

Semiconductor Korea Strategy

SK증권 리서치센터장 최도연
3773-9294, doyeon0320@sk.co.kr



(#8) Advanced Packaging Cycle의 의미

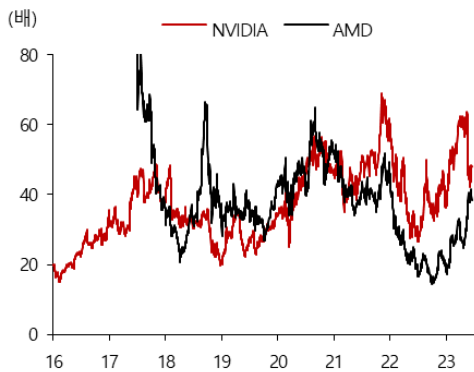
첨단 패키징이 반도체 시장을 주도하고 있다. CoWoS, Cube, TSV 등 후공정에 관련된 기술 용어 및 관련 개발/투자 뉴스가 많다. 지금까지 전공정 기술 개발이 생산업체들의 기술 경쟁력 및 차별화의 핵심이었다. 여전히 전공정 기술은 원가 개선과 성능 향상을 위해 매우 중요하다. 그런데 전공정 기술 대비 소외되어 왔던 후공정 기술의 의미가 더 크게 부각되고 있다. ① 전공정 기술 개발 속도 둔화와 ② AI형 대규모 데이터 처리 수요 때문이다.

이번 메모리 업황은 Advanced Packaging Cycle로, 기존 대비 큰 차별점이 있을 것이다. (1) 생산업체 입장에서 ROIC가 대폭 개선될 수 있다. 후공정 캐파 증설은 전공정 대비 CapEx 규모가 미미하다. 게다가 HBM은 동일 전공정을 거친 칩 대비 5배 이상의 가격이 형성 중이다. HBM 수율이 아직 낮은 수준이나, 이번 업황은 감산 Cycle이기 때문에 테스트 웨이퍼 투입을 크게 증가시켜 수율 개선도 빠를 것으로 기대한다. (2) HBM은 Commodity라기보다 Specialty로 평가된다. 특정 핵심 고객에 의한 물량/가격 수주 기반이기 때문에, 공급 초과에 대한 불안감이 없다.

메모리 업체들은 HBM 캐파를 올해 2배 이상으로, 그리고 내년에도 추가 2배 이상으로 확대할 계획이다. HBM에 대한 매출 비중이 가파르게 상승할 전망이다. 주식 시장에서 이에 대한 평가가 필요하다. 먼저 ㉔ 2024-25년 실적 추정치가 크게 과소평가되어 있다. 기본적으로 상승 Cycle에서 실적 추정치는 지속 상승한다. 추가적으로 HBM 적용에 의한 실적 증가가 예상보다 빠를 전망이다. 그리고 ㉔ 밸류에이션은 De-rating 해소가 가능해 보인다. 과거 10년간 메모리 반도체는 비메모리 위주의 필라델피아 반도체 지수와 다르게 밸류에이션 멀티플이 박스권에 갇혀 있었다. Commodity 산업이라는 부정적 해석이 컸다. 그러나 메모리 반도체 시장의 성향이 달라지고 있다.

5월 이후 가팔랐던 주가 상승이 크게 불편하지 않다. 글로벌 반도체 주도주인 엔비디아는 실적 발표 이후 12MF PER이 오히려 하락했다. TSMC 등 AI시대를 주도할 반도체 기업들의 밸류에이션도 전혀 부담스럽지 않다. 그리고 DRAM 현물가 상승은 아직 출발도 안했다.

엔비디아, AMD 12MF PER 추이 - 밸류에이션 부담 없음



자료: Bloomberg, SK 증권

삼성전자 12개월 선행 PER 추이 - De-rating 해소 기회



자료: Quantwise, SK 증권

이번 Advanced Packaging 주도 Cycle은 과거와 성향이 크게 달라질 전망

- 후공정 기술의 의미 부각. ① 전공정 기술 개발 속도 둔화, ② AI형 대규모 데이터 처리 수요 때문
- 기존 메모리 Cycle 대비 차별점 예상. (1) ROIC 대폭 개선, (2) Commodity → Specialty
- 주식 시장에서 기대할 요인 - ㉔ 2024-25년 실적 추정치 상향, ㉔ 밸류에이션 De-rating 해소
- 최근 주가 급등에 대한 고민보다 메모리 시장 성향 변화에 더 주목해야 할 시점

Compliance notice

- 작성자는 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.
- 투자판단 3단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도