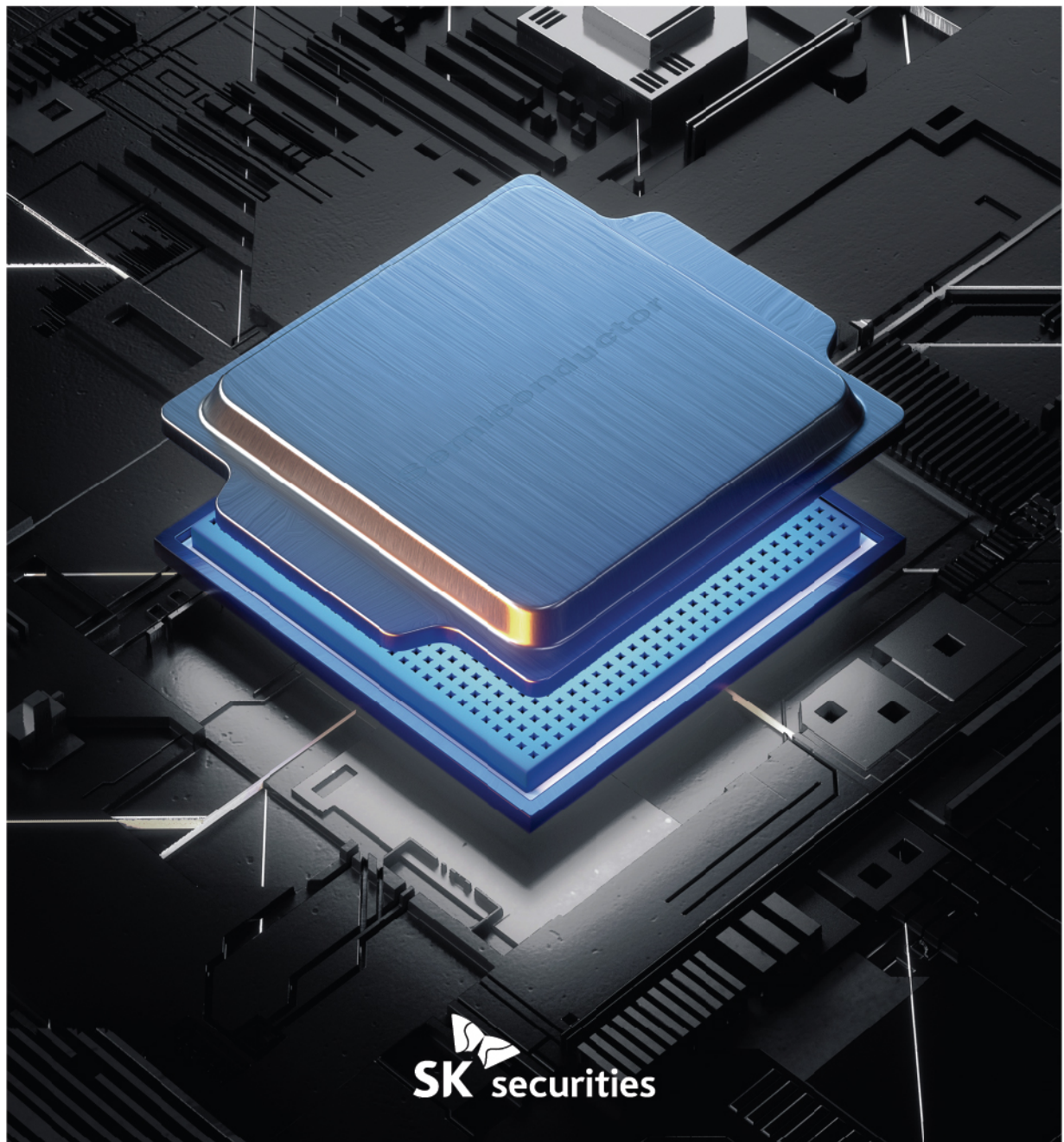


Industry & Analysis

반도체(비중확대)
Pivot의 시간



한동희, 3773-8826
최도연, 3773-9294

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
한동희

donghee.han@sk.co.kr
3773-8826

반도체 (비중확대)

Pivot 의 시간

1Q23 DRAM 업계 영업적자 사이클 진입. 재고 급증한 상황에서 가격 하락 지속 연말 정상 수준의 DRAM 재고 최소 조건: 수요 +9%, 공급 -9%의 동시 충족 인위 감산을 하지않고 있는 삼성전자의 공급 전략 선회가 가장 중요해 지는 시점 2Q23 수요 점진적 회복 시작 및 업계 감산 효과 점증하기 시작하며 재고 안정화 업황 저점 상황에서 삼성전자의 Pivot 은 중요한 변곡점을 만들어 낼 것

공급 전략이 중요한 시점

수요는 저점에 다가가고 있지만, 1Q23 10 주 후반까지 증가할 DRAM 재고를 생각 하면 연내 가격 상승은 요원 해 보인다. 1Q23 DRAM 3사는 모두 영업적자 사이클 에 진입하는 가운데 재고가 급증한 상황에서 2Q23 을 맞이 할 것이며, 가격 하락은 지속 될 것이다. 막연한 수요 회복 전망에 의지해 공급 전략을 유지 할 경우 감내해야 할 고통이 크고, 길 가능성도 고려해야 한다.

감산 정책을 기반으로 한 당사의 DRAM 재고 시나리오에 따르면, 삼성전자와 SK 하이닉스 모두 2023 년 수요 9% YoY, 공급 -9% YoY 가 동시에 달성되어야 연말 재고를 정상 수준 가까이 맞출 수 있다. 1Q23 업황을 고려하면 매우 높은 벽이다.

삼성전자의 Pivot 명분

수요의 불확실성이 높을수록, 공급 전략의 Pivot 은 증대한 변곡점을 만들 수 있다. 그 열쇠는 인위 감산을 하지 않고있는 업계 1 위 삼성전자가 쥐고있고, 현재 삼성전자의 Pivot 에 대한 당위성은 그 어느 때보다 높다고 판단한다. 근거는 아래와 같다.

- ① 4Q22 DRAM 점유율 45%로 2019 년 이후 분기 최대치 달성
- ② 후발 주자들의 감산과 대규모 Capex cut 으로 점유율 하락 위험 제한적
- ③ 메모리 적자 사이클 진입에 따른 연결 영업적자에 대한 위험
- ④ 역대급 재고와 더불어 후발주자 대비 높은 재고를 보유하기 시작
- ⑤ 점유율 확대 전략 유지에도 업계 재편 가시성은 제한적

점유율 확대와 수익성 추구 전략은 공존할 수 없으며, 감산에 따른 단위 비용 증가보다 점유율 확대 전략 지속에 따른 손실이 더 클 수 있는 상황이라고 판단한다. 삼성전자의 Pivot 은 그 수준도 중요하지만, 고객사에게 전달하는 시그널 그 자체로도 업황의 회복 추세성과 속도를 결정지을 수 있는 중요한 변곡점이 될 것이다.

공급 추가 하향 가능성을 염두에 둔 투자전략 권고

현재의 공급 계획으로도 업계 재고 레벨은 연중 높겠지만, 2Q23~3Q23 재고 안정화 및 하락을 확인할 수 있을 것이다. 업황이 저점을 지나고 있는 상황에서 삼성전자의 Pivot 이 확인 될 경우 업황에 대한 눈높이는 제고 될 것이라 판단한다.

상승한 점유율을 기반으로 업황 회복기의 결실이 클 삼성전자를 최선호주로, 높은 탄력성과 중장기 AI 시장 개화에 따른 HBM (High Bandwidth Memory) 경쟁력 부각이 기대되는 SK 하이닉스를 차선호주로 제시한다.

Contents

1. 수요에 기대는 공급 전략의 리스크	3
2. 2023 년 DRAM 공급 전망	4
3. 연내 정상 수준으로의 재고관리 어려움	8
4. 수익성 추구로의 Pivot 명분 (삼성전자의 관점)	10
5. 긍정적 신호들	13
6. Value chain 주가의 Beta 형성 조건	18
7. 과거와는 다른 Value chain 의 회복 순서와 지속성	19
8. 후공정 관련주에 대한 관점의 전환 필요	21
9. 공급의 추가 하향을 염두에 둔 투자전략 권고	23
기업분석	
삼성전자 (005930): 수익성 추구 전략의 당위성 점증	25
SK 하이닉스 (000660): 2Q23 재고 안정화 시작 전망	33

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (2023년 03월 30일 기준)

매수	91.4%	중립	8.6%	매도	0.00%
----	-------	----	------	----	-------

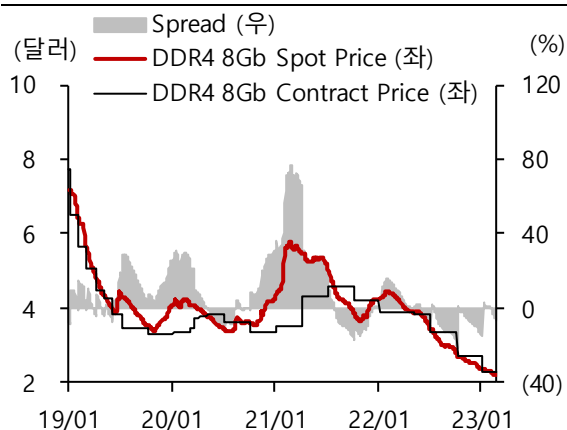
수익성 추구로의 Pivot 필요

(1) 수요에 기대는 공급 전략의 리스크

2023 년 반도체 업황은 연중 쉽지 않아 보인다. 2022 년 하반기부터 시작된 반도체 수요 둔화에 따른 출하 부진, 가격 하락은 시장의 예상을 뛰어넘고 있다. 금리 인상, 달러 강세 등의 소비자 구매력 하락도 역대급이지만, 과거 경기 이상의 반도체 수요 성장을 가능케 한 스마트폰, 서버 등 시장 개화 이후 우리는 기존 전방 시장의 성숙과 동시에 신규 전방 시장 개화의 공백기에 접어들었다고 판단한다.

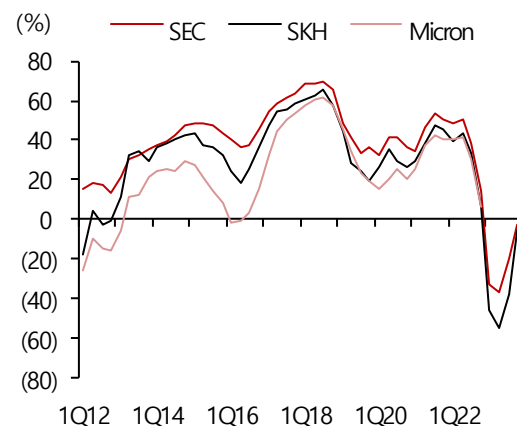
AI, 자율 주행, 5G/6G 등 앞으로의 반도체 시장 성장의 기울기를 가파르게 할 신규 전방은 매우 다양해 보이지만, 근시일 내 수요 부진을 해결 해 주기는 어렵다고 판단한다. 단기 전방 수요의 향방은 철저히 매크로와 역대급으로 하락한 반도체 가격에 의한 Restocking 의 시점과 그 수준에 따라 좌우 될 수 밖에 없다고 판단한다. 하지만 매크로는 예측의 범위를 넘어선 지 오래되었으며, 충분히 하락한 것으로 보였던 반도체 가격은 지속 하락하는 가운데 출하 또한 부진한 상황이다. 1Q23부터 삼성전자 역시 메모리 영업적자를 기록하기 시작하며, 메모리 업계 전체가 2023 년 내내 영업적자는 물론이고, 현금원가에 대한 고민까지 해야할 것으로 보인다. 막연한 수요 회복을 기반으로 한 공급 전략이 실패 할 경우 감내해야 할 고통은 매우 클 것으로 전망한다.

DRAM 현물가, 고정가격 추이 (DDR4 8Gb)



자료 : DRAMeXchange, SK 증권

DRAM 3사 영업이익률 추이 및 전망

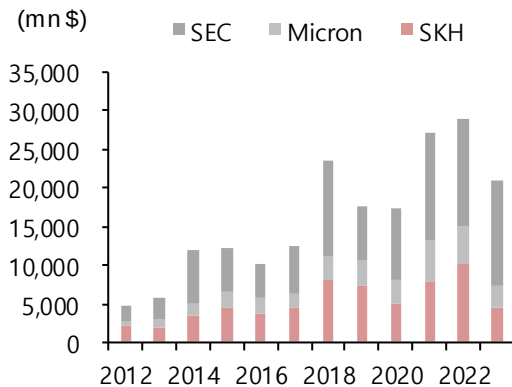


자료 : DRAMeXchange, SK 증권 추정

(2) 2023 년 DRAM 공급 전망

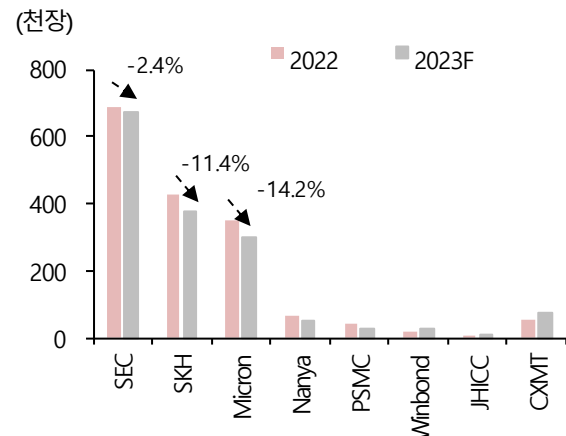
반도체 업황 부진으로 4Q22 부터 마이크론, SK 하이닉스는 인위 감산 (가동률 하향 조정) 발표와 더불어 대규모 Capex cut 을 통한 공급 제약에 나섰고, 삼성전자는 23 년 1 월 말 라인 재배치 및 Migration 을 통한 자연적 감산을 발표했다. 발표된 내용과 당사 채널 체크에 따르면, 2023 년 DRAM 3 사의 wafer input 은 삼성전자 -2.4% YoY, SK 하이닉스 -11.4% YoY, 마이크론 -14.2% YoY 하락할 것으로 추정 (시장 전체 -6.8% YoY)된다. 하락률 관점에서 역대급 감산이다. 다만, COVID-19 에 따른 비대면 수요 증가와 경기 부양책들에 따른 수요 성장, 이를 New-normal 로 대응했던 업계의 설비 투자를 감안하면 (2022 년 시장 전체 Wafer input +10% YoY) 2021 년 수준의 Wafer input 으로 조정되는 정도라고 할 수 있다.

DRAM 3 사의 2023 년 설비투자 계획



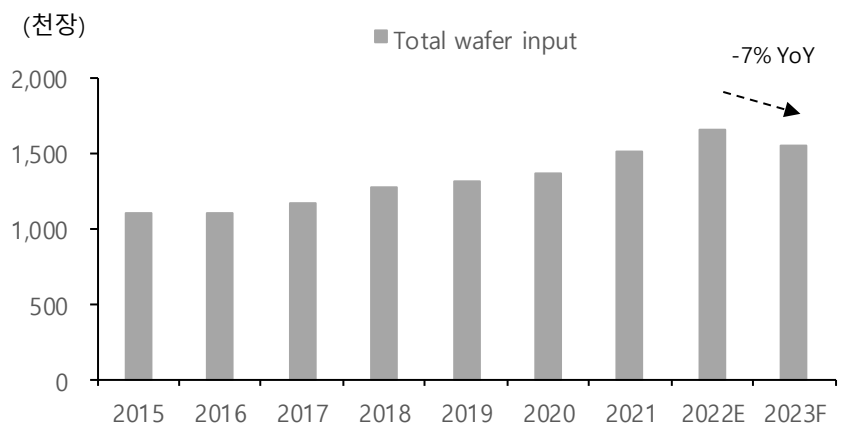
자료 : DRAMeXchange, SK 증권 전망

DRAM 업체들의 2023 년 평균 Wafer input 전망



자료 : DRAMeXchange, SK 증권 전망

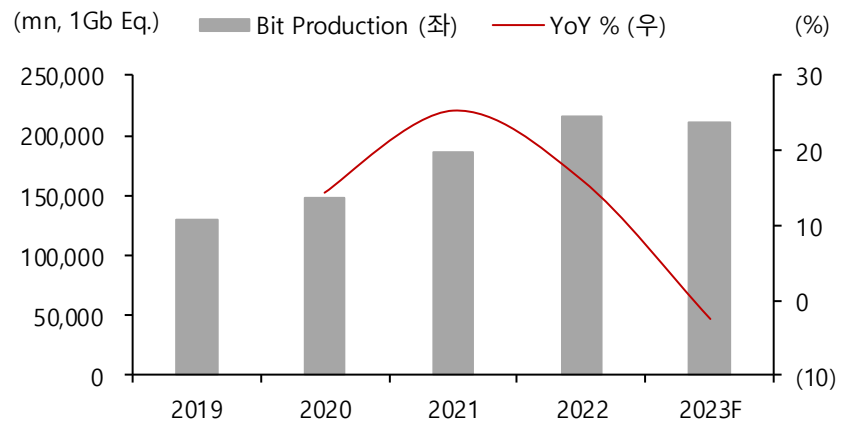
글로벌 DRAM Wafer input 추이 및 전망



자료 : DRAMeXchange, SK 증권 전망

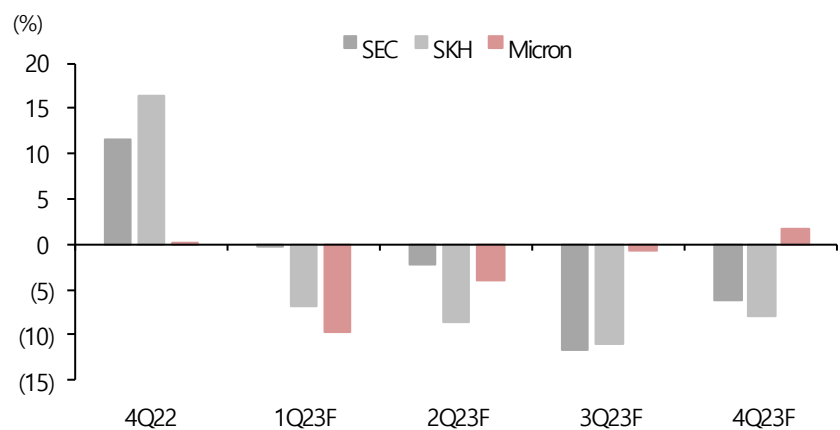
DRAM 업체들의 2023 년 Wafer input 계획을 감안한 Bit production 은 -2.5% YoY 를 기록할 것으로 전망된다. DRAM 3 사 기준 삼성전자 Flat YoY, SK 하이닉스 -5% YoY, 마이크론 -10% YoY 수준으로 추정한다. 매년 정도의 차이만 있을 뿐, 설비투자는 지속과 Migration 효과를 감안하면, Bit production 이 감소하기는 어렵다는 점에서 현재의 어려운 업황에 대한 대응이라 볼 수 있다. 다만, 생산 계획이 업황 대응에 충분할 지에 대해서는 재고에 대한 고민이 필요하다.

Global DRAM 생산 전망 (Bit 기준)



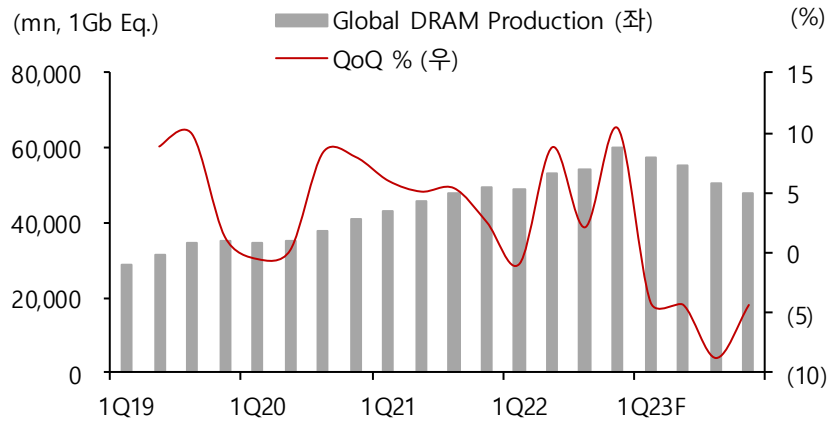
자료 : SK 증권 전망

2023 년 DRAM 3 사 분기별 생산 변화 전망 (Bit 기준)



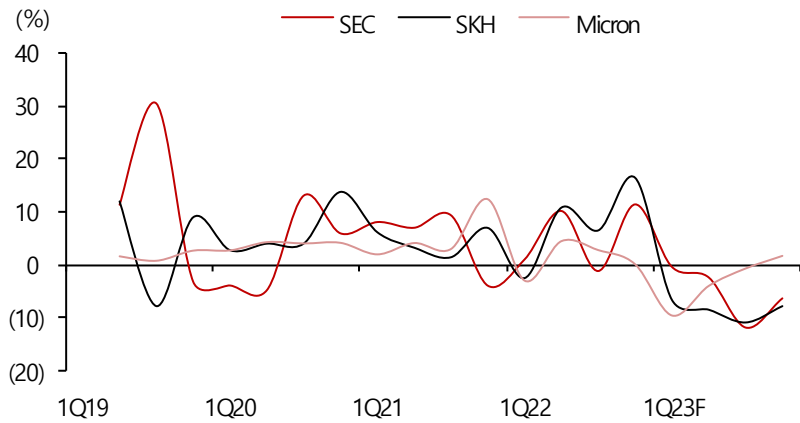
자료 : SK 증권 전망

Global DRAM 분기 생산 추이 및 전망 (Bit 기준)



자료 : DRAMeXchange, SK 증권 전망

DRAM 3사의 분기 생산 변화율 (QoQ %) 추이 및 전망



자료 : SK 증권

DRAM 업체 Fab 별 DRAM Capacity

(단위: K wafers/month)

Company	Name	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
Samsung	Fab 13	50	60	70	70	65	60	60	60	50	40	40	40	63	61	43
	Fab 15	200	200	200	200	200	200	200	200	190	180	170	170	200	200	178
	Fab 16	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
	Line 17(S3)	100	105	110	120	125	125	125	125	125	125	125	125	109	125	125
	H3	0	0	10	30	35	35	35	40	40	40	40	40	10	36	40
	P1L (Line 18)	100	100	105	105	105	105	110	110	100	95	95	95	103	108	96
	P2L (Line 18)	40	50	80	100	100	110	120	125	130	130	130	130	68	114	130
	P3L (Line 18)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	15	45	0	0	16
	12" equiv.	535	560	620	670	675	680	695	705	680	660	655	660	596	689	673
SK Hynix	M10	20	15	15	15	10	10	5	5	0	0	0	0	16	8	0
	M14	170	170	160	160	155	155	155	155	140	130	130	130	165	155	133
	M16	0	5	10	40	40	40	60	70	70	50	50	60	14	53	58
	Wuxi (C2)	160	160	170	185	190	205	220	230	210	180	180	180	169	211	188
12" equiv.		350	350	355	400	395	410	440	460	420	360	360	370	364	426	378
Micron	Fab6	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	Fab11	125	125	125	125	125	125	125	115	0	0	0	0	125	123	0
	Fab15	115	115	115	115	115	115	115	105	90	90	90	90	115	113	90
	Fab16	90	90	90	90	95	95	95	88	0	0	0	0	90	93	0
	OMT	0	0	0	0	0	0	0	0	188	188	188	188	0	0	188
12" equiv.		355	355	355	355	360	360	360	333	303	303	303	303	355	353	303
Nanya	Fab 3A	71	71	71	71	71	71	71	60	50	52	55	58	71	68	54
12" equiv.		71	71	71	71	71	71	71	60	50	52	55	58	71	68	54
PSMC	DRAM	13	11	10	10	8	10	11	9	8	8	9	10	11	10	9
	DRAM	31	37	38	38	39	37	32	25	20	20	21	23	36	33	21
12" equiv.		44	48	48	48	47	47	43	34	28	28	30	33	47	43	30
Winbond	Fab6	25	26	27	27	24	23	20	14	14	15	17	20	26	20	17
	KH	0	0	0	0	0	0	1	3	7	10	11	12	0	1	10
12" equiv.		25	26	27	27	24	23	21	17	21	25	28	32	26	21	27
JHICC	Jinjiang	6	6	6	7	8	8	9	10	10	10	10	10	6	9	10
12" equiv.		6	6	6	7	8	8	9	10	10	10	10	10	6	9	10
CXMT	Phase1	50	50	50	50	50	50	50	52	60	65	70	80	50	51	69
	Beijing Fab	0	0	0	0	0	2	5	5	5	6	8	10	0	3	7
12" equiv.		50	50	50	50	50	52	55	57	65	71	78	90	50	54	76
WW 12" equiv.		1,436	1,466	1,532	1,628	1,630	1,651	1,694	1,676	1,577	1,509	1,524	1,586	1,516	1,663	1,549
QoQ/YoY Growth			2%	5%	6%	0%	1%	3%	-1%	-6%	-4%	1%	4%		10%	-7%

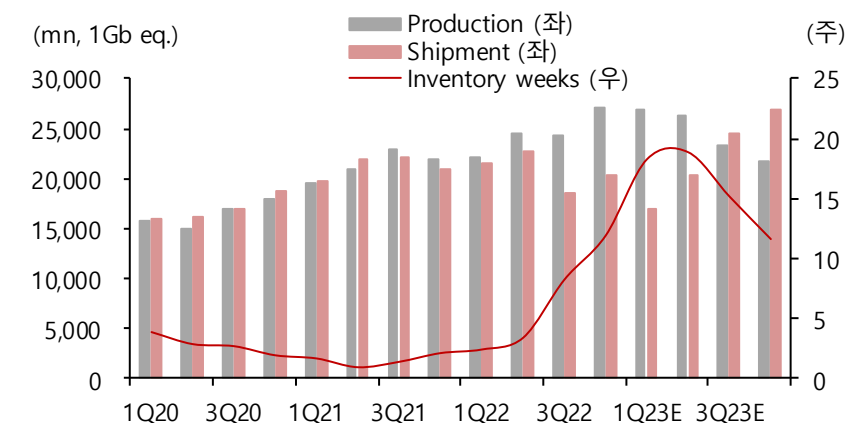
자료: TrendForce, SK 증권 추정

(3) 연내 정상 수준으로의 재고 관리 어려움

이번 다운사이클에서 업계가 보유한 재고의 레벨은 과거 대비 너무 높다. 과거의 다운 사이클에서 재고의 고점은 10 주 내외에서 형성되었으나, 이미 4Q22 말 삼성전자, SK 하이닉스의 DRAM 재고는 이미 10 주를 상회하기 시작한 것으로 추정된다. 1Q23 삼성전자와 SK 하이닉스의 출하는 각각 -16% QoQ, -22% QoQ 로 전망된다는 점에서 재고는 더 급증했을 것이다. 당사는 1Q23 말 기준 삼성전자, SK 하이닉스의 DRAM 재고는 10 주 후반에 이르기 시작할 것으로 전망한다.

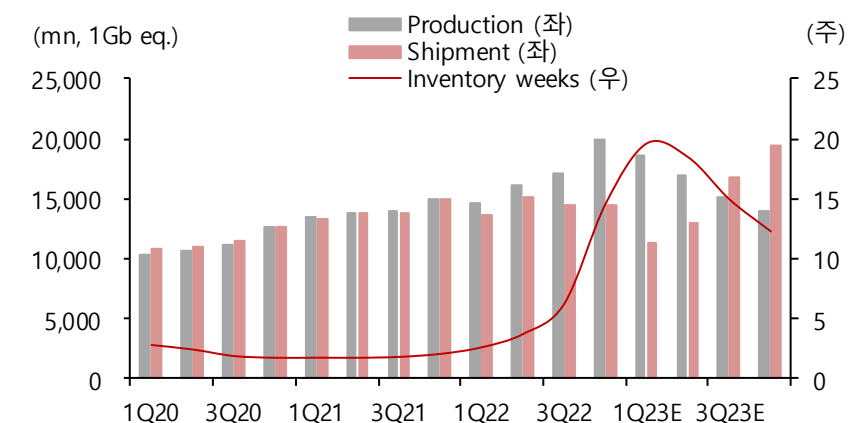
통상 업계의 적정재고 수준이 3~5 주라는 점을 감안하면, 유례없이 높은 재고이다. 완제품 재고가 매우 높은 상황에서 전공정을 거치고 있는 웨이퍼를 즉각적으로 완제품화시킬 유인이 없다는 점에서 재공재고도 역대급 수준일 수 밖에 없다.

삼성전자 DRAM 재고 주수 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM 재고 주수 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 모두 연내 10 주 이내로의 재고 관리가 매우 도전적인 과제가 될 가능성이 높다. 당사의 생산과 출하 변화율에 따른 DRAM 재고 시나리오에 따르면 연말까지 DRAM 재고가 10 주 이내로 하락하기 위해서는 9% 이상의 생산 감소와 9% 이상의 수요 성장이 동시에 진행되어야 한다. 앞서 언급한 대로, 2023 년 삼성전자의 생산 Flat 과 SK 하이닉스의 생산 -5% 수준의 생산 계획이 그대로 유지될 경우, DRAM 재고는 연말까지 10 주를 상회할 가능성이 매우 높아진다. 현재 시나리오라면, 2023 년 DRAM 가격 반등은 사실상 어렵다는 결론으로 귀결된다.

삼성전자 출하 및 생산 시나리오별 재고 주수

(단위: weeks)

		Shipment (YoY %)								
Production (YoY %)		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
	-12%	22.5	20.1	17.8	15.6	13.6	11.6	9.8	8.1	6.5
	-9%	24.6	22.1	19.7	17.5	15.4	13.4	11.6	9.8	8.2
	-6%	26.7	24.1	21.7	19.4	17.3	15.2	13.3	11.5	9.8
	-3%	28.8	26.1	23.6	21.3	19.1	17.0	15.1	13.2	11.5
	0%	30.9	28.2	25.6	23.2	20.9	18.8	16.8	14.9	13.1
	3%	33.0	30.2	27.6	25.1	22.8	20.6	18.6	16.6	14.8
	6%	35.1	32.2	29.5	27.0	24.6	22.4	20.3	18.3	16.4
	9%	37.2	34.3	31.5	28.9	26.5	24.2	22.0	20.0	18.1
	12%	39.3	36.3	33.5	30.8	28.3	26.0	23.8	21.7	19.7

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 출하 및 생산 시나리오별 재고 주수

(단위: weeks)

		Shipment (YoY %)								
Production (YoY %)		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
	-12%	22.1	19.7	17.4	15.2	13.2	11.3	9.5	7.8	6.2
	-9%	24.2	21.7	19.3	17.1	15.0	13.1	11.2	9.5	7.8
	-6%	26.3	23.7	21.3	19.0	16.9	14.9	13.0	11.2	9.5
	-3%	28.4	25.7	23.3	20.9	18.7	16.7	14.7	12.9	11.1
	0%	30.5	27.8	25.2	22.8	20.6	18.5	16.5	14.6	12.8
	3%	32.6	29.8	27.2	24.7	22.4	20.2	18.2	16.3	14.4
	6%	34.7	31.8	29.1	26.6	24.3	22.0	19.9	17.9	16.1
	9%	36.8	33.8	31.1	28.5	26.1	23.8	21.7	19.6	17.7
	12%	38.9	35.9	33.1	30.4	27.9	25.6	23.4	21.3	19.4

자료: SK 증권 추정

(4) 수익성 추구로의 Pivot 명분

수익성 추구 전략에 대한 당위성은 그 어느 때 보다는 높다고 판단한다. 업종을 막론하고, 선두 업체는 업황 하락기에 버틸 수 있는 체력과 높은 기술력을 기반으로 점유율 확대 전략을 통해 격차를 확대해 위기를 기회로 삼을 수 있지만, 현재의 업황은 과거의 다운사이클과 매우 상이하다고 판단한다.

업계 1 위인 삼성전자의 관점에서 보면,

1) DRAM 점유율 확대 성공 (4Q22 기준 45%)

2012 년 이후 삼성전자의 분기 기준 최대 DRAM 점유율은 3Q16 50%였고, 2019 년 이후 41%~45% 점유율 Band 에서 등락을 거듭해왔다. 후발 주자들이 먼저 감산에 나서기 시작했고, 감산 폭이 더 크다는 점에서 점유율 하락에 대한 위험은 매우 낮은 상황이라고 판단한다.

2) 연결 기준 영업적자에 대한 위험

삼성전자의 Business model 이 메모리의 수익으로 메모리 재투자, 파운드리 투자, Set 의 개발 및 마케팅 등 주력 사업의 업계 1 위 유지 및 초격차를 위한 다양한 전략 창출이었다. 삼성전자는 1Q23 부터 메모리 영업적자를 기록하기 시작하면서 연중 내내 메모리 사업은 영업적자를 지속할 것으로 전망된다는 점에서 점유율 확보 전략 유지에 대한 당위성은 과거 대비 낮을 수 밖에 없다.

3) 경쟁사보다 늦은 자연감산 결정에 따른 후발주자 대비 높은 재고사이클 시작

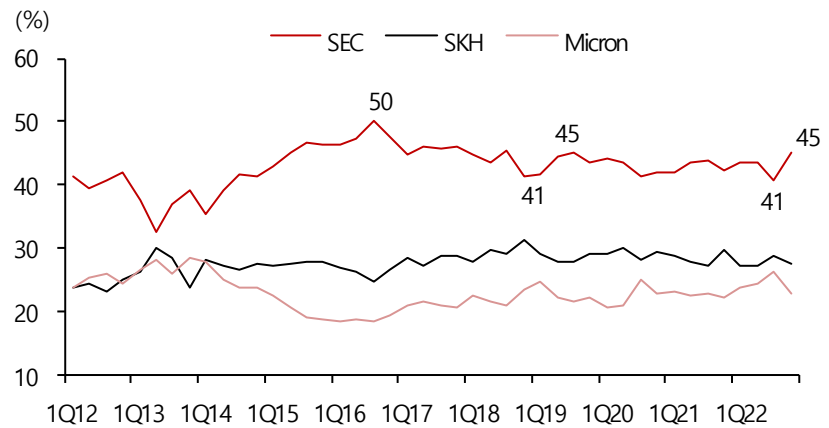
SK 하이닉스, 마이크론 대비 늦은 감산 결정과 예상을 하회하는 수요 상황은 삼성전자의 DRAM 재고를 경쟁사대비 높게 만들 것이다. 경쟁사들은 선제적 감산으로 2Q22 부터 재고주수의 하락이 예상되며, 삼성전자의 경우 3Q22 부터 재고주수가 하락 할 것이다. 재고가 낮은 업체가 다가올 Restocking 사이클에서 상대적으로 유리할 것이라 판단한다.

4) 역대급 다운사이클에도 업계 재편 가시성 낮음

현금원가와의 격차를 걱정해야 할 정도의 역대급 다운사이클임에도 불구하고, 업계 재편 가시성은 과거대비 낮다고 판단한다. 반도체는 각 국가의 전략물자화 되었고, 향후 국가 경쟁력에 영향을 미칠 핵심 품목 중 하나이기 때문이다.

업황이 예상을 하회할수록, 업계는 점유율 확보 전략보다는 수익성 추구 전략으로 선회할 가능성이 높다고 판단한다.

DRAM 3사 점유율 추이 (1Q12~4Q22)



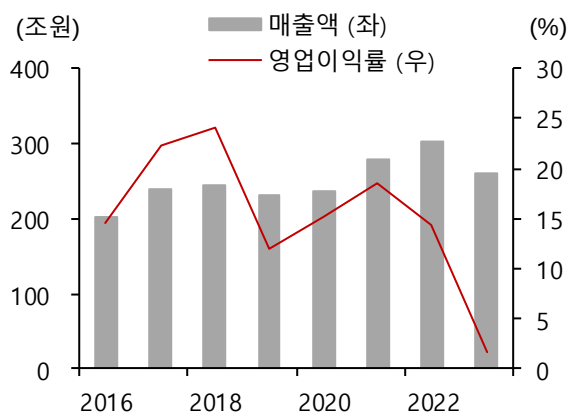
자료 : DRAMeXchange, SK 증권

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 영업이익률 추이 및 전망



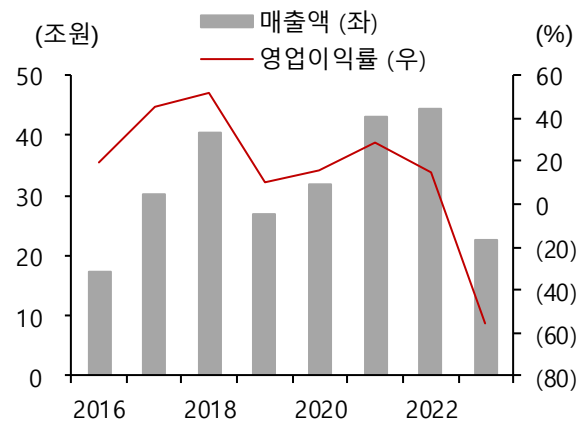
자료 : SK 증권 추정

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망



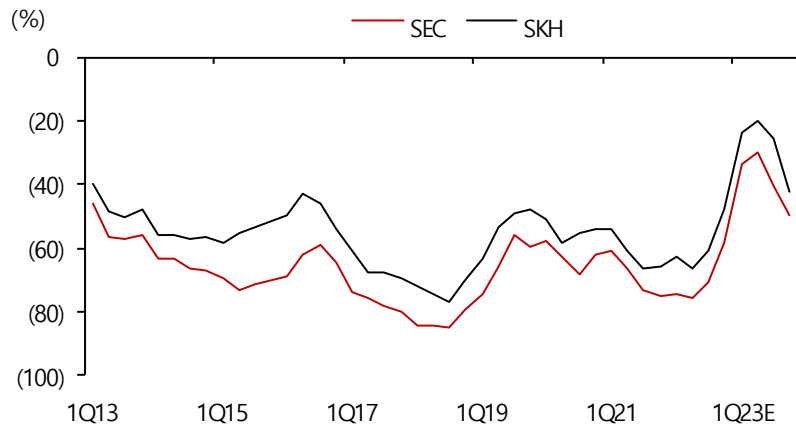
자료 : 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연결 실적 추이 및 전망



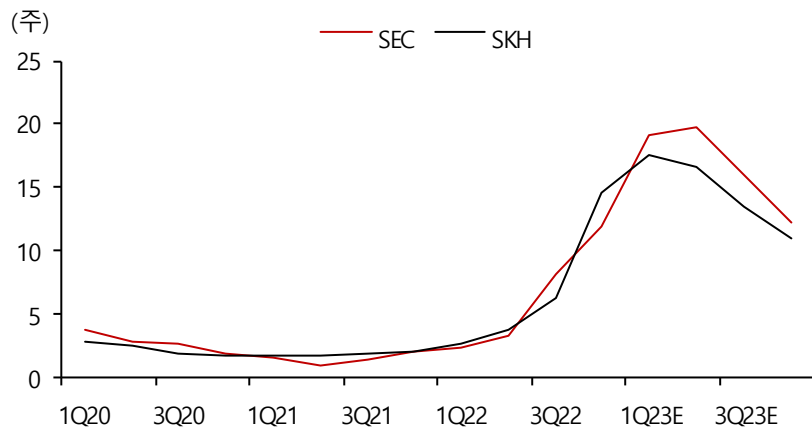
자료 : 전자공시, SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM ASP 대비 현금원가와의 격차 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 재고주수 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

(5) 긍정적 신호들

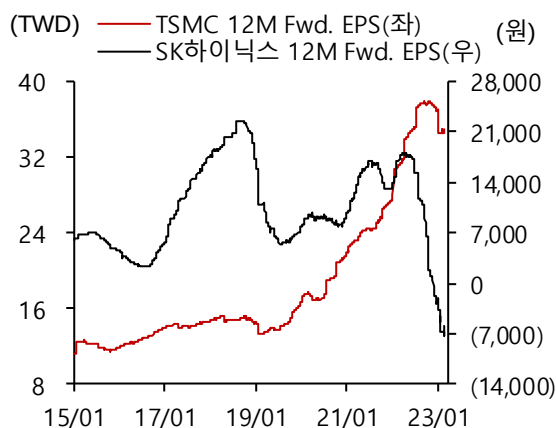
1) TSMC 의 12M Fwd. EPS 컨센서스 반등 중

최근 TSMC 등 비메모리 업체들의 실적 흐름이 바닥을 잡는 모습이다. 추세성은 지속 확인이 필요하지만, 긍정적인 현상이라 판단한다. 과거 반도체 다운사이클에서 TSMC 의 실적 컨센서스 안정화 및 상향 추세 전환은 메모리 업황 반전을 선행했기 때문이다. TSMC 의 Specialty 제품에 대한 독점적 지위를 감안하면, TSMC 에 대한 파운드리 주문은 Double Booking 이 거의 없는 실질 수요이며 재고 소진이 가장 빠를 수 밖에 없다. 해당 관점에서 출하량 증가가 메모리보다 빠르다.

또한 TSMC 실적의 핵심 변수는 '가격'이 아닌 '출하량'이라는 점에서, 고객사의 주문량이 회복되면 메모리보다 더 먼저 실적이 개선된다. TSMC 의 분기 기준 가동률은 3Q23부터 개선될 것으로 기대되며, 12M Fwd. EPS 컨센서스는 그 전에 상승이 가능할 것으로 판단한다.

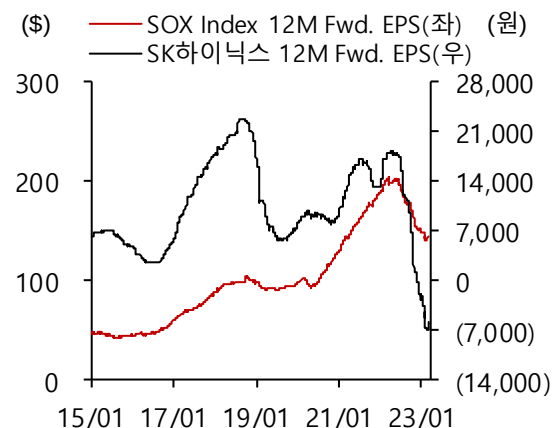
현재 메모리 업황 관점에서 '가격' 상승보다 '출하량 증가에 따른 재고 소진'이 선행되어야 한다는 점에서 TSMC 의 실적 컨센서스 반등은 긍정적 시그널이다. 2016 년과 2019 년에도 TSMC 의 12M Fwd. EPS 컨센서스 상승 전환 이후 메모리 컨센서스도 1~2 분기 시차를 두고 상승 전환했다. 최근 화두인 ChatGPT 등의 생성 AI 에 의한 반도체 수요 증가도 GPU, ASIC, FPGA 등의 비메모리부터 수혜가 시작되어 데이터센터 수혜가 시작될 때 메모리 관련 수요도 뒤따를 것으로 전망한다.

TSMC, SK 하이닉스 12M Fwd. EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

필라델피아 반도체 지수와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2) '현금원가'라는 마지노선

메모리 산업은 파운드리와 달리 수요에 따른 가격 변동이 매우 심하다. Specialty 수요도 있지만, Commodity 수요 비중이 더 높기 때문이다. 현재의 메모리 업황은 긴 설명이 필요하지 않을 정도로 역대급 다운사이클을 겪고 있다. 이에 따라 메모리 가격은 빠르게 하락하는 가운데, 출하량의 급반등은 아직 목격되고 있지 않은 상황이다. 가격 협상력의 반등을 위한 최소한의 조건인 “출하량 증가에 따른 재고 감소”라는 첫 단추도 끼우지 못했다.

예상보다 빠르게 하락하고 있는 메모리 가격은 역대급 수요 침체로 '현금원가 (Cash cost)'에 근접하기 시작할 것으로 전망된다. 이는 전방 시장의 Restocking 에 대한 수요를 예상보다 빠르게 앞당기며 출하량 감소와 가격 하락의 폭을 완화시키기 시작할 수 있는 요인이 될 것이라 판단한다.

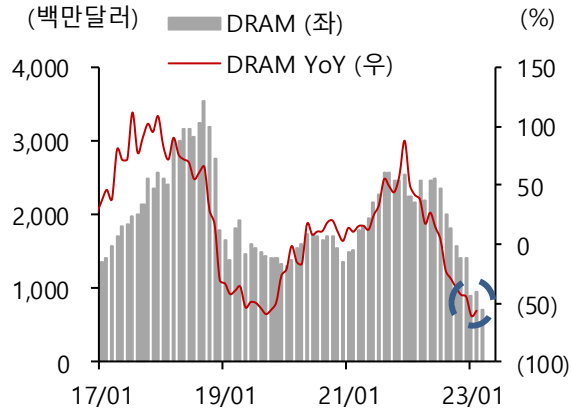
현금원가에 대한 근접이 수요의 가격 탄력성을 점진적으로 발현 시킬 것이라는 전망에서 현재 우리가 지나고 있는 다운사이클의 골이 그 어느 때 보다 깊다고 할 수 있으나, 저점을 가늠할 수 없는 상태에서의 막연한 하락이 더 고통스러울 것이다.

DRAM 보다 빠르게 업황이 악화된 NAND 는 삼성전자를 제외한 대부분의 업체들이 현금원가에 근접하기 시작했다. 수출 통계에 따르면, 2022 년 10 월부터 전년동기대비 수출액이 하락한 NAND 는 2022 년 12 월 이후 전년동기대비 수출액의 낙폭이 DRAM 보다 빠르게 축소되고 있는 상황이다. 메모리의 전망은 동일하다는 점에서 현금원가에 근접하고 있는 NAND 가격 하락에 따른 수요의 탄력성이 소폭이나마 발현되고 있다.

DRAM 역시 1Q23 부터 삼성전자를 포함한 주요 3 사가 모두 영업적자 구간에 진입하기 시작해 현금원가와 격차가 20~30% 수준까지 좁혀지기 시작할 것으로 판단되는데, 해당 수준은 2012 년을 마지막으로 한 번도 도달한 적이 없다. 2012 년은 서버 시장이 본격 개화하기도 전이다. 결국 DRAM 역시 2Q23 내 수요의 가격 탄력성이 나타나기 시작하며, 출하량의 반등 및 수출 금액의 낙폭 축소가 시작 될 것으로 전망한다.

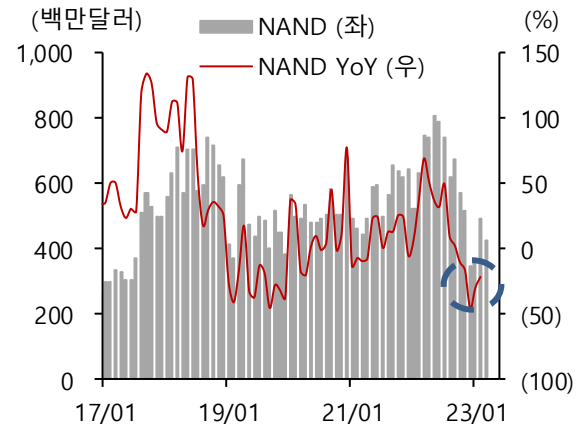
공급사들의 공급 정책이 더 보수적으로 변할 수록, 상반기 가격 하락 폭이 클수록 (현금 원가와 더 가까워 질 수록)업황 저점에 대한 기대감은 점증 할 수 있다고 판단한다.

한국 DRAM 월별 수출액 추이



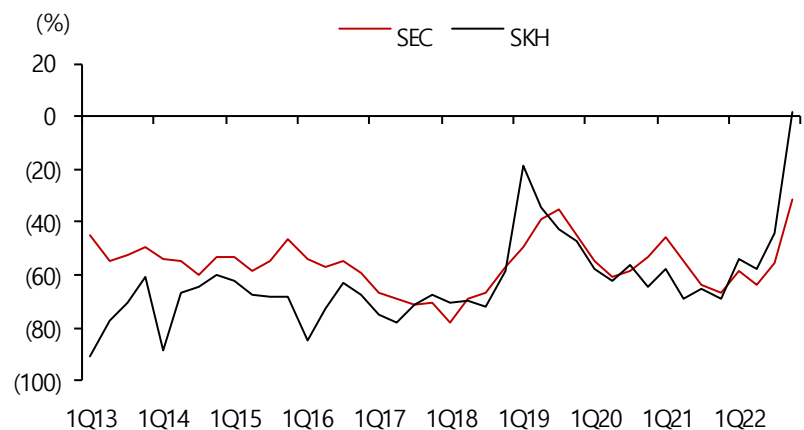
자료 : 통계청, SK 증권

한국 NAND 월별 수출액 추이



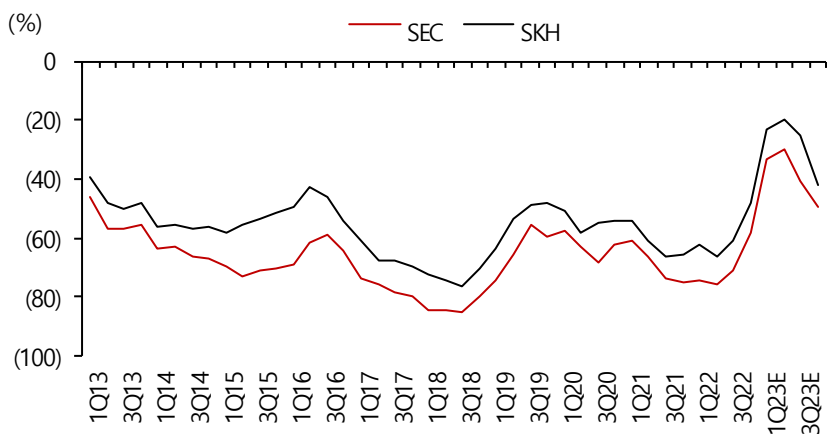
자료 : 통계청, SK 증권

삼성전자, SK 하이닉스 NAND ASP 대비 현금원가와의 격차 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM ASP 대비 현금원가와의 격차 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

3) 2023 년 역대급 Capex cut 에 따른 2024 년 공급 증가 기대치 제한적

그 어느 때 보다는 부진한 수요 상황 하에서 DRAM 업체들의 Capex cut 과 감산이 동시에 진행되고 있다. 특히 2023 년 하반기 및 2024 년 공급 증가에 관련이 깊은 2023 년 DRAM Capex 는 2022 년 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 전망된다. 마이크론과 SK 하이닉스는 2022 년 대비 50% 수준의 Capex cut 계획과 더불어 공급 증가에 영향을 미치는 설비투자의 경우 그 이상 감축하겠다고 발표했다. 삼성전자 역시 DRAM Capex 규모는 2022 년과 유사하지만, 설비투자 비중은 하락 할 것이라 언급했다.

2023 년 DRAM 업황이 모든 업체들의 영업적자 지속으로 이어질 가능성이 높은 상황에서 가격 하락 폭과 재고 증가는 예상을 크게 상회하고 있다. 이에 대응하기 위해 감산을 진행하고 있다는 점을 감안하면, Capex 에 대한 기대감은 연중 낮을 것이다. 이는 2024 년 공급 증가에 대한 우려만큼은 과거 대비 낮은 상태에서 수요 회복을 기다리게 될 것이라는 것을 의미한다.

오히려 이미 하향 조정된 Capex 의 추가 하향, 추가 감산까지 적극적으로 고려해야 하는 업황이다. 1Q23 10 주 후반까지 상승할 재고 상황에서 과거 다운사이클의 재고 고점이었던 10 주 안팎까지의 재고 수준을 2023 년 말까지 달성하기 위해서는 9%의 이상의 생산 감소와 9%의 이상의 수요 증가가 동시에 진행되어야 한다. 현재 DRAM 3 사의 감산 계획과 1Q23 더 낮아진 수요의 기저를 감안하면 매우 높은 벽으로 판단되며, 중장기 성장을 위한 Capex 외의 단순 생산 증가를 통한 점유율 확대 목적의 Capex 유지는 추가 가격 하락의 여지를 제공할 것이라는 점에서 Capex 는 과거 대비 더 보수적 관점에서 검토 될 가능성이 높다고 전망한다.

삼성전자 출하 및 생산 시나리오별 재고 주수

(단위: weeks)

		Shipment (YoY %)								
		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
Production (YoY %)	-12%	22.5	20.1	17.8	15.6	13.6	11.6	9.8	8.1	6.5
	-9%	24.6	22.1	19.7	17.5	15.4	13.4	11.6	9.8	8.2
	-6%	26.7	24.1	21.7	19.4	17.3	15.2	13.3	11.5	9.8
	-3%	28.8	26.1	23.6	21.3	19.1	17.0	15.1	13.2	11.5
	0%	30.9	28.2	25.6	23.2	20.9	18.8	16.8	14.9	13.1
	3%	33.0	30.2	27.6	25.1	22.8	20.6	18.6	16.6	14.8
	6%	35.1	32.2	29.5	27.0	24.6	22.4	20.3	18.3	16.4
	9%	37.2	34.3	31.5	28.9	26.5	24.2	22.0	20.0	18.1
	12%	39.3	36.3	33.5	30.8	28.3	26.0	23.8	21.7	19.7

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 출하 및 생산 시나리오별 재고 주수

(단위: weeks)

		Shipment (YoY %)								
		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
Production (YoY %)	-12%	22.1	19.7	17.4	15.2	13.2	11.3	9.5	7.8	6.2
	-9%	24.2	21.7	19.3	17.1	15.0	13.1	11.2	9.5	7.8
	-6%	26.3	23.7	21.3	19.0	16.9	14.9	13.0	11.2	9.5
	-3%	28.4	25.7	23.3	20.9	18.7	16.7	14.7	12.9	11.1
	0%	30.5	27.8	25.2	22.8	20.6	18.5	16.5	14.6	12.8
	3%	32.6	29.8	27.2	24.7	22.4	20.2	18.2	16.3	14.4
	6%	34.7	31.8	29.1	26.6	24.3	22.0	19.9	17.9	16.1
	9%	36.8	33.8	31.1	28.5	26.1	23.8	21.7	19.6	17.7
	12%	38.9	35.9	33.1	30.4	27.9	25.6	23.4	21.3	19.4

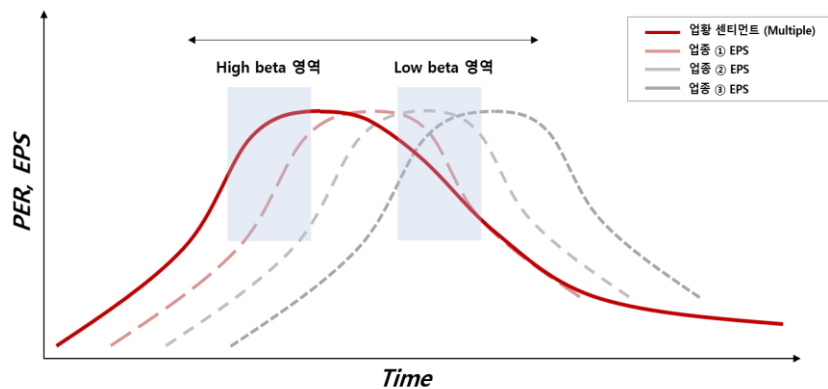
자료: SK 증권 추정

(6) Value chain 주가의 beta 형성 조건

1) 실적 반등이 빠를수록 유리

이 순서가 중요한 이유는 주가의 high-beta 여부를 결정짓는 포인트가 될 가능성이 높기 때문이다. 통상 업황 회복기 초입에 반도체 산업 전반의 Multiple 이 회복되기 시작하는데, 이 때 가장 먼저 회복이 시작되고, 그 폭이 큰 업종이 Multiple 과 EPS 동반 회복의 시너지 ($\Delta P/E \uparrow * \Delta EPS \uparrow$)를 내기에 유리하다고 판단하기 때문이다.

Value chain 주가의 Beta 가 형성되는 일반적 논리



자료 : SK 증권

일반적 회복 사이클에서 Capex 재개 및 상향이 Value chain 에 가장 먼저 영향을 미치기 시작한다. 주가의 Beta 는 전공정 장비, Before-market parts > 소재 > OSAT 인 것이 당연했고, 이런 사례가 반복되며 전공정=High beta 라는 인식이 일반화 되었다고 판단한다. 여전히 반도체 전체 Capex 중 전공정에 대한 비중이 후공정 대비 높기도 하다.

2) Leverage 효과가 높을수록 (EPS 반등 폭이 클수록) 유리

Leverage 효과에 따른 드라마틱한 실적의 상승도 중요한 포인트이다. 고정비 비중이 변동비 비중 대비 높은 Business model 일수록 영업 Leverage 효과가 클 수 밖에 없다. 이는 매출액 회복기에 타 업종 대비 높고 빠른 이익 상승을 가능하게 한다. 일반적으로 Capex 상승기에 반도체 Value chain 중 장비 업종이 가장 Leverage 효과가 높으며, 이 점은 크게 변하지 않을 것으로 판단한다.

(7) 과거와는 다른 밸류체인 회복 순서와 지속성

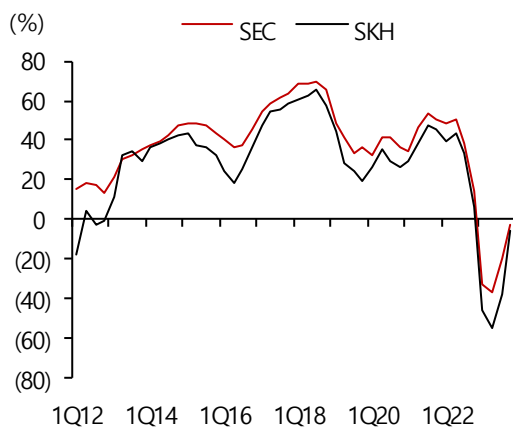
다가올 반도체 업황의 점진적 회복기에 반도체 Value chain 의 회복 순서와 지속 기간, 강도는 과거와 상이할 것으로 전망한다. 과거의 반도체 업황 회복 사이클에서 Value chain 관점의 가장 선행했던 포인트는 Capex 상향 조정에 대한 기대감이었지만, 이번 사이클에서는 Capex 상향에 대한 기대감은 과거 대비 후행 할 가능성이 높다고 판단한다. 근거는 아래와 같다.

1) 너무 높은 재고와 낮은 가격에서 출발

과거 다운사이클과 달리 이번 사이클에서 DRAM 재고는 1H23 10 주 후반에서 Peak 를 형성할 것으로 예상되는 가운데, 수요의 회복세는 예상을 하회하고 있다. 현재 업계의 감산 수준을 감안하면 2023 년 말까지도 10 주 이내의 재고 형성이 어렵다.

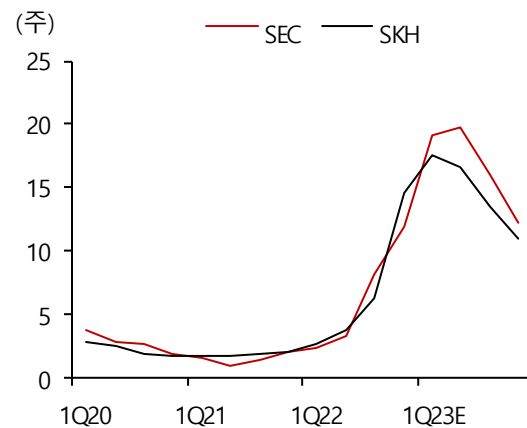
업계 전체적으로 감산을 통한 공급 제한으로 수급 균형을 맞춰나가는 과정의 당위성이 점증하는 상황에서 재고의 충분한 안정화 이전까지 업계 전반의 Capex 상향에 대한 논의는 빠르게 진행되기 어려울 것으로 판단한다. 감산은 Chip 당 감가상각비를 증가시켜 수익 구조를 악화시킨다는 점을 감안하면, 업황 침체기에 가격 방어를 위한 마지막 대응책이기 때문이다. 감산 라인의 가동률 회복이 Capex 회복보다 먼저이다.

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 영업이익률 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

삼성전자, SK 하이닉스 DRAM 재고 주수 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

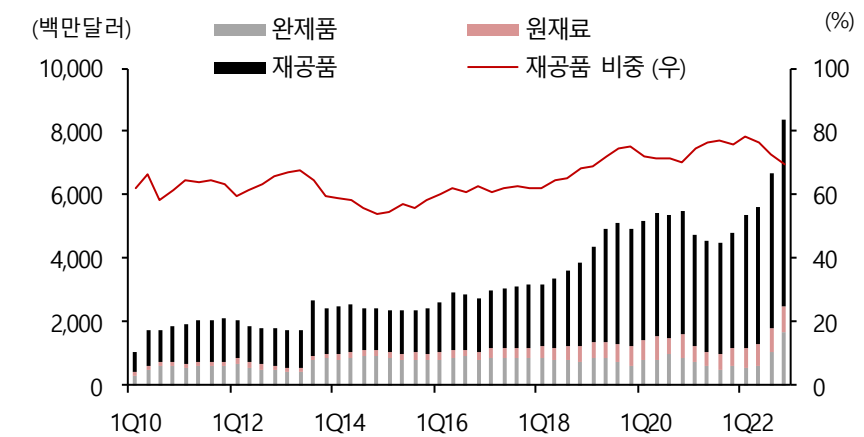
2) 가동률 회복보다 출하 증가를 통한 재고의 안정화가 가장 먼저

이번 업황 회복 초기에 Value chain 관점에서 나타날 현상은 공급사의 완제품 재고의 출하를 통한 소진, 재공 재고의 완제품화, 감산의 점진적 종료가 될 것이다. 이 과정에서 Value chain 기준 메모리 OSAT 업체들의 가동률 증가가 가장 선행되고, 이후 소재 및 부품 업종의 가동률이 상승하기 시작할 것이다.

3) 재공 재고가 완제품 재고보다 더 빨리, 많이 증가했다

역대급 다운사이클을 거치는 과정에서 재공 재고가 완제품 재고보다 더 빨리, 많이 증가하고 있는 것으로 보인다. 재공 재고는 공정난이도 상승에 따른 TAT (Turn-Around Time) 증가와 설비투자 지속, Migration 효과 등을 감안하면 지속 증가하는 것이 일반적이지만, 최근 그 상승 속도는 과거 대비 훨씬 빠르다고 판단한다. 이미 완제품 재고가 크게 증가해 있는 상황에서 지속 증가하고 있는 재공 재고를 즉각적으로 후공정을 거쳐 완제품화 시킬 유인이 높지 않기 때문이다.

SK 하이닉스의 재고자산, 재공품 비중 추이



자료 : SK 하이닉스, SK 증권

(8) 후공정 관련주에 대한 관점의 전환 필요

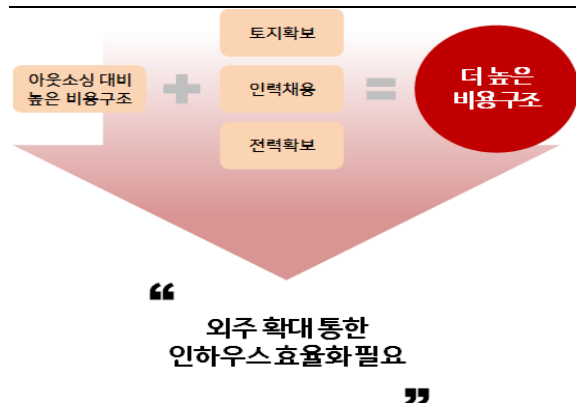
업계 전체의 감산이 크고, 길지 않았던 과거 다운사이클에서의 업황 회복 시점 진입 시 선행했던 현상은 다운사이클을 거치며 하락했던 Capex 의 상승이었다. 이에 따라 Value chain 의 회복 모멘텀은 전공정 장비, Before market parts-→소재-→메모리 OSAT 였지만, 이번 사이클에서는 역순 (메모리 OSAT-→소재, 부품-→전공정 장비)이 될 가능성이 높다고 판단한다.

국내 메모리 후공정 업체들이 최근 2 년여간 주력 고객사들의 외주화 정책으로 점유율 상승을 겪었다는 점을 감안하면, 현재의 업황 부진 및 감산에 따른 De-leverage 가 타 업종 대비 클 수 있어 단기 부담 요인이다. 다만, 업황 회복기에는 Leverage 효과 역시 두드러 질 것이다.

후공정 외주화 정책 역시 지속 될 것으로 전망한다. 2023 년 Bit production 의 역성장을 전망하는 상황에서 외주의 축소는 자연스럽다. 하지만 반도체의 미세화의 축이 전공정에서 후공정으로 이동하고 있다는 점을 감안하면 In-house 는 고부가 후공정 위주로 지속 재편 될 것이며, 기존의 범용 후공정은 외주화를 통해 효율화를 지속 할 것으로 판단하기 때문이다. 단기적으로 물량이 업황에 연동 될 뿐이다.

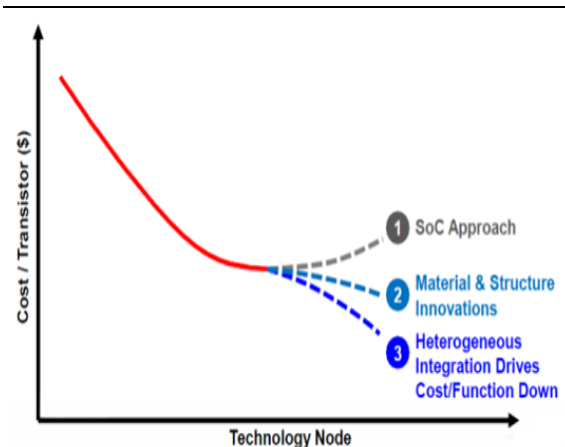
메모리 후공정의 가동률 상승이 업황 회복의 시그널이 될 것이라는 점에서도 메모리 후공정 외주사와 관련 서플라이체인이 과거 대비 주목 받을 수 있다고 판단한다.

후공정 외주화 정책의 명분



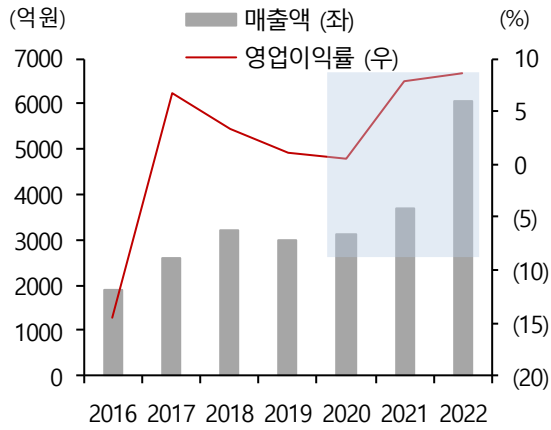
자료 : SK 증권

반도체 미세화를 위한 고부가 후공정 역할 증가



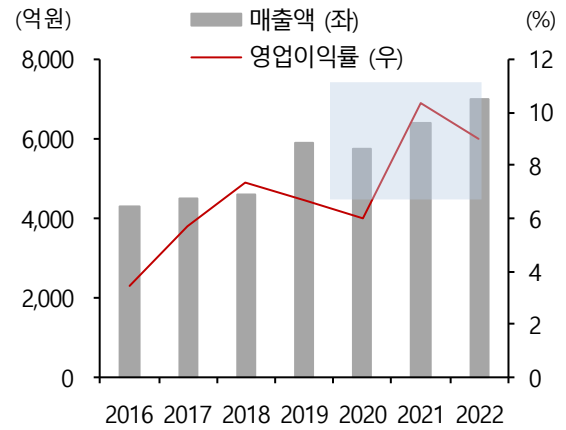
자료 : TSMC, SK 증권

하나마이크론 연간 실적 추이 (별도)



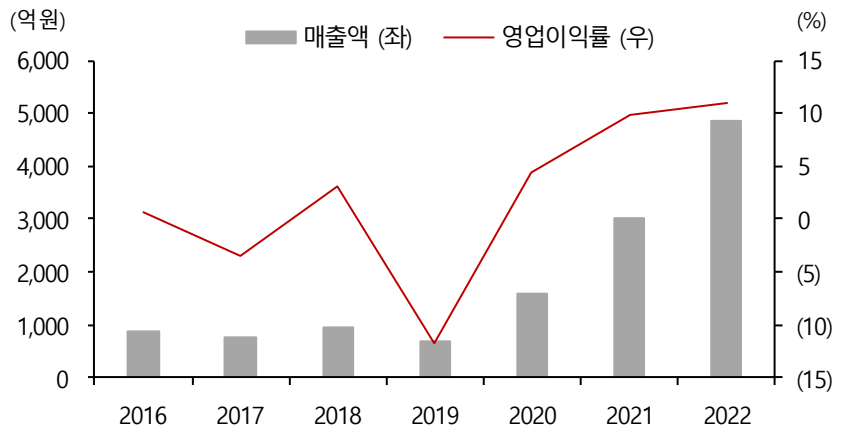
자료 : 전자공시, SK 증권

SFA 반도체 연간 실적 추이 (연결)



자료 : 전자공시, SK 증권

한양디지텍 연간 실적 추이 (연결)



자료 : 전자공시, SK 증권

(9) 공급의 추가 하향 가능성을 염두에 둔 투자전략 권고

반도체 공급 계획의 추가 하향 가능성을 염두에 둔 투자전략을 권고한다.

경기 침체에 따른 수요 불확실성이 지속되는 구간에서 현재의 업황은 불과 2 개월 전 상황보다 더 악화되며 연간 수요에 대한 눈높이가 하락하고 있다. 불확실한 수요에 대한 전망을 근거로 한 기존의 공급 전략은 하반기 수요 급반등이라는 막연한 전망에 의지하는 것일 수 밖에 없다. 공급사들은 자신들이 할 수 있는 것에 집중할 명분이 점점 줄어들 것이며, 업황 대응 차원에서의 해결책은 공급의 추가 하향이라고 판단한다.

공급의 Key 를 쥐고있는 업계 1 위 삼성전자의 점유율 확대 전략은 4Q22 DRAM 점유율 45%라는 충분한 성과를 내며 후발 주자들과의 격차를 더 확대했다. 2023 년 Capex 역시 후발 주자들과의 격차는 클 수 밖에 없고, 수익성 역시 상대적으로 더 양호할 것으로 전망되며, 후발 주자들이 선행적으로 감산을 시작했다는 점에서 삼성전자의 DRAM 점유율의 하락보다는 상승 가능성이 더 높다. 높아진 점유율을 기반으로 업황 회복기의 결실은 후발 주자 대비 더 클 것이다.

1Q23 삼성전자를 포함한 DRAM 업계는 영업적자 사이클에 진입하기 시작해 연중 지속될 위기에 처해있으며, 10 주 중반을 상회하기 시작한 업계의 재고와 수요 상황을 고려하면 DRAM 가격은 연중 하락할 가능성이 높은 상황이다. 이번 다운사이클에서 유일하게 '점유율'이라는 성과를 낸 삼성전자는 그 대가로 1Q23 부터 후발 주자보다 높은 재고를 보유하게 될 위험에 처해있다. 다운사이클에서의 높은 재고는 예측하기 어려운 재고평가손실 등의 추가 부담까지 감내해야 하며, 고객사와의 가격 협상에서도 유리한 위치를 점하기 힘들다. 먼저 감산을 진행한 후발주자들은 재고가 상대적으로 먼저 안정화 되기 시작할 것이라는 점에서 삼성전자의 '수익성 추구 전략'으로의 선회 명분은 높아지고 있다고 판단한다.

업계 전체의 '수익성 추구 전략'의 강화는 2023 년 하반기 DRAM 재고에 대한 눈높이를 빠르게 낮춰 업황 탄력성을 높게 될 것으로 전망한다. 현재의 공급 계획 관점에서 재고 레벨은 연중 과거 대비 높겠지만, 우리는 2Q23~3Q23 사이에 재고의 안정화 및 하락 시작을 확인 할 수 있을 것이다. 주가의 추세성과 상승 여력은 수요가 결정지를 것으로 판단하지만, 업황은 저점을 통과하기 시작할 것으로 전망한다.

상승한 점유율을 기반으로 업황 회복기 결실이 클 삼성전자를 최선호주로, 업계의 수익성 추구 전략 강화에 따른 높은 탄력성과 중장기 AI 시장 개화에 따른 HBM (High-Bandwidth Memory) 경쟁력 부각이 기대되는 SK 하이닉스를 차선호주로 제시한다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

한동희

donghee.han@sk.com

3773-8826

Company Data

자본금	898 십억원
발행주식수	596,978 만주
자사주	2,201 만주
액면가	100 원
시가총액	374,305 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외15)	20.73%
국민연금공단	7.68%
외국인지분율	50.87%
배당수익률	2.3%

Stock Data

주가(23/03/29)	62,700 원
KOSPI	2,443.92 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	70,200 원
52주 최저가	52,600 원
60일 평균 거래대금	825 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.5%	2.1%
6개월	19.2%	5.9%
12개월	-10.7%	0.2%

삼성전자 (005930/KS | 매수(신규편입) | T.P 80,000 원(신규편입))

수익성 추구 전략의 당위성 점증

1Q23 영업이익 0.3 조원 (-93% QoQ) 예상. 메모리 영업적자 전환 영향

2Q23 모바일 수요 반등, 하반기 서버 수요 회복 시작 예상으로 출하 반등 예상

2Q23 자연 감소 및 Migration 효과로 메모리 재고 안정화 이후 3Q23 하락 전망

2023 년 실적의 저점을 지나는 2Q23 이 투자의 적기가 될 것으로 판단

수익성 추구 전략의 당위성 점증 구간 진입. 업황 회복세를 결정지를 중요한 변수

1Q23 영업이익 0.3 조원 (-93% QoQ) 예상

삼성전자의 1Q23 연결실적은 매출액 62 조원 (-12% QoQ), 영업이익 0.3 조원 (-93% QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 영업이익 기준 DS -4.7 조원, DX 4.3 조원, SDC 0.6 조원 등이다. 갤럭시 S23 등의 출하 호조와 ASP 상승이 전망된다는 점이 고무적이지만, 반도체 수요 하락 지속에 따른 판가 하락과 출하 감소로 메모리가 큰 폭으로 영업적자 전환하며 BEP 수준의 연결 영업이익이 불가피 하다고 판단한다.

2023 년 영업이익 4.3 조원 (-90% YoY) 전망. 실적 저점은 2Q23

2023 년 연결 영업이익은 4.3 조원 (-90% YoY)으로 전망한다. 메모리의 가격과 고객사 재고 수준, 조정 기간을 감안하면, 출하는 2Q23 모바일, 하반기 서버 회복 시작으로 반등세 지속을 전망한다. 메모리 적자 지속으로 2Q23 이 2023 년 분기 실적의 최저점이 될 것이나, 자연감산 및 Migration 효과 점증에 따른 재고 안정화로 3Q23 재고 하락에 대한 기대감과 공급 전략의 Pivot 기대감이 상승할 수 있는 구간이 될 것이다.

실적의 저점을 지나는 2Q23 이 투자의 적기가 될 것

삼성전자에 대해 투자이견 BUY 와 목표주가 80,000 원으로 Coverage 를 개시한다. 목표 주가는 2023E BPS 50,132 원에 Target P/B 1.6X (업황 반등 전인 2011, 12, 16, 19 년 P/B 평균)를 적용했다. 이번 다운사이클에서 DRAM 점유율 확보 성공, 후발 주자들의 낮은 점유율 의지, 가장 높은 투자 여력을 감안하면 업황 회복기의 탄력은 과거 대비 높을 것으로 전망한다. 2023 년 실적의 저점을 지나는 2Q23 이 투자의 적기가 될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	236,807	279,605	302,231	260,494	279,769	316,139
yoy	%	2.8	18.1	8.1	-13.8	7.4	13.0
영업이익	십억원	35,994	51,634	43,377	4,254	26,087	44,259
yoy	%	29.6	43.5	-16.0	-90.2	513.3	69.7
EBITDA	십억원	66,329	85,881	82,484	39,397	62,087	84,717
세전이익	십억원	36,345	53,352	46,440	7,122	28,953	47,125
순이익(지배주주)	십억원	26,091	39,244	54,730	5,151	20,940	34,201
영업이익률%	%	15.2	18.5	14.4	1.6	9.3	14.0
EBITDA%	%	28.0	30.7	27.3	15.1	22.2	26.8
EPS(계속사업)	원	3,841	5,777	8,057	758	3,083	5,035
PER	배	21.1	13.6	6.9	82.7	20.3	12.5
PBR	배	2.1	1.8	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	6.8	5.0	3.4	8.7	5.6	4.3
배당수익률	%	3.7	1.8	2.6	2.3	2.3	2.3
ROE	%	10.0	13.9	17.1	1.5	6.1	9.4
순차입금	십억원	-104,435	-105,758	-104,894	-79,042	-79,185	-62,122
부채비율	%	37.1	39.9	26.4	26.1	27.6	28.5

삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망

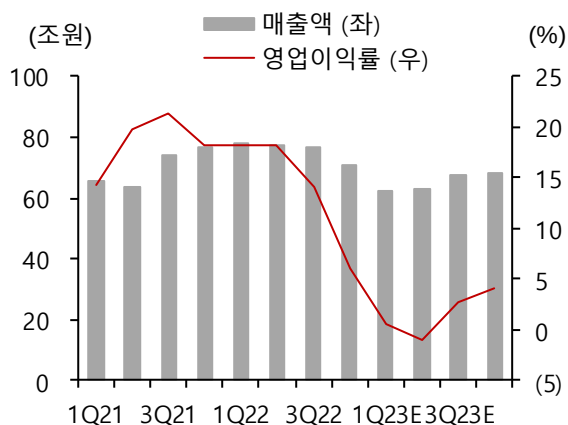
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	65.4	63.7	74.0	76.6	77.8	77.2	76.8	70.5	62.2	62.9	67.3	68.2	279.6	302.2	260.5
YoY %	18%	20%	10%	24%	19%	21%	4%	-8%	-20%	-19%	-12%	-3%	18%	8%	-14%
QoQ %	6%	-3%	16%	4%	2%	-1%	-1%	-8%	-12%	1%	7%	1%			
DX	42.2	36.1	42.5	44.3	47.8	44.2	47.0	42.5	45.3	43.4	43.7	42.6	165.1	181.5	175.0
VD/CE	13.0	13.4	14.1	15.4	15.5	14.8	14.8	15.6	14.0	14.4	14.2	15.9	55.8	60.6	58.5
MX/NW	29.2	22.7	28.4	29.0	32.4	29.3	32.2	26.9	31.3	29.0	29.5	26.7	109.3	120.8	116.4
DS	19.0	22.7	26.4	26.0	26.9	28.5	23.0	20.1	13.8	14.4	16.5	18.0	94.2	98.5	62.6
Memory	14.4	17.9	20.8	19.5	20.1	21.1	15.2	12.1	7.5	7.9	9.4	10.4	72.6	68.5	35.2
DRAM	8.7	11.3	12.9	11.9	12.0	13.2	9.2	7.1	4.0	4.1	4.8	5.4	44.8	41.5	18.4
NAND	5.7	6.5	7.8	7.4	8.0	7.8	5.9	4.8	3.3	3.6	4.3	4.7	27.5	26.4	15.9
Foundry/LSI	4.6	4.9	5.6	6.6	6.8	7.4	7.8	7.9	6.3	6.4	7.1	7.6	21.6	29.9	27.5
SDC	6.9	6.9	8.9	9.1	8.0	7.7	9.4	9.3	7.1	7.0	9.0	9.0	31.7	34.4	32.1
Harman	2.4	2.4	2.4	2.9	2.7	3.0	3.6	3.9	2.9	3.1	3.5	3.8	10.0	13.2	13.3
영업이익	9.4	12.6	15.8	13.9	14.1	14.1	10.9	4.3	0.3	(0.6)	1.8	2.7	51.6	43.4	4.3
YoY %	45%	54%	28%	53%	51%	12%	-31%	-69%	-98%	적전	-83%	-37%	43%	-16%	-90%
QoQ %	4%	34%	26%	-12%	2%	0%	-23%	-60%	-93%	적전	흑전	51%			
DX	5.5	4.3	4.1	3.4	4.6	3.0	3.5	1.6	4.3	3.1	3.1	2.5	17.3	12.7	12.9
VD/CE	1.1	1.1	0.8	0.7	0.8	0.4	0.3	(0.1)	0.3	0.3	0.4	0.3	3.6	1.4	1.2
MX/NW	4.4	3.2	3.4	2.7	3.8	2.6	3.2	1.7	4.0	2.8	2.7	2.2	13.7	11.4	11.7
DS	3.4	6.9	10.1	8.8	8.5	10.0	5.1	0.3	(4.7)	(4.3)	(2.8)	(1.4)	29.2	23.9	(13.1)
Memory	3.5	6.7	9.4	8.3	7.8	9.1	4.2	(0.4)	(4.7)	(4.4)	(3.2)	(2.2)	27.8	20.7	(14.6)
DRAM	2.9	5.2	6.8	6.0	6.0	6.8	3.6	0.9	(1.5)	(1.8)	(1.1)	(0.3)	20.9	17.2	(4.7)
NAND	0.6	1.4	2.6	2.3	1.9	2.3	0.6	(1.3)	(2.3)	(3.1)	(2.4)	(2.3)	6.9	3.5	(10.0)
Foundry/LSI	(0.2)	0.3	0.7	0.6	0.6	0.9	0.9	0.7	(0.0)	0.1	0.4	0.8	1.4	3.1	1.5
SDC	0.4	1.3	1.5	1.3	1.1	1.1	2.0	1.8	0.6	0.4	1.3	1.3	4.5	6.0	3.6
Harman	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.6	0.9	0.9
영업이익률	14%	20%	21%	18%	18%	18%	14%	6%	0%	-1%	3%	4%	18%	14%	2%
DX	13%	12%	10%	8%	10%	7%	7%	4%	9%	7%	7%	6%	10%	7%	7%
VD/CE	9%	8%	5%	5%	5%	2%	2%	0%	2%	2%	3%	2%	7%	2%	2%
MX/NW	15%	14%	12%	9%	12%	9%	10%	6%	13%	10%	9%	8%	12%	9%	10%
DS	18%	30%	38%	34%	31%	35%	22%	1%	-34%	-30%	-17%	-8%	31%	24%	-21%
Memory	25%	37%	45%	42%	39%	43%	28%	-3%	-63%	-55%	-34%	-21%	38%	30%	-42%
DRAM	34%	46%	53%	50%	49%	51%	39%	13%	-37%	-43%	-22%	-6%	47%	41%	-25%
NAND	10%	22%	33%	30%	24%	29%	11%	-27%	-69%	-85%	-56%	-48%	25%	13%	-63%
Foundry/LSI	-4%	6%	12%	9%	9%	13%	12%	9%	0%	2%	6%	11%	6%	10%	6%
SDC	5%	19%	17%	15%	14%	14%	21%	20%	8%	6%	15%	14%	14%	17%	11%
Harman	5%	5%	6%	8%	4%	3%	9%	9%	5%	5%	7%	8%	6%	7%	6%
지배순이익	7.1	9.5	12.1	10.6	11.1	11.0	9.1	23.5	0.8	0.0	1.9	2.5	39.2	54.7	5.2

자료: 삼성전자, SK 증권 추정

실적 전망의 주요 가정

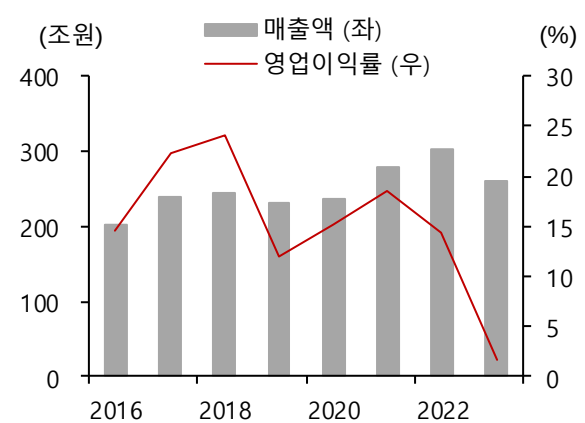
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
DRAM												
Bit shipments (mn, 1Gb Eq.)	21,552	22,651	18,552	20,295	17,048	20,287	24,548	27,002	84,580	83,051	88,885	105,467
Bit growth (QoQ %)	3%	5%	-18%	9%	-16%	19%	21%	10%	24%	-2%	7%	19%
ASP (USD)	0.46	0.46	0.37	0.26	0.19	0.16	0.16	0.16	0.46	0.39	0.17	0.19
ASP Change (QoQ %)	-4%	0%	-20%	-31%	-26%	-15%	-2%	4%	13%	-16%	-57%	13%
NAND												
Bit shipments (mn, 8Gb Eq.)	69,828	64,242	58,460	64,423	57,336	68,804	84,628	90,552	250,941	256,952	301,321	385,371
Bit growth (QoQ %)	9%	-8%	-9%	10%	-11%	20%	23%	7%	5%	0%	2%	3%
ASP (USD)	0.09	0.10	0.08	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.10	0.08	0.04	0.05
ASP Change (QoQ %)	-4%	2%	-21%	-28%	-17%	-8%	-1%	3%	-8%	-17%	-47%	9%
Display												
Shipments (mn Unit)	111	103	100	108	103	103	116	123	508	422	445	493
ASP (USD)	58	58	70	61	55	54	62	60	50	62	58	59
Smartphone												
Shipments (mn Unit)	75	63	64	58	63	60	62	69	272	260	254	261
Change (QoQ %)	8%	-16%	3%	-9%	8%	-4%	3%	10%	7%	-5%	-2%	2%
ASP (USD)	278	282	283	239	313	293	294	236	262	270	283	275
Change (QoQ %)	3%	2%	0%	-15%	31%	-6%	0%	-20%	4%	3%	5%	-3%
TV												
Shipments (mn Unit)	9	9	9	10	9	9	9	11	42	39	38	37
ASP (USD)	472	476	491	500	486	495	505	495	513	472	485	495
Change (QoQ %)	-10%	3%	-7%	0%	3%	1%	3%	2%	9%	-8%	3%	2%

분기 연결 실적 추이 및 전망



자료 : 전자공시, SK 증권 추정

연간 연결 실적 추이 및 전망



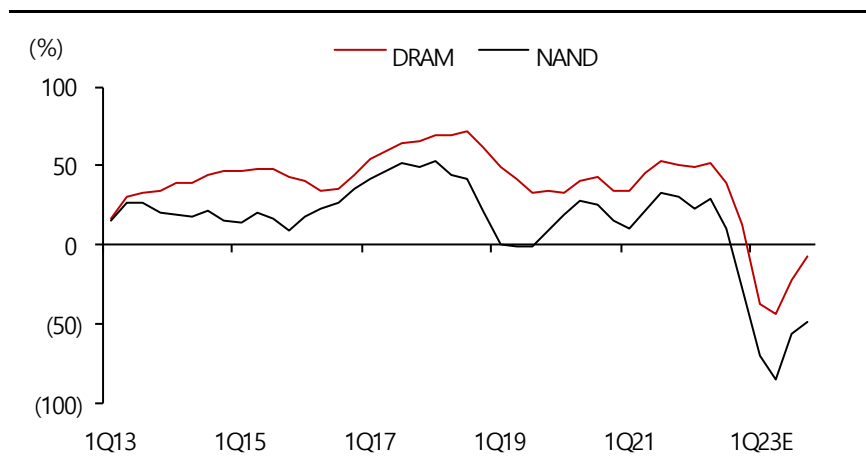
자료 : 전자공시, SK 증권 추정

SK 증권 전망치와 컨센서스와의 차이

	SK 증권		컨센서스		차이	
	1Q23E	2023E	1Q23E	2023E	1Q23E	2023E
매출액	62.2	260.5	64.6	274.1	-4%	-5%
영업이익	0.3	4.3	1.5	13.2	-80%	-68%
영업이익률	0%	2%	2%	5%	-2%	-3%

자료: FnGuide, SK 증권 추정

삼성전자 메모리 수익성 추이 및 전망



자료: SK 증권

삼성전자 출하 및 생산 시나리오별 재고 주수

(단위: weeks)

		Shipment (YoY %)								
Production (YoY %)		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
	-12%	22.5	20.1	17.8	15.6	13.6	11.6	9.8	8.1	6.5
	-9%	24.6	22.1	19.7	17.5	15.4	13.4	11.6	9.8	8.2
	-6%	26.7	24.1	21.7	19.4	17.3	15.2	13.3	11.5	9.8
	-3%	28.8	26.1	23.6	21.3	19.1	17.0	15.1	13.2	11.5
	0%	30.9	28.2	25.6	23.2	20.9	18.8	16.8	14.9	13.1
	3%	33.0	30.2	27.6	25.1	22.8	20.6	18.6	16.6	14.8
	6%	35.1	32.2	29.5	27.0	24.6	22.4	20.3	18.3	16.4
	9%	37.2	34.3	31.5	28.9	26.5	24.2	22.0	20.0	18.1
	12%	39.3	36.3	33.5	30.8	28.3	26.0	23.8	21.7	19.7

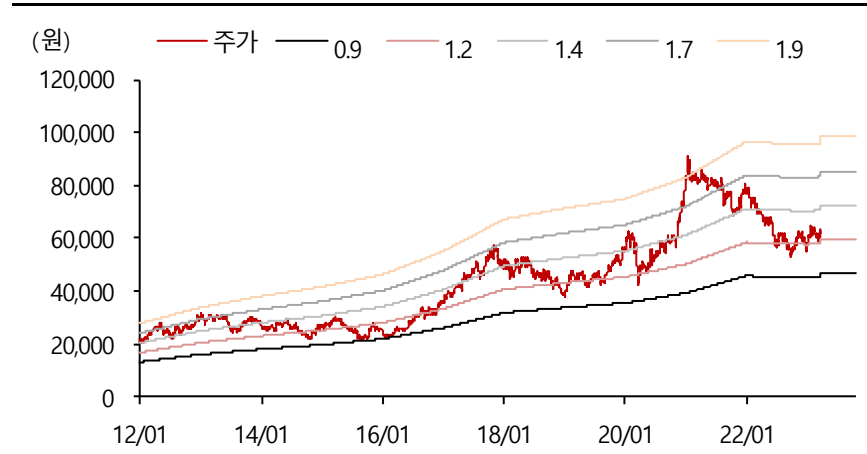
자료: SK 증권 추정

목표주가 산정

	2023E	비고
BPS	50,132	
Target P/B	1.6	업황 반등 전 (2011~2012, 2016, 2019 년 P/B 평균)
목표주가	80,000	
현재주가	62,700	
상승여력	28%	

자료: FnGuide, SK 증권 추정

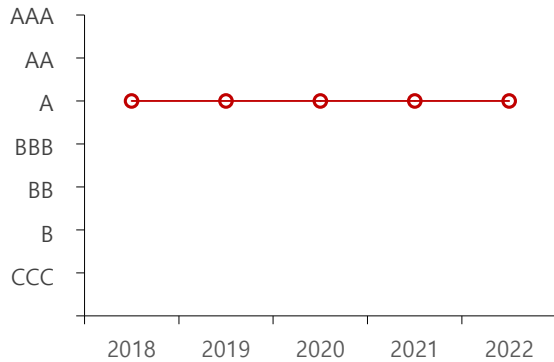
삼성전자 12M Fwd. P/B Band Chart



자료 : FnGuide, SK 증권 추정

ESG 하이라이트

삼성전자의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
삼성전자 종합 등급	A	C+	67.1
환경(Environment)	52.8	B	72.9
사회(Social)	37.9	A	38.9
지배구조(Governance)	60.7	A	89.3
<비교업체 종합 등급>			
SK하이닉스	A	B+	66.3

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 삼성전자 ESG 평가

삼성전자의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: SK 증권

자료: KRX, SK 증권

삼성전자의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023-03-05	사회 (Social)	정장선 평택시장, 삼성산업단지 일대 쓰레기 무단투기 현장 방문...관련 부서 적극 대처 당부
2023-02-14	지배구조 (Governance)	삼성전자, 주총 안건 논의...이재용 등기이사 복귀 주목
2023-02-14	기타	삼성전자, 기후공약 내놓은 글로벌 기업 평가서 최하위권
2023-02-14	기타	20 대 사망 삼성전자 협력사 공장장 입건
2023-02-06	사회 (Social)	"육아휴직했다고 불이익"...성과 평가제도에 부정적인 삼성 직원들
2023-02-02	지배구조 (Governance)	웰스토리 일감 몰아주기 최지성삼성전자, 오늘 첫 재판

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	218,163	218,471	194,660	189,745	196,968
현금및현금성자산	39,031	49,681	26,961	25,236	25,486
매출채권 및 기타채권	45,211	41,871	46,453	40,322	50,659
재고자산	41,384	52,188	51,462	52,422	55,463
비유동자산	208,458	229,954	247,008	271,953	299,910
장기금융자산	18,301	18,654	17,180	19,662	21,124
유형자산	149,929	168,045	181,075	202,147	227,421
무형자산	20,236	20,218	19,909	20,515	20,135
자산총계	426,621	448,425	441,668	461,699	496,878
유동부채	88,117	78,345	74,912	81,093	90,707
단기금융부채	15,018	6,236	6,035	6,379	8,357
매입채무 및 기타채무	29,038	28,237	55,725	60,928	66,740
단기충당부채	5,373	5,845	5,656	5,979	7,234
비유동부채	33,604	15,330	16,560	18,851	19,448
장기금융부채	3,374	4,097	5,326	6,711	8,053
장기매입채무 및 기타채무	2,991	2,753	3,029	3,466	4,160
장기충당부채	2,307	1,929	1,866	1,973	2,328
부채총계	121,721	93,675	91,472	99,944	110,155
지배주주지분	296,238	345,186	340,528	351,658	376,050
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본구성요소	87	87	87	87	87
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	293,065	337,946	333,288	344,418	368,810
비지배주주지분	8,662	9,563	9,669	10,096	10,673
자본총계	304,900	354,750	350,196	361,754	386,723
부채외자본총계	426,621	448,425	441,668	461,699	496,878

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	63,834	60,230	32,038	67,683	69,286
당기순이익(손실)	39,907	55,654	5,256	21,367	34,778
비현금성항목등	49,056	33,073	32,688	39,327	49,698
유형자산감가상각비	31,285	35,952	32,216	33,180	37,727
무형자산상각비	2,962	3,156	2,927	2,820	2,731
기타	14,808	-6,034	-2,456	3,328	9,240
운전자본감소(증가)	-16,287	-16,999	-7,446	11,346	-3,391
매출채권및기타채권의감소(증가)	-7,507	6,332	-4,582	6,131	-10,337
재고자산의감소(증가)	-9,712	-13,311	726	-960	-3,041
매입채무및기타채무의증가(감소)	2,543	-6,742	-3,022	5,203	5,812
기타	-1,611	-3,278	-569	972	4,175
법인세납부	-8,842	-11,499	-1,866	-7,586	-12,347
투자활동현금흐름	-31,342	-28,937	-48,035	-65,840	-52,787
금융자산의감소(증가)	15,786	22,622	3,390	-5,756	13,310
유형자산의감소(증가)	-46,764	-49,213	-45,246	-54,252	-63,001
무형자산의감소(증가)	-2,705	-3,673	-2,618	-3,426	-2,351
기타	2,341	1,327	-3,561	-2,406	-745
재무활동현금흐름	-24,425	-20,105	-8,782	-8,080	-6,490
단기금융부채의증가(감소)	-2,617	-8,339	-202	345	1,978
장기금융부채의증가(감소)	-836	-1,236	1,229	1,385	1,342
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-20,510	-9,814	-9,809	-9,809	-9,809
기타	-462	-715	0	0	0
현금의 증가(감소)	9,649	10,649	-22,720	-1,725	250
기초현금	29,383	39,031	49,681	26,961	25,236
기말현금	39,031	49,681	26,961	25,236	25,486
FCF	17,070	11,017	-13,208	13,431	6,285

자료 : 삼성전자, SK증권 추정

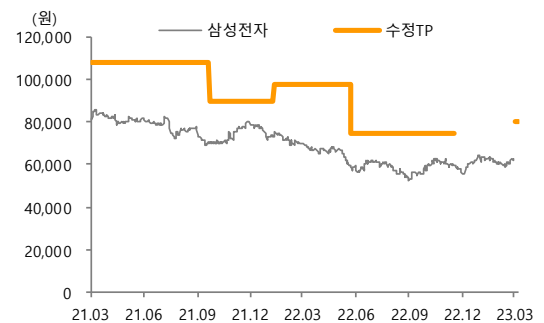
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	279,605	302,231	260,494	279,769	316,139
매출원가	166,411	190,042	191,987	187,949	199,168
매출총이익	113,193	112,190	68,507	91,820	116,971
매출총이익률(%)	40.5	37.1	26.3	32.8	37.0
판매비와 관리비	61,560	68,813	64,253	65,733	72,712
영업이익	51,634	43,377	4,254	26,087	44,259
영업이익률(%)	18.5	14.4	1.6	9.3	14.0
비영업손익	1,718	3,064	2,869	2,866	2,866
순금융손익	847	1,957	3,406	3,228	548
외환관련손익	40	-272	-986	-1,158	1,443
관계기업등 투자손익	730	1,091	776	865	874
세전계속사업이익	53,352	46,440	7,122	28,953	47,125
세전계속사업이익률(%)	19.1	15.4	2.7	10.3	14.9
계속사업법인세	13,444	-9,214	1,866	7,586	12,347
계속사업이익	39,907	55,654	5,256	21,367	34,778
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39,907	55,654	5,256	21,367	34,778
순이익률(%)	14.3	18.4	2.0	7.6	11.0
지배주주	39,244	54,730	5,151	20,940	34,201
지배주주귀속 순이익률(%)	14.0	18.1	2.0	7.5	10.8
비지배주주	664	924	105	427	577
총포괄이익	49,910	59,660	5,256	21,367	34,778
지배주주	49,038	58,745	5,197	21,128	34,389
비지배주주	872	915	59	239	389
EBITDA	85,881	82,484	39,397	62,087	84,717

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	18.1	8.1	-13.8	7.4	13.0
영업이익	43.5	-16.0	-90.2	513.3	69.7
세전계속사업이익	46.8	-13.0	-84.7	306.5	62.8
EBITDA	29.5	-4.0	-52.2	57.6	36.4
EPS	50.4	39.5	-90.6	306.5	63.3
수익성 (%)					
ROA	9.9	12.7	1.2	4.7	7.3
ROE	13.9	17.1	1.5	6.1	9.4
EBITDA마진	30.7	27.3	15.1	22.2	26.8
안정성 (%)					
유동비율	247.6	278.9	259.9	234.0	217.1
부채비율	39.9	26.4	26.1	27.6	28.5
순차입금/자기자본	-34.7	-29.6	-22.6	-21.9	-16.1
EBITDA/이자비용(배)	199.0	108.1	30.4	41.5	256.9
배당성향	25.0	17.9	190.4	46.8	28.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,777	8,057	758	3,083	5,035
BPS	43,611	50,817	50,132	51,770	55,361
CFPS	10,819	13,815	5,932	8,383	10,991
주당 현금배당금	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
Valuation지표 (배)					
PER	13.6	6.9	82.7	20.3	12.5
PBR	1.8	1.1	1.3	1.2	1.1
PCR	7.2	4.0	10.6	7.5	5.7
EV/EBITDA	5.0	3.4	8.7	5.6	4.3
배당수익률	1.8	2.6	2.3	2.3	2.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.03.30	매수	80,000원	6개월		
		담당자 변경			
2022.06.20	매수	75,000원	6개월		
2022.02.08	매수	98,000원	6개월	-30.09%	-23.06%
2021.10.20	매수	90,000원	6개월	-16.98%	-10.56%
2021.01.11	매수	108,000원	6개월	-25.58%	-16.11%



Compliance Notice

작성자(한동희)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 기관투자자 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 (2023년 03월 30일 기준)

매수	91.4%	중립	8.6%	매도	0.00%
----	-------	----	------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
한동희

donghee.han@sk.com
3773-8826

Company Data

자본금	3,658 십억원
발행주식수	72,800 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	63,263 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외9)	20.07%
국민연금공단	8.17%
외국인지분율	50.06%
배당수익률	1.4%

Stock Data

주가(23/03/29)	86,900 원
KOSPI	2,443.92 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	121,000 원
52주 최저가	75,000 원
60일 평균 거래대금	251 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.8%	-4.0%
6개월	7.5%	-4.5%
12개월	-27.6%	-18.8%

SK 하이닉스 (000660/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

2Q23 재고 안정화 시작 전망

1Q23 영업적자 4 조원 예상. 메모리 가격 하락과 출하 감소로 DRAM 도 적자전환
2Q23 재고 안정화 전망. 감산 효과와 출하 반등이 겹치기 시작하는 시점이 될 것
업계의 감산 효과는 1Q23 부터 점증, 2Q23 모바일 및 하반기 서버 수요 회복 전망
업황 회복기의 탄력성과 HBM (High Bandwidth Memory)의 높은 경쟁력에 주목
출하의 반등이 시작되는 2Q23 이 매수의 적기가 될 것으로 판단

1Q23 영업적자 4 조원 (적자전환 QoQ) 예상. 2023 년 실적의 최저점

SK 하이닉스의 1Q23 연결 실적은 매출액 4.6 조원 (-40% QoQ), 영업적자 4 조원 (적자전환 QoQ)을 기록할 것으로 예상된다. 반도체 수요 부진으로 가격 하락 (DRAM -25% QoQ, NAND -14% QoQ), 출하 감소 (DRAM -22% QoQ, NAND -10% QoQ) 영향으로 DRAM 적자전환, NAND 적자 폭 확대가 불가피 해 보이기 때문이다.

2Q23 재고 안정화 시작 전망

2Q23 연결 실적은 매출액 4.9 조원 (+8% QoQ), 영업적자 4 조원 (적자지속 QoQ)으로 전망한다. 메모리 가격 하락은 지속되었으나 모바일 수요의 점진적 회복으로 출하의 반등과 가격 낙폭이 축소되기 시작할 것으로 예상된다. 4Q22 시작된 감산 효과와 출하의 반등이 겹치며 재고의 안정화가 시작될 것이라는 점에서 의미있는 시그널이 될 것이다.

출하의 반등과 재고의 안정화가 시작되는 2Q23 이 매수의 적기

투자 의견 BUY 와 목표주가 110,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2023E BPS 74,751 원에 Target P/B 1.5X (업황 반등 전인 2011, 12, 16, 19 년 P/B 평균)를 적용했다. 수요가 예상을 하회하고 있지만, 업계의 감산 효과가 1Q23 부터 점증하기 시작하는 가운데, 2Q23 모바일, 하반기 서버 순으로 수요의 점진적 회복이 예상된다는 점에서 업황 회복에 대한 방향성은 명확해 보인다. 시장은 업황 회복기의 탄력성과 HBM (High Bandwidth Memory)에 대한 높은 경쟁력에 주목하기 시작할 것이다. 출하의 반등과 재고의 안정화가 시작되는 2Q23 이 매수의 적기가 될 것으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,900	42,998	44,622	22,526	31,783	44,814
yoy	%	18.2	34.8	3.8	-49.5	41.1	41.0
영업이익	십억원	5,013	12,410	6,809	-12,471	-1,365	6,274
yoy	%	84.3	147.6	-45.1	0.0	0.0	0.0
EBITDA	십억원	14,785	23,067	20,961	768	10,555	17,776
세전이익	십억원	6,237	13,416	4,003	-13,416	-2,212	7,280
순이익(지배주주)	십억원	4,755	9,602	2,230	-10,323	-1,702	5,218
영업이익률%	%	15.7	28.9	15.3	-55.4	-4.3	14.0
EBITDA%	%	46.3	53.6	47.0	3.4	33.2	39.7
EPS(계속사업)	원	6,532	13,190	3,063	-14,179	-2,337	7,167
PER	배	18.1	9.9	24.5	-6.1	-37.2	12.1
PBR	배	1.6	1.5	0.8	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	6.4	4.6	3.5	110.5	8.0	4.7
배당수익률	%	1.0	1.2	1.6	1.4	1.4	1.4
ROE	%	9.5	16.8	3.6	-17.9	-3.3	10.1
순차입금	십억원	8,031	10,471	18,373	22,564	22,232	21,325
부채비율	%	37.1	54.9	64.1	102.8	118.4	124.1

분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	8,494	10,322	11,805	12,377	12,156	13,811	10,983	7,672	4,588	4,949	5,918	7,070	42,998	44,622	22,526
QoQ %	7%	22%	14%	5%	-2%	14%	-20%	-30%	-40%	8%	20%	19%	11%	4%	-50%
YoY %	18%	20%	45%	55%	43%	34%	-7%	-38%	-62%	-64%	-46%	-8%			
DRAM	6,062	7,506	8,313	8,718	7,858	8,782	6,954	4,575	2,465	2,450	2,924	3,370	30,600	28,169	11,208
NAND	2,008	2,306	3,044	3,172	3,913	4,518	3,388	2,364	1,685	2,027	2,430	3,025	10,529	14,184	9,168
영업이익	1,324	2,695	4,172	4,220	2,860	4,193	1,656	(1,898)	(4,005)	(3,945)	(2,964)	(1,557)	12,410	6,809	(12,471)
QoQ %	38%	103%	55%	1%	-32%	47%	-61%	적전	적지	적지	적지	적지	36%	-45%	적전
YoY %	65%	38%	220%	340%	116%	56%	-60%	적전	적전	적전	적전	적지			
DRAM	1,719	2,882	3,842	3,936	2,833	3,681	2,197	379	(1,165)	(1,440)	(1,125)	(185)	12,379	9,090	(3,914)
NAND	(405)	(116)	298	377	39	488	(549)	(1,852)	(2,212)	(1,604)	(1,326)	(439)	154	(1,874)	(5,581)
지배순이익	990	1,985	3,311	3,317	1,979	2,872	1,107	(3,728)	(3,258)	(3,207)	(2,448)	(1,409)	9,602	2,230	(10,323)
QoQ %	-44%	100%	67%	0%	-40%	45%	-61%	적전	적지	적지	적지	적지	102%	-77%	적전
YoY %	56%	56%	205%	87%	100%	45%	-67%	적전	적전	적전	적전	적지			
영업이익률	16%	26%	35%	34%	24%	30%	15%	-25%	-87%	-80%	-50%	-22%	29%	15%	-55%
DRAM	28%	38%	46%	45%	36%	42%	32%	8%	-47%	-59%	-38%	-5%	40%	32%	-35%
NAND	-20%	-5%	10%	12%	1%	11%	-16%	-78%	-131%	-79%	-55%	-15%	1%	-13%	-61%
지배순이익률	12%	19%	28%	27%	16%	21%	10%	-49%	-71%	-65%	-41%	-20%	22%	5%	-46%

자료: SK 증권 추정

실적 추정 주요 가정

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	13,671	15,089	14,481	14,416	11,245	13,044	16,827	19,519	55,926	57,657	60,634
QoQ %	-8%	10%	-4%	0%	-22%	16%	29%	16%		3%	5%
ASP (\$)	0.48	0.46	0.36	0.23	0.18	0.15	0.14	0.14	0.48	0.38	0.15
QoQ %	-4%	-3%	-22%	-35%	-25%	-15%	-6%	1%		-21%	-61%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	35,866	39,212	34,957	37,411	33,670	41,414	48,040	53,805	101,036	147,446	176,930
QoQ %	18%	9%	-11%	7%	-10%	23%	16%	12%		46%	20%
ASP (\$)	0.09	0.09	0.07	0.05	0.04	0.04	0.04	0.05	0.09	0.07	0.04
QoQ %	2%	1%	-21%	-36%	-14%	-3%	5%	13%		-18%	-44%

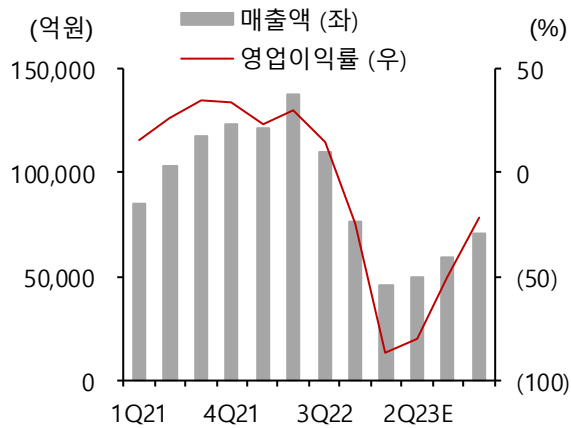
자료: SK 증권 추정

컨센서스와의 차이

	SK 증권		컨센서스		차이	
	1Q23E	2023E	1Q23E	2023E	1Q23E	2023E
매출액	4,588	22,526	5,091	24,044	-10%	-6%
영업이익	(4,005)	(12,471)	(3,486)	(10,077)	적지	적지
영업이익률	-87%	-55%	-68%	-42%	-19%	-13%

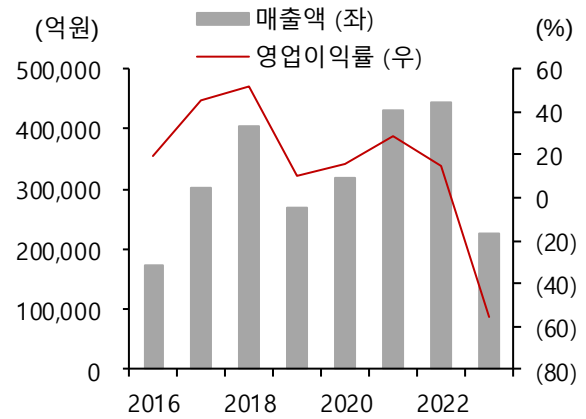
자료: FnGuide, SK 증권 추정

분기 연결실적 추이 및 전망



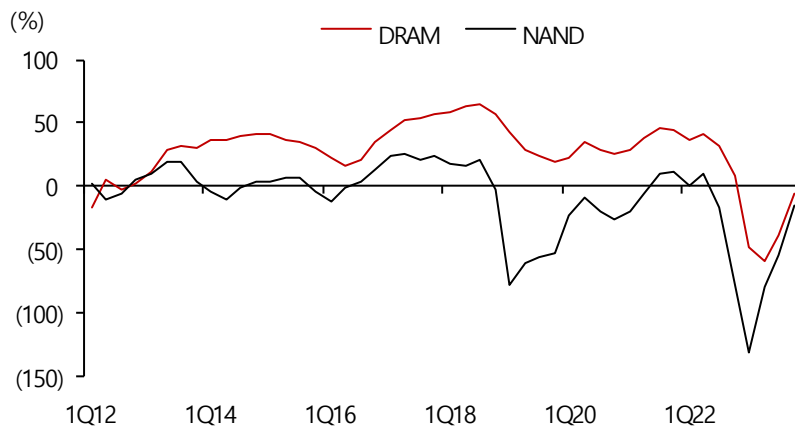
자료 : 전자공시, SK 증권 추정

연간 연결실적 추이 및 전망



자료 : 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM, NAND 수익성 추이 및 전망



자료 : SK 증권 추정

SK 하이닉스 출하 및 생산 시나리오별 재고 주수 추정

(단위: weeks)

		Shipment (YoY %)								
		-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
Production (YoY %)	-12%	22.1	19.7	17.4	15.2	13.2	11.3	9.5	7.8	6.2
	-9%	24.2	21.7	19.3	17.1	15.0	13.1	11.2	9.5	7.8
	-6%	26.3	23.7	21.3	19.0	16.9	14.9	13.0	11.2	9.5
	-3%	28.4	25.7	23.3	20.9	18.7	16.7	14.7	12.9	11.1
	0%	30.5	27.8	25.2	22.8	20.6	18.5	16.5	14.6	12.8
	3%	32.6	29.8	27.2	24.7	22.4	20.2	18.2	16.3	14.4
	6%	34.7	31.8	29.1	26.6	24.3	22.0	19.9	17.9	16.1
	9%	36.8	33.8	31.1	28.5	26.1	23.8	21.7	19.6	17.7
	12%	38.9	35.9	33.1	30.4	27.9	25.6	23.4	21.3	19.4

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 DRAM, NAND 가격 변화에 따른 매출액 시나리오

(단위: 십억원)

		DRAM ASP								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
NAND ASP	-20%	18,451	19,011	19,572	20,132	20,693	21,253	21,813	22,374	22,934
	-15%	18,909	19,470	20,030	20,591	21,151	21,711	22,272	22,832	23,393
	-10%	19,368	19,928	20,489	21,049	21,609	22,170	22,730	23,291	23,851
	-5%	19,826	20,387	20,947	21,507	22,068	22,628	23,189	23,749	24,309
	0%	20,284	20,845	21,405	21,966	22,526	23,087	23,647	24,207	24,768
	5%	20,743	21,303	21,864	22,424	22,985	23,545	24,105	24,666	25,226
	10%	21,201	21,762	22,322	22,882	23,443	24,003	24,564	25,124	25,685
	15%	21,660	22,220	22,780	23,341	23,901	24,462	25,022	25,583	26,143
	20%	22,118	22,678	23,239	23,799	24,360	24,920	25,480	26,041	26,601

자료: SK 증권 추정

주: ASP (DRAM -61% YoY, NAND -44% YoY), 출하 (DRAM +5% YoY, NAND +20% YoY) 가정

SK 하이닉스 DRAM, NAND 가격 변화에 따른 영업이익 시나리오

(단위: 십억원)

		DRAM ASP								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
NAND ASP	-20%	(16,546)	(15,986)	(15,425)	(14,865)	(14,305)	(13,744)	(13,184)	(12,623)	(12,063)
	-15%	(16,088)	(15,527)	(14,967)	(14,407)	(13,846)	(13,286)	(12,725)	(12,165)	(11,605)
	-10%	(15,629)	(15,069)	(14,509)	(13,948)	(13,388)	(12,827)	(12,267)	(11,707)	(11,146)
	-5%	(15,171)	(14,611)	(14,050)	(13,490)	(12,929)	(12,369)	(11,809)	(11,248)	(10,688)
	0%	(14,713)	(14,152)	(13,592)	(13,032)	(12,471)	(11,911)	(11,350)	(10,790)	(10,229)
	5%	(14,254)	(13,694)	(13,134)	(12,573)	(12,013)	(11,452)	(10,892)	(10,331)	(9,771)
	10%	(13,796)	(13,236)	(12,675)	(12,115)	(11,554)	(10,994)	(10,434)	(9,873)	(9,313)
	15%	(13,338)	(12,777)	(12,217)	(11,656)	(11,096)	(10,536)	(9,975)	(9,415)	(8,854)
	20%	(12,879)	(12,319)	(11,758)	(11,198)	(10,638)	(10,077)	(9,517)	(8,956)	(8,396)

자료: SK 증권 추정

주: ASP (DRAM -61% YoY, NAND -44% YoY), 출하 (DRAM +5% YoY, NAND +20% YoY) 가정

SK 하이닉스 DRAM, NAND 가격 변화에 따른 영업이익률 시나리오

(단위: 십억원)

		DRAM ASP								
		-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
NAND ASP	-20%	-90%	-84%	-79%	-74%	-69%	-65%	-60%	-56%	-53%
	-15%	-85%	-80%	-75%	-70%	-65%	-61%	-57%	-53%	-50%
	-10%	-81%	-76%	-71%	-66%	-62%	-58%	-54%	-50%	-47%
	-5%	-77%	-72%	-67%	-63%	-59%	-55%	-51%	-47%	-44%
	0%	-73%	-68%	-63%	-59%	-55%	-52%	-48%	-45%	-41%
	5%	-69%	-64%	-60%	-56%	-52%	-49%	-45%	-42%	-39%
	10%	-65%	-61%	-57%	-53%	-49%	-46%	-42%	-39%	-36%
	15%	-62%	-58%	-54%	-50%	-46%	-43%	-40%	-37%	-34%
	20%	-58%	-54%	-51%	-47%	-44%	-40%	-37%	-34%	-32%

자료: SK 증권 추정

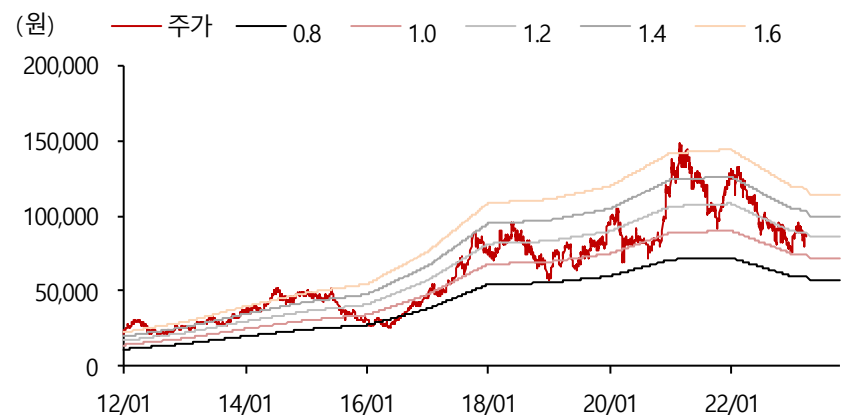
주: ASP (DRAM -61% YoY, NAND -44% YoY), 출하 (DRAM +5% YoY, NAND +20% YoY) 가정

목표주가 산정

	2023E	비고
BPS	74,751	
Target P/E	1.5	업황 반등 전 (2011, 2012, 2016, 2019 년 P/B 평균)
Target Price	110,000	
Current Price	86,900	
Upside	27%	

자료 : SK 증권 추정

SK 하이닉스 12M Fwd. P/B Band Chart



자료 : FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	37,698	43,027	56,293
현금및현금성자산	5,058	4,977	14,662	18,808	27,699
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	6,104	5,108	6,944
재고자산	8,950	15,665	15,287	17,368	19,484
비유동자산	69,439	75,138	68,104	65,387	64,807
장기금융자산	7,478	7,462	7,327	7,690	7,984
유형자산	53,226	60,229	52,482	49,442	48,220
무형자산	4,797	3,512	3,134	2,809	2,529
자산총계	96,347	103,872	105,802	108,414	121,100
유동부채	14,735	19,844	23,303	26,353	36,872
단기금융부채	3,183	7,705	12,466	15,311	21,588
매입채무 및 기타채무	5,966	7,632	9,090	9,055	12,767
단기충당부채	3	252	411	505	713
비유동부채	19,420	20,737	30,337	32,424	30,198
장기금융부채	15,971	17,092	26,177	27,240	29,146
장기매입채무 및 기타채무	2,726	2,987	3,553	4,438	4,438
장기충당부채	0	1	1	2	2
부채총계	34,155	40,581	53,640	58,776	67,069
지배주주지분	62,157	63,266	52,119	49,592	53,984
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,336	4,336	4,336
기타자본구성요소	-2,295	-2,311	-2,311	-2,311	-2,311
자기주식	-2,302	-2,300	-2,300	-2,300	-2,300
이익잉여금	55,784	56,685	45,538	43,011	47,403
비지배주주지분	34	24	43	46	46
자본총계	62,191	63,291	52,162	49,638	54,031
부채와자본총계	96,347	103,872	105,802	108,414	121,100

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	19,937	15,105	1,246	9,413	15,589
당기순이익(손실)	9,616	2,242	-10,304	-1,698	5,218
비현금성항목등	14,354	19,532	10,791	12,098	12,575
유형자산감가상각비	9,861	13,372	12,862	11,595	11,222
무형자산상각비	796	780	378	325	280
기타	3,697	5,380	-2,448	178	1,073
운전자본감소(증가)	-3,018	-2,690	-1,635	-742	526
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2,526	3,342	-660	996	-1,836
재고자산의감소(증가)	-697	-6,572	378	-2,081	-2,117
매입채무및기타채무의증가(감소)	176	141	-1,716	-35	3,713
기타	28	399	363	378	766
법인세납부	-1,015	-3,979	3,113	513	-2,062
투자활동현금흐름	-22,290	-17,713	-6,171	-9,300	-9,522
금융자산의감소(증가)	-1,576	2,251	38	-92	-189
유형자산의감소(증가)	-12,407	-18,687	-5,115	-8,555	-10,000
무형자산의감소(증가)	-972	-738	0	0	0
기타	-7,335	-540	-1,094	-652	667
재무활동현금흐름	7,564	9,440	13,021	3,083	7,359
단기금융부채의증가(감소)	0	0	4,761	2,845	6,277
장기금융부채의증가(감소)	8,610	11,616	9,085	1,063	1,907
자본의증가(감소)	191	2	0	0	0
배당금지급	-805	-1,681	-825	-825	-825
기타	-432	-496	-0	0	-0
현금의 증가(감소)	2,082	-81	9,685	4,146	8,892
기초현금	2,976	5,058	4,977	14,662	18,808
기말현금	5,058	4,977	14,662	18,808	27,699
FCF	7,530	-3,582	-3,869	858	5,589

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

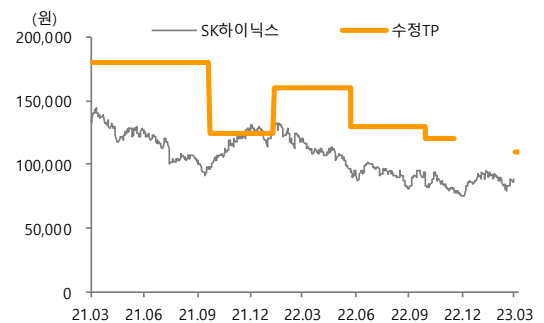
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,998	44,622	22,526	31,783	44,814
매출원가	24,046	28,994	29,162	27,015	29,577
매출총이익	18,952	15,628	-6,635	4,768	15,237
매출총이익률(%)	44.1	35.0	-29.5	15.0	34.0
판매비와 관리비	6,542	8,818	5,836	6,133	8,963
영업이익	12,410	6,809	-12,471	-1,365	6,274
영업이익률(%)	28.9	15.3	-55.4	-4.3	14.0
비영업손익	1,006	-2,807	-945	-846	1,006
순금융손익	-238	-444	-723	-762	-673
외환관련손익	489	-405	-376	15	1,589
관계기업등 투자손익	162	131	86	127	132
세전계속사업이익	13,416	4,003	-13,416	-2,212	7,280
세전계속사업이익률(%)	31.2	9.0	-59.6	-7.0	16.2
계속사업법인세	3,800	1,761	-3,113	-513	2,062
계속사업이익	9,616	2,242	-10,304	-1,698	5,218
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9,616	2,242	-10,304	-1,698	5,218
순이익률(%)	22.4	5.0	-45.7	-5.3	11.6
지배주주	9,602	2,230	-10,323	-1,702	5,218
지배주주귀속 순이익률(%)	22.3	5.0	-45.8	-5.4	11.6
비지배주주	14	12	19	3	0
총포괄이익	10,688	2,822	-10,304	-1,698	5,218
지배주주	10,669	2,802	-10,307	-1,699	5,220
비지배주주	18	20	4	1	-2
EBITDA	23,067	20,961	768	10,555	17,776

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.8	3.8	-49.5	41.1	41.0
영업이익	147.6	-45.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	115.1	-70.2	0.0	0.0	0.0
EBITDA	56.0	-9.1	-96.3	1,274.0	68.4
EPS	101.9	-76.8	0.0	0.0	0.0
수익성 (%)					
ROA	11.5	2.2	-9.8	-1.6	4.5
ROE	16.8	3.6	-17.9	-3.3	10.1
EBITDA마진	53.6	47.0	3.4	33.2	39.7
안정성 (%)					
유동비율	182.6	144.8	161.8	163.3	152.7
부채비율	54.9	64.1	102.8	118.4	124.1
순차입금/자기자본	16.8	29.0	43.3	44.8	39.5
EBITDA/이자비용(배)	88.7	39.3	0.8	7.9	23.6
배당성향	11.0	37.0	-8.0	-48.5	15.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,190	3,063	-14,179	-2,337	7,167
BPS	88,543	90,064	74,751	71,280	77,314
CFPS	27,828	22,501	4,007	14,037	22,966
주당 현금배당금	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	9.9	24.5	-6.1	-37.2	12.1
PBR	1.5	0.8	1.2	1.2	1.1
PCR	4.7	3.3	21.7	6.2	3.8
EV/EBITDA	4.6	3.5	110.5	8.0	4.7
배당수익률	1.2	1.6	1.4	1.4	1.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.03.30	매수	110,000원	6개월		
		담당자 변경			
2022.10.27	매수	120,000원	6개월		
2022.06.20	매수	130,000원	6개월	-28.33%	-21.15%
2022.02.08	매수	160,000원	6개월	-28.26%	-16.88%
2021.10.20	매수	125,000원	6개월	-5.70%	4.80%
2021.03.23	매수	180,000원	6개월	-33.84%	-20.00%



Compliance Notice

작성자(한동희)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 기관투자자 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 (2023년 03월 30일 기준)

매수	91.4%	중립	8.6%	매도	0.00%
----	-------	----	------	----	-------