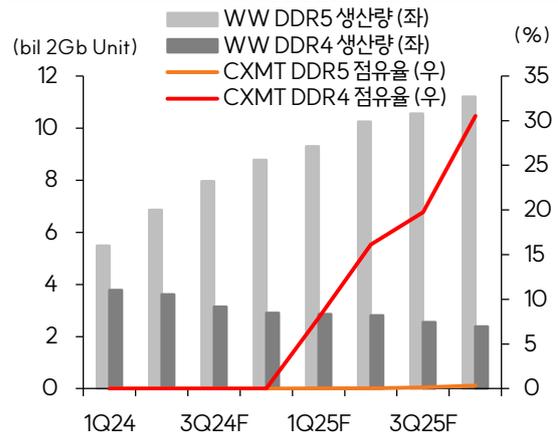
자료: SK 증권 추정

CXMT의 LPDDR 점유율 전망



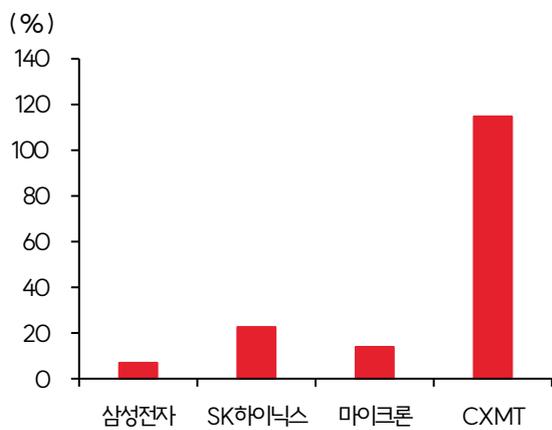
자료: Trendforce, SK 증권

CXMT의 서버 DDR 점유율 전망



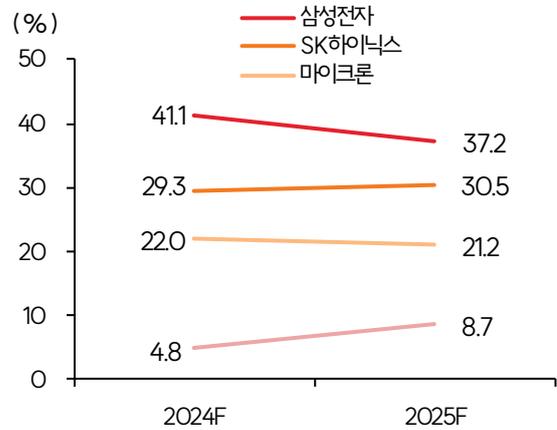
자료: Trendforce, SK 증권

2025년 삼성전자, SK 하이닉스, 마이크론, CXMT 생산 B/G



자료: SK 증권 추정

2025년 DRAM Bit share 전망



자료: SK 증권 추정

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 12월 02일 기준)

매수	96.86%	중립	3.14%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------