

Morning Meeting Brief

Macro

빅컷으로 보여준 연준의 경기 방어 의지

- 미 연준, 50bp 금리 인하에도 경기 침체 우려는 일축, 시장에 안도감 제공
- 미국은 대선 이후 정치 불확실성 해소, 금리 인하 효과로 성장세 회복 예상
- 비미국 국가도 통화 완화 환경 조성되면서 소비 여건 개선 기대

이하연. hayeon.lee@daishin.com

Strategy

반도체 실적 우려, 외국인 대량매도. 언제까지 지속될까?

- 미국 금리인하에 미국 증시 사상최고치 경신, KOSPI 2,600선 반등도 힘겨워
- KOSPI 부진 1) G2 경기불안, 2)반도체 업황/실적 불안, 3) 외국인 대량 매도
- 26일 마이크론 실적 발표, 10월초 삼성전자 실적 가이드نس 공개가 중요 변곡점

이경민. kyoungmin.lee@daishin.com

Global Strategy

유럽 증시, ECB가 이끄는 장세가 시작되다

- 9월 ECB 통화정책회의 전후로 금리 인하 기대, 기대가 현실화되면서 증시 상방 요인 작용
- 유로존 국가내 희비가 엇갈리는 경제 상황(독일 VS. 이탈리아, 스페인 등). 독일 경제, 23.4/4분기에 이어 24.2/4분기 역성장
- 독일 경제 지원을 위한 연내 ECB 추가 금리 인하 기대, 유럽 증시가 상승하는 원동력 예상

문남중. namjoong.moon@daishin.com

Commodity

가보지 않은 길에 들어선 금, 부담스러울 땐 금광 기업

- 금리 인하 사이클 속 상방 압력 높아진 금, 추가 반영될 수 있는 리스크 헷지 수요
- 사상 최고치 근접한 실질 가격, 프리미엄 하락은 가격 레벨에 대한 부담을 의미
- 그렇기에 상대적으로 저평가된 금광 기업 주목, 매력적인 금과 낮아질 생산 비용

최진영. jinyoung.choi@daishin.com

FX

달러인덱스 추가 하락 가능할까?

- 미국의 빅 컷 결정으로 지난 주 달러는 약세 시현
- 달러인덱스 추가로 하락폭 확대할 수 있을지 고민되는 시점
- 달러원 환율은 더 하락할 여지, 중국 부양책 기대감 유입이 중요

이주원. joowon.lee2@daishin.com

[Issue Comments] IT/전기전자: 3Q24 실적 추정의 하향 예상으로 주가는 약세

- 2024년 9월 넷째주(9/23~27) 및 10월에 IT 업종의 약세가 지속될 전망
- 약세 판단 배경은 기업의 3Q컨센 대비 하회 가능성, 아이폰16 판매 부진
- 원달러 환율 하락 및 실적 추정의 하향이 주가 약세 이후에 부담으로 해석

박강호, Kangho.park@daishin.com

[Issue Comments] 반도체: 메모리 반도체 피크아웃 vs. 주가 조정 이후 반등 시도

- 메모리 반도체 사이클 피크 아웃에 대한 우려로 반도체 업종 하락세 지속
- 다만 1Q25 이후 DRAM 가격 반등 및 25년 HBM/DRAM 공급 과잉 가능성은 낮음
- AI 수요 확대, DDR5 전환, PC OEM사 등의 반도체 재고 조정 이후 가격 반등 예상

신석환, seokhwan.shin@daishin.com

빅컷으로 보여준 연준의 경기 방어 의지

- 미 연준, 50bp 금리 인하에도 경기 침체 우려는 일축, 시장에 안도감 제공
- 대선 이후 정치 불확실성 해소, 금리 인하 효과로 성장세 회복 예상
- 비미국 국가도 통화 완화 환경 조성되면서 소비 여건 개선 기대

미 연준, 50bp 금리 인하에도 경기 침체 우려 일축

지난주 미 연준이 50bp 금리 인하로 인하 사이클을 개시했다. 당초 예상보다 큰 폭의 금리 인하에도 시장의 경기 침체 우려를 자극하기 보다는 연준의 경기 방어 의지를 확인한 계기가 되었다. 파월 연준의장이 언급했듯이 매회의 50bp 인하 속도가 유지되지는 않겠지만, 고용 부진이 지속될 경우 연준이 적극적인 대응에 나설 것이라는 점에서 시장은 안도했다.

대선 이후 정치 불확실성 해소, 금리 인하 효과로 성장 회복

사실 최근 발표된 경제지표를 보면, 미국은 신규고용 부진에도 2%대 성장이 가능해 보인다. 부의 효과나 자산소득 증가 외에 인구(노동력) 증가, 생산성 증가가 있따르고 있기 때문이다. 여기에 최대 고용 목표 달성을 위해 연준이 적극적으로 나서면서, 전체적인 성장 둔화 폭은 우려보다 크지 않을 것으로 예상된다.

신규고용 부진을 이끈 제조업의 경우, 경기가 금리에 민감한 모습을 보여왔으며, 최근에는 대선을 앞두고 정치 불확실성이 크게 반영되고 있다. 하지만 대선 이후에는 금리 인하 효과가 더해져 회복이 재개될 전망이다. 기업 실적에 영향을 주는 명목성장률 역시 중장기적 관점에서 팬데믹 이전보다 견조한 수준을 나타낼 가능성이 크다. 연준 SEP에서 중립금리 전망치가 꾸준히 상향 조정되고, 예상보다 중립금리가 높을 수 있다는 파월 연준의장의 발언 또한 같은 맥락에서 해석이 가능하다.

연준의 50bp 금리 인하는 미국 외 국가들의 유동성이나 경기 개선에도 긍정적으로 작용할 전망이다. 실제 연준 금리 인하 발표 이후 달러 페그제를 채택하고 있는 국가들이 금리 인하를 단행했다. 일본을 제외한 많은 국가들이 통화완화 기조에 동참할 가능성이 크며, 한은 역시 연내 금리 인하가 가능할 것으로 예상된다. 금리 인하로 당장 비미국 국가의 구조적인 경기 회복을 기대하기는 어렵지만 소비 여건 개선 측면에서는 긍정적이다.

미 중립금리 상향조정에 따른 장기금리 상승 부담

한편 중립금리 상향 조정 언급 이후, 장기금리 상승에 대한 시장 경계감은 다소 높아졌다. 경기 회복을 제한하고, 자산가격에도 부담이 될 수 있기 때문이다. 하지만 성장을 동반한 중립금리 상승이라면, 중립금리 논란이 위험선호 회복에 크게 제한하지는 못할 것으로 예상된다.

Strategy

Strategist 이경민
kyoungmin.lee@daishin.com

반도체 실적 우려, 외국인 대량 매도. 언제까지 지속될까?

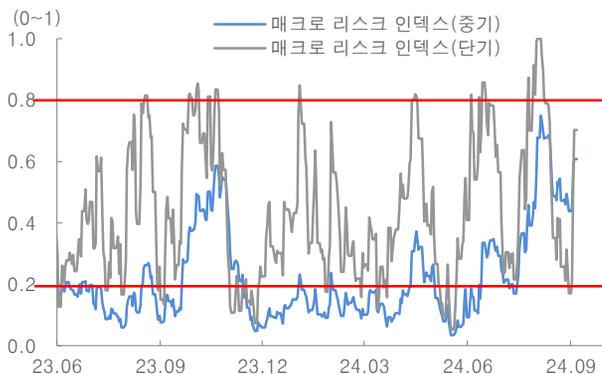
- 미국 금리인하에 미국 증시 사상최고치 경신, KOSPI 2,600선 반등도 힘겨워
- KOSPI 부진 1) G2 경기불안, 2)반도체 업황/실적 불안, 3) 외국인 대량 매도
- 26일 마이크론 실적 발표, 10월초 삼성전자 실적 가이드런스 공개가 중요 변곡점

미국 연준이 9월 FOMC에서 50bp 기준금리 인하(Big Cut)를 단행했다. 금리인하 사이클이 시작된 것이다. 향후 경기흐름에 따라 위기대응인지, 선제적 대응인지 결정 되겠지만, 현재 시점에서는 연착륙 시나리오 안에서 경기, 고용 불안을 조기에 제어 하기 위한 선제적 금리인하라고 판단한다. FOMC 다음날 미국 고용개선에 미국 증시는 상승세를 보였다. 다우지수와 S&P500은 사상 최고치를 경신했다. 반면, KOSPI는 2,600선 회복도 힘겨운 상황이다. 8월 5일 저점대비 회복세를 보였지만, 7월 11일 고점(장 중 기준 2,896.43p)대비 10% 이상 낮은 것은 물론, 8월 고점과도 100p 이상 레벨다운되어 있다. 9월에도 KOSPI는 일본, 중국과 함께 글로벌 주요국 증시 중 월간 수익률 기준 최하위권에 위치해 있다.

KOSPI 부진의 매크로적인 원인에는 G2 경기불안을 들 수 있다. 수출 비중이 가장 높은 미국은 경기 침체 공포가 유입되었고, 중국은 경기 부진이 지속되는 이중고를 겪고 있다. 9월말 ~ 10월초 중국 PMI, 미국 ISM 제조업/서비스업 지수, 고용지표, 10월 1일 9월 수출입 데이터를 확인하면서 반등에 힘이 실릴 것으로 보인다. KOSPI는 여전히 경기 불확실성을 선반영한 Deep Value 구간에 위치해 있다.

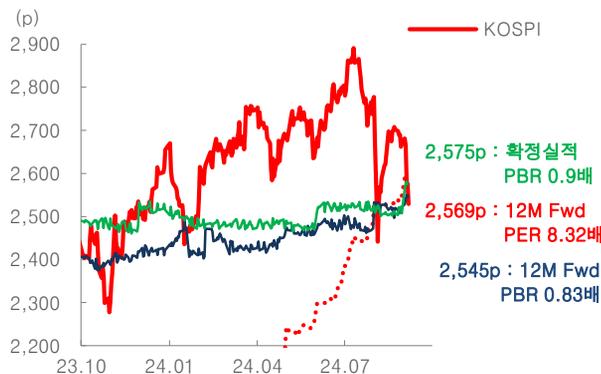
특히, 9월 KOSPI를 억누르고 있는 주된 이유는 반도체 업황/실적 불안과 외국인 대량매도라고 본다. 외국인 투자자들은 7월 12일 이후 10.7조원 이상 출회 중인데, 9월에만 6조원 가까운 매물이 출회 중이다. 반도체 업종으로 7월 12일 이후 12.4조원, 9월 6.7조원의 외국인 매도가 출회되고 있다. 외국인 KOSPI 매도가 아니라 반도체 매도인 것이다. 23년 11월 이후 7월까지 외국인 순매수가 반도체에 집중되었던 것과 정반대의 상황이다. 9월 외국인 투자자들의 대규모 반도체 매도가 출회된 데에는 G2 경기불안도 있지만, 반도체 업황/실적에 대한 불확실성이 커졌기 때문이다. 그 결과 삼성전자 선행 PER은 9배 초반, 선행 PBR은 1배 근접했고, SK하이닉스 선행 PER은 5배 하회, 선행 PBR은 1배 초반으로 내려앉았다. 과거 역사적으로 봤을 때 저점권에 근접한 것이다. 26일 마이크론 테크놀러지 실적 발표와 10월초 삼성전자 실적 가이드런스 공개가 전환점이 될 것으로 예상된다.

Risk Off 시그널 정점권 근접



자료: CITI, Bloomberg, FnGuide, 대신증권 Research Center

Deep Value 국면으로 재진입한 KOSPI



Global Strategy

Global Strategist 문남중
namjoong.moon@daishin.com

유럽 증시, ECB가 이끄는 장세가 시작되다

- 9월 ECB 통화정책회의 전후로 금리 인하 기대, 현실화가 증시 상방 요인 작용
- 유로존 국가내 희비가 엇갈리는 경제 상황. 독일 경제, 2/4분기 역성장
- 독일 경제 지원을 위한 연내 ECB 추가 금리 인하 기대, 증시 상승 원동력

유럽 증시(Euro Stoxx50 이하)는 9월 ECB 통화정책회의 전후로 금리 인하에 대한 기대, 기대가 현실화되면서 상방 압력이 높아지고 있다. 올해 남아 있는 ECB 일정(10.17일, 12.12일)을 감안하면, 연내 추가 금리 인하에 대한 기대가 유럽 증시를 이끄는 장세가 될 것이다. 유로존 국가내 경제 상황은 희비가 엇갈리는 중이다. 유로존을 실질적으로 이끌어가고 있는 독일 경제가 지지부진한 반면, 2010년대 재정위기로 큰 어려움을 겪었던 남유럽 국가들의 경제는 최근 회복 양상이다. 향후 통화정책을 결정하는데 ECB의 고민이 깊어질 수 밖에 없는 대목이다. 독일의 GDP 성장률(전분기 대비)은 2022년 2/4분기부터 0% 안팎에서 등락을 보인다. 지난해 4/4분기 성장률은 -0.4%로 역성장했다. 올해 1/4분기(0.2%) 반등했지만, 2/4분기 GDP는 전분기 대비 -0.1%로 다시 역성장했다.

독일은 우크라이나 전쟁으로 러시아산 에너지 공급이 막혔고 주요 수출시장인 중국 경제가 부진하면서 큰 어려움을 겪었다. 또한 주력 산업인 자동차 역시 전기차 전환에 직면해 있다. 독일 Ifo 기업환경지수는 올해 2월 이후 반등하다가 6월부터 다시 3개월 연속 둔화되는 추세이다. 이에 반해 포르투갈, 이탈리아, 그리스, 스페인 등 남유럽 국가 경제는 관광 산업 호조, 경제 자정작용 및 그에 따른 불확실성 제거 등에 힘입어 회복세를 나타내고 있다. ECB는 2022년 7월 이후 1년 11개월 만인 6월 25bp 금리 인하를 단행했고, 9월 독일 경제를 지원하는 차원에서 금리 인하(60bp)를 단행했다. 크리스틴 라가르드 ECB 총재는 12월 회의 때까지 나올 모든 지표를 근거로 조치를 결정하겠다는 입장을 밝히고 있지만, 금리 인하를 단행할 가능성이 높다. 독일 경제를 지원하기 위한 연내 ECB의 추가 금리 인하 기대에 따른 금융여건 완화는 유럽 증시가 상승하는 원동력이 될 것이다(비중확대).

표. 독일 성장 지원을 위한 ECB 추가 금리 인하 기대. 연내 유럽 증시를 이끄는 상승 요인

	23.4Q	24.1Q	2Q	3Q	4Q	25.1Q	2Q
경제성장률(% QoQ)							
유로존	0.1	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4
독일	-0.4	0.2	-0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
프랑스	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
이탈리아	0.1	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
스페인	0.7	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
포르투갈	0.7	0.8	0.1	0.6	0.6	0.6	0.6
정책금리(%)							
유로존	4.50	4.50	4.25	3.65	3.40	3.15	2.90

기준일: 24. 9. 20

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

가보지 않은 길에 들어선 금, 부담스러울 땐 금광 기업

- 금리 인하 사이클 속 상방 압력 높아진 금, 추가 반영될 수 있는 리스크 헷지 수요
- 사상 최고치 근접한 실질 가격, 프리미엄 하락은 가격 레벨에 대한 부담을 의미
- 그렇기에 상대적으로 저평가된 금광 기업 주목, 매력적인 금과 낮아질 생산 비용

시작된 금리 인하 사이클, 매력을 더하는 리스크 헷지 수요

Fed는 9월 FOMC에서 정책금리를 50bp 인하했다. 2023년 7월 정책금리 인상 사이클이 종료된 지 14개월 만으로 인하 사이클의 본격적인 시작을 알리고 있다. 그리고 이 같은 변화 속에서 주목해야 될 자산이 있다. 바로 금이다. 금은 실질금리와 역의 상관관계로 과거 정책금리 인하 구간에서 어김없이 우수한 성과를 도출했다. 각국 중앙은행들의 금 매입은 이번에도 금의 매력도가 커질 것을 암시한다.

특히, 안전자산이라는 특수성을 지녔다는 점에서 관심은 더욱 커질 수밖에 없다. 9월 FOMC에서 Big Cut이 결정된 근본적 원인은 미국의 성장과 고용에 대한 고민에서 비롯된 것이다. VIX Index를 30개월 가량 선행하는 장단기 금리차(10Y-2Y 스프레드)와 각국 외환보유고 내 빠르게 늘어나고 있는 금 비중 또한 미래에 대한 고민을 담고 있다. 이 같은 상황에서 금의 리스크 헷지 수요는 더욱 제고될 수밖에 없다.

가보지 않은 길로 들어선 금, 부담스러워진 가격 탓에 위축된 소매 투자 열기

다만, 지금의 금 가격이 부담스러운 것은 사실이다. 금은 실질 가격 기준으로 사상 최고치인 온스당 2,640달러(CPI 환산)까지 불과 10%를 남겨두고 있다. 가보지 않은 길에 들어선 것이다. 가격에 대한 부담은 최대 실물 투자자인 중국 개인들의 움직임을 통해서도 확인할 수 있다. 중국의 금 수입량은 연초와 비교했을 때 분명 둔화됐다. 상하이 금 현물 프리미엄의 하락은 현지 투자 열기가 위축됐다는 것을 알려주고 있다.

지금은 상대적으로 저평가된 미 금광 기업이 더 매력적인 시점

그렇다면 또 다른 헷지 자산인 은에 주목해야 하는 것일까? 분명 은은 저평가된 상태이다. 하지만 전체 수요 중 60% 이상이 산업용이라는 점에서 높은 변동성은 부담스럽기만 하다. 그렇기에 동일 원자재 보다 주식에서 찾아야 한다. 바로 미 금광 기업이다.

지금 금광 기업을 바라봐야 하는 이유는 단순히 금 대비 저평가여서가 아닌 여전히 1) 낙관적인 금 가격 방향과 2)안정된 생산 비용에 있다. 금광 기업의 생산 비용(AISC 기준) 중 임금/계약금과 전기/연료비는 변동성만 클 뿐만 아니라 비중 또한 38%로 가장 크다. 전기/연료비는 난방 시즌(10월 ~ 익년도 2월)을 맞이해 반등을 시도하겠지만 둔화 중인 임금은 금광 기업들의 부담을 상쇄해줄 부분이다.

금광 기업의 마진(금 현물 가격-AISC 스프레드)은 온스당 1,200달러에 육박했지만 이를 추종하는 금광 기업 ETF는 여전히 큰 괴리를 보이고 있다. 그러나 금 가격에 대한 레벨 부담이 형성된다면 상대적으로 저평가된 금광 기업으로 일부 자금이 이탈할 수 있다. 장기적 관점에서 금 가격의 방향은 의심할 여지가 없다. 다만, 가격 레벨이 고민되는 상황에서 상대적으로 저평가된 경쟁 자산들을 되돌아 봐야 할 때이다.

FX

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.comEconomist 이하연
hayeon.lee@daishin.com

달러인덱스

추가 하락 가능할까?

- 미국의 빅 컷 결정으로 지난 주 달러는 약세 시현
- 달러인덱스 추가로 하락폭 확대할 수 있을지 고민되는 시점
- 달러원 환율은 더 하락할 여지, 중국 부양책 기대감 유입이 중요

미국의 빅 컷 결정으로 지난 주 달러는 약세 시현

지난 주 미국이 빅컷으로 금리인하를 개시하며 달러인덱스는 100pt 대까지 하락했다. 대외적으로 파운드화와 엔화 강세 또한 달러 약세압력을 확대했다.

미국보다 먼저 인하 사이클에 진입했던 BOE는 지난 주 회의에서 금리를 동결했다. 인상 사이클을 진행 중인 BOJ는 금리를 동결했으나, 물가상승이 이어질 것으로 내다보며 긴축 기조 유지를 시사했다. 당분간 달러 약세 및 비미국 통화 강세 국면은 유효하다는 판단이다.

달러인덱스 추가로 하락폭 확대할 수 있을지 고민되는 시점

다만, 달러가 현재수준에서 추가로 하락폭을 확대할 수 있을지 의구심이 드는 시점이다. 유로존 중심으로 비미국 경기 회복이 지연되고 있어, 달러인덱스는 100pt에서 하단이 어느정도 지지되는 모습이다. 미국 금리인하에 따라 경기가 다시 회복하기까지 시차가 존재할 텐데, 그 사이에 유로존 경기 회복 조짐이 나와줘야 달러 약세폭을 더 확대할 수 있을 것이다. 이번 주 발표될 S&P PMI를 통해 미국과 비미국 경기를 모니터링할 필요가 있다.

달러원 환율은 더 하락할 여지, 중국 부양책 기대감 유입이 중요

달러인덱스의 추가 하락은 고민되나, 달러원 환율은 더 하락할 여지가 남은 것으로 보인다. 최근 엔화와 위안화의 강세에도, 원화는 상대적으로 저평가되어 있다. 외국인 국내주식 매도세 및 위험선호 심리 부진 등이 환율 하락폭을 제한하는 것으로 파악된다. 이번 주 일본 자민당 총재 선거를 포함하여 금융시장에 아직 잔존해 있는 여러 불확실성이 완화되어야, 달러원 환율은 하락폭을 다시 확대할 수 있을 것으로 예상된다.

한편, 달러위안 환율은 대외금리차가 축소된 가운데 하락 추세를 지속하여 연중 최저 수준을 경신했다. 미국 금리인하에 따라 중국은 추가적인 완화정책을 펼치기에 편안한 환경이 되었다. 지난 주 LPR 금리는 동결했으나, 기준율 인하를 포함하여 추가 완화 정책 발표에 대한 기대감이 형성된 상황이다. 중국 추가 부양책에 대한 기대가 유입된다면 위안화 강세는 지속될 수 있다. 원화를 위안화 proxy 통화로 보는 인식을 감안할 때, 이는 달러원 환율 하락 요인으로도 이어질 수 있다는 판단이다.

IT/전기전자

박강호 kangho.park@daishin.com

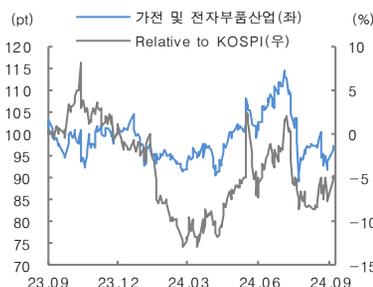
투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.1	-8.3	2.7	-3.2
상대수익률	4.1	-0.7	6.5	-4.4



3Q24 실적 추정의 하향 예상으로 주가는 약세

- 2024년 9월 넷째주(9/23~27) 및 10월에 IT 업종의 약세가 지속될 전망이다
- 약세 판단 배경은 기업의 3Q컨센 대비 하회 가능성, 아이폰16 판매 부진
- 원달러 환율 하락 및 실적 추정의 하향이 주가 약세 이후에 부담으로 해석

IT 업종의 약세 지속, 3Q24 추정 실적의 하향 가능성

2024년 9월 넷째주(9/23~27) 및 10월에 IT 업종의 약세가 지속 가운데 반등의 기회를 모색할 전망이다. 종전에 9월 전망을 약세로 판단 배경은 1) 엔비디아의 2024년 2Q 실적 발표 이후, 다음 분기(3Q)의 실적이 눈높이(높아진 컨센서스)를 맞추기 힘든 상황 2) 아이폰 16 공개 이후, 애플 인텔리전스(AI)의 기대감대비 낮은 평가 및 판매 약화 우려를 전망하였기 때문이다. 현 시점에서 2개 요인은 국내 IT 기업의 주가 하락 및 약세로 나타났다. 지난 1달 동안 삼성전자와 SK하이닉스는 각각 20.2%, 21.3%씩 하락하였다. 부품업체인 삼성전기와 LG이노텍도 각각 8.7%, 7.2% 하락하였다.

추가로 약세 및 반등의 어려움으로 전망한 배경은 국내 IT 대형 기업의 2024년 3Q 실적이 종전 컨센서스대비 하회 가능성이 높아졌기 때문이다. 2024년 3Q/4Q 영업이익 증가 흐름(yoy/qoq)은 유효하나 높이의 하향 가능성이 존재한다. 첫째, 글로벌 수요 둔화 및 교체 수요 지연으로 IT기기의 판매 부진이다. AI PC로 교체 수요를 기대하였으나 여전히 PC 수요가 약한 가운데 D램의 가격 상승 전망이 종전대비 낮아졌다. 기대하였던 아이폰 16의 예약 판매 분위기도 전년대비 약한 것으로 언급되면서 하반기에 판매 부진 우려가 높아졌다.

2024년 3Q 실적 개선 전망 속에 삼성전자의 2024년 3Q 영업이익 하향이 전반적인 IT 기업의 추정 실적에 부정적인 기준이 되었다. 9월 초반까지 삼성전자의 3Q 영업이익 컨센서스는 13~14조원였으나 최근에 10조원으로 감소하였다. 주 요인은 일회성 비용(성과급 관련한 총담금 반영) 및 재고자산 평가손실의 환입 축소 등으로 언급하고 있다. 그러나 전통적인 D램 가격 상승 전망이 종전대비 하향된 배경은 IT 수요의 약화로 해석될 수 있다. D램/낸드의 출하량 및 가격 상승이 종전대비 낮아진 이후에 수동부품인 MLCC, 반도체 패키지의 4Q 가동률 하락이 예상된다.

IT기기 수요 및 아이폰16 부진 전망, 원달러 환율 하락으로 3Q 영업이익 하향 예상

둘째, 원달러 환율 하락이 IT 업체의 3Q24 실적 추정에 부담으로 작용, 이익 하향의 배경으로 해석될 전망이다. 부품업체는 8월~10월에 연간 기준으로 가장 높은 매출을 기록하는 시기에 원달러 하락 폭의 확대는 이익 감소로 연결된다. 매출 증가 및 믹스 효과가 존재하면 원달러 하락 요인을 상쇄하나 현 시점에서 추가적인 매출 상향을 기대하기 어렵다. 원달러 환율은 2024년 2Q 평균인 1,371원과 7월 1,382원을 기록 이후에 8월 1,351원 / 9월(20일 기준) 1,338원으로 하락하였다. 높은 달러 결제 비중은 국내 IT 기업의 3Q 실적 전망에 부담 요인이다.

반도체

신석한

seokhwanshin@daishin.com

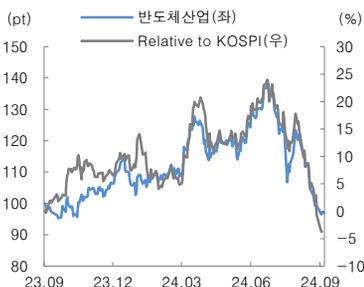
투자 의견

Overweight

비중 확대, 유지

Rating & Target

주기 수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.4	-25.7	-14.4	-2.2
상대수익률	-17.3	-19.6	-11.2	-3.4



메모리 반도체 피크아웃 vs. 주가 조정 이후 반등 시도

- 메모리 반도체 사이클 피크 아웃에 대한 우려로 반도체 업종 하락세 지속
- 다만 1Q25 이후 DRAM 가격 반등 및 25년 HBM/DRAM 공급 과잉 가능성은 낮음
- AI 수요 확대, DDR5 전환, PC OEM사 등의 반도체 재고 조정 이후 가격 반등 예상

1) DRAM 가격은 1Q25 이후 반등 예상, 2) 25년 HBM/DRAM 공급과잉 가능성은 낮음

24년 9월, 반도체 업종은 메모리 사이클 피크 아웃 우려가 확산되며 하락세가 이어지고 있다. 9/2~9/20까지 삼성전자 -15.3%, SK하이닉스 -9.7%, 한미반도체 -10.0%, 이오테크닉스 -8.8%, 원익PS -13.2%, 유진테크 -15.4% 로 조정폭이 크게 나타났다(vs. 코스피 -3.3%, 코스닥 -2.7%).

최근 메모리 피크 아웃에 대한 내용으로는 1) DRAM 가격 상승세 둔화, 2) 중국 CXMT의 공격적인 증설(4Q24 210K→4Q25 300K)에 따른 DDR4/LPDDR4 공급 확대, 3) IT 수요 부진으로 범용 메모리 반도체 재고 증가 4) AI 고점론이 언급되고 있다.

다만 25년 주요 메모리가 DDR5로 전환, 견고한 HBM 수요 증가, 고객사들의 반도체 재고 조정을 통해 DRAM 가격 반등이 나타날 것이다. 또한 메모리 업체들의 HBM 캐파 확대 및 빅테크 AI 투자 확대로 범용 DRAM/HBM 공급 과잉 가능성은 크지 않을 것으로 판단한다 (25년 말 기준, 삼성전자 HBM 캐파는 200K/월(DRAM 캐파의 29%), SK하이닉스의 HBM 캐파는 150K/월(DRAM 캐파의 28%)로 추정).

DRAM 가격 추이: 9/20 기준, DDR4 8Gb(1Gx8) 3200과 DDR4 16Gb(1Gx8) 3200 현물 가격은 전월대비 각각 -6%, -5% 하락하였으며, DDR5 16Gb(2Gx8) 4800/5600은 전월 대비 -4% 감소하였다. DRAM 응용처 별로 보면 1) **PC/Mobile DRAM:** 글로벌 IT 수요 둔화와 AI PC로의 교체 수요가 예상보다 저조하여 PC/Mobile DRAM 가격 상승은 어려울 가능성이 높다. PC 고객사들은 3Q24까지 DRAM 재고를 많이 확보한 반면 수요 둔화로 인해 메모리 재고주수가 늘어났기 때문이다. 또한 중국 CXMT가 공격적인 캐파 증설(4Q24 210K→4Q25 300K)을 통해 DDR4/LPDDR4 공급 확대가 나타나며 PC/Mobile DRAM 가격 상승에 제동을 가할 것으로 예상된다. 2) **Server DRAM:** AI 서버 및 데이터센터 수요 증가가 나타나며, Server DRAM 가격은 25년에도 증가할 것으로 추정한다. 2Q24 서버용 DDR5 전환이 본격적으로 나타나기 시작, DDR5 가격은 1Q25를 기점으로 반등할 것으로 전망한다

낮아진 밸류에이션, 분위기 반전이 필요한 시점

삼성전자와 SK하이닉스 주가는 24년 고점대비 각각 -28%, -35% 하락, 12MF P/B는 1.03배, 1.22배까지 낮아졌다. 마이크론 FY4Q24 실적발표(한국시간 9/26 일(목) 오전 5시 30분)에서 부진한 실적 및 가이드언스를 제시한다면 반도체 업종 주가 조정이 나타날 수 있으나, 더 이상의 하락폭은 크지 않을 것으로 기대한다.

삼성전자의 3Q24 영업이익을 10.1조원으로 전분기대비 -3.1% 감소할 것으로 추정한다. 24년 3Q 영업이익 컨센서스(13조~14조)대비 하향 조정된 배경은 1) 모바일/PC 수요 둔화로 인한 DRAM B/G, ASP 감소, 2) DS사업부 성과급 총당에 따른 일회성 비용 발생, 3) 재고평가손실 총당금 환입 규모 축소에 따른 영향이다.

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research Center가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.