

2

0

2024 OUTLOOK

반도체

(Overweight)

AI 물결과 평균회귀

2

이승우_ 02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com
임소정_ 02)368-6154_sophie.yim@eugenefn.com

유진투자증권

4

Contents

Key Chart Summary	6
추천 종목	8
I. 2023년 반도체 리뷰	9
2023년 반도체 주가 리뷰	9
매크로 변수 점검	12
반도체 재고 감소의 속도가 주가를 좌우	14
II. 메모리 수요 전망	17
PC	17
스마트폰	20
서버	21
DRAM 가격 하락으로 DRAM 채용량은 더 가속될 것인가?	23
주요 가정 및 수요 전망 종합	26
III. 메모리 공급 전망	28
DRAM, NAND 생산	28
IV. 메모리 수급 모델 및 전망	32
DRAM 수급 요약	32
NAND 수급 요약	34
V. 투자의견 요약	36
메모리 Mean Reversion	36
반도체 시장 전망	38
IDM vs. Fabless vs. Foundry	39

VI. 기타 참고 사항	41
2023년 11월 Top 500 결과 분석	41
새로운 무대의 새로운 주인공	44
M&A 전략에 따른 차별화	49
국내외 반도체 업체 주가 동향 및 밸류에이션	51
 기업분석	 55
삼성전자(005930)	
SK 하이닉스(000660)	
DB 하이텍(000990)	
원익 IPS(240810)	
주성엔지니어링(036930)	
LX 세미콘(108320)	
유진테크(084370)	

AI 물결과 평균회귀

2023년 연초부터 ChatGPT에 힘입은 AI 열풍으로 반도체 주가가 큰 폭 상승했다. 또한, 2023년 2분기 이후 본격화된 감산 공조로 인해 메모리 재고는 마침내 피크를 지나 감소세로 접어들었으며, 메모리 가격도 하락을 멈추고 상승으로 방향을 틀기 시작했다.

IT 수요를 얹눌렀던 IT 세트의 재고 부담도 해소 국면에 진입했다. 다만, 금리 인상의 누적 효과가 시차를 두고 기업들과 개인들에 영향을 미치게 될 가능성이 높아, 2024년 IT 세트 수요에 대해서는 약한 회복세(PC, 스마트폰, 서버 출하증가율 +3%로 예상)를 전망한다. 이 같은 수요에 대한 가정을 기반으로 할 때 2024년 메모리 비트 수요는 DRAM은 19% 증가한 293억 GB, NAND는 22% 증가한 7,410억 GB로 전망한다.

한편, 2023년 메모리 공급의 키워드는 감산이었다. 결과적으로 DRAM과 NAND 생산 빅그로스는 -15%, -10%를 기록할 것으로 보인다. 그러나, 최대 30% 감산이 진행된 상태로 팹이 계속 운영될 가능성은 없다. 따라서, 2024년에는 2023년과 반대로 점진적인 가동률 회복 과정이 진행될 것이다. 문제는 과연 어느 정도까지 가동률을 높일 것인가이다.

결국 가동률 수준을 결정하는 변수는 각 업체들의 2024년 수요 전망에 좌우될 가능성이 크다. 하지만, 시장조사기관들과 IT 업체들의 수요 전망이 얼마나 크게 빗나갔었는지를 우리는 여러 차례 목격해왔다. 실제로 각 기업들 내부에서도 수요 강세론자들과 보수론자들 간의 논란이 계속되고 있다.

다만, 우리는

- 1) 세계 경제의 불안요인이 가시지 않았다는 점,
 - 2) 재고가 줄기는 했지만 여전히 높은 수준이라는 점,
 - 3) 2023년 메모리 업체들이 전대미문의 적자의 악몽을 겪었다는 점
- 등을 감안해 메모리 업체들의 경영진들이 무리할 정도로 가동률을 빠르게 높이는 우를 범하지는 않을 것으로 기대한다.

Executive Summary

by 이승우

이러한 가정을 전제로 할 때 우리는 2024년 DRAM과 NAND 비트 생산량은 비트 수요를 넘지 못할 것으로 예상한다. DRAM의 생산량은 약 16% 증가한 288 억 GB, NAND 생산량은 2% 증가한 7,410 억 GB로 추정된다.

따라서, 유통 채널과 칩 업체의 보유 재고는 줄어들고 가격은 상승 추세가 이어질 것으로 예상한다. 2024년 DRAM ASP는 연평균 35% 상승해, DRAM 시장 규모는 812 억 달러로 전년비 59% 성장을 예상한다. NAND ASP도 연평균 기준 12% 상승해, 2024년 NAND 시장 규모는 460 억 달러로 전년비 33% 성장을 전망한다.

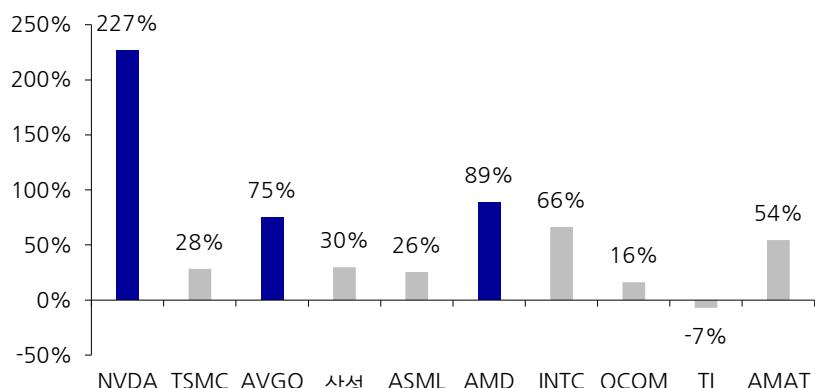
2023년 반도체 시장은 GPU를 제외하면 좋은 시장이 아니었지만, 특히 메모리는 더욱 좋지 않았다. 이에 따라, 전체 반도체에서 메모리가 차지하는 비중은 2023년 17.2%까지 낮아질 것으로 보인다. 이는 1988년 이후 35년 만에 가장 낮은 이례적인 수치이다. 하지만, 유진 리서치는 2024년 반도체 시장 성장을 +17%, 메모리 성장을 +46%로 전망한다. 이에 따라 전체 반도체에서 메모리가 차지하는 비중은 다시 21.5%로 높아지면서 평균회귀(Mean Reversion) 경향이 나타날 전망이다. 이에 메모리 업체들의 주가도 타 반도체 기업에 비해 아웃퍼포먼스 가능성이 높다고 판단한다.

이에 따라, 글로벌 메모리 반도체 1, 2위 기업인 삼성전자와 SK하이닉스에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가로 각각 93,000 원과 150,000 원을 제시한다. 기타 소부장 종목 중에서는 HBM의 최대 수혜주로 기대되는 한미반도체(TP 83,000 원)와 미세공정에 특화된 주성엔지니어링(TP 40,000 원), 유진테크(TP 55,000 원)를 추천종목으로 제시한다. 또한, 비메모리 반도체의 테스트 중요성이 계속 높아짐에 따라, 리노공업(TP 200,000 원)도 주요 반도체 추천종목으로 제시한다.

Key Chart Summary

'23년 반도체 섹터
는 AI 수혜주로
꼽히는 엔비디아,
브로드컴, AMD 가
주가 상승을 견인

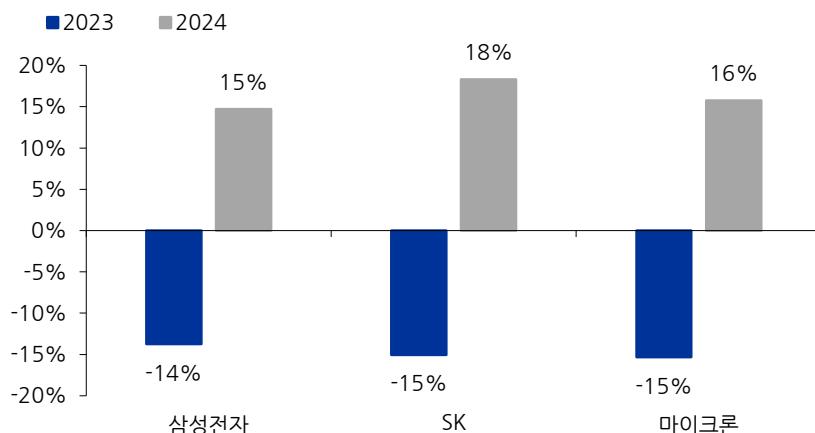
반도체 시가총액 Top10의 2023년 주가 상승률



자료: Factset, 유진투자증권

2년 연속 최악의
수요 부진에도 메모
리 업체들의 감산
공조로 업황의 추가
적인 악화를 막아냄

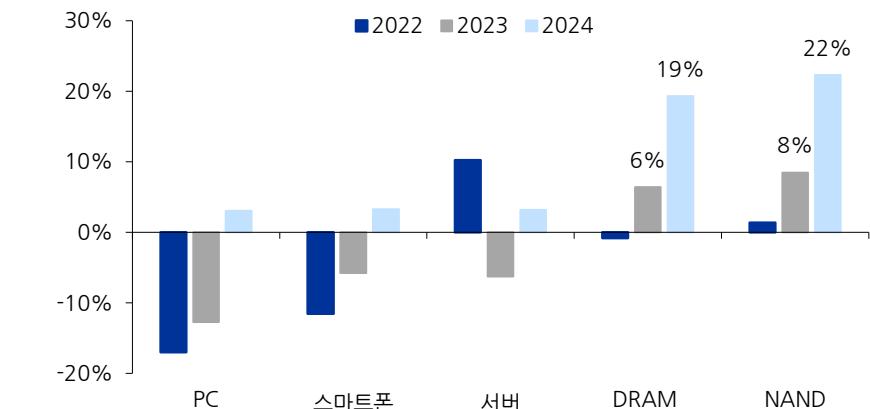
DRAM 3사의 '23년과 '24년 생산 빗 그로스 전망



자료: 유진투자증권

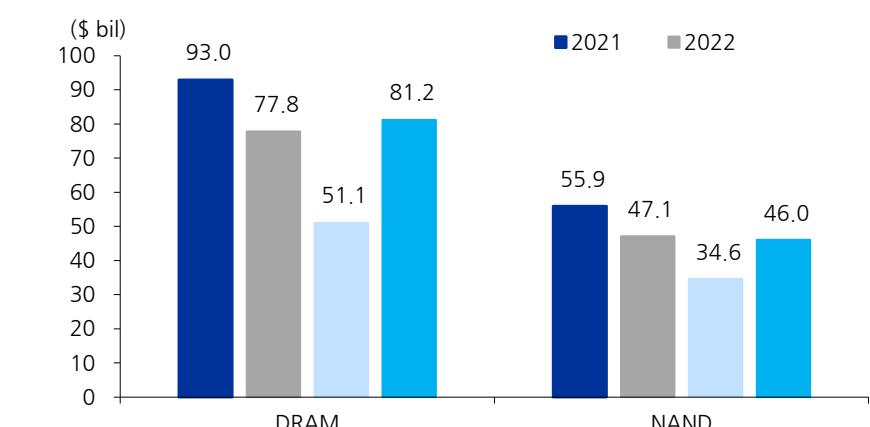
'24년 PC, 스마트폰, 서버 수요는 각각 +3% 성장해, DRAM과 NAND 수요는 각각 +19%, +22% 성장할 것으로 예상

세트 수요 및 메모리 비트 수요 전망



자료: 유진투자증권

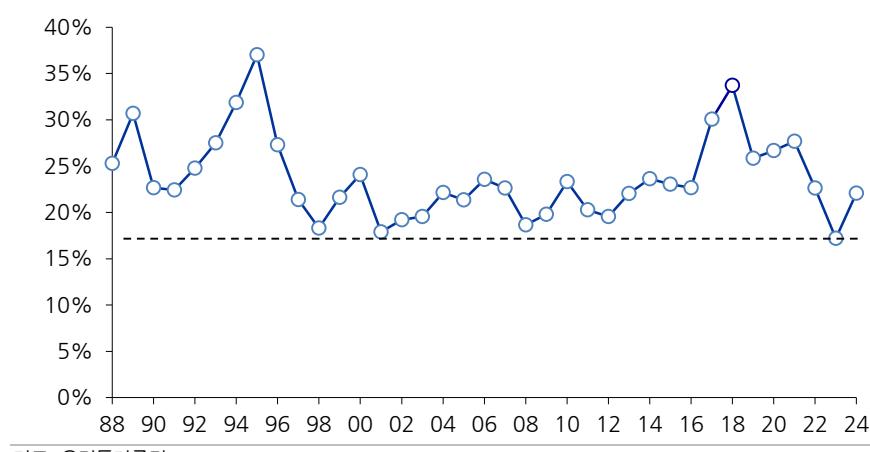
DRAM과 NAND 시장규모 전망



자료: WSTS, 유진투자증권

메모리가 반도체에서 차지하는 비중은 '23년 17.2%를 기록해 35년 만에 가장 낮은 수치를 기록할 것으로 보이나, '24년에는 평균 회귀 현상으로 반등이 나타날 전망

전체 반도체에서 메모리가 차지하는 비중



자료: 유진투자증권

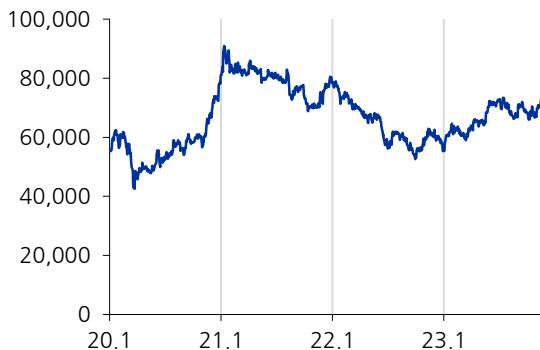
추천 종목

도표1. 추천 종목 요약

종목명	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		PER (배)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
삼성전자	BUY	93,000	71,700	259,955	302,787	7,284	34,155	37.8	14.7
SK 하이닉스	BUY	150,000	128,000	31,694	48,335	-8,234	7,033	-11.2	20.7
한미반도체	BUY	83,000	60,800	140	348	28	114	36	68
주성엔지니어링	BUY	40,000	33,600	250	424	50	120	31	17
유진테크	BUY	55,000	42,000	282	367	32	66	32	15
리노공업	BUY	200,000	175,500	267	346	115	161	21	18

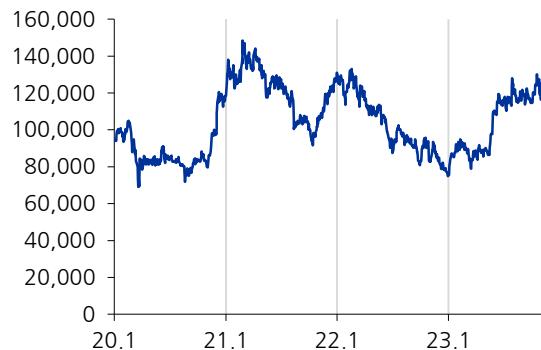
자료: 유진투자증권

도표2. 삼성전자 주가



자료: 유진투자증권

도표3. SK 하이닉스 주가



자료: 유진투자증권

도표4. 주성엔지니어링 주가



자료: 유진투자증권

도표5. 유진테크 주가



자료: 유진투자증권

I. 2023년 반도체 리뷰

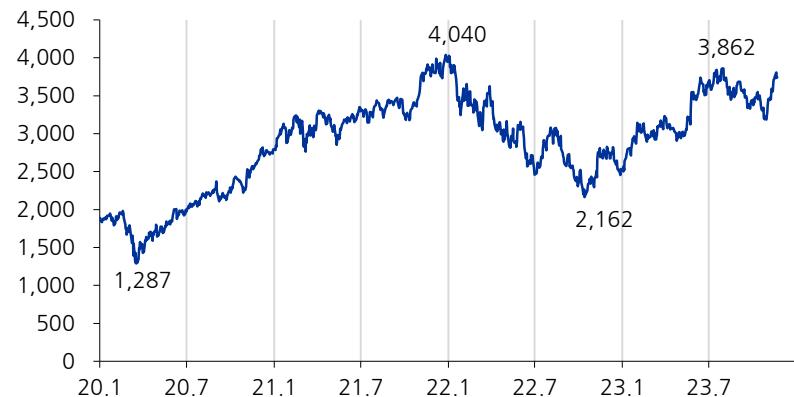
2023년 반도체 주가 리뷰

올해 세계 반도체 시장은 침체를 겪었다. 올해 반도체 시장은 전년비 약 9% 하락한 5,224 억 달러에 그칠 것으로 예상된다. 반도체 시장규모가 역성장 한 것은 2019년 이후 4년 만이다. 하지만 올해 미국 SOX(필라델피아 반도체 지수)는 48%나 반등했다. 특히, 지난해 10월 저점(2,162pt)와 비교하면 올해 상반기 최고점(3,862pt)은 저점 대비 79%나 상승하기도 했던 것이다.

2023년 상반기

SOX 지수는

도표6. 2020년 이후 SOX 지수 추이

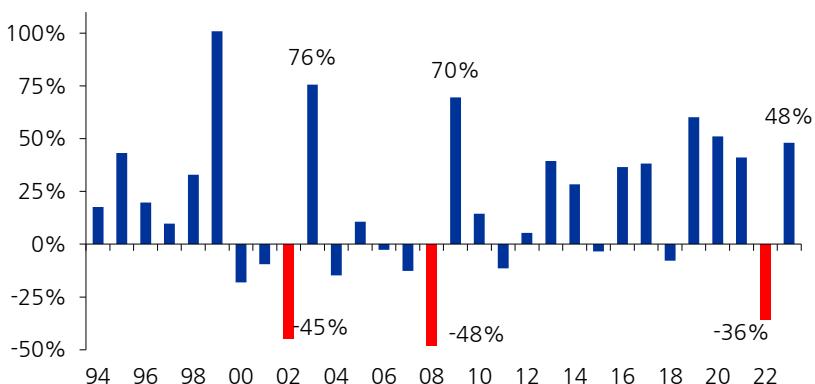


자료: 유진투자증권

연간 주가 급락

이후에는 여지없이
큰 폭의 반등이
나타난다

도표7. 연간 SOX 지수 상승률



자료: 유진투자증권

반도체 섹터 지수 상승의 가장 큰 원인은 지난해 주가가 너무 많이 하락했기 때문이다. 2022년 반도체 시장은 역대 최고를 기록했지만, SOX 지수는 36%나 하락했다. 올해 1월 2일 우리는 신년 산업 코멘트 <Memory Watch: 주가는 일년 후의 일들을 반영해 나간다>에서 올해 반도체 경기 부진이 예상되지만, 주가는 반등할 가능성이 높다고 전망했다. 과거 연간으로 반도체 섹터 지수가 30% 이상 하락한 이후에는 예외없이 반등이 나타났기 때문이다. 결과적으로 보면 2023년 반도체 주가는 2023년 실적보다 2024년의 실적 방향성을 반영해 나갔다고 볼 수 있는 것이다.

물론 올해 한해 반도체 섹터를 이끈 테마는 단연 AI였다. 연초부터 불기 시작한 ChatGPT 열풍은 결국 AI 와의 관련성에 따라 주가 차별화가 나타났다. 엔비디아, AMD, 브로드컴이 반도체의 승자로 우뚝 선 반면 퀄컴이나 TI 같은 업체들은 어쩐지 AI 와는 거리가 있어 보였다. 메모리에서도 결국 AI 훈풍에 올라탄 SK 하이닉스와 상대적으로 그렇지 못했던 삼성전자, 마이크론, WDC의 주가 퍼포먼스에는 큰 차이가 났다.

AI의 새로운 물결은 인류 문명의 기준 질서를 송두리째 흔들어 놓을 수 있는 새로운 시대를 열고 있다. 그리고, 새로운 시대에는 새로운 주인공들이 등장하게 된다. 오랜 시간 세계 반도체 산업의 큰 형님이었던 인텔은 더 이상 반도체의 맹주가 아니었다. 대신 엔비디아가 새로운 무대의 주인공의 자리를 꿰찼다. 대장인 엔비디아의 스텝과 발걸음을 맞춘 업체들과 그렇지 못한 업체들 사이에는 눈에 띌만한 차이가 나타났다.

2023년 반도체 시장은 GPU를 제외하면 좋은 시장이 아니었다. 2021년과 2022년 호황을 누렸던 아날로그와 센서 칩도 2023년에는 역성장이 불가피하다. MPU와 AP, DDI 등 대부분의 제품이 전년비 역성장을 피하지 못했다. 특히, 메모리는 2022년 16% 감소에 이어 2023년에도 31%나 시장규모가 줄어 들었다. 그 결과 전체 반도체에서 메모리가 차지하는 비중은 17.2%까지 낮아질 것으로 보이는데, 이는 1988년 이후 35년 만에 가장 낮은 수치로 기록될 예정이다.

도표 8. 반도체 시가총액 Top 30 기업 주가 변화율

시총 순위	기업명	국적	시가총액 (십억달러)	주가 상승률			
				2020년	2021년	2022년	2023년
SOX Index							
1	엔비디아	미국	1,203	52%	42%	-36%	48%
2	TSMC	대만	474	60%	16%	-27%	28%
3	브로드컴	미국	401	39%	52%	-16%	75%
4	삼성전자	한국	369	45%	-3%	-29%	30%
5	ASML	네덜란드	277	51%	78%	-29%	26%
6	AMD	미국	198	100%	57%	-55%	89%
7	인텔	미국	184	-17%	3%	-49%	66%
8	퀄컴	미국	142	73%	20%	-40%	16%
9	TI	미국	140	28%	15%	-12%	-7%
10	AMAT	미국	125	41%	82%	-38%	54%
11	램리서치	미국	95	62%	52%	-42%	71%
12	ADI	미국	91	24%	19%	-7%	12%
13	마이크론	미국	85	40%	24%	-46%	54%
14	시놉시스	미국	82	86%	42%	-13%	70%
18	TEL	일본	76	61%	73%	-41%	85%
17	KLA	미국	75	45%	66%	-12%	47%
16	케이던스	미국	74	97%	37%	-14%	68%
15	SK하이닉스	한국	73	26%	11%	-43%	71%
19	NXP	네덜란드	51	25%	43%	-31%	27%
20	마벨	미국	48	79%	84%	-58%	51%
22	인피니언	독일	48	55%	30%	-30%	19%
21	미디어텍	대만	47	68%	59%	-47%	51%
23	마이크로칩	미국	45	32%	26%	-19%	19%
24	ST마이크로	스위스	42	38%	32%	-27%	28%
26	르네사스	일본	33	44%	32%	-17%	117%
27	GFS	미국	31			-17%	4%
25	SMIC	중국	31	85%	-16%	-10%	29%
28	온세미	미국	30	34%	108%	-8%	11%
29	MPS	미국	26	106%	35%	-28%	55%
30	ASMI	네덜란드	25	82%	116%	-39%	95%
31	어드밴테스트	일본	23	25%	41%	-22%	114%
32	디스코	일본	23	34%	1%	7%	149%
33	UMC	대만	20	187%	38%	-37%	24%
35	레이저텍	일본	20	118%	191%	-38%	42%
34	나우라	중국	18	105%	92%	-35%	5%
36	월세미	중국	18	61%	34%	-67%	34%
37	ASE	대만	18	-2%	31%	-12%	35%
41	엔테크리스	미국	15	92%	44%	-53%	58%
38	WDC	미국	15	-13%	18%	-52%	48%
40	스카이웍스	미국	15	26%	1%	-41%	4%
42	테라다인	미국	14	76%	36%	-47%	6%
39	AMEC	중국	14		-20%	-23%	64%
45	BESI	네덜란드	11	44%	51%	-13%	118%
43	맥샌드	중국	10	150%	3%	-44%	19%
44	산안옵틱	중국	10	47%	39%	-54%	-18%
47	CRM	중국	10	0%	3%	-18%	-1%
48	노바텍	대만	10	68%	46%	-34%	58%
50	몬타지	중국	9	16%	1%	-25%	-8%

자료: 유진투자증권

매크로 변수 점검

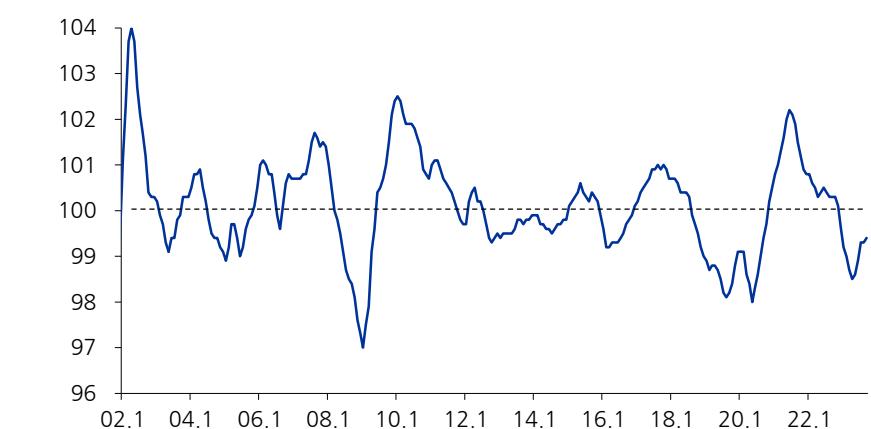
반도체는 대표적인 경기 민감주이다. 따라서, 기본적으로 포트폴리오를 구성하는 입장에서는 경기 회복기에 반도체 비중을 늘려가는 것이 바람직하다. 물론 반도체와 매크로 사이의 상관관계에 대해서는 많은 논란이 있지만 말이다.

특히, 투자자들이 많이 참고하는 지표는 경기선행지수이다. 경기선행지수가 변곡점을 형성하는 때가 가장 적절한 액션의 타이밍이지만, 현실적으로 변곡점을 지나는 순간에 지금이 변곡점이라고 판단할 사람들은 그다지 많지 않다. 일정 시간이 지나야 변곡점을 통과했다는 것을 깨닫게 되는 경우가 대부분이다. 하지만, 그 때라도 의사결정이 이루어지면 어느 정도 수익을 낼 수 있는 기회가 존재하기 마련이다.

이런 가운데 우리나라의 경기선행지수 순환변동치는 지난 4 월을 저점으로 바닥을 치고 반등하고 있는 상황이다. 따라서, 아직 여러가지 변수들이 불안정한 상태로 남아있다. 적어도 향후 수개월 이상은 경기선행지수 순환변동치가 기준치인 100 을 넘어서는 구간에 진입하게 될 가능성이 높다. 제조업을 중심으로 한국 경기는 점차 회복될 가능성이 있다고 봄다.

2023년 4월을 저점으로 경기선행지수 순환변동치가 바닥을 치고 반등 중

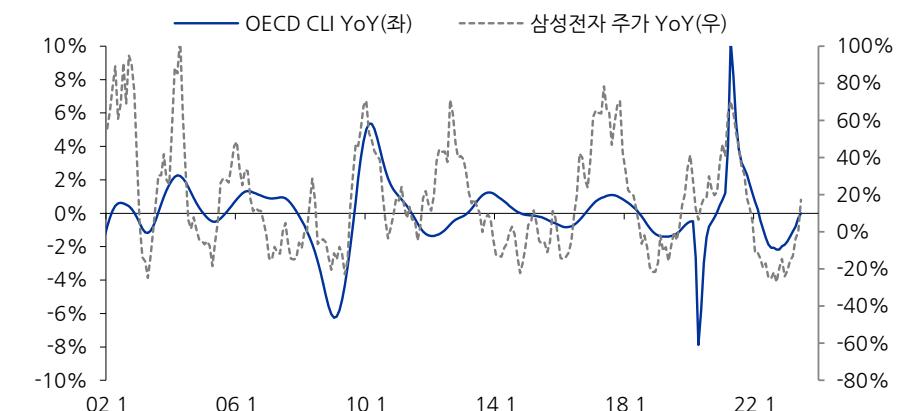
도표9. 경기선행지수 순환변동치



자료: 통계청, 유진투자증권

세계 반도체 매출액의 전년동기비 증가율은 여전히 마이너스 권역에 있다. 그러나, 이미 지난 1~5 월에 걸쳐 바닥을 형성하고 이후 완연한 회복세에 진입했다. 이와 동행하는 지표로 흔히 거론되는 것이 OECD 경기선행지수의 전년동기비 증감율인데, 이 지표도 '23년 1월을 저점으로 회복 국면에 진입했다. 향후 경기선행지수가 또 어떤 쪽으로 방향을 틀지는 불확실하지만, 통상적으로 보면 이제 막 (-)에서 (+)권으로 진입했다는 점에서 향후 경기선행지수의 회복과 반도체 사이클의 회복이 동반해서 나타날 가능성이 높아 보인다.

도표 10. OECD 경기선행지수 YoY vs. 삼성전자 주가 YoY



자료: 유진투자증권

도표 11. 삼성전자 주가 YoY vs. 메모리 YoY



자료: 유진투자증권

반도체 재고 감소의 속도가 주가를 좌우

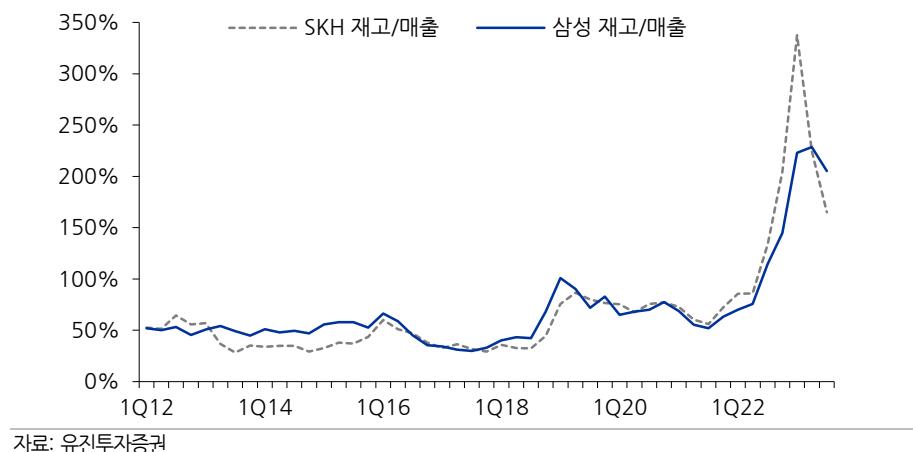
올해 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 상승률 차이를 설명할 때 처음 손에 꼽히는 것은 물론 HBM3에 대한 성과이다. 그러나, 그 이외에도 두 회사의 재고감소 속도 차이도 중요한 차별화의 요인으로 비교된다.

이유야 어찌됐든 결과적으로 경쟁사들 대비 늦게 감산을 시작한 삼성전자는 여전히 경쟁사 대비 더 높은 재고 부담에 시달리고 있다. 이러한 차이가 결과적으로 주가 퍼포먼스의 차이로 이어졌다고도 해석할 수 있다.

분기보고서의 공식 데이터를 기준으로 볼 때, 삼성전자 반도체 사업부의 재고는 여전히 비정상적으로 높은 수준이다. 따라서, 앞으로도 상당한 기간동안 지금과 같은 감산 기조를 더 이어가야만 재고를 경쟁사 수준으로 낮출 수 있을 것이다. 그렇지 않고, DRAM 가격이 조금 반등했다고 해서 다시 가동률을 급하게 끌어 올리게 된다면 다시 재고의 늪에 빠지게 될 수 있다.

매출 대비 재고비율(재고자산/매출액)을 비교해보면 SK 하이닉스는 올해 1분기 338%를 피크로 3분기 현재 165%까지 감소했지만, 삼성전자는 2분기 229%를 피크로 3분기 205%로 소폭 감소에 그쳤다. SK 하이닉스와 비교할 때, 확실히 삼성은 재고의 피크 시기도 늦고, 재고 하락의 속도도 더딘 모습을 보여주고 있다. 결과적으로 감산 결정의 시기가 지금과 같은 차이로 이어졌다고 볼 수 있다.

도표 12. 삼성전자 반도체 사업부와 SK 하이닉스의 매출 대비 재고자산 비율



SK 하이닉스와 비교
할 때, 삼성전자 반
도체의 재고 감소
속도는 여전히 더디
다

3분기말 기준 삼성 반도체의 매출증가율(YoY)은 -29%, 재고증가율은 +28%를 기록하고 있다. 삼성의 매출증가율과 재고증가율의 겹은 -57%에 달한다. 반면 SK 하이닉스의 매출증가율은 -17%, 재고증가율은 +2%로 두 지표 모두 삼성 반도체에 비해 상대적으로 우수하다. SK 하이닉스의 매출증가율과 재고증가율의 겹은 -19%로 삼성전자의 1/3 수준이다.

도표 13. 삼성전자 반도체 매출 증가율 vs. 재고 증가율

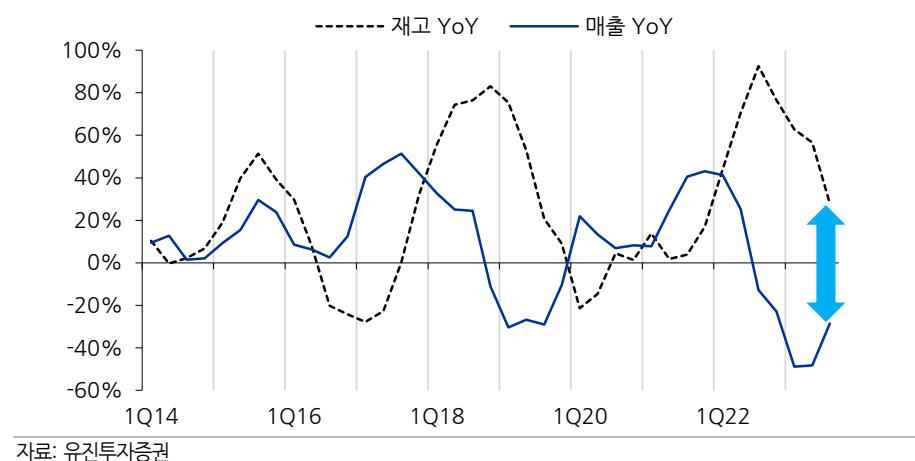
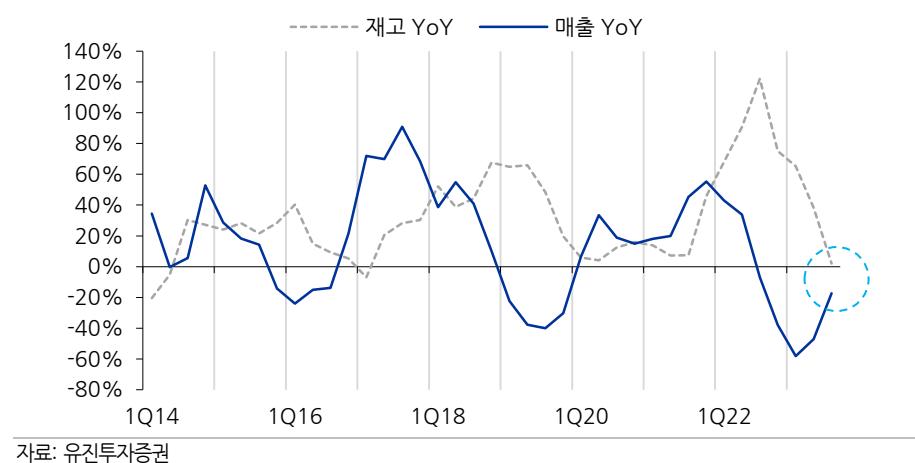


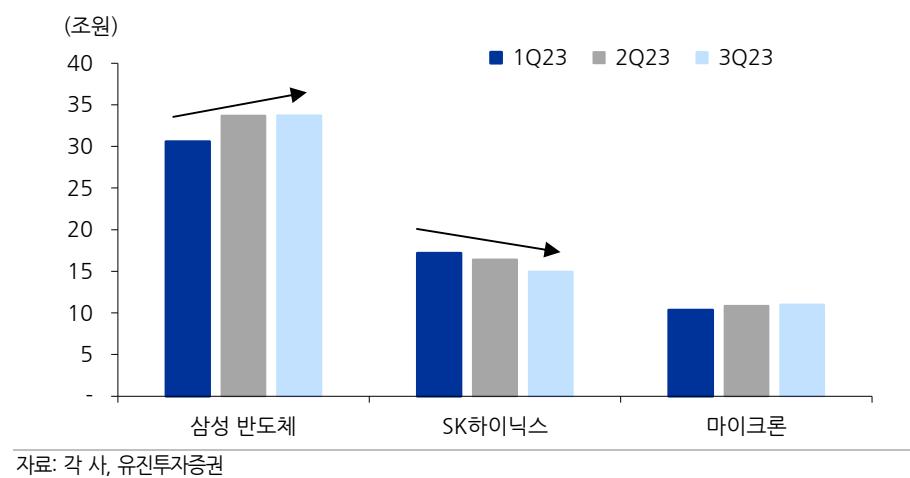
도표 14. SK 하이닉스 매출 증가율 vs. 재고 증가율



SK는 줄었고, 삼성
은 늘었다

삼성전자는 실적 발표 컨퍼런스콜에서 재고가 피크를 지났다고 언급했다. 그러나, 막상 재고자산 수치를 보니 여전히 삼성 반도체의 재고는 33.73 조원으로 2분기 대비 전혀 줄지 않았다. 다른 메모리 업체들도 재고가 과다하지만, 삼성전자의 반도체 재고는 여전히 너무 많다. DDR5도 HBM3도 중요하지만, 재고관리는 제조업의 기본 중의 기본이다.

도표 15. 메모리 3사 분기별 재고자산 비교



II. 메모리 수요 전망

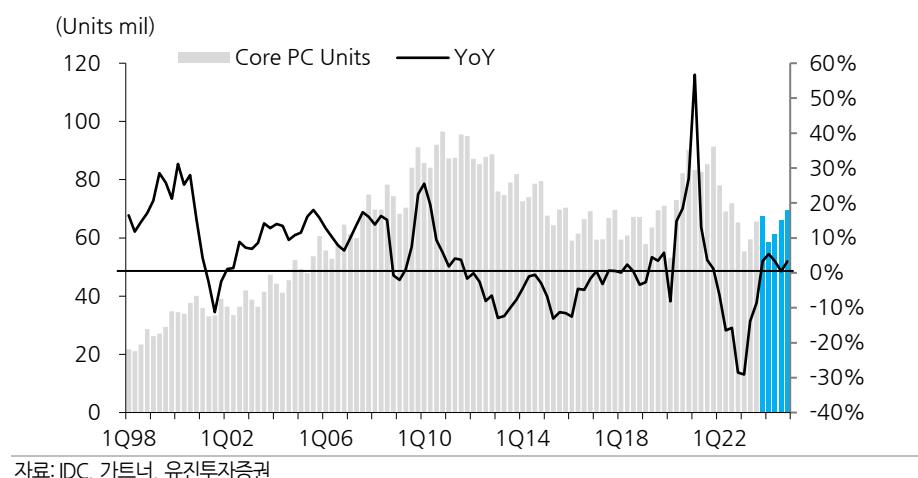
PC

1 분기 글로벌 PC 출하량은 5,540 만대 수준으로 전년 동기비 29% 감소했다. 이는 4 분기의 감소율 28%를 넘어선 역대 최대의 하락폭이다. 2 분기 출하도 5,950 만대에 그쳐 전년비 14% 감소한 것으로 나타났다. 3 분기 출하는 6,570 만대로 전년비 하락폭이 한 자릿수 후반으로 줄어들긴 했지만, 이런 상황이라면 올해 PC 출하량은 2.48 억대에 그쳐 2 년 연속 두 자릿수 감소가 불가피하다.

2 년 연속 급감한 PC 출하량은 실제 수요 감소보다 더 큰 폭으로 줄어든 측면이 없지 않다. 그 동안 유통 채널에 깔려있던 과도한 재고가 주문량에 더 크게 영향을 미쳤기 때문이다. 하지만, 인텔을 비롯한 PC 서플라이 체인 업체들은 공통적으로 이제 PC 의 재고 부담이 거의 대부분 클리어되었다고 얘기하고 있다. 따라서, 내년 경기 둔화 우려에도 불구하고 PC 출하는 최소한의 성장세를 기록할 가능성이 높다고 판단한다.

23년 PC 시장은
과도할 정도로 위축

도표 16. 분기별 PC 출하량 추이

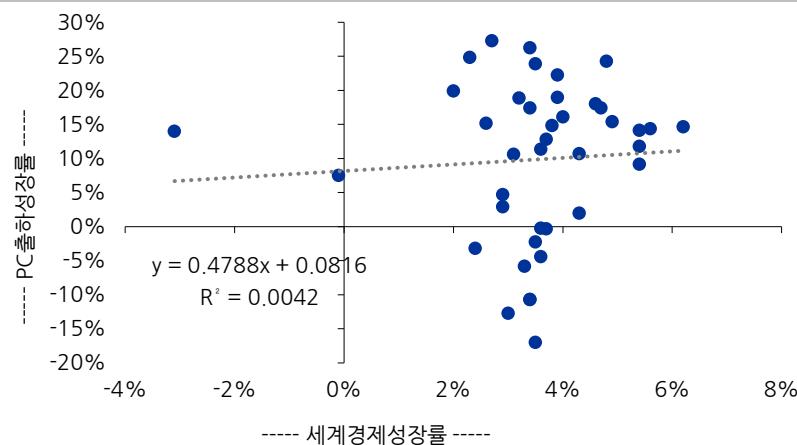


내년 세계경제성장률은 올해 대비 둔화할 전망이다. 세계경제를 지탱해온 미국의 성장률도 2023년 3분기를 정점으로 둔화할 것으로 예상되고 있다. 그렇다면 세계경제의 성장률이 둔화하는데 PC가 성장할 것이라는 전망은 과연 설득력이 있는 것일까?

하지만, 지난 40년간 세계경제성장률과 PC 출하증가율 사이엔 통계적으로 의미 있는 관계가 거의 없다는 분석 결과를 확인할 수 있다. (세계경제성장률과 PC 출하성장률 사이의 상관계수는 0.0042) 따라서, 내년 세계경제가 둔화할 것이니 PC가 성장하지 못할 것이란 접근은 그렇게 설득력이 있는 주장은 아닐 것이다.

세계경제성장률과
PC 성장률은 놀라울
정도로 별로
상관관계가 없다

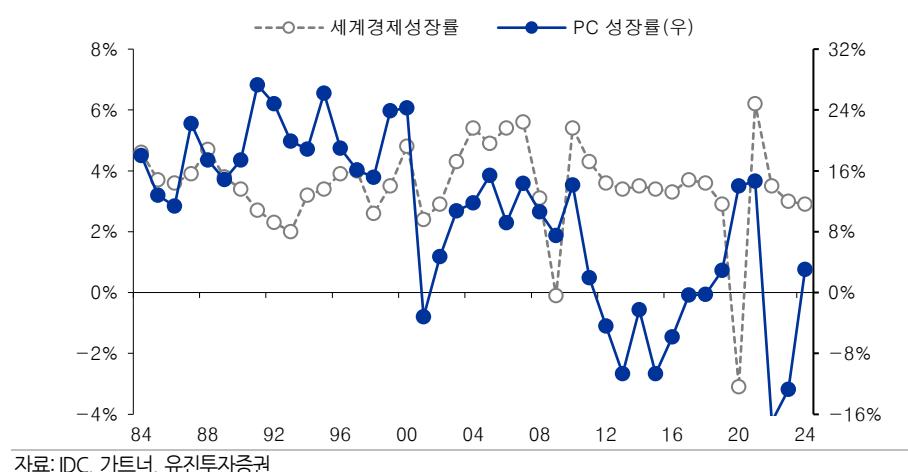
도표 17. 세계경제성장률 vs. PC 출하 성장률



자료: IDC, 가트너, 유진투자증권

코로나 팬데믹 이후
PC 성장률과 세계
경제성장률과의
무관성은 더욱
심해졌다

도표 18. 세계경제성장률 vs. PC 출하 성장률

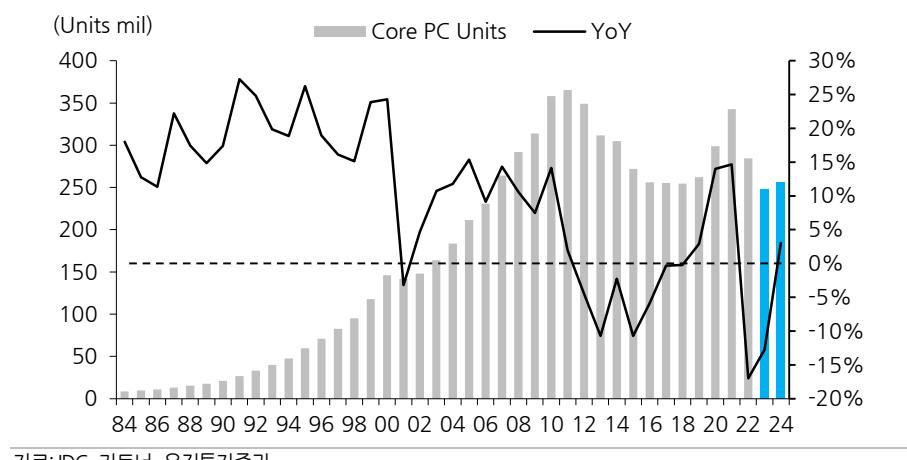


자료: IDC, 가트너, 유진투자증권

세계 PC 수요는 2011년 3.65 억대를 고점으로 하락해 2018년 2.55 억대까지 줄어 들었다. 이후 2019년 약 3% 성장한 데 이어 코로나 팬데믹 2020년, 2021년 2년간 10% 중반 성장하면서 2021년 출하량은 3.4 억대를 넘어섰다. 하지만, 팬데믹 효과가 사라지면서 2022년과 2023년 2년 연속으로 두 자릿수 하락하였고 올해 출하는 2.5 억대를 하회할 것(1~3분기 누적으로 약 1.8 억대 출하)으로 전망되고 있다. 즉, 팬데믹 이전의 저점보다 더 수요가 줄어들었다는 얘기다.

따라서, 이 정도 수준에서 PC 가 내년에도 추가로 마이너스 성장할 것이라고 보기는 쉽지 않을 것으로 판단한다. 이에 유진 리서치는 내년 PC 출하증가율을 약 3%로 가정하고 수요를 전망한다.

도표 19. 연간 PC 출하량 및 성장률



스마트폰

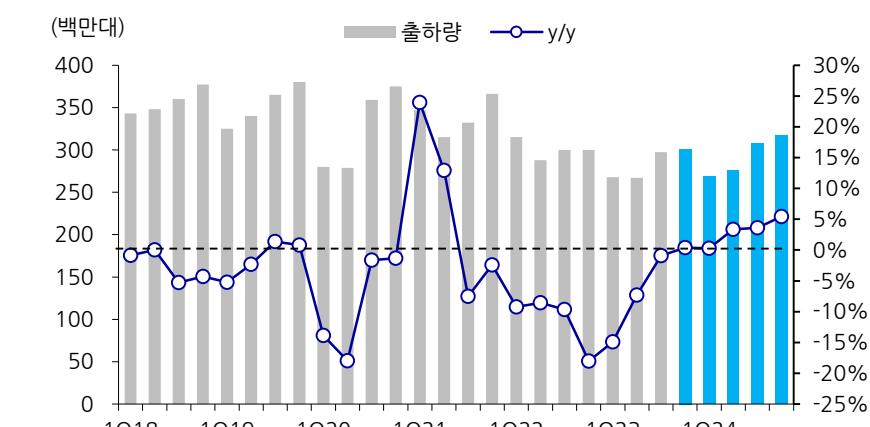
1 분기 스마트폰 출하 분석

1 분기 스마트폰 출하량은 전년동기비 무려 14% 감소한 2.7 억대에 그쳤다. 코로나 발생 초기였던 2020년 1 분기보다도 낮은 수준으로 10년 간 보기 어려웠던 수준까지 떨어진 것이다. 인도, 라틴, 아시아, 중동, 동유럽 등 대다수 이머징 지역이 모두 전년비 역성장을 기록하며 추세적인 수요 감소를 보이고 있다.

지난 5월 보고서에서 언급했던 것처럼 신규 스마트폰 수요의 상당 부분을 중고 또는 리퍼비시 폰이 흡수하고 있는 상황이다. 극단적으로 얘기하자면 3~4년 전 스마트폰과 최신형 스마트폰의 기능적인 차이는 거의 없다고 봐도 과언이 아니다. 카메라를 중시하는 젊은 층의 고가 스마트폰 교체 수요는 줄지 않고 있지만, 카메라에 그렇게 민감하지 않은 사람들에게는 새로운 스마트폰이 주는 효용이 그렇게 크지 않기 때문일 것이다.

'23년 1분기 스마트폰 수요는 2.7 억 대에 그쳐 '14년 이후 가장 낮은 수준을 기록했다

도표 20. 분기별 스마트폰 출하량 추이



자료: IDC, SA, 유진투자증권

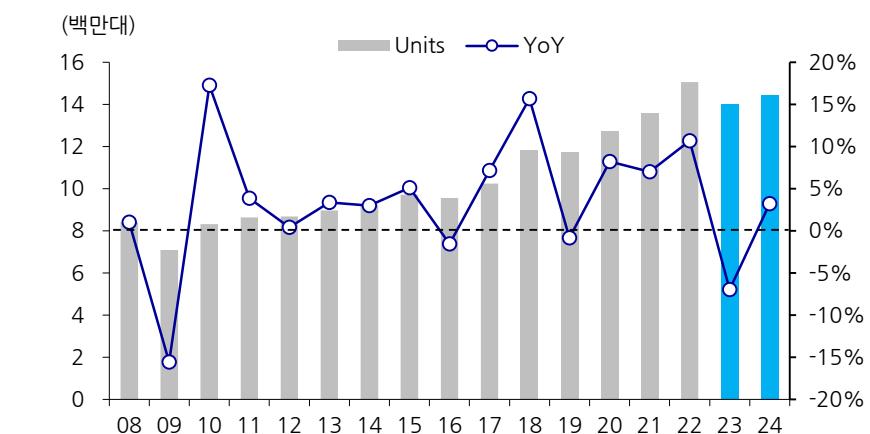
결국, 스마트폰 수요가 다시 성장하기 위해서는 기존에 없던 새로운 기능이나 킬러 앱이 등장해야 할 것이다. 애플 비전프로 출시가 긍정적 변수가 될지도 모른다. 하지만, 실제 결과가 어떤 방향으로 작용할지는 알 수 없다. 다만, PC와 마찬가지로 스마트폰 출하도 2년 연속 비교적 큰 폭으로 감소했다는 점, 그리고 최근 중국 유통 채널의 재고가 상당 폭 줄어 들었다는 점을 감안하면, 2024년 스마트폰 출하는 3% 내외의 소폭 성장은 가능하리라고 본다.

서버

2023년 세계 서버 출하량은 연초 예상과 달리 상당히 큰 폭으로 줄어들 것으로 예상된다. 트렌드포스, IDC 등 시장조사업체는 올해 서버 출하량이 전년비 6~7% 감소할 것이라는 수정 전망치를 발표했다. 글로벌 IT 경기 둔화와 중국 수요 감소 등이 주된 요인 있지만, ChatGPT 이후 빅테크 및 하이퍼스케일러들이 고가의 AI 서버 투자를 늘리는 과정에서 전통 서버 투자 수요가 감소한 것도 적지 않은 영향을 준 것으로 분석된다.

2023년은 서버 출하량이 예상보다 큰 폭으로 감소했다

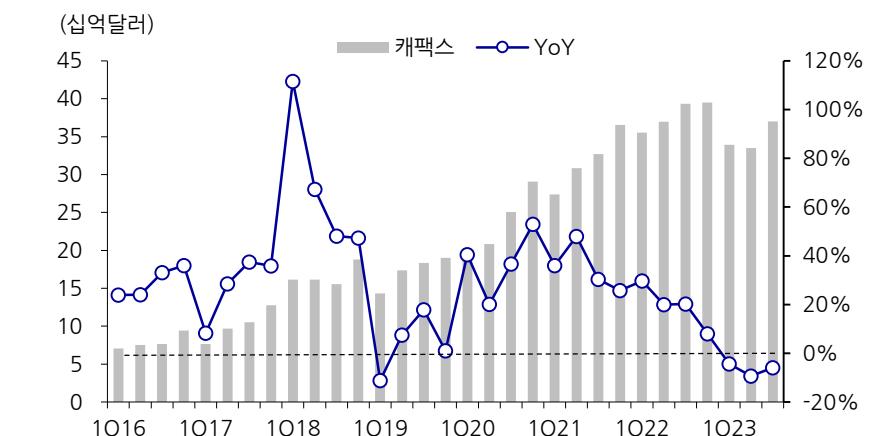
도표 21. 연간 서버 출하량



자료: IDC, 유진투자증권

빅테크들의 캐피스는 계획보다 줄어들며, 전년비 감소

도표 22. 빅테크 4의 캐피스 추이



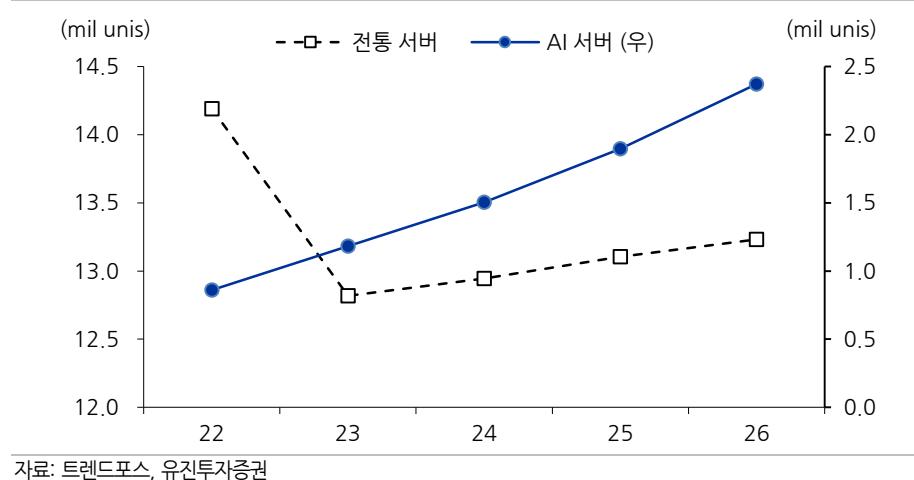
자료: 각 사, 유진투자증권

2023년 클라우드 업체들의 AI 관련 투자가 크게 증가하며 AI 서버 출하대수는 30%대 후반 증가했지만, 전통서버 출하하는 10%나 감소할 전망이다.

생성형 AI 개발 경쟁이 당분간 계속될 것으로 전망되면서 앞으로 AI 서버가 향후 수년간은 적어도 20%대 이상 성장할 것으로 전망되고 있다. 하지만, 기존 전통서버 출하량도 최소한 연 1~2% 성장이 동반될 것으로 예상되고 있다. 따라서, 2024년~2026년 사이 글로벌 서버 출하량은 적어도 연간 3~4%의 성장세를 보여줄 것으로 추정된다. 물론, 이 과정에서 프로세서 및 메모리도 GPU나 FPGA, 혹은 추론용 NPU, 그리고 HBM과 같은 광대역 초고속 메모리가 더 높은 성장을 보이게 될 전망이다.

상반기 부진으로 올
해 서버 출하 2%
감소 예상

도표 23. 전통 서버와 AI 서버 출하량 비교



자료: 트렌드포스, 유진투자증권

DRAM 가격 하락으로 DRAM 채용량은 더 가속될 것인가?

과거 우리는 DRAM 수요의 가격 탄력성은 이전에 비해 현저히 떨어졌다라는 보고서를 작성한 바 있다. 하지만, 2024년 DRAM 수요 전망에 있어 일부 업체들은 DRAM 가격 하락으로 세트의 DRAM 채용량이 이전에 비해 더 높은 증가율을 보일 것이라는 기대를 내비치고 있다. 정확한 검증은 어렵겠지만, 과연 그런 생각이 사실일지 점검해볼 필요는 있을 것이다.

메모리 모듈을 장착하는 PC의 경우 그 스펙을 전부 점검하기는 어려울 것이기 때문에 우리는 일단 주요 업체들의 스마트폰 대표 모델을 중심으로 DRAM 스펙을 비교하기로 한다.

우선 삼성의 경우는 2023~2024년 모델의 DRAM 스펙이 전년과 동일했다. 삼성의 최상의 모델인 Z Fold5와 S23 Ultra는 최대 12GB의 DRAM을 탑재하고 있다. 하지만 삼성의 12GB 모델은 4년 전인 2019년 출시된 갤럭시 Note10+에 이미 등장했었다. 냉정하게 얘기하자면 삼성 스마트폰의 DRAM 스펙은 4년 간 거의 증가하지 않고 있는 것이다. 적어도 삼성 스마트폰의 경우 DRAM 용량 증가율이 과거에 비해 더 높다고 보기는 어려워 보인다.

애플의 경우는 아이폰 15 프로 모델에 한해 전년 모델에 비해 2GB씩 DRAM 용량을 높였다. 하지만, 애플도 과거에 비해 더 많은 모델에 대해 더 많은 용량을 업그레이드한다고 볼 수는 없어 보인다. 따라서, 세계 1, 2위 업체인 삼성과 애플의 경우 예년에 비해 DRAM 용량을 더 적극적으로 올린다고 주장하기는 어려울 것 같다.

오히려 DRAM 용량을 적극적으로 늘려가는 업체는 화웨이와 샤오미 정도로 볼 수 있다. 화웨이는 메이트 60 라인업의 DRAM 용량을 메이트 50 라인업에 비해 4GB씩 높였다. 샤오미도 레드미 노트 신제품의 DRAM 용량을 평균 4GB 가량 높였다. 그러나, 화웨이 메이트 50, 60 라인업의 판매는 연간 300만대를 넘지 못하는 모델이라는 점에서 그 대표성은 갤럭시 S와 아이폰에 비할 바가 되지 않는다.

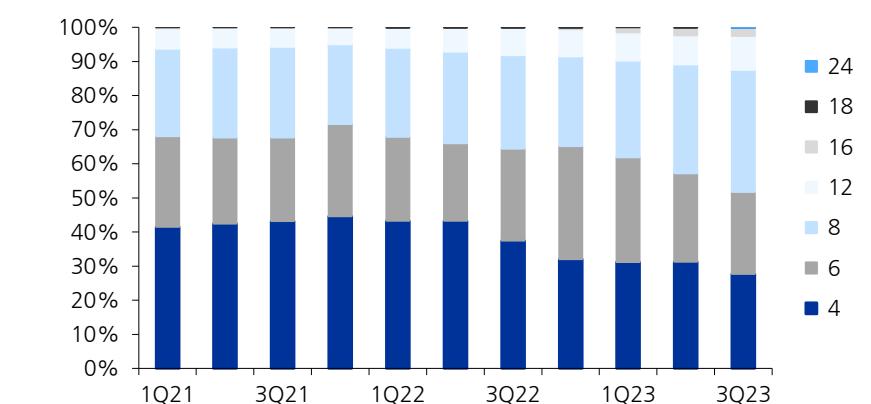
그나마, 샤오미 레드미 노트의 경우 연간 3,000 만대가 팔리는 모델이라는 점에서 약간의 기여는 가능하리라 본다. 반면, 연간 1,000 만대 가량이 팔리는 오포의 Reno 라인업 신규 모델은 오히려 DRAM 용량을 줄여서 출시된다. 따라서, 우리가 볼 때는 스마트폰의 DRAM 채용량 증가가 예년에 비해 이례적으로 더 높다고 보기는 쉽지 않다는 판단이다.

도표 24. 주요 스마트폰의 DRAM 스펙 비교

회사명	2022년 ~ 2023년		2023 ~ 2024년		DRAM 용량 변동
	모델명	DRAM (GB)	모델명	DRAM (GB)	
삼성전자	Z Fold4	12	Z Fold5	12	-
	Z Flip4	8	Z Flip5	8	-
	S22 Ultra	8/12	S23 Ultra	8/12	-
	S22+	8	S23 +	8	-
	S22	8	S23	8	-
애플	iPhone 14 Pro Max	6	iPhone15 Pro Max	8	up 2GB
	iPhone 14 Pro	6	iPhone15 Pro	8	up 2GB
	iPhone 14 +	6	iPhone15 +	6	-
	iPhone 14	6	iPhone15	6	-
화웨이	Mate 50 Pro +	12	Mate 60 Pro +	16	up 4GB
	Mate 50 Pro	8	Mate 60 Pro	12	up 4GB
	Mate 50	8	Mate 60	12	up 4GB
샤오미	Redmi Note 12 Turbo	8-12	Redmi Note 13 Pro+	12/16	up
	Redmi Note 12R Pro	12	Redmi Note 13 Pro	8-16	-
	Redmi Note 12	4-8	Redme Note 13	6-12	up
오포	Reno9 Pro+	16	Reno10 Pro+	12/16	down
	Reno9 Pro	16	Reno10 Pro	12	down
	Reno9	8/12	Reno10	8	down

자료: 유진투자증권

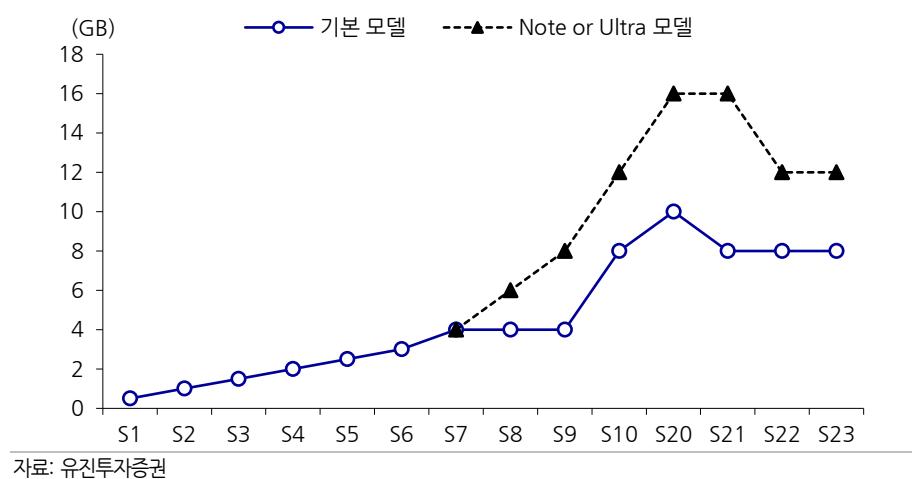
도표 25. 스마트폰 용량(GB)별 비중 추이



자료: IDC, 유진투자증권

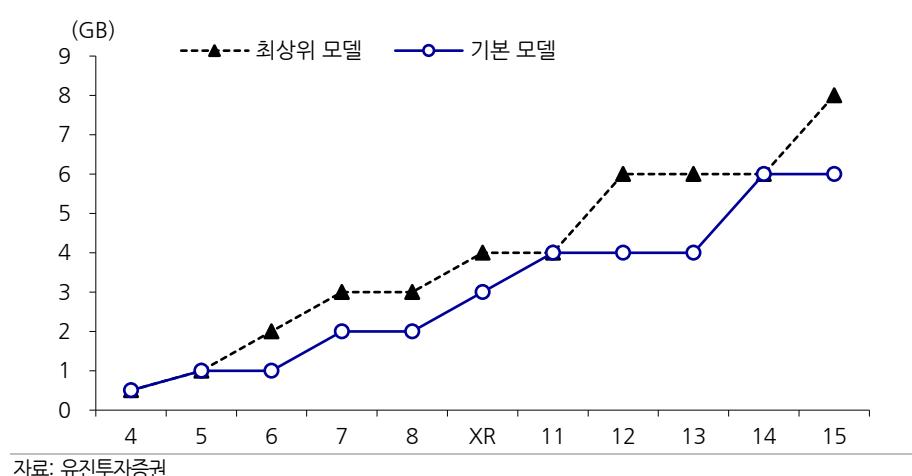
삼성도 S20과 S21
을 피크로 DRAM
용량이 오히려 감소

도표 26. 삼성 갤럭시 주요 모델별 DRAM 용량 추이



애플 아이폰 15
프로맥스 모델의
DRAM 용량이 증
가한 것도 DRAM
가격이 하락해서 용
량이 늘어난다고 해
석할 수 없는 부분

도표 27. 애플 아이폰 모델별 DRAM 용량 추이



주요 가정 및 수요 전망 종합

2024년 메모리 수급 전망을 위한 기본 가정

PC 수요: 2.56 억대, 3% 증가 ('23년 13% 감소 대비 개선)

스마트폰: 11.7 억대, 3% 증가 ('23년 6% 감소 대비 개선)

서버: 1,460 만대, 3% 증가 ('23년 6% 감소 대비 개선)

기기당 평균 DRAM 용량 증가에 대해서는 앞에서 설명한 바와 같이 가격 하락이 더 높은 용량증가율로 이어지지는 않을 것으로 본다. 즉, 내년 수요 전망을 가급적이면 좀 더 보수적 관점에서 진행한 측면이 있다.

이런 가정에 따를 경우 DRAM 총 수요 증가율은 '23년 +6%에서 '24년에는 +19%(245 억 GB → 293 억 GB)로 높아질 것으로 예상되고, NAND 수요 증가율도 '23년 +8% 대비 높은 +22%(6,060 억 GB → 7,410 억 GB)에 이를 것으로 추정된다.

도표 28. 주요 가정 및 메모리 수요 전망

주요가정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025
월달러	1,276	1,315	1,311	1,350	1,350	1,330	1,300	1,300	1,290	1,313	1,320	1,280
PC (백만대)	55.4	59.5	65.7	67.5	58.4	61.5	66.0	69.7	284	248	256	264
	-29%	-14%	-9%	3%	5%	3%	0%	3%	-17%	-13%	3%	3%
	10.6	10.7	11.6	11.8	11.9	12.0	12.8	12.7	10.1	11.2	12.3	13.5
스마트폰 (백만대)	9%	8%	11%	12%	12%	12%	10%	7%	10%	11%	10%	9%
	268	267	297	301	269	276	308	318	1,203	1,133	1,170	1,200
	-15%	-7%	-1%	0%	0%	3%	4%	5%	-12%	-6%	3%	3%
서버 (백만대)	5.8	6.0	6.4	6.5	6.7	6.8	7.0	7.0	5.6	6.2	6.9	7.4
	5%	7%	12%	12%	16%	13%	9%	8%	10%	10%	11%	8%
	3.2	3.3	3.8	3.9	3.3	3.4	3.9	4.0	15.1	14.2	14.6	15.2
DRAM (GB bil)	-9%	-18%	0%	1%	3%	3%	3%	4%	10%	-6%	3%	4%
	600	650	680	710	720	750	780	800	568	663	765	895
	15%	14%	15%	20%	20%	15%	15%	13%	18%	17%	15%	17%
NAND (GB bil)	4.7	5.5	6.9	7.4	6.8	7.0	7.8	7.7	23.1	24.5	29.3	33.5
	-18%	-11%	22%	36%	44%	28%	13%	3%	-2%	6%	19%	14%
YoY	128.3	147.7	164.5	165.4	164.1	180.8	199.6	196.5	558.9	606.0	741.0	899.0
	-14%	2%	22%	29%	28%	22%	21%	19%	1%	8%	22%	21%

자료: 유진투자증권

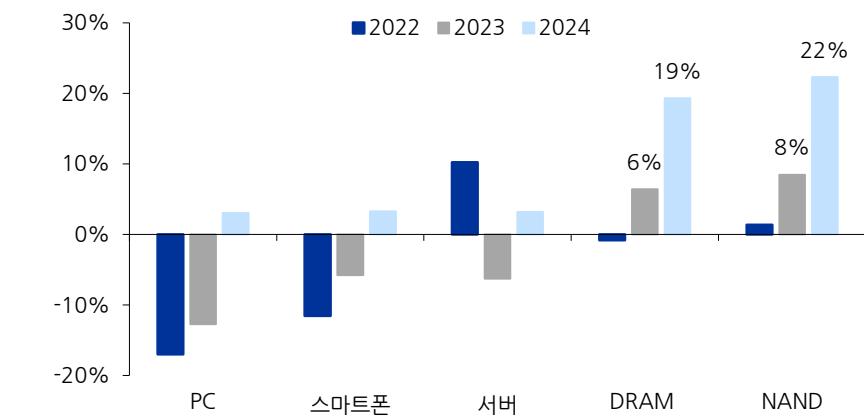
2023년은 메모리의 3대 수요처라 할 수 있는 PC와 스마트폰, 서버 출하량이 모두 마이너스를 기록하는 사상 초유의 상황이 발생했다. 글로벌 경제 및 지정학적 리스크가 여전한 상황을 고려할 때 2024년에도 세트 수요가 크게 반등할 것이라고 낙관하기는 쉽지 않다.

하지만, 그렇다 하더라도 PC와 스마트폰 출하가 3년 연속 감소할 것이라고 보는 것도 쉽지 않다. 실제 PC와 스마트폰 산업의 맹주 역할을 해온 인텔과 퀄컴은 최근 실적 발표에서 주문량에 가장 큰 걸림돌이었던 채널의 재고가 상당정도 해소되었다는 의견을 제시했다. 그러면서, 향후 실적에 대한 가이던스를 소폭 상향조정하고 나섰다.

따라서, 우리는 2024년 PC, 스마트폰이 +3% 내외의 회복세를 보일 것으로 가정했다. 또한, 서버 수요도 소폭의 성장이 가능할 것이라는 전제로 수요를 전망했다. 이에 따라, DRAM과 NAND의 2024년 비트 수요 증가율은 +19%와 +22%로 2023년의 +6%, +8% 대비로는 확연히 높아질 것으로 예측된다.

채널 재고 클리어로
'24년 수요 상황은
'23년보다는 개선
될 전망

도표 29. 2022~2024년 수요에 대한 주요 가정



자료: 유진투자증권

III. 메모리 공급 전망

DRAM, NAND 생산

2022년 DRAM 수요는 232 억 GB로 전년비 2% 감소했으나, 과도한 캐파와 수요 예측 실패로 생산은 전년비 무려 22%나 증가한 289 억 GB에 달했다. 그리고 그 결과 막대한 재고가 제조사와 채널에 쌓이게 되면서 2023년 업황에 큰 부담이 되었다.

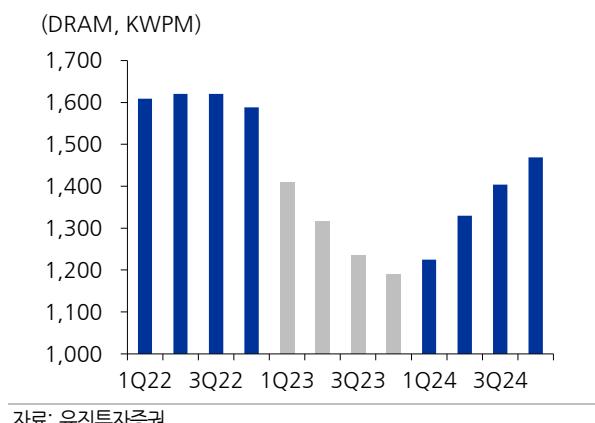
수요 부진이 계속되면서 2023년은 감산으로 대응할 수 밖에 없었다. 마이크론과 SK 하이닉스가 먼저 감산에 돌입했고, 뒤늦게 삼성전자도 동참했다. 2022년 글로벌 DRAM 웨이퍼 아웃풋은 월평균 161 만장에 달했지만, 2023년에는 129 만장으로 20% 줄어들어 DRAM 생산량은 전년비 14% 감소했을 것으로 추정된다.

2024년에는 가동률을 점차 높여가며 웨이퍼 아웃풋을 늘려갈 것으로 예상된다. 다만, 여전히 재고 수준이 높다는 점에서 수급을 훼손시킬 정도로 급격하게 아웃풋을 늘리는 의사결정을 내릴 가능성은 높지 않다고 판단한다. 2024년 평균 웨이퍼 아웃풋은 2023년 대비 약 5% 증가, 비트생산량은 16% 증가할 것으로 예상된다.

2022년 글로벌 NAND 웨이퍼 아웃풋은 월평균 181 만장에 달했지만, 2023년에는 143 만장으로 21% 줄어들어 비트 생산량은 전년비 10% 감소했을 것으로 추정된다.

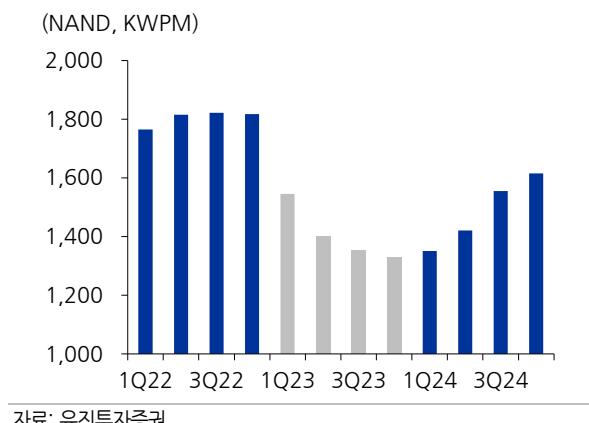
DRAM과 마찬가지로 2024년에는 가동률을 점차 높여갈 것으로 예상된다. 그러나, NAND는 모든 업체들이 여전히 아주 극심한 적자를 보고 있기 때문에 점유율 경쟁을 최소화하면서, 가격을 반등시키기 위한 전략을 계속 이어갈 가능성 이 크다. 우리는 2024년 연평균 웨이퍼 아웃풋은 4%, 비트 생산량은 21% 증가에 그칠 것으로 전망한다.

도표 30. DRAM 웨이퍼 아웃풋 전망



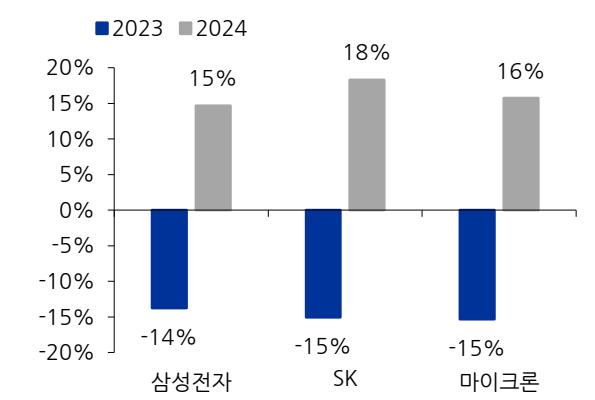
자료: 유진투자증권

도표 31. NAND 웨이퍼 아웃풋 전망



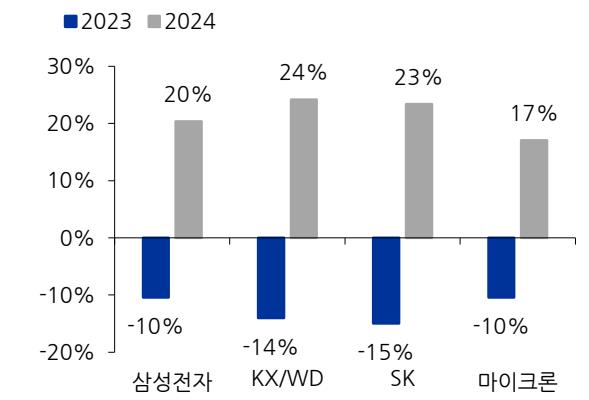
자료: 유진투자증권

도표 32. 업체별 DRAM 생산 빅그로스 전망



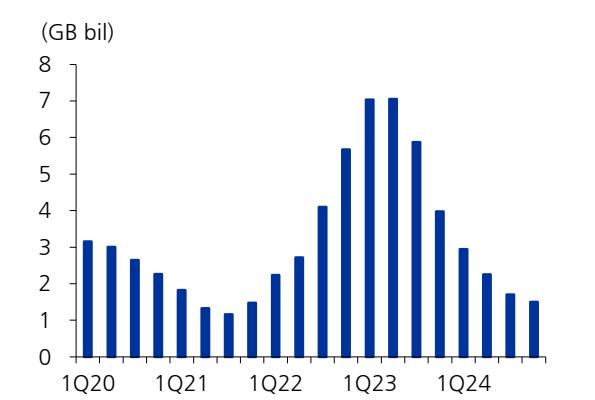
자료: 유진투자증권

도표 33. 업체별 NAND 생산 빅그로스 전망



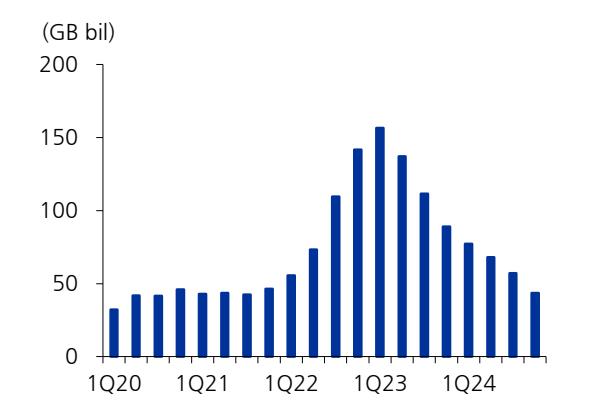
자료: 유진투자증권

도표 34. DRAM 재고 전망



자료: 유진투자증권

도표 35. NAND 재고 전망



자료: 유진투자증권

도표 36. DRAM 공급 전망

DRAM 공급	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025
웨이퍼 생산 (K/M)												
삼성전자	570	540	480	440	450	500	560	600	620	508	528	610
SK	330	300	280	270	290	320	320	340	384	295	318	360
마이크론	335	300	300	305	305	330	340	345	407	310	330	362
CXMT	80	80	80	80	80	80	80	80	78	80	80	90
난야	45	45	45	45	50	50	50	50	59	45	50	56
기타	50	50	50	50	50	50	54	54	62	50	52	54
Total	1,410	1,315	1,235	1,190	1,225	1,330	1,404	1,469	1,608	1,288	1,357	1,532
Q/Q, Y/Y	-11%	-7%	-6%	-4%	3%	9%	6%	5%	8%	-20%	5%	13%
비트 생산 (GB bil)												
삼성전자	2.8	2.7	2.5	2.3	2.4	2.8	3.2	3.4	11.9	10.3	11.8	14.6
SK	2.0	1.9	1.8	1.8	1.9	2.2	2.2	2.4	8.7	7.4	8.8	10.7
마이크론	1.5	1.4	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	6.7	5.7	6.6	7.5
CXMT	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9
난야	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.4	0.5	0.5
기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	0.4	0.4
Total (GB bil)	6.6	6.3	6.0	5.9	6.2	7.0	7.5	8.0	28.9	24.8	28.8	34.6
YoY	-5%	-13%	-19%	-20%	-6%	11%	25%	37%	22%	-14%	16%	20%
B/G	-10%	-5%	-5%	-2%	6%	12%	8%	7%	22%	-14%	16%	20%
삼성전자	-7%	-3%	-9%	-7%	5%	14%	14%	8%	21%	-14%	15%	24%
SK	-9%	-7%	-4%	-1%	10%	13%	2%	8%	20%	-15%	18%	22%
마이크론	-15%	-8%	2%	4%	2%	10%	5%	4%	26%	-15%	16%	13%
CXMT	2%	4%	2%	3%	3%	3%	3%	2%	104%	17%	13%	22%
난야	-10%	0%	1%	1%	12%	0%	0%	0%	-4%	-22%	14%	15%
비트 출하 (GB bil)												
삼성전자	2.2	2.6	2.8	3.2	3.0	3.1	3.3	3.5	10.2	10.8	12.9	14.5
SK	1.4	1.9	2.3	2.5	2.3	2.4	2.6	2.6	7.1	8.2	9.8	10.8
마이크론	1.4	1.5	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	1.7	6.0	6.3	6.8	7.4
CXMT	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.8	0.9
난야	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.5	0.5
Total (GB bil)	5.3	6.3	7.2	7.8	7.3	7.6	8.1	8.2	24.7	26.5	31.2	34.5
B/G	-9%	19%	15%	9%	-7%	4%	6%	2%	1%	8%	18%	11%
삼성전자	-12%	15%	10%	13%	-6%	5%	6%	5%	0%	5%	20%	12%
SK	-20%	35%	20%	8%	-8%	3%	8%	1%	-1%	14%	20%	10%
마이크론	16%	10%	15%	4%	-8%	6%	2%	0%	4%	6%	8%	8%
CXMT	-13%	11%	10%	5%	4%	3%	11%	-3%	92%	9%	24%	10%
난야	-9%	15%	19%	7%	-1%	2%	8%	-3%	-27%	-6%	22%	18%
Bit M/S												
삼성전자	42%	41%	39%	41%	41%	41%	41%	43%	42%	41%	41%	42%
SK	27%	31%	32%	32%	32%	31%	32%	31%	29%	31%	31%	31%
마이크론	26%	24%	24%	23%	22%	23%	22%	21%	24%	24%	22%	21%

자료: 유진투자증권

도표 37. NAND 공급 전망

NAND 공급	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025
웨이퍼 생산 (K/M)												
삼성전자	520	460	420	400	410	440	490	510	568	450	465	550
키옥시아/WD	490	430	440	440	450	470	510	540	615	475	493	585
SK	250	245	225	220	220	250	270	280	313	235	258	310
마이크론	175	155	155	155	155	155	170	180	208	160	165	190
YMTC	100	100	100	100	100	100	100	100	89	100	100	100
Total	1,545	1,400	1,352	1,327	1,350	1,430	1,555	1,625	1,805	1,434	1,495	1,750
Q/Q, Y/Y	-15%	-9%	-3%	-2%	2%	6%	9%	5%	6%	-21%	4%	17%
비트 생산 (TB bil)												
삼성전자	61	57	55	53	56	63	72	80	252	225	271	368
키옥시아/WD	37	37	39	39	40	43	50	55	177	152	189	261
SK	31	31	29	29	30	36	39	42	141	120	148	193
마이크론	19	18	18	19	20	20	23	25	83	74	87	113
YMTC	9	9	9	10	10	11	12	12	28	37	45	55
Total	157	152	150	150	157	174	196	215	681	610	741	992
B/G	-12%	-4%	-1%	0%	4%	11%	13%	10%	20%	-10%	22%	0%
삼성전자	-6%	-7%	-4%	-3%	6%	13%	13%	12%	17%	-10%	20%	36%
KX/WD	-21%	-2%	5%	2%	3%	6%	17%	10%	13%	-14%	24%	38%
SK	-14%	1%	-7%	1%	4%	19%	9%	7%	71%	-15%	23%	31%
마이크론	-13%	-7%	3%	3%	3%	3%	13%	9%	27%	-10%	17%	30%
YMTC	2%	6%	4%	5%	5%	6%	6%	5%	123%	34%	22%	21%
Bit Shipments (EB)												
삼성전자	56	59	58	62	63	69	80	90	211	235	302	381
키옥시아/WD	40	47	41	39	38	40	50	57	163	166	185	241
SK	27	39	39	36	33	37	42	44	124	141	157	184
마이크론	14	19	27	25	23	25	25	27	64	84	99	111
YMTC	6	8	11	11	11	11	11	12	23	36	46	52
Total (EB or GB bil)	143	171	176	173	169	182	208	230	585	662	790	969
B/G (Shipments)	-3%	20%	2%	-1%	-2%	8%	14%	10%	3%	13%	19%	23%
삼성전자	3%	5%	-2%	6%	3%	9%	16%	12%	3%	11%	29%	26%
키옥시아/WD	-3%	17%	-13%	-3%	-3%	5%	24%	14%	0%	2%	11%	30%
SK	-15%	45%	1%	-8%	-8%	13%	12%	6%	43%	14%	12%	17%
마이크론	7%	37%	41%	-8%	-6%	6%	0%	9%	-2%	31%	18%	11%
YMTC	1%	28%	40%	2%	3%	-3%	3%	5%	74%	57%	28%	13%
Bit M/S												
삼성전자	39%	34%	33%	36%	37%	38%	38%	39%	36%	35%	38%	39%
키옥시아/WD	28%	27%	23%	23%	23%	22%	24%	25%	28%	25%	23%	25%
SK	19%	23%	22%	21%	20%	20%	20%	19%	21%	21%	20%	19%
마이크론	10%	11%	15%	14%	14%	13%	12%	12%	11%	13%	13%	11%
YMTC	4%	5%	6%	6%	7%	6%	5%	5%	4%	5%	6%	5%

자료: 유진투자증권

IV. 메모리 수급 모델 및 전망

DRAM 수급 요약

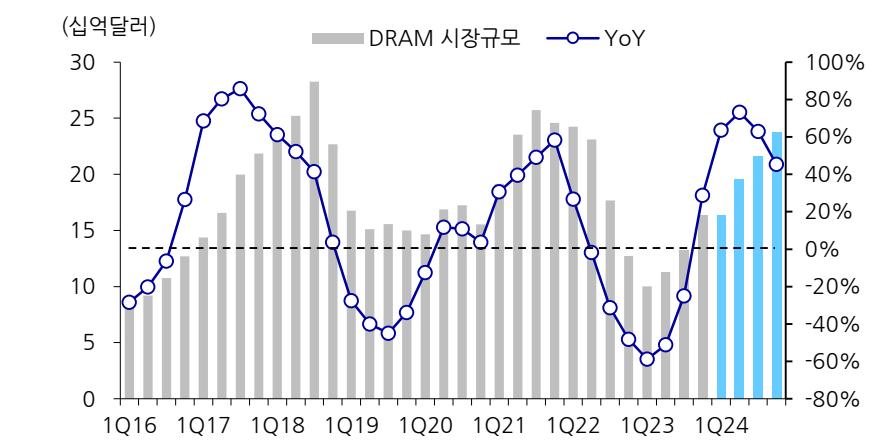
2024년 DRAM 수요는 19% 증가한 293 억 GB로 예상되는 반면 생산은 전년비 16% 늘어난 288 억 GB에 그칠 전망이다. 칩업체들의 출하량은 생산량보다 많은 312 억 GB로 18% 증가할 것으로 예상한다.

수요가 생산량보다 높다는 점은 그만큼 인더스트리 재고가 줄어든다는 것을 의미한다. 또한 출하가 생산량보다 많다는 것은 그만큼 칩업체들의 재고가 줄어든다는 것을 뜻한다.

유진 리서치의 DRAM 수급 모델은 DRAM 업체들의 칩 재고가 '22년말 57 억 GB에서 '23년 상반기 71 억 GB까지 더 증가했다가 '23년말 40 억 GB까지 감소하고, 이후 '24년말에는 15 억 GB까지 줄어들 것으로 예측한다. 이에 따라 ASP는 '23년 2분기 \$1.80/GB에서 '24년 4분기 \$2.89/GB까지 상승할 것으로 전망한다.

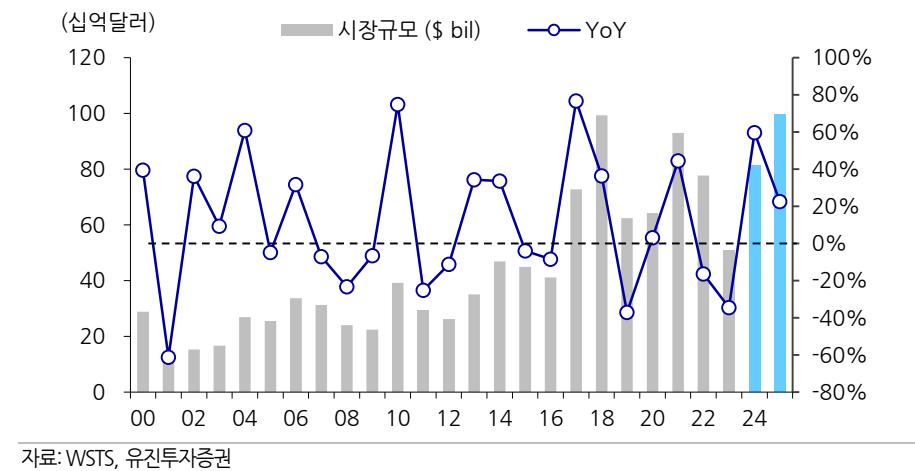
DRAM 시장규모는 '23년 1분기 100 억 달러를 저점으로 계속 증가해 '24년 4분기에는 238 억 달러까지 늘어날 것으로 예상한다. 연간으로는 '23년 509 억 달러에서 '24년 813 억 달러로 약 60% 증가할 것으로 전망한다.

도표 38. 분기별 DRAM 시장 전망



자료: WSTS, 유진투자증권

도표 39. 연간 DRAM 시장 전망



자료: WSTS, 유진투자증권

도표 40. DRAM 수급 모델 요약

DRAM 모델	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025
수요 (GB bil)	4.7	5.5	6.9	7.4	6.8	7.0	7.8	7.7	23.1	24.5	29.3	33.5
YoY	-18%	-11%	22%	36%	44%	28%	13%	3%	-2%	6%	19%	14%
QoQ	-13%	15%	26%	8%	-8%	2%	12%	-2%				
생산 (GB bil)	6.6	6.3	6.0	5.9	6.2	7.0	7.5	8.0	28.9	24.8	28.8	34.6
YoY	-5%	-13%	-19%	-20%	-6%	11%	25%	37%	22%	-14%	16%	20%
QoQ	-10%	-5%	-5%	-2%	6%	12%	8%	7%				
출하 (GB bil)	5.3	6.3	7.2	7.8	7.3	7.7	8.1	8.2	24.7	26.5	31.2	34.5
YoY	-15%	-7%	20%	35%	38%	23%	13%	6%	1%	7%	18%	10%
QoQ	-9%	19%	15%	8%	-7%	6%	5%	2%				
재고 (GB bil)	7.0	7.1	5.9	4.0	2.9	2.3	1.7	1.5	5.7	4.0	1.5	1.6
재고주수	15.9	13.7	10.2	6.9	5.1	3.7	2.7	2.4	11.9	7.8	2.5	2.4
생산/수요	1.402	1.149	0.869	0.791	0.914	1.002	0.961	1.045	1.251	1.010	0.982	1.031
출하/수요	1.113	1.146	1.040	1.046	1.065	1.101	1.032	1.071	1.069	1.079	1.067	1.031
ASP (\$/GB)	1.90	1.80	1.85	2.11	2.26	2.55	2.68	2.89	3.15	1.92	2.60	2.89
YoY	-51%	-48%	-37%	-4%	19%	41%	45%	37%	-17%	-39%	35%	11%
QoQ	-14%	-5%	3%	14%	7%	13%	5%	8%				
시장 규모 (\$ bil)	10.0	11.3	13.3	16.4	16.4	19.6	21.6	23.8	77.8	50.9	81.3	99.7
YoY	-59%	-51%	-25%	29%	64%	73%	63%	45%	-16%	-34%	60%	23%
QoQ	-21%	13%	17%	24%	0%	19%	10%	10%				

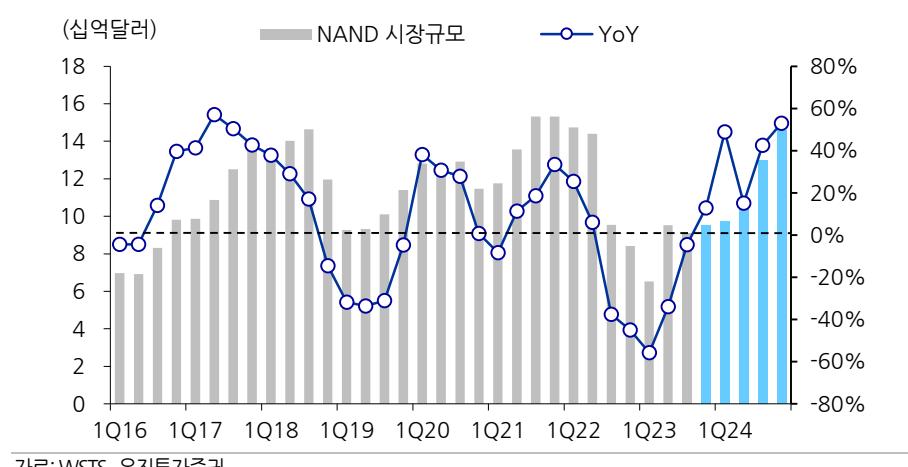
자료: WSTS, 유진투자증권

NAND 수급 요약

2023년 NAND 시장은 수요 8% 증가, 생산 10% 감소, 출하 13% 증가를 기록할 것으로 추정된다. 반면, 2024년 수요는 22% 증가한 7,410억 GB, 생산은 21% 증가한 7,360억 GB, 출하는 18% 증가한 7,810억 GB에 이를 것으로 모델링 된다.

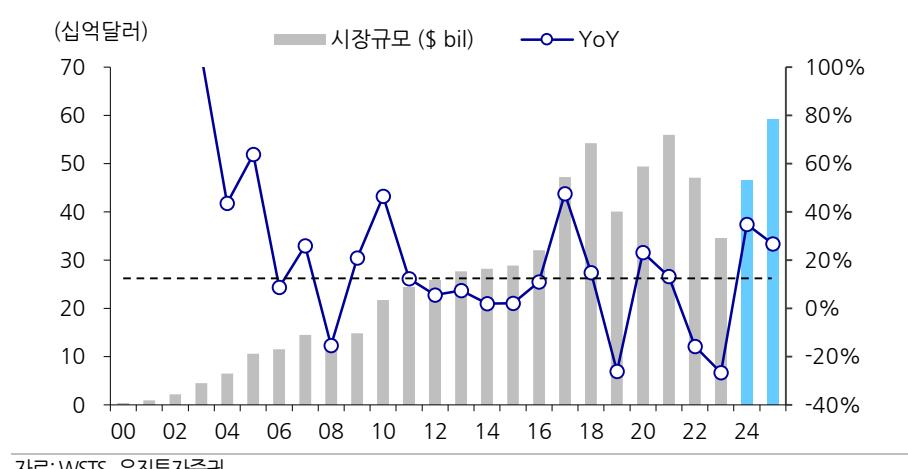
이에 따라, NAND 업체들의 칩 재고는 '22년 말 1,420억 GB에서 '23년 1분기 중 1,570억 GB까지 증가한 후, 연말에는 890억 GB까지 감소할 것으로 예상된다. 분기 기준 NAND 시장 규모(칩 기준)는 1분기를 저점으로 다소 불규칙한 모양을 그리며 점차 회복할 것으로 예상된다.

도표41. 분기별 NAND 시장 전망



자료: WSTS, 유진투자증권

도표 42. 연간 NAND 시장 전망



자료: WSTS, 유진투자증권

NAND 시장은 연초부터 극심한 노이즈를 겪었다. 애널리스트 시각에서 볼 때 WSTS가 발표한 1분기 및 2분기 수치는 추가적인 조정이 좀 필요할 듯하다. 하지만, 가장 공신력 있는 데이터로 인정된다는 점에서 우리는 이를 일단 모델에 그대로 반영했다. 결론적으로는 DRAM과 마찬가지로 NAND 시장은 1분기에 아주 깊은 골을 만들고 반등한 이후 조금씩 회복되고 있는 과정으로 보인다. 2023년 칩 기준의 NAND 시장 규모는 전년비 27% 감소한 346 억 달러로 예상되나, 2024년에는 33% 증가한 460 억 달러에 이를 것으로 전망된다.

도표43. NAND 수급 모델 요약

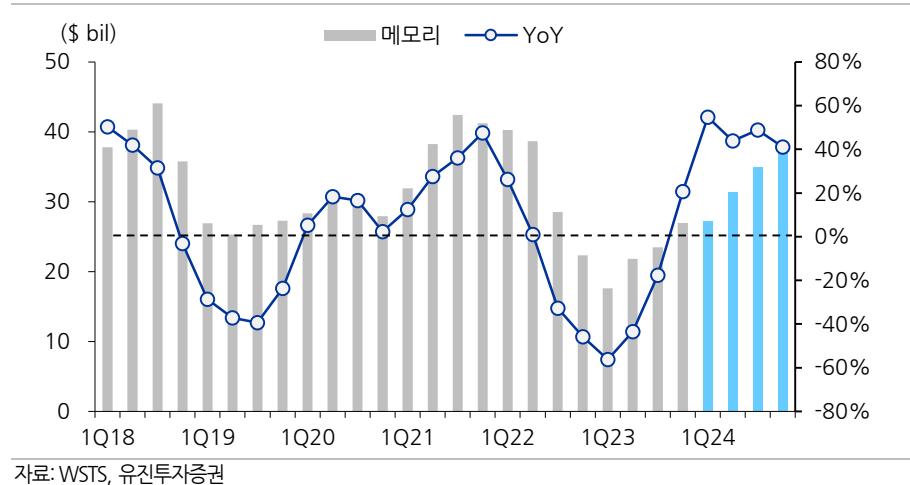
NAND 요약	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2022	2023	2024	2025
수요 (GB bil)	128	148	165	165	164	181	200	196	559	606	741	899
YoY	-14%	2%	22%	29%	28%	22%	21%	19%	1%	8%	22%	21%
QoQ	0%	15%	11%	1%	-1%	10%	10%	-2%				
생산 (GB bil)	157	152	150	150	157	174	196	215	681	610	741	992
YoY	-1%	-9%	-14%	-16%	0%	14%	30%	43%	20%	-10%	22%	34%
QoQ	-12%	-4%	-1%	0%	4%	11%	13%	10%				
출하 (GB bil)	143	171	176	173	169	182	208	230	585	662	790	969
YoY	-5%	15%	26%	18%	19%	6%	19%	33%	3%	13%	19%	23%
QoQ	-3%	20%	2%	-1%	-2%	8%	14%	10%				
재고 (GB bil)	157	137	112	89	76	67	55	41	142	89	41	63
WOI	13.0	10.3	8.3	6.8	5.6	4.5	3.3	2.3	11.8	6.4	2.4	3.1
생산/수요	1,226	1,027	0,912	0,909	0,954	0,960	0,981	1,095	1,218	1,006	1,000	1,104
출하/수요	1,111	1,159	1,067	1,046	1,033	1,008	1,042	1,170	1,047	1,093	1,066	1,078
ASP (\$/TB)	45.8	55.6	51.9	54.5	57.2	60.1	58.9	57.1	80.5	52.2	58.3	54.2
YoY	-53%	-42%	-24%	-5%	25%	8%	13%	5%	-19%	-35%	12%	-7%
QoQ	-20%	21%	-7%	5%	5%	5%	-2%	-3%				
시장규모 (\$ bil)	6.5	9.5	9.1	9.4	9.7	11.0	12.3	13.1	47.1	34.6	46.0	52.5
YoY	-56%	-34%	-5%	12%	49%	15%	34%	39%	-16%	-27%	33%	14%
QoQ	-23%	46%	-4%	3%	3%	13%	12%	7%				

자료: WSTS, 유진투자증권

'23년 4분기부터

메모리 사이클은 전년비 (+)권에 진입
하게 될 전망

도표44. 메모리 매출 및 전년비 증감률을 전망



V. 투자의견 요약

메모리 Mean Reversion

2021년 1,538 억 달러였던 메모리 시장은 2022년 -16%에 이어 2023년 -31%를 기록하며 898 억 달러까지 줄어들 전망이다. 메모리 시장이 1,000 억 달러를 넘지 못한 것은 2017년 이후 처음일 정도로 낮선 수치라 할 수 있다.

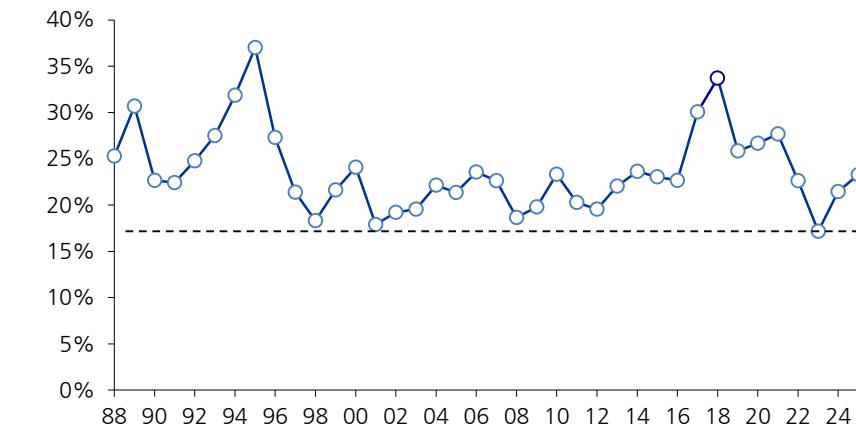
이에 따라, 2023년 전체 반도체에서 메모리가 차지하는 비중은 36년 만에 가장 낮은 17.2%에 그칠 전망이다. 참고로 1988년 이후 2022년까지 지난 35년간의 평균 비중은 24.0%였다. 그만큼 2023년 메모리 부진의 정도는 이례적인 수준이라 할 수 있는 것이다.

그러나, 2024년에는 메모리 시황의 반등과 통계적인 평균 회귀(Mean Reversion)의 영향으로 전체 반도체에서 메모리가 차지하는 비중은 21.5%까지 회복하고, 2025년에는 23.3%까지 높아질 것으로 기대한다.

이로써 그 동안 부진했던 메모리 섹터가 주가의 상대적 부진에서 점차 벗어날 것으로 전망하며, 이에 따라 세계 메모리 1, 2위 업체인 삼성전자와 SK하이닉스에 대해 목표가 93,000 원과 15 만원을 제시하며 투자의견 'BUY'를 유지한다.

메모리의 비중이
1987년 이후 36
년 만에 가장 낮은
수준을 기록할 전망

도표 45. 전체 반도체에서 메모리가 차지하는 매출 비중



자료: WSTS, 유진투자증권

국내 소부장 종목 중에서는 HBM 수요 확대의 국내 최대 수혜주로 꼽히는 한미반도체와 미세공정에서 경쟁력 우위를 갖는 주성엔지니어링과 유진테크를 추천한다. 또한, 압도적인 경쟁력을 바탕으로 AI, 오토모티브, AR/VR 등 신규 응용처로의 확장 포텐셜을 갖는 리노공업에 대해서도 긍정적 의견을 제시한다.

도표 46. 추천 종목 요약

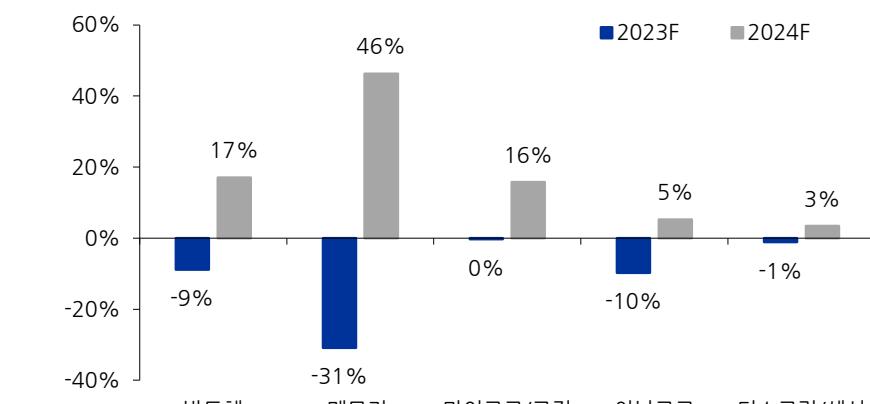
종목명	투자 의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	매출액 (십억원)		영업이익 (십억원)		PER (배)	
				2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
삼성전자	BUY	93,000	71,700	259,955	302,787	7,284	34,155	37.8	14.7
SK 하이닉스	BUY	150,000	128,000	31,694	48,335	-8,234	7,033	-11.2	20.7
한미반도체	BUY	83,000	60,800	140	348	28	114	36	68
주성엔지니어링	BUY	40,000	33,600	250	424	50	120	31	17
유진테크	BUY	55,000	42,000	282	367	32	66	32	15
리노공업	BUY	200,000	175,500	267	346	115	161	21	18

자료: 유진투자증권

반도체 시장 전망

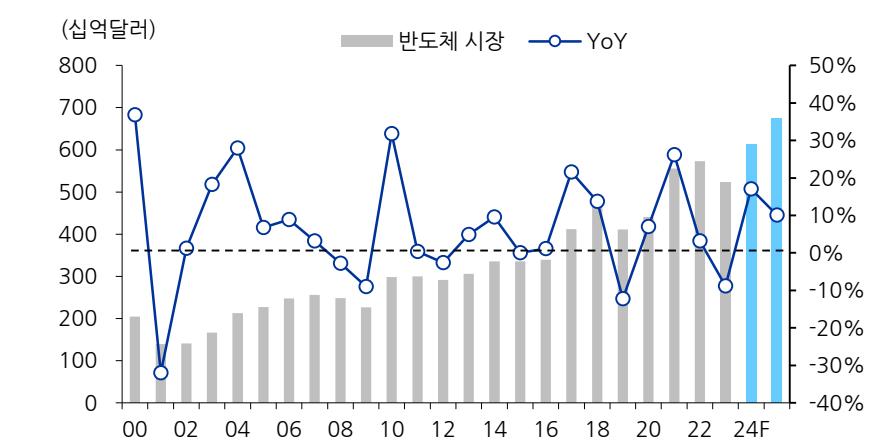
2023년 반도체 시장은 5,230억 달러로 전년비 약 8.8% 감소할 것으로 보이나, 2024년에는 6,125 억 달러로 약 17.1% 성장할 것으로 예상한다. 부문별로는 메모리가 46% 성장하면서 반도체 시장의 성장을 이끌 것으로 보이고, 마이크로(+14%)와 로직(+17%)도 두 자릿수 성장하며, 반도체의 성장을 주도할 전망이다. 반면 코로나 이후인 '21년과 '22년 2년 연속으로 두 자릿수 성장을 기록했던 아날로그와 디스크립트, 센서 등 레거시 세그먼트는 한 자릿수 성장에 그칠 것으로 예상된다.

도표 47. 반도체 부문별 성장을 비교



자료: 유진투자증권

도표 48. 반도체 연간 시장 규모 및 성장률



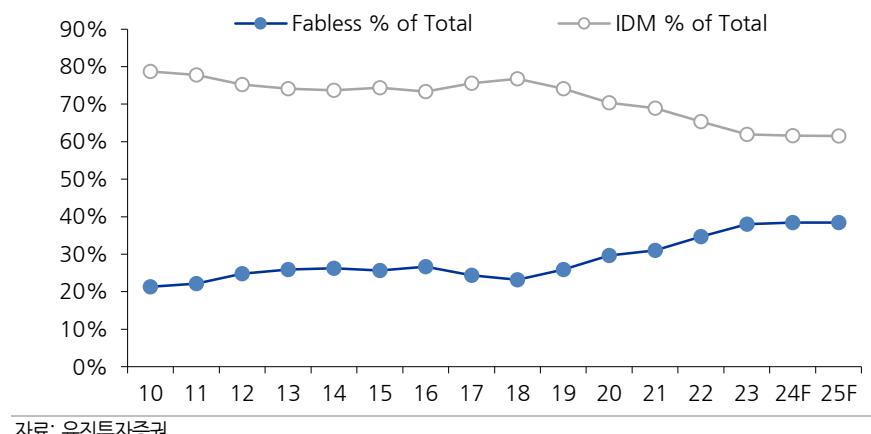
자료: 유진투자증권

IDM vs. Fabless vs. Foundry

반도체 산업에서 기존의 일반형 반도체(General Purpose IC)보다 어플리케이션 전용 제품의 비중이 높아지면서, 자연스럽게 IDM 비즈니스 모델이 차지하는 비중은 지속적으로 줄어들고 있다. 반면, 팹리스가 전체 반도체 매출에서 차지하는 비중은 증가하는 추세이다.

팹리스와 IDM을 정확히 구분하기는 어려운 부분이 있으나, 분명한 것은 팹리스의 비중은 높아지고, IDM은 점점 낮아지고 있다는 것

도표 49. 팹리스와 IDM의 매출 비중 추이



자료: 유진투자증권

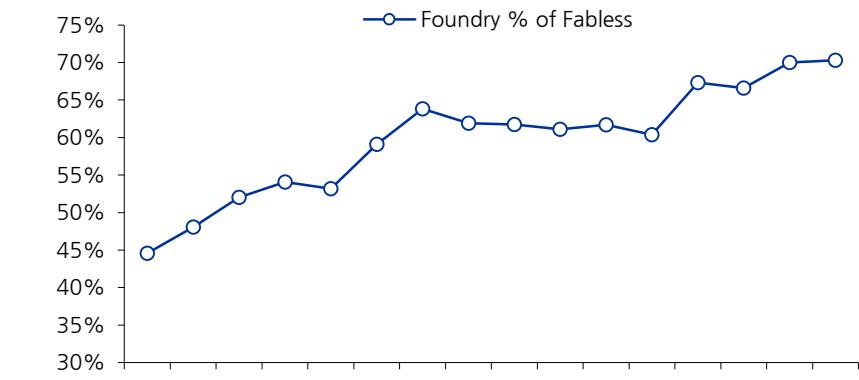
팹리스 업체들은 제품 제작을 파운드리에 의존하게 되는데, 팹리스 매출 대비 파운드리 매출액 비중은 점차 더 높아지고 있는 것으로 파악된다. 물론 IDM과 팹리스를 정확히 구분하는 것이 힘든 것처럼, 파운드리 매출도 정확하게 금을 긋고 정할 수는 없는 것이 현실이다.

그러나, 이를 통해 파운드리 산업이 반도체 전체 매출 성장률보다 그 성장성이 확연히 높다는 것을 확인할 수 있다는 데에 의의가 있다. 이러한 현상의 원인은 크게 두 가지 정도로 요약이 된다.

첫째는 반도체 파운드리에서 점점 미세공정이 갖는 중요도가 높아지고 있기 때문이고, 둘째는 일반적인 팹리스 매출 집계에 잘 포착되지 않는 데이터가 많아지고 있기 때문일 것이다. 대표적으로 미국의 빅테크들이 이에 해당한다. 예를 들어, 애플은 TSMC의 넘버원 고객이지만, 반도체 제품을 외부에 판매하지 않고 자체적으로 이를 소모하기 때문에 공식적인 팹리스 매출 통계에는 주로 제외되는 경우가 많다. 따라서, 투자자들은 겉으로 보이는 반도체 통계의 이면을 볼 수 있는 눈을 가질 필요가 있다. 그래야만 반도체 산업을 보다 잘 이해할 수 있을 것이기 때문이다.

미세공정 부담이 높아지고, 또한 잘 집계되지 않는 팹리스 매출로 인해 팹리스 매출 대비 파운드리의 매출 비중이 추세적으로 증가하고 있다

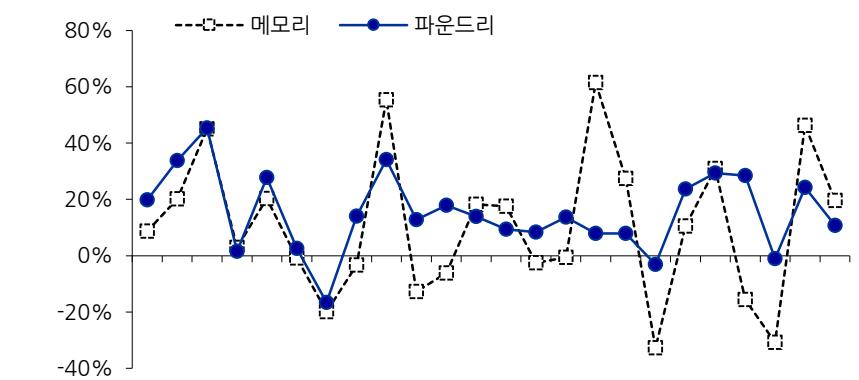
도표 50. 팹리스 매출 대비 파운드리 매출이 차지하는 비중



자료: 유진투자증권

파운드리는 웬만해 서는 역성장을 피하면서 꾸준한 성장을 기록 중

도표 51. 메모리 성장을 vs. 파운드리 성장을



자료: 유진투자증권

도표 52. TSMC와 삼성전자 시가총액 비교



자료: 유진투자증권

VI. 기타 참고 사항

2023년 11월 Top 500 결과 분석

TOP500 프로젝트는 세계 500 대 슈퍼컴퓨터의 순위를 공표하는 학술 프로젝트로 1993년부터 진행되어 1년에 두 차례 데이터를 발표한다. 2023년 11월 업데이트된 데이터에 따르면, 세계 1위의 슈퍼 컴퓨터는 총전과 마찬가지로 오크리지 국립연구소(ORNL)의 프론티어(Frontier)가 차지했다.

하지만, 10위권 내의 순위에 새로 진입한 컴퓨터가 4대나 되었다. 2위에는 인텔이 제작한 오로라(Aurora)가 올랐으며, 3위에는 마이크로소프트 애저에 배치된 이글(Eagle)이 신규 진입했다. 8위에는 프랑스 Atos 그룹 산하의 에버덴(EVEDEN)이 제작하여 스페인에 배치된 마레노스트룸(Mare Nostrum, 지중해)이 신규 진입했고, 엔비디아의 DGX 슈퍼팟(SuperPOD)이 9위에 올랐다.

도표 53. 세계 슈퍼 컴퓨터 랭킹 Top 10

순위	총전 순위	슈퍼컴퓨터	국적	서버 제조사	보유기관/ 운영업체	코어수 ('000)	연산속도 Rmax (PFs)	소비전력 (MW)	CPU	GPU	Interconnect	OS
1	1	Frontier		HPE	DOE, ORNL	8,700	1,194	22.7	AMD EPYC	AMD MI250X	Slingshot-11 (Cray)	HPE Cray OS
2	New	Aurora		인텔	DOE, Argonne NL	4,743	585	24.7	Intel Xeon	Intel DC GPU	Slingshot-11 (Cray)	SUSE Linux Enterprise
3	New	Eagle		마이크로소프트	Microsoft Azure	1,123	561	6.0	Xeon Platinum	Nvidia H100	Infiniband (Mellanox)	HPE Cray OS
4	2	Fugaku		후지쯔	RIKEN	7,630	442	29.9	ARM A64FX 48C		Tofu D (Fujitsu)	Red Hat
5	3	Lumi		HPE	Euro HPC/ CSC	2,752	379	7.1	AMD EPYC	AMD MI250X	Slingshot-11 (Cray)	HPE Cray OS
6	4	Leonardo		Atos EVIDEN	Euro HPC/ CINECA	1,824	238	7.4	Xeon Platinum	Nvidia A100	Infiniband (Mellanox)	Linux
7	5	Summit		IBM	DOE, ORNL	2,414	148	10.1	IBM Power9	Nvidia V100	Infiniband (Mellanox)	Red Hat
8	New	Mare Nostrum		Atos EVIDEN	Euro HPC/ BSC	681	138	2.6	Xeon Platinum	Nvidia H100	Infiniband (Mellanox)	Red Hat
9	New	Nvidia DGX SuperPOD		엔비디아	Nvidia	485	121	2.6	Xeon Platinum	Nvidia H100	Infiniband (Mellanox)	Ubuntu
10	6	Sierra		IBM	DOE, NNSA	1,572	95	7.4	IBM Power9	Nvidia V100	Infiniband (Mellanox)	Red Hat

22	New	Sejong		엔비디아	네이버	278	33	-	AMD EPYC	Nvidia A100	Infiniband (Mellanox)	Ubuntu
28	20	SSC-21		HPE	삼성전자	204	25	-	AMD EPYC	Nvidia A100	Infiniband (Mellanox)	Red Hat
47	37	Guru		레노보	기상청	306	18	3.3	Xeon Platinum	Intel	Infiniband (Mellanox)	Linux
48	38	Maru		레노보	기상청	306	18	3.3	Xeon Platinum	Intel	Infiniband (Mellanox)	Linux

자료: 유진투자증권

프론티어는 유효연산속도 1,194 페타플롭스(초당 119 경번 계산)로 2 위 오로라와의 차이를 2 배 유지하며 여유 있게 챔피언의 자리를 지켰다. 그러나, 인텔의 야심작 오로라도 현재 50%만 가동을 한 상태에서 이 정도 성능을 낸 것으로 전해졌다는 점에서 내년 순위는 변동의 가능성성이 있다고 봐야 한다.

Top 10 슈퍼컴퓨터의 CPU 로는 인텔이 5 대, AMD 2 대, IBM 이 2 대를 차지했고, GPU는 엔비디아가 6, AMD 2, 인텔 1의 비중을 기록했다. 프로세서 인터커넥트는 엔비디아가 6 대, HPE 3 대를 점유했다.

참고로 한국의 슈퍼컴퓨터에서는 네이버에 배치된 세종이 33 Peta Flops로 22위를 차지했고, 25 Peta Flops의 삼성전자 SSC-21은 종전 20위에서 28위로 여덟 단계 순위가 하락했다. 기상청에 배치된 쌍둥이 슈퍼컴퓨터인 구루와 마루는 47와 48 위에 나란히 랭크되었다.

도표 54. 새롭게 랭킹 2 위에 오른 인텔 오로라



자료: AI business, 유진투자증권

도표 55. 랭킹 3 위에 오른 마이크로소프트 이글



자료: Datacenterdynamics, 유진투자증권

도표 56. 랭킹 8 위에 진입한 유로 HPC 지중해



자료: HPC Wire, 유진투자증권

도표 57. 랭킹 9 위에 진입한 엔비디아 슈퍼팟



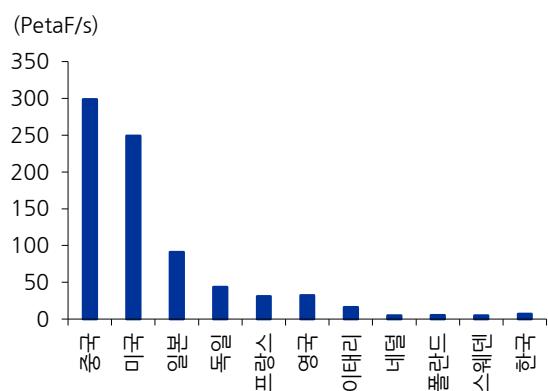
자료: Nvidia, 유진투자증권

개별 업체들의 순위 변화보다 우리가 더 주목하고 있는 것은 중국 슈퍼컴퓨터의 몰락(?)이라 할 수 있다. 수년 전만 하더라도 미국과 슈퍼컴퓨팅 파워를 경쟁하던 중국은 이번 랭킹에는 10 위권 내에 한대도 이름을 올리지 못했다. 중국의 자랑이었던 태후라이트와 텐하-2A는 11 위와 14 위로 밀려났고, 중국 3 위 슈퍼컴퓨터인 수곤의 PreE는 170 위에 랭크되었다.

2017년 11월 랭킹에서 태후라이트와 텐하-2A가 세계 랭킹 1, 2위 컴퓨터로 등극하며, 세계를 경악시켰다. 그 뿐만 아니라, 당시 국가별 슈퍼컴퓨팅 파워 총량에서도 중국은 미국을 20% 차이로 제진 바가 있다. 그러나, 6년이 지난 2023년, 컴퓨팅 파워 경쟁에서 미국은 중국을 완전히 따돌리고 있다. 미국의 컴퓨팅 파워는 중국의 9배를 넘는 것으로 나타났다.

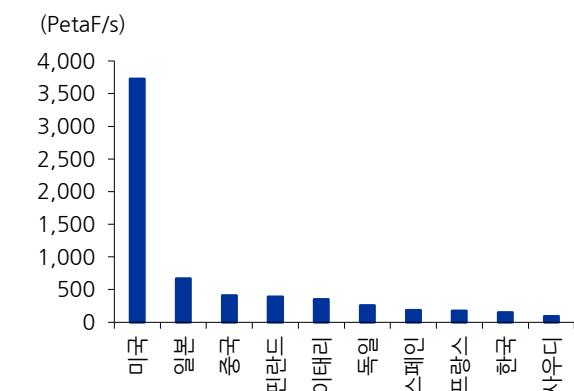
2017년과 비교할 때, 6년간 Top500의 컴퓨팅 파워는 849 PFlops에서 7,030 PFlops로 약 8.3배 증가했다. 그러나, 같은 기간 중국의 슈퍼컴퓨팅 파워는 고작 1.36배 증가하는데 그쳤다. 중국의 컴퓨팅 능력을 견제하기 위한 미국의 전략이 결과적으로는 상당한 성과가 있다고 볼 수 있다. Top500에서 발표한 자료를 근거할 때, 중국의 컴퓨팅 능력은 6년 전인 2017년이 피크였다고 해석해도 무리가 없다. 참고로, 같은 기간 미국의 컴퓨팅 파워는 15배 증가했으며, 한국은 약 21.5배 증가했다.

도표 58. 2017년 11월 슈퍼컴퓨팅 파워 비교



자료: Top500, 유진투자증권

도표 59. 2023년 11월 슈퍼컴퓨팅 파워 비교

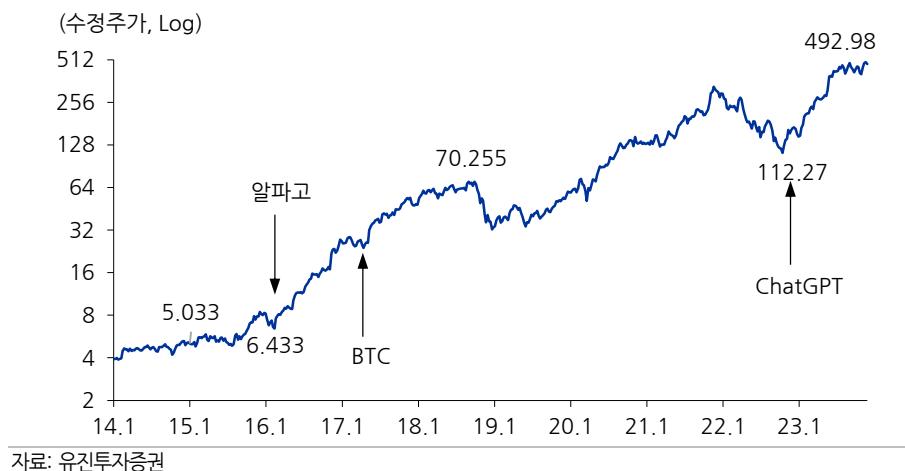


자료: Top500, 유진투자증권

새로운 무대의 새로운 주인공

1 월 결산인 엔비디아의 3 분기 실적이 11 월에 발표 발표되면서, 3 분기 어닝시즌이 마무리되었다. 엔비디아의 3 분기 매출은 181.2 억 달러를 기록해 지난해 3 분기 매출 이었던 59.3 억 달러 대비 무려 3 배 이상으로 성장했다. 성장에 목마른 시대에 엔비디아가 이룩한 이러한 놀라운 성과는 왜 이 회사의 주가가 2015년 5 달러에서 2023년 500 달러 수준까지 올랐는지 잘 보여준다.

도표 60. 엔비디아 주가 추이 (log 스케일)



자료: 유진투자증권

엔비디아 매출이 반도체로만 구성되어 있는 것은 아니다. 엔비디아의 데이터센터 사업부 매출에는 멜라녹스의 인피니밴드 초고속 스위치 매출이 포함되어 있고, 심지어 자체 제작한 DGX, HGX, EGX, IGX 등의 각종 서버 매출도 포함되어 있다. 따라서, 엔비디아의 매출을 다른 반도체 업체들과 비교할 때는 이런 차이 점들을 고려해야 할 것이다. 하지만, 그렇다 하더라도 엔비디아의 매출이 삼성전자 DS 사업부와 인텔은 물론 TSMC의 매출을 상회하기 시작했다는 점은 놀랍기 만 하다.

4분기 매출 가이던스를 감안할 때, 2023년(FY24) 매출은 593 억 달러로 전년비 120% 성장할 것으로 보이고, 2024년(FY25) 매출은 여기서 50% 성장한 891 억 달러까지 증가할 것으로 예상되어, 반도체 업체로는 전대미문의 매출 기록을 세울 것으로 예상된다.

23년 3분기부터
엔비디아가 삼성전
자, 인텔, TSMC의
매출을 앞지르기 시
작

도표 61. 주요 반도체 업체 분기 매출액 비교

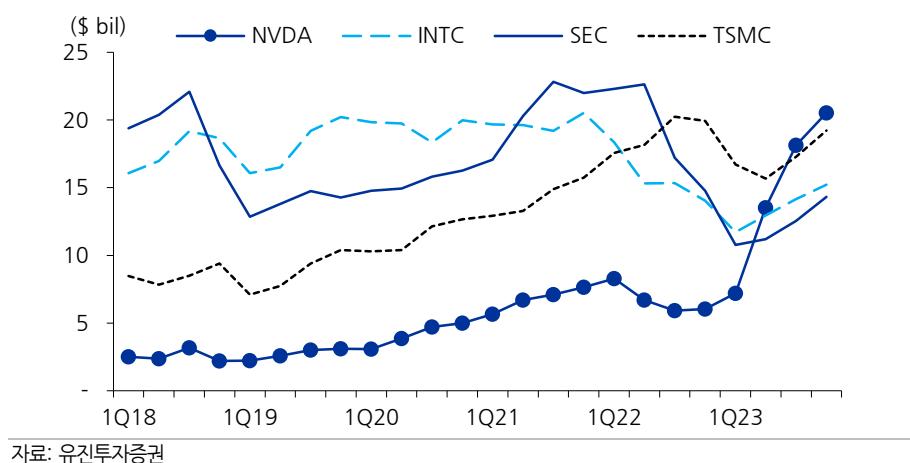
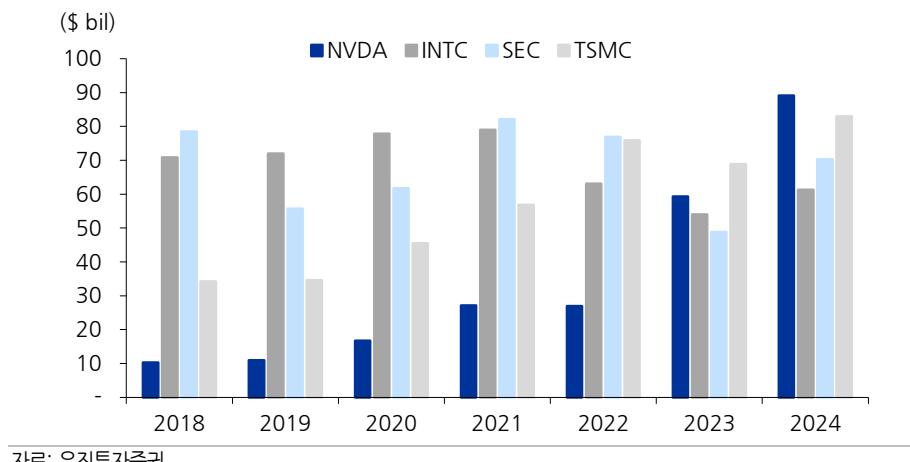
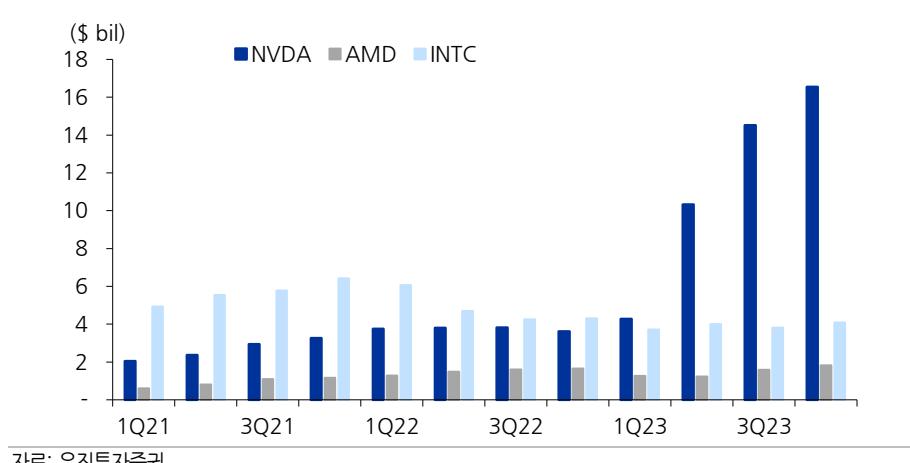


도표 62. 주요 반도체 업체 연간 매출액 비교



데이터센터사업부
의 매출 구조가 다
르긴 하지만, 3분기
엔비디아의 데이터
센터 매출은 AMD
의 9배를 넘는 수
준이다

도표 63. 주요 프로세서 업체의 데이터센터 사업부 매출 비교

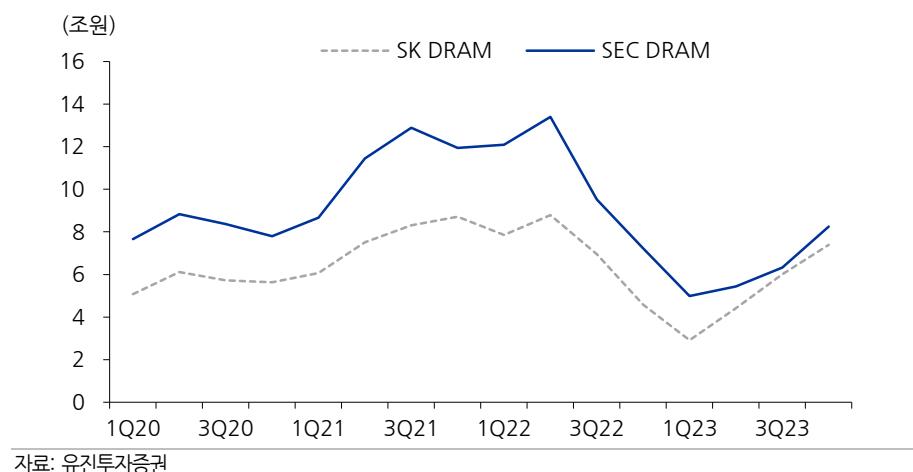


엔비디아의 이처럼 놀라운 실적은 반도체 업계 전반에 상당히 큰 영향을 미쳤다. 엔비디아의 서플라이체인에 포함된 업체들과 그렇지 않은 업체들 사이에는 실적에서의 차별성과 함께 주가에서의 차별성도 뚜렷하게 나타났다.

엔비디아에 HBM3 를 사실상 독점 공급한 SK 하이닉스는 올해 들어 주가가 71% 상승해 주요 메모리 업체들 중 가장 높은 주가 상승률을 기록했다. 반면, 신기술이라면 의례 삼성전자가 항상 최선두권에 있을 것이라는 기대가 무너지면서, 삼성전자는 올해 들어 주가가 오르긴 했지만, 주요 메모리 업체들 중에서는 가장 저조한 주가 상승률을 기록했으며 실적 측면에서도 SK 하이닉스에 비해 좋지 않은 성과를 기록한 것으로 분석된다.

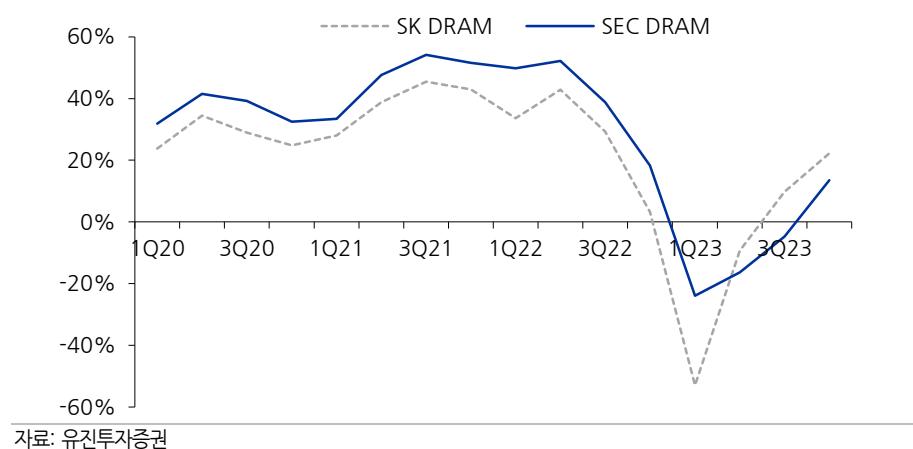
2023년 하반기 삼성전자와 SK 하이닉스의 DRAM 매출 차이는 역대 최저수준을 기록한 것으로 추정

도표 64. DRAM 매출액 비교 (삼성전자 vs. SK 하이닉스)



DDR5와 HBM3 대응에서 앞선 SK 하이닉스가 삼성전자 보다 더 높은 수익성을 기록한 것으로 추정

도표 65. DRAM 영업이익률 비교 (삼성전자 vs. SK 하이닉스)



HBM

고대역 메모리의 개발은 2008년 컴퓨터 메모리의 전력 사용량과 폼 팩터를 증가시키는 문제를 해결하고자 AMD의 제안으로 시작되었다.

하지만, 초기에는 삼성과 마이크론이 공동개발한 HMC(Hybrid Memory Cube)가 주도권을 잡았다. 그리고 2011년 9월 마이크론이 기존 DDR3 보다 15배 향상된 속도를 제공하는 HMC를 공식 발표하기에 이르렀다. HMC 컨소시엄에는 삼성과 마이크론 이외에 ARM, HP, 마이크로소프트, 알테라, 자일링스 등이 합류해 여러가지 기술적 지원을 공유했다. 그러나, 상용화 과정에서 여러 문제들이 발생했고, 알테라가 인텔에 흡수되고, HP와 마이크로소프트가 컨소시엄을 이탈하기 시작하면서, 초기와 같은 관심을 이어가지 못했다.

이런 상황에서 HBM이 새로운 대안으로 부상했다. 결과적으로 JEDEC가 2013년 HBM을 고대역 메모리 기술의 산업표준으로 정했고, 곧바로 SK하이닉스가 HBM 양산 제품을 빠르게 출시하면서 HMC와의 경쟁에서 주도권을 쥐게 되었다. 2016년 초에는 HBM2의 표준이 정해졌고, 삼성전자가 세계 최초로 HBM2를 개발하고, 첫 양산 제품을 출시하게 되었다.

이렇게 되면서 HMC는 시장 채택에 실패하게 되었다. 특히, 문제는 HMC와 HBM이 서로 호환되지 않는다는 것이 문제였다. 이 같은 기술적 한계로 결국 2018년 마이크론도 HMC 개발의 중단을 결정했다. 이에 따라 HBM이 광대역 폭 메모리 기술의 대명사로 완전히 자리를 잡았다.

삼성전자는 3분기 실적 컨퍼런스콜에서 3분기 중 HBM3 매출이 시작되었으며, 4분기부터는 볼륨 매출이 가능할 것이라는 전망을 제시했다. 삼성의 HBM 매출 계획은 이미 주요 고객사들과 제품 출하에 대한 일정 조정이 마무리된 것이라는 설명까지 친절하게 덧붙였다. 물론 이 같은 설명에도 불구하고 여전히 삼성의 계획에 대해 의구심을 표하는 투자자들이 적지 않다. 그러나, 삼성이 가진 기술력과 우수한 마케팅 능력을 감안하면 큰 문제가 없는 한 4분기부터 삼성의 HBM 매출은 큰 폭 증가할 것으로 기대한다.

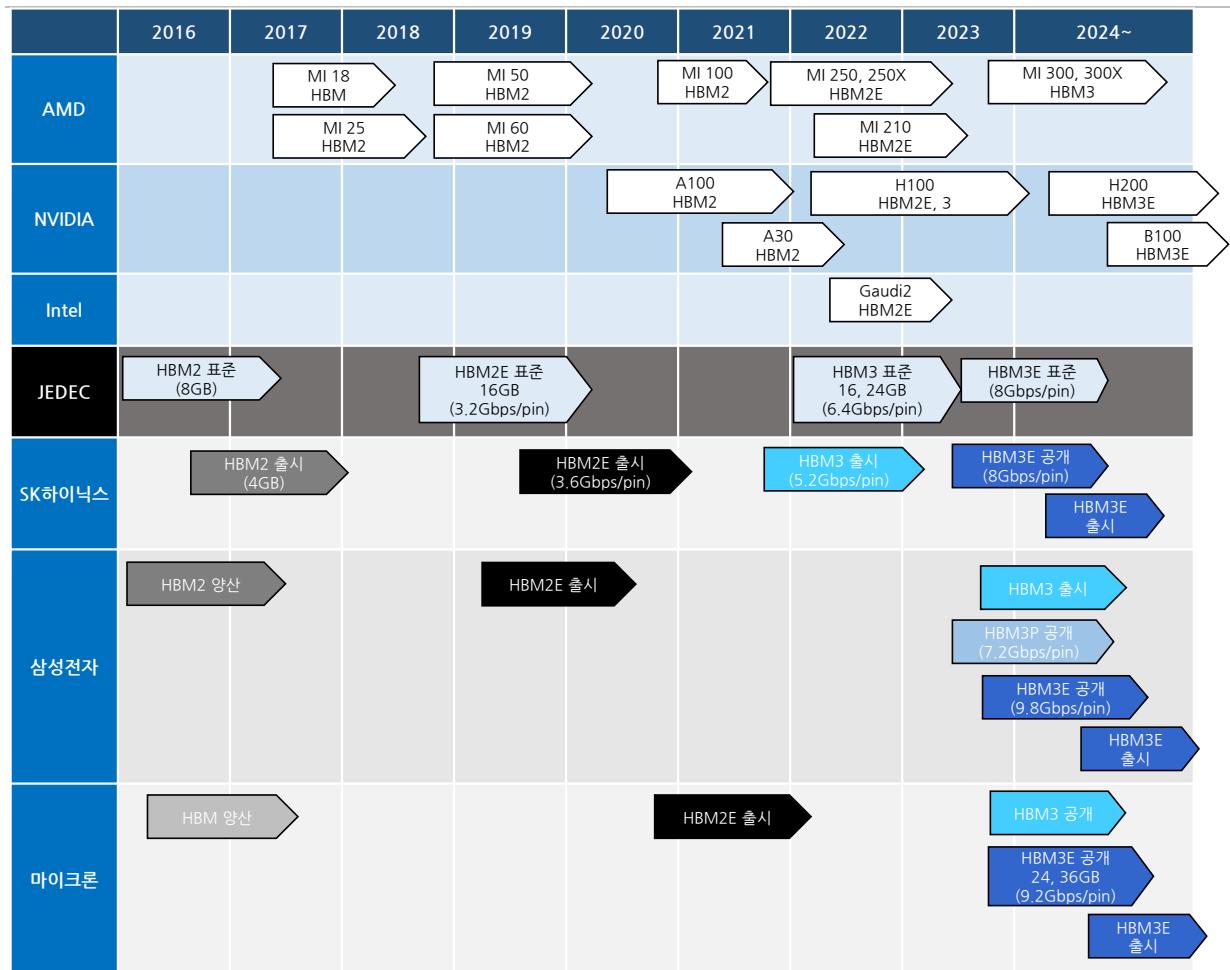
마이크론의 2023 회계연도 4분기(6~8월) 실적 발표 컨퍼런스콜에서 CEO 산제이 메로트라는 연내 5세대 제품인 'HBM3E'의 양산을 시작하고, 2024년 초부터 매출을 기대한다고 발표했다. 또한 2024년 회계연도 중 HBM 매출이 약 7억 달러 발생할 것으로 예상한다고도 밝혔다. 그러나, HBM3E는 아직 어느 곳도 양산을 시작하지 않은 제품이라 마이크론의 발표를 곧이 곧대로 받아들이기는 어

렵다. SK 하이닉스도 지난 8 월 고객사에 'HBM3E' 샘플을 공급하기 시작했으며, 내년 상반기부터 HBM3E 양산에 들어갈 예정이다.

2022년 10월 마이크론은 미국 증권거래위원회(SEC) 연례 보고서에서 HBM2E 양산을 시작했다고 명시했다. 그러나, 이는 경쟁사보다 2년 이상 느린 것이며, 아직 수율과 관련된 정보도 드러난 점이 거의 없다. 실제로 HBM2E가 메인으로 부각된 2023년 HBM 시장에서 마이크론의 점유율은 2022년 대비 더 하락한 것으로 파악된다. 따라서, HBM3에 대한 양산 데이터 없이 HBM3E 양산이 제대로 될지는 의문이 남는다고 할 수 있다.

HBM 시장 전망에 대해 유진 리서치는 여러 단계를 거쳐 정보를 모으고 모델링을 하고 있는 중이다. 하지만, 이 과정에서 수요 측, 그리고 공급 측의 정보가 서로 차이가 나는 부분이 있어, 이를 보완해서 전망 자료를 구성할 계획이다.

도표 66. HBM 개발 로드맵



자료: SK 하이닉스, 유진투자증권

M&A 전략에 따른 차별화

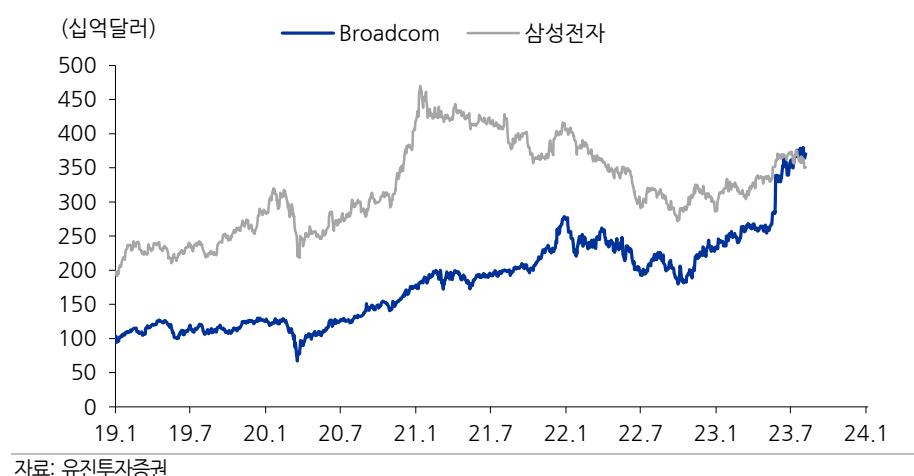
엔비디아와 AMD는 AI와 관련이 깊은 GPU업체라는 점에서 올해 주가 상승이 납득이 된다. 하지만 AI와는 거리가 있어 보이면서도 주목받는 반도체 업체가 또 하나 있다. 바로 브로드컴(Ticker: AVGO)이다.

브로드컴은 원래 통신용 RF 반도체 업체로 잘 알려져 있다. 그러나, 2017년부터 이 회사는 브로케이드, CA 테크놀로지, 시만텍 등 네트워킹 업체, 소프트웨어 업체에 이어 클라우드 및 가상화 업체인 VM 웨어를 610 억 달러라는 거액을 주고 인수하기로 했다. 단순한 RF 반도체 업체를 넘어선 새로운 전략적 포석을 위해 한 점 한 점 수를 두어 나가고 있었던 것이다.

브로드컴의 행보를 보고 많은 전문가들은 브로드컴을 AI 관련 주요 반도체 업체로 손 꼽는데 주저하지 않는다. 왜냐하면 AI 능력을 극대화하는 핵심은 바로 소프트웨어와 보안, 그리고 초고속 네트워킹 기술이기 때문이다. 흔히들 엔비디아에 대해서 GPU 설계 능력이 뛰어난 업체로 평가한다. 물론 맞는 말이다. 그러나, 엔비디아가 AI 생태계를 좌지우지하는 정말 강력한 능력은 반도체 설계를 넘어선 소프트웨어와 초고속 네트워킹 기술을 바탕으로 하고 있기 때문이다.

이러한 발군의 전략적 포지셔닝을 통해 브로드컴은 자신들의 기업가치를 극대화하고 있다. 팬데믹 초기인 2020년 상반기만 하더라도 브로드컴의 시가총액은 삼성전자의 1/3 수준에 불과했었다. 그러나, 올해 들어 브로드컴의 주가가 급등하면서, 두 회사의 시가총액은 역전되는 일이 벌어졌다.

도표 67. 브로드컴과 삼성전자의 시가총액 흐름 비교

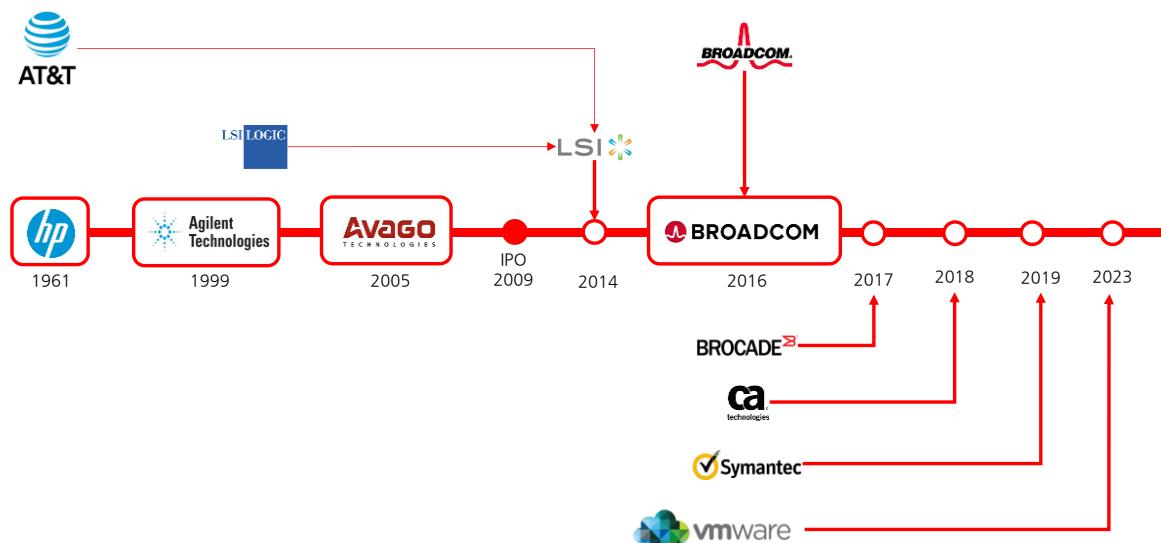


무엇이 차이를 만들었는가? 그 답은 결국 회사의 중장기 포지셔닝과 이를 위한 전략적인 인수합병에 따른 것이다. 삼성은 수년 전부터 전략적 M&A를 통한 기업 역량 강화를 강조했지만, 결과적으로 시장과 투자자들이 원하는 답을 내놓지 못했다. 그리고, 그 사이 삼성전자는 세계에서 가장 주가가 부진한 반도체 업체의 명단에 그 이름을 올려놓고 말았다. 시장은 결과적으로 거의 아무것도 하지 못한 삼성전자에 냉정한 평가를 내린 것이다.

기술이 점점 복잡해지고 융합되어 가고 있다. 따라서, 기존 내부 역량만으로 새로운 성장 동력을 찾는 것은 쉽지 않은 것이 현실이다. 삼성전자가 과연 투자자들의 기대에 부합하는 전략적 밀그림을 그릴 수 있는지가 향후 기업가치를 결정하는 데 있어서 아주 중요한 변수가 될 것이다.

기업의 레벨이 한 단계 더 도약하기 위해서는 특정 분야를 잘하는 것은 물론이거니와 각기 달라 보이는 여러 요소들을 하나로 통합해 추가적인 가치를 창출하면서 이를 통해 전략적인 해자를 구축해 갈 수 있는가에 달려 있다고 해도 과언이 아닐 것이다.

도표 68. 브로드컴의 진화: 통신용 반도체 업체에서 통신-네트워크-소프트웨어의 융합체로 진화



자료: 유진투자증권

국내외 반도체 업체 주가 동향 및 밸류에이션

도표 69. 국내 반도체 업체 주가 동향 및 밸류에이션

	주가	시가총액 (십억)	1주	주가 Performance(%)			밸류에이션		
				1개월	6개월	1년	PER('21)	PER('22F)	PSR('22F)
[반도체]									
삼성전자	72,500	432,809	2.8	4.3	6.0	17.3	6.9	46.5	1.7
SK하이닉스	129,900	94,568	-0.5	3.3	33.5	46.9	23.1	-	3.0
[DSP]									
에이디테크놀로지	24,400	328	0.2	13.2	26.4	56.4	27.3	-	-
코아시아	6,730	177	5.5	0.9	-30.7	11.4	-	-	-
[팹리스]									
실리콘월스	90,800	1,477	4.1	16.3	-18.8	-4.8	5.0	12.6	0.7
어보브반도체	8,180	145	3.5	3.8	-21.7	-21.7	10.5	-	-
텔레칩스	26,200	397	11.0	11.5	43.2	91.9	3.2	12.7	2.1
[파운드리]									
DB하이텍	55,300	2,455	2.0	8.6	-11.5	15.0	2.9	13.3	2.2
[OSAT]									
SFA반도체	5,080	835	-7.5	4.3	-13.3	9.6	14.7	-	1.9
네이버스	18,210	420	2.5	9.9	-6.4	-13.7	4.6	-	-
엘비세미콘	6,770	296	3.7	11.9	-14.4	-18.6	7.2	-	-
하나마이크론	30,250	1,450	-8.9	22.0	71.1	166.5	140.8	43.9	1.4
테스나	59,600	880	11.0	23.1	52.0	72.8	8.9	-	-
[소재]									
솔브레인	270,000	2,100	8.0	7.6	17.6	26.2	10.4	16.8	2.5
한솔케미칼	182,600	2,070	8.2	12.7	-19.6	-13.0	13.2	18.9	2.6
동진쎄미켐	36,600	1,882	2.5	12.1	4.0	6.4	9.7	-	-
에스엔에스텍	47,550	1,020	3.7	5.7	-6.6	61.7	31.4	37.5	7.0
이엔에프테크놀로지	22,900	327	14.2	14.5	7.3	-5.8	6.2	-	-
이녹스첨단소재	33,100	669	0.2	15.1	-20.1	13.2	7.0	13.2	1.6
원익마트리얼즈	27,200	343	0.4	6.5	-2.9	-14.3	6.2	-	-
[부품]									
리노공업	173,800	2,649	19.0	11.7	36.9	3.8	20.6	-	-
티씨케이	95,900	1,120	16.4	12.3	-6.9	-13.4	11.7	-	-
영풍	508,000	936	4.3	1.7	-6.1	-36.7	2.8	-	0.3
하나마티리얼즈	49,450	977	-3.2	4.2	3.1	29.6	8.0	-	-
대덕전자	24,650	1,218	8.4	1.2	3.8	-0.6	5.3	35.8	1.3
신텍	35,950	1,145	5.6	-6.0	20.4	5.0	3.4	-	1.1
원익Q&C	26,800	705	2.3	7.0	0.6	-2.0	11.4	12.8	0.9
비에이치	20,650	712	-0.5	7.8	-15.2	-24.6	4.9	6.3	0.4
코미코	54,300	568	13.5	12.0	18.9	4.6	10.2	-	-
[장비]									
원익IPS	35,500	1,742	-0.4	11.8	6.4	22.4	13.3	437.0	2.4
고영	12,020	825	2.1	-14.9	-11.9	-12.6	21.8	37.4	3.8
한미반도체	62,800	6,113	-5.3	7.0	142.0	383.1	12.2	31.4	39.1
에스에프에이	29,400	1,056	0.5	-1.8	-24.4	-25.9	16.4	19.8	0.6
이오테크닉스	157,600	1,942	-5.5	3.5	79.1	127.7	10.6	42.4	5.7
유진테크	45,950	1,053	2.8	15.3	49.9	78.4	13.1	40.8	3.8
테스	21,000	415	-4.3	5.0	-6.7	14.1	6.1	36.0	2.3
피에스케이	20,800	603	7.4	12.3	-4.4	10.9	5.8	15.9	1.8
유니셈	7,910	243	6.6	9.1	-6.5	12.5	8.4	10.7	1.1

자료: 각 사, 유진투자증권 추정

도표 70. 주요 Global 반도체 업체 주가 동향 및 밸류에이션 1

	세분화	주가 (각국 통화)		시가총액 (US\$M)	주가 Performance(%)				밸류에이션			
		1W	1M		6M	1년	PER('21)	PER('22F)	PSR('22F)			
[EDA/IP]												
시놉시스		USD	535	81,331	3.1	10.9	30.9	64.1	45.4	48.2	14.0	
카덴스 시스템즈		USD	268	72,986	2.6	9.5	23.8	62.6	49.2	52.6	17.9	
베리실리콘		CHY	59	4,091	0.8	0.9	-29.0	12.5	293.8	1,093.3	10.2	
[메모리]												
삼성전자		KRW	72,500	333,945	2.8	4.3	6.0	17.3	6.9	46.5	1.7	
SK하이닉스		KRW	129,900	72,966	-0.5	3.3	33.5	46.9	23.1	-	3.0	
마이크론		USD	78	85,164	2.9	14.9	13.8	32.4	-	-	4.0	
난야		TWD	67	6,565	5.8	-4.4	-3.6	11.0	10.8	-	7.0	
WDC		USD	47	15,116	3.6	8.3	21.7	26.5	-	-	1.2	
기가디바이스		CHY	105	9,708	-0.2	5.5	-6.3	1.2	33.1	104.8	11.3	
[비메모리]												
퀄컴		AP	USD	129	144,100	4.2	16.3	22.3	4.5	14.5	14.0	3.8
미디어텍		TWD	904	45,466	2.3	8.9	32.1	27.7	8.4	20.1	3.4	
인텔		CPU	USD	44	184,703	12.7	22.8	46.4	46.7	-	46.1	3.4
AMD		USD	121	194,861	1.7	17.8	14.0	64.0	59.3	45.5	8.6	
NVIDIA		GPU	USD	493	1,217,661	2.0	17.1	57.7	219.9	83.3	45.1	22.2
캠브리콘		AI	CHY	154	8,879	12.2	6.6	-21.3	126.8	-	-	69.5
브로드컴		5G	USD	978	403,544	2.1	12.7	43.3	89.8	17.3	23.2	11.3
마벨		USD	56	47,954	1.8	9.6	22.3	26.3	78.7	36.2	8.7	
스카이웍스		USD	94	15,068	4.6	0.7	-7.3	-0.1	14.9	12.9	3.3	
코보		USD	94	9,158	2.6	3.4	-1.0	-4.9	17.9	16.9	2.5	
TI		USD	155	140,427	5.0	2.4	-9.1	-11.7	17.4	21.7	8.0	
ADI		USD	183	91,216	6.2	8.5	-3.9	13.1	14.9	18.2	7.4	
인피니언		EUR	34	47,756	14.6	11.7	-6.6	4.6	13.1	14.1	2.6	
STM		EUR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
NXP		USD	201	51,795	7.6	6.9	14.8	16.9	11.3	14.4	3.9	
온세미		USD	70	30,162	3.9	-19.5	-17.0	-3.4	11.8	13.7	3.7	
마이크로칩		USD	84	45,194	7.7	8.8	7.3	12.6	20.7	15.5	5.6	
르네사스		JPY	2,486	32,523	12.2	10.8	17.0	81.3	8.6	10.7	3.3	
노바텍	DDI	TWD	495	9,470	2.8	12.9	21.6	64.2	6.9	13.1	2.7	
[파운드리]												
TSMC		TWD	580	472,886	4.1	6.2	9.0	19.1	11.4	18.3	7.0	
UMC		TWD	50	19,557	2.5	0.9	-0.5	9.1	5.7	10.5	2.8	
SMIC		CHY	54	31,247	-1.3	-4.2	-2.4	28.4	9.5	72.5	5.0	
[OSAT]												
ASE		TWD	9	18,660	4.2	10.4	15.6	34.4	-	17.9	1.0	
AMKOR		USD	26	6,510	10.7	17.4	16.1	-6.6	7.7	19.0	1.0	
JCET		CHY	32	7,929	1.4	9.8	4.8	26.2	12.7	32.6	1.9	
PTI		TWD	108	2,578	0.5	0.9	12.5	30.6	6.8	10.6	1.2	

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표71. 주요 Global 반도체 업체 주가 동향 및 밸류에이션 2

	세분화	주가 (각국 통화)		시가총액 (US\$M)	주가 Performance(%)				밸류에이션		
		1W	1M		6M	1년	PER('21)	PER('22F)	PSR('22F)		
[장비]											
ASML	노광	629	276,010	3.4	11.8	-2.3	10.0	35.6	32.2	9.3	629
AMAT	증착	149	124,301	-1.4	10.5	17.0	41.9	16.3	19.0	4.8	149
나우라 테크		247	18,157	-3.5	1.6	-18.0	7.1	50.1	36.6	6.4	247
LRCX	식각	700	92,299	2.2	16.3	18.9	53.3	17.9	25.0	6.2	700
TEL		24,115	75,975	8.7	19.5	30.1	62.9	15.9	36.1	6.5	24,115
AMAT		149	124,301	-1.4	10.5	17.0	41.9	16.3	19.0	4.8	149
AMEC		168	14,383	-1.3	3.6	2.5	62.8	51.6	66.6	16.9	168
KLAC		545	74,021	1.9	17.1	28.5	44.7	19.2	23.1	7.5	545
테라다인	검사	92	14,079	4.5	-0.7	-5.2	-0.9	20.5	32.1	5.2	92
어드반테스트		4,717	24,141	11.2	11.0	35.6	109.9	17.4	48.7	7.6	4,717
[소재,부품]											
린데	산업용 가스	375	198,017	0.9	6.9	9.4	16.2	-	29.1	6.0	375
에어리퀴드		170	97,109	2.2	8.4	4.5	24.6	25.1	26.5	3.2	170
에어프로덕트		270	59,994	1.7	-3.8	-3.2	-8.9	25.4	20.9	4.5	270
엔테그리스		103	15,445	7.7	12.0	6.3	40.3	34.3	39.8	4.4	103
진홍가스		26	1,750	2.2	6.5	2.5	14.8	39.9	37.3	5.2	26
신에츠	웨이퍼	5,248	70,959	8.3	20.2	22.8	52.6	12.3	18.9	4.4	5,248
섬코		2,155	5,041	4.8	10.6	10.3	6.2	8.8	12.0	1.8	2,155
글로벌웨이퍼		532	7,280	3.3	11.3	9.8	12.1	12.1	12.4	3.3	532
실트로닉		86	2,815	2.7	6.6	27.3	8.6	5.2	14.6	1.7	86
실리콘규소산업		18	6,887	-1.3	-0.5	-14.4	-12.3	145.5	188.3	14.0	18
Toppan	포토 마스크	3,351	7,358	-1.2	0.7	13.9	59.3	14.4	22.0	0.7	3,351
프트로닉스		22	1,360	7.5	12.1	25.2	14.4	8.4	11.0	1.5	22
호야		16,935	39,703	10.6	15.2	2.9	19.8	31.0	34.5	7.9	16,935
DOW		52	36,262	4.5	4.6	-0.5	3.3	8.2	23.9	0.8	52
JSR		3,978	5,538	0.4	-1.4	21.7	45.0	41.2	41.0	2.0	3,978
스미토모	PR	398	4,407	5.4	-2.4	-6.5	-18.2	104.2	-	0.3	398
도쿄오카		9,184	2,613	1.8	7.6	17.9	36.1	12.2	25.7	2.4	9,184
동진쎄미켐		36,600	1,452	2.5	12.1	4.0	6.4	9.7	-	-	36,600
소와덴코		2,714	3,352	4.3	7.7	27.8	20.8	11.9	-	0.4	2,714
솔브레인		270,000	1,620	8.0	7.6	17.6	26.2	10.4	16.8	2.5	270,000
무라타	MLCC	2,910	39,404	-0.7	9.3	8.1	14.2	20.0	26.0	3.6	2,910
YAGEO		547	7,277	0.4	-0.4	10.4	20.6	10.2	13.8	2.2	547
유니마이크론	PCB	159	7,624	5.3	-0.6	-6.5	3.2	6.0	20.3	2.3	159
[기타]											
룸	화합물	2,727	7,504	7.5	-0.6	-9.4	1.6	13.4	17.0	2.2	2,727
CREE	반도체	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
실리콘모션	SSD	37	4,601	13.4	8.0	-16.6	-59.7	-	-	5.2	37

자료: Bloomberg, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

삼성전자(005930)

BUY(유지) / TP 93,000 원(상향)

많은 것을 증명해야 하는 2024년

SK 하이닉스(000660)

BUY(유지) / TP 150,000 원(상향)

DRAM 기대감 vs. NAND 부담

DB 하이텍(000990)

BUY(유지) / TP 70,000 원(유지)

수요 회복을 기다리며

원익 IPS(240810)

HOLD(하향) / TP 35,000 원(유지)

한 번 더 다지는 바닥

주성엔지니어링(036930)

BUY(유지) / TP 40,000 원(상향)

해외로, 로직으로

LX 세미콘(108320)

BUY(유지) / TP 130,000 원(유지)

2024년을 향해

유진테크(084370)

BUY(유지) / TP 55,000 원(상향)

HBM 도 결국 베이스는 미세화

삼성전자 (005930)

많은 것을 증명해야 하는 2024년

투자의견
BUY(유지)
목표주가
93,000 원(상향)
현재주가
71,700 원(11/24)
시가총액
472.5 조원, 우선주포함

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

- 2023년 삼성전자의 DS 부문 실적은 실망과 충격 그 자체. 전략적, 기술적 측면 모두에서 경쟁 업체에 뒤지는 초유의 상황이 발생했기 때문. 따라서, 2024년은 굉장히 많은 것들을 증명해야 하는 한 해가 되어야 할 것.
- 첫째, 여전히 더디게 진행 중인 과도한 재고를 해결해야 하며, 둘째, 논란이 커던 DDR5와 HBM의 경쟁력을 증명해야 함. 셋째로는 기대가 커던 만큼 실망도 큰 파운드리에서 의미 있는 성과를 보여줘야 하고, 넷째로는 전대미문의 적자에 빠진 NAND를 흑자로 돌리기 위한 대책과 전략을 시장과 투자자들에게 보여줘야 함.
- 메모리 사이클의 회복에 힘입어 2024년 삼성전자의 실적은 크게 회복할 것으로 기대함. 매출은 16% 증가한 302.8조원, 영업이익은 369% 증가한 34.2조원을 전망. 그럼에도 여전히 우리가 기억하고 있는 과거의 삼성전자의 모습과는 차이가 크지만, 오점으로 남은 2023년의 악몽에서는 벗어날 수 있을 것으로 전망.
- 무엇보다 그 동안 보여주었던 정체된 이미지를 벗고 다시 초일류라는 삼성의 과거 이미지를 회복 할 수 있는 지가 관건. 목표주가 93,000원(Target P/B 1.6배)을 제시하며 투자의견 'BUY'를 유지함.

주가(원, 11/24)	71,700
시가총액(십억원)	472,540
발행주식수	5,969,783천주
52주 최고가	73,600원
최저가	54,500원
52주 일간 Beta	1.03
60일 일평균거래대금	9,644억원
외국인 지분율	53.6%
배당수익률(2023E)	2.0%

주주구성	
삼성생명보험 (외 16인)	20.7%
국민연금공단 (외 1인)	7.7%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-0.1	7.4	14.5
절대기준	4.7	4.7	16.8

(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	93,000	90,000	▲
영업이익(23)	7.3	7.1	▲
영업이익(24)	34.2	35.0	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	302,231	259,955	302,787	328,674
영업이익	43,377	7,284	34,155	48,658
세전순이익	46,440	12,492	40,087	54,818
당기순이익	55,654	13,802	33,819	42,923
EPS(원)	8,057	1,898	4,865	6,075
증감률(%)	154.5	-76.4	156.4	24.9
PER(배)	8.9	37.8	14.7	11.8
ROE(%)	17.1	3.7	8.8	9.9
PBR(배)	1.4	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	4.5	7.8	4.6	3.6

자료: 유진투자증권

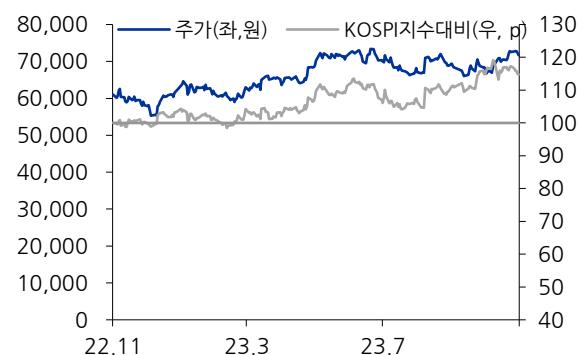


도표72. 주요 가정

Key Data	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,300	1,290	1,290	1,280	1,290	1,306	1,290	1,280
(기말)	1,302	1,318	1,349	1,350	1,300	1,290	1,290	1,280	1,290	1,306	1,290	1,280
DRAM (GB mil)	2,213	2,550	2,813	3,187	2,986	3,127	3,318	3,500	10,238	10,762	12,931	14,489
B/G	-12%	15%	10%	13%	-6%	5%	6%	5%	0%	5%	20%	12%
ASP (\$/GB)	\$1.9	\$1.7	\$1.8	\$2.0	\$2.2	\$2.5	\$2.7	\$2.9	\$3.4	\$1.9	\$2.6	\$3.0
Chg.	-16%	-8%	5%	14%	8%	14%	6%	8%	-15%	-45%	42%	12%
NAND (TB mil)	56.0	59.0	58.0	61.6	63.2	69.0	80.1	89.8	211	235	302	381
B/G	3%	5%	-2%	6%	3%	9%	16%	12%	3%	11%	29%	26%
ASP (\$/TB)	\$58	\$54	\$55	\$60	\$64	\$68	\$67	\$66	\$107	\$57	\$66	\$63
Chg.	-18%	-8%	3%	8%	7%	6%	-1%	-2%	-18%	-47%	17%	-5%
OLED (백만장)	88	88	109	115	97	100	118	120	455	400	448	451
Q/Q, Y/Y	-23%	0%	23%	6%	-15%	3%	18%	2%	-2%	-12%	12%	1%
스마트폰 (백만대)	60.2	53.0	59.0	55.7	60.2	56.6	61.5	58.8	258	228	235	239
Q/Q, Y/Y	4%	-12%	11%	-6%	8%	-6%	9%	-4%	-6%	-12%	3%	2%
스마트폰 ASP(\$)	\$325	\$269	\$295	\$272	\$349	\$283	\$318	\$293	\$271	\$291	\$314	\$335
Q/Q, Y/Y	36%	-17%	10%	-8%	28%	-19%	12%	-8%	4%	8%	8%	7%
TV 세트(백만대)	8.7	7.8	8.7	10.1	8.7	7.8	8.9	10.5	38.3	35.3	35.9	36.0
Q/Q, Y/Y	-16%	-10%	12%	16%	-14%	-10%	14%	18%	-15%	-8%	2%	0%

자료: 유진투자증권

도표73. 실적 전망 요약

(조원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억달러)	50.0	45.6	51.4	52.0	56.7	53.8	61.6	62.7	235.1	199.0	234.7	256.8
YoY	-23%	-26%	-10%	0%	14%	18%	20%	21%	-4%	-15%	18%	9%
QoQ	-4%	-9%	13%	1%	9%	-5%	15%	2%				
매출액 (조원)	63.7	60.0	67.4	68.7	73.8	69.3	79.5	80.2	302.2	260.0	302.8	328.7
YoY	-18%	-22%	-12%	-3%	16%	16%	18%	17%	8%	-14%	16%	9%
QoQ	-10%	-6%	12%	2%	7%	-6%	15%	1%				
DS	13.7	14.7	16.4	19.5	19.2	21.8	24.4	27.2	98.5	64.4	92.6	109.8
SDC	6.6	6.5	8.2	8.1	7.0	7.1	9.0	8.9	34.4	29.4	32.1	32.4
MX/NW	31.8	25.6	30.0	27.7	35.1	27.9	33.6	31.0	120.8	115.2	127.6	135.2
VD/CE	14.1	14.4	13.7	14.9	15.1	14.6	14.8	15.5	60.6	57.1	60.0	61.2
HAR	3.2	3.5	3.8	3.9	3.3	3.5	3.9	3.9	13.2	14.4	14.6	15.2
연결제거	-5.7	-4.6	-4.8	-5.4	-5.9	-5.5	-6.3	-6.4	-25.3	-20.5	-24.0	-25.1
영업이익 (조원)	0.64	0.67	2.43	3.54	5.72	7.19	10.46	10.79	43.38	7.28	34.16	48.66
YoY	-95%	-95%	-78%	-18%	794%	975%	330%	205%	-16%	-83%	369%	42%
QoQ	-85%	4%	264%	46%	61%	26%	45%	3%				
DS	-4.58	-4.36	-3.75	-1.40	0.30	2.66	4.39	6.05	23.82	-14.09	13.40	26.53
SDC	0.78	0.84	1.94	1.76	0.87	0.99	1.90	1.73	5.95	5.32	5.49	5.55
MX/NW	3.94	3.04	3.30	2.48	3.93	2.77	3.29	2.26	11.36	12.75	12.25	12.94
VD/CE	0.19	0.74	0.38	0.30	0.41	0.50	0.50	0.34	1.35	1.61	1.75	2.27
HAR	0.13	0.25	0.45	0.42	0.17	0.23	0.35	0.39	0.88	1.24	1.15	1.21
기타	0.18	0.16	0.12	-0.01	0.03	0.04	0.03	0.02	0.02	0.45	0.12	0.15
영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	5.2%	7.8%	10.4%	13.2%	13.4%	14.4%	2.8%	11.3%	14.8%
DS	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-7.2%	1.6%	12.2%	18.0%	22.3%	24.2%	-21.9%	14.5%	24.2%
SDC	11.8%	13.0%	23.6%	21.8%	12.4%	13.9%	21.1%	19.3%	17.3%	18.1%	17.1%	17.1%
MX/NW	12.4%	11.9%	11.0%	8.9%	11.2%	9.9%	9.8%	7.3%	9.4%	11.1%	9.6%	9.6%
VD/CE	1.3%	5.1%	2.8%	2.0%	2.7%	3.4%	3.4%	2.2%	2.2%	2.8%	2.9%	3.7%
HAR	4.1%	7.1%	11.8%	10.7%	5.3%	6.7%	9.0%	10.0%	6.7%	8.7%	7.9%	8.0%
순이익	1.6	1.7	5.8	4.7	6.0	7.5	9.9	10.4	55.7	13.8	33.8	42.9

자료: 유진투자증권

도표74. 상세 영업 실적 추정

실적요약	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (조원)	63.7	60.0	67.4	68.7	73.8	69.3	79.5	80.2	302.2	260.0	302.8	328.7
DS	13.7	14.7	16.4	19.5	19.2	21.8	24.4	27.2	98.5	64.4	92.6	109.8
Memory	8.9	9.0	10.5	12.7	13.0	15.2	17.3	19.3	68.5	40.9	64.8	80.5
DRAM	5.0	5.4	6.3	8.2	8.2	9.7	11.0	12.4	42.3	25.0	41.3	52.5
NAND	3.9	3.8	3.8	4.4	4.8	5.5	6.3	6.9	26.3	15.9	23.5	28.0
SLSI	4.4	5.2	5.4	6.3	5.7	6.1	6.6	7.4	29.9	23.3	27.7	29.3
SDC	6.6	6.5	8.2	8.1	7.0	7.1	9.0	8.9	34.4	29.4	32.1	32.4
Large	0.1	0.2	0.2	0.4	0.3	0.4	0.6	0.7	1.2	0.9	2.0	2.8
Small	6.5	6.3	8.0	7.7	6.7	6.7	8.5	8.2	33.2	28.4	30.1	29.6
MX/NW	31.8	25.6	30.0	27.7	35.1	27.9	33.6	31.0	120.8	115.2	127.6	135.2
MX	30.7	24.6	29.3	26.8	34.1	26.9	32.1	29.3	115.4	111.4	122.4	128.8
NW	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.5	1.7	5.4	3.8	5.2	6.4
VD/CE	14.1	14.4	13.7	14.9	15.1	14.6	14.8	15.5	60.6	57.1	60.0	61.2
VD	7.4	7.3	7.3	8.8	8.2	7.4	7.9	9.5	33.3	30.8	33.1	33.8
DA	6.7	7.1	6.4	6.1	6.8	7.1	6.9	6.0	27.4	26.3	26.9	27.3
Harman	3.2	3.5	3.8	3.9	3.3	3.5	3.9	3.9	13.2	14.4	14.6	15.2
영업이익 (조원)	0.64	0.67	2.43	3.54	5.72	7.19	10.46	10.79	43.38	7.28	34.16	48.66
DS	-4.58	-4.36	-3.75	-1.40	0.30	2.66	4.39	6.05	23.82	-14.09	13.40	26.53
Memory	-4.22	-3.82	-3.12	-1.32	0.31	2.32	3.75	5.14	20.66	-12.48	11.51	24.47
DRAM	-1.19	-0.89	-0.30	1.12	1.57	3.04	4.02	5.26	18.04	-1.26	13.90	23.99
NAND	-3.03	-2.93	-2.83	-2.44	-1.26	-0.72	-0.28	-0.12	2.73	-11.22	-2.38	0.48
SLSI	-0.36	-0.54	-0.63	-0.09	-0.01	0.34	0.64	0.91	3.16	-1.61	1.89	2.05
SDC	0.78	0.84	1.94	1.76	0.87	0.99	1.90	1.73	5.95	5.32	5.49	5.55
Large	-0.30	-0.23	-0.20	-0.17	-0.20	-0.15	-0.13	-0.12	-1.53	-0.90	-0.60	-0.28
Small	1.08	1.07	2.14	1.93	1.07	1.14	2.03	1.85	7.48	6.22	6.09	5.83
MX/NW	3.94	3.04	3.30	2.48	3.93	2.77	3.29	2.26	11.36	12.75	12.25	12.94
MX	3.82	2.96	3.23	2.39	3.85	2.67	3.14	2.09	10.79	12.40	11.75	12.30
NW	0.12	0.08	0.07	0.08	0.09	0.09	0.15	0.17	0.56	0.36	0.50	0.64
VD/CE	0.19	0.74	0.38	0.30	0.41	0.50	0.50	0.34	1.35	1.61	1.75	2.27
VD	0.26	0.26	0.44	0.42	0.27	0.29	0.40	0.28	1.57	1.38	1.23	1.64
CE	-0.07	0.48	-0.06	-0.12	0.14	0.21	0.10	0.06	-0.22	0.23	0.52	0.63
Harman	0.13	0.25	0.45	0.42	0.17	0.23	0.35	0.39	0.88	1.24	1.15	1.21
영업이익률	1.0%	1.1%	3.6%	5.2%	7.8%	10.4%	13.2%	13.4%	14.4%	2.8%	11.3%	14.8%
DS	-33.4%	-29.6%	-22.8%	-7.2%	1.6%	12.2%	18.0%	22.3%	24.2%	-21.9%	14.5%	24.2%
Memory	-47.3%	-42.6%	-29.7%	-10.4%	2.4%	15.2%	21.6%	26.6%	30.1%	-30.6%	17.8%	30.4%
DRAM	-23.9%	-16.3%	-4.7%	13.6%	19.1%	31.3%	36.7%	42.5%	42.7%	-5.0%	33.6%	45.7%
NAND	-77.0%	-77.1%	-73.7%	-54.9%	-26.3%	-13.1%	-4.4%	-1.8%	10.4%	-70.7%	-10.1%	1.7%
SLSI	-8.2%	-10.4%	-11.6%	-1.3%	-0.1%	5.6%	9.7%	12.3%	10.6%	-6.9%	6.8%	7.0%
SDC	11.8%	13.0%	23.6%	21.8%	12.4%	13.9%	21.1%	19.3%	17.3%	18.1%	17.1%	17.1%
Large	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-95.9%	-29.5%	-10.0%
Small	16.7%	17.0%	26.8%	25.0%	16.0%	17.0%	24.0%	22.5%	22.6%	21.9%	20.3%	19.7%
MX/NW	12.4%	11.9%	11.0%	8.9%	11.2%	9.9%	9.8%	7.3%	9.4%	11.1%	9.6%	9.6%
MX	12.4%	12.0%	11.0%	8.9%	11.3%	10.0%	9.8%	7.1%	9.3%	11.1%	9.6%	9.6%
NW	11.0%	9.0%	8.0%	9.0%	9.0%	9.0%	10.0%	10.0%	10.5%	9.3%	9.6%	10.0%
VD/CE	1.3%	5.1%	2.8%	2.0%	2.7%	3.4%	3.4%	2.2%	2.2%	2.8%	2.9%	3.7%
VD	3.5%	3.6%	6.0%	4.8%	3.3%	3.9%	5.0%	2.9%	4.7%	4.5%	3.7%	4.9%
CE	-1.0%	6.7%	-0.9%	-2.0%	2.0%	3.0%	1.5%	1.0%	-0.8%	0.9%	1.9%	2.3%
Harman	4.1%	7.1%	11.8%	10.7%	5.3%	6.7%	9.0%	10.0%	6.7%	8.7%	7.9%	8.0%

자료: 유진투자증권

도표75. 실적 추정치 변경 요약

(조원)	신규 추정치		기존 추정치		변경폭	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
원달러	1,306	1,290	1,313	1,320	-7	-30
매출액	260.0	302.8	260.9	307.7	0%	-2%
반도체	64.4	92.6	64.2	92.5	0%	0%
DP	29.4	32.1	29.6	32.8	-1%	-2%
IM	115.2	127.6	115.8	130.6	-1%	-2%
CE	57.1	60.0	57.4	61.4	-1%	-2%
HAR	14.4	14.6	14.5	14.9	-1%	-2%
기타	-20.5	-24.0	-20.6	-24.4	~	~
영업이익	7.3	34.2	7.1	35.0	3%	-2%
반도체	-14.1	13.4	-14.0	12.9	1%	4%
DP	5.3	5.5	5.4	5.6	-1%	-3%
IM	12.8	12.3	12.5	13.1	2%	-7%
CE	1.6	1.7	1.7	2.1	-3%	-17%
HAR	1.2	1.1	1.3	1.2	0%	-2%
기타	0.4	0.1	0.3	0.1	~	~
순이익	13.8	33.8	13.8	34.5	0%	-2%
EPS (원)	1,898	4,865	1,891	4,966	0%	-2%

자료: 유진투자증권

내년 실적 회복 기
대감에 2023년 들
어 외국인 투자자들
은 삼성전자를 15
조원 이상 순매수

도표76. 삼성전자 주가와 외인지분율



자료: 유진투자증권

도표77. 삼성전자 분기 영업이익 vs. 주가

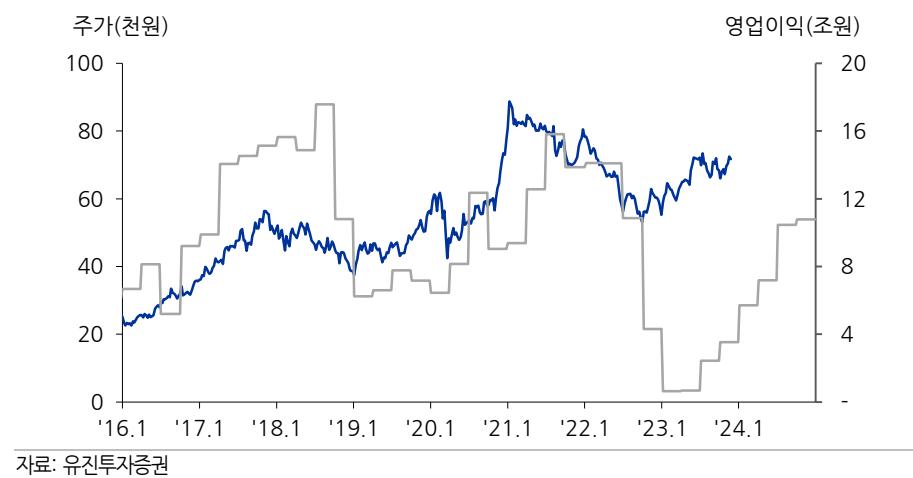
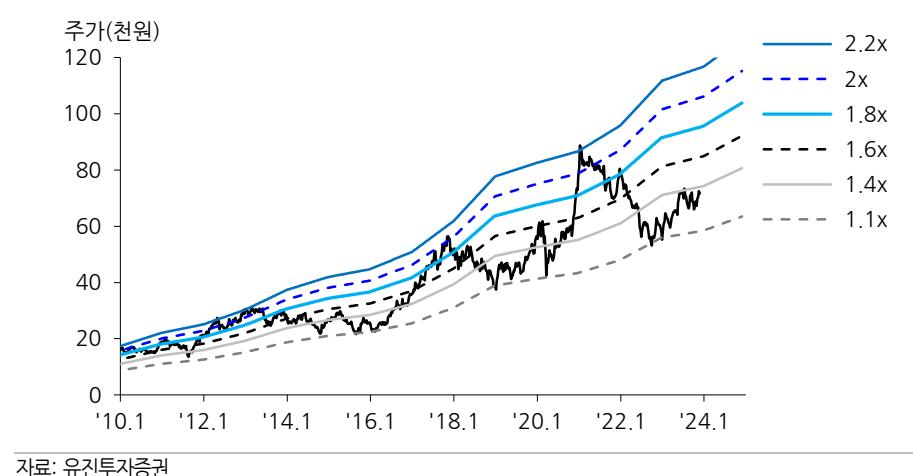


도표78. 삼성전자 P/B 밴드



삼성 반도체 신화의

치욕적 오점으로

남을 2023년

도표79. 삼성전자 반도체 사업부(DS) 연간 영업이익 추이

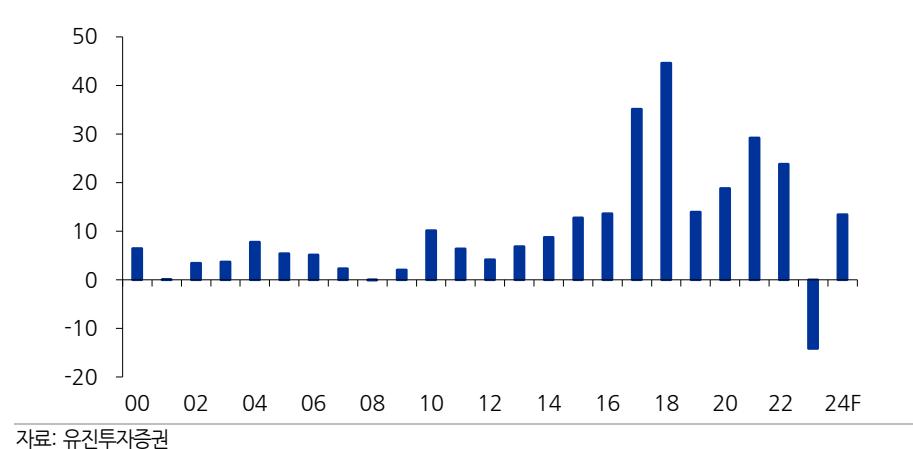
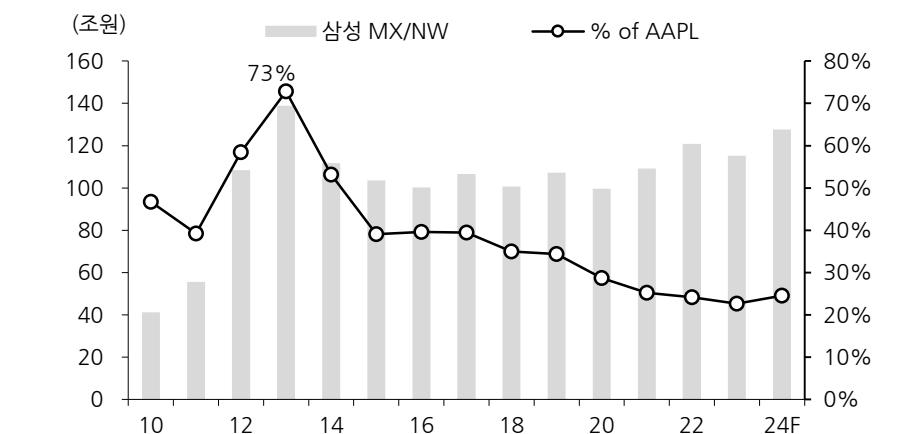
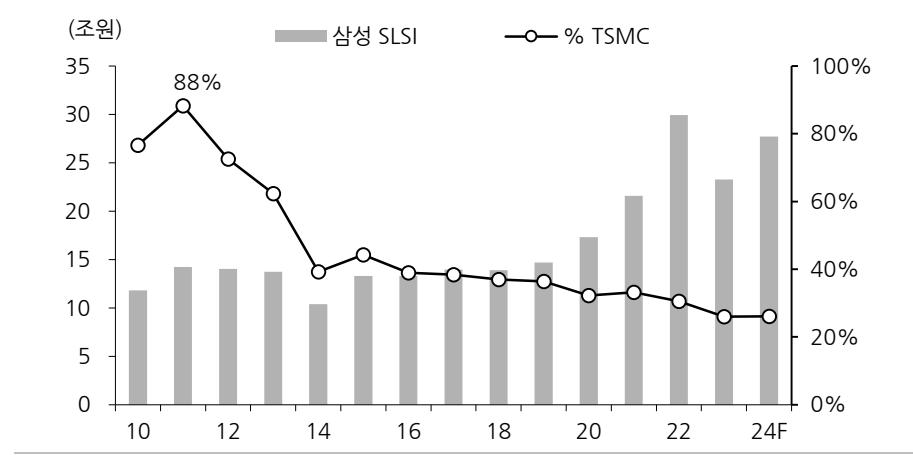


도표 80. MX/NW 매출 및 애플 비교



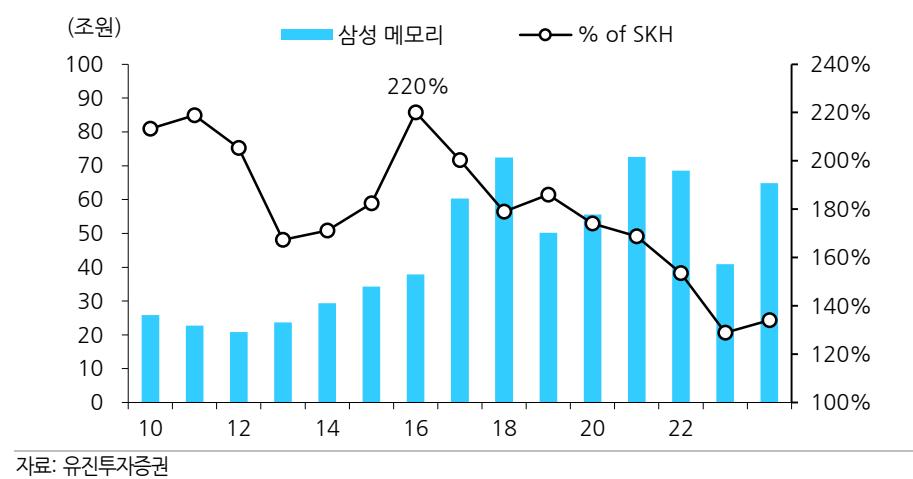
자료: 유진투자증권

도표 81. SLSI/파운드리 매출 및 TSMC 비교



자료: 유진투자증권

도표 82. 메모리 매출 및 SK 하이닉스 비교



자료: 유진투자증권

삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	352,564	448,425	466,148	506,631	550,370
유동자산	181,385	218,471	211,899	234,820	259,463
현금성자산	108,780	114,784	126,661	137,955	158,811
매출채권	39,310	35,722	35,874	42,996	46,343
재고자산	26,766	52,188	42,113	42,087	40,756
비유동자산	171,179	229,954	254,248	271,811	290,906
투자자산	30,650	41,691	47,696	47,710	49,499
유형자산	119,825	168,045	183,067	197,338	212,660
기타	20,704	20,218	23,485	26,762	28,748
부채총계	89,684	93,675	95,128	101,540	101,976
유동부채	63,783	78,345	76,409	83,036	83,517
매입채무	20,721	10,645	11,698	12,953	13,476
유동성이자부채	15,240	6,236	6,503	6,577	6,405
기타	27,822	61,464	58,208	63,506	63,636
비유동부채	25,901	15,330	18,719	18,504	18,460
비유동성이자부채	3,172	4,097	4,286	3,958	3,786
기타	22,729	11,233	14,433	14,546	14,674
자본총계	262,880	354,750	371,020	405,091	448,393
지배자분	254,915	345,186	360,646	394,078	435,811
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	254,583	337,946	348,812	381,479	422,358
기타	(4,969)	1,938	6,533	7,297	8,151
비자매지분	7,965	9,563	10,373	11,013	12,582
자본총계	262,880	354,750	371,020	405,091	448,393
총차입금	18,412	10,333	10,789	10,535	10,192
순차입금	(90,368)	(104,450)	(115,872)	(127,420)	(148,619)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	230,401	302,231	259,955	302,787	328,674
증가율(%)	(3.8)	31.2	(14.0)	16.5	8.5
매출원가	147,240	190,042	147,708	179,088	200,046
매출총이익	83,161	112,190	112,247	123,699	128,629
판매 및 일반관리비	55,393	68,813	70,870	76,263	79,323
기타영업손익	(2)	24	3	8	4
영업이익	27,769	43,377	7,284	34,155	48,658
증가율(%)	(48.2)	56.2	(83.2)	368.9	42.5
EBITDA	57,366	82,484	45,826	75,408	91,351
증가율(%)	(24.3)	43.8	(44.4)	64.6	21.1
영업외손익	2,664	3,064	5,208	5,932	6,160
이자수익	2,815	2,720	4,509	4,870	4,139
이자비용	686	763	1,108	1,070	316
지분법손익	413	1,091	996	1,130	1,240
기타영업손익	122	16	811	1,002	1,098
세전순이익	30,432	46,440	12,492	40,087	54,818
증가율(%)	(45.8)	52.6	(73.1)	220.9	36.7
법인세비용	8,693	(9,214)	(1,310)	6,269	11,896
당기순이익	21,739	55,654	13,802	33,819	42,923
증가율(%)	(48.5)	156.0	(75.2)	145.0	26.9
지배주주지분	21,505	54,730	12,890	33,045	41,266
증가율(%)	(48.0)	154.5	(76.4)	156.4	24.9
비자배지분	234	924	912	774	1,656
EPS(원)	3,166	8,057	1,898	4,865	6,075
증가율(%)	(41.3)	154.5	(76.4)	156.4	24.9
수정EPS(원)	3,166	8,057	1,898	4,865	6,075
증가율(%)	(41.3)	154.5	(76.4)	156.4	24.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	45,383	62,181	75,999	77,798	90,047
당기순이익	21,739	55,654	13,802	33,819	42,923
자산상각비	29,598	39,108	38,542	41,252	42,693
기타비현금성손익	7,238	(15,581)	13,526	13,729	12,062
운전자본증감	(2,546)	(16,999)	10,129	(11,002)	(7,631)
매출채권감소(증가)	1,829	6,332	233	(5,799)	(2,331)
재고자산감소(증가)	2,135	(13,311)	8,361	(1,506)	(586)
매입채무증가(감소)	(1,305)	(6,742)	2,754	(1,253)	(1,937)
기타	(5,204)	(3,278)	(1,220)	(2,443)	(2,776)
투자현금	(39,948)	(31,603)	(45,328)	(59,854)	(60,672)
단기투자자산감소	(2,738)	15,214	9,503	(3,054)	(1,672)
장기투자증권감소	3,234	3,879	0	0	0
설비투자	25,368	49,430	53,700	52,000	54,000
유형자산처분	513	218	3,169	0	0
무형자산처분	(3,243)	(3,673)	(4,300)	(4,800)	(5,000)
재무현금	(9,485)	(19,390)	(9,360)	(10,075)	(10,159)
차입금증가	156	(9,576)	456	(254)	(343)
자본증가	(9,639)	(9,814)	(9,809)	(9,809)	(9,809)
배당금지급	9,639	9,814	9,809	9,809	9,809
현금 증감	(3,455)	10,649	21,380	8,241	19,184
기초현금	30,341	39,031	49,681	71,061	79,302
기말현금	26,886	49,681	71,061	79,302	98,486
Gross Cash flow	59,182	88,728	52,997	83,508	99,948
Gross Investment	39,756	63,816	44,702	67,802	66,631
Free Cash Flow	19,426	24,911	8,295	15,707	33,317

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,166	8,057	1,898	4,865	6,075
BPS	37,528	50,817	53,093	58,015	64,159
DPS	1,416	1,444	1,444	1,444	1,444
밸류에이션(배, %)					
PER	17.6	4.8	37.8	14.7	11.8
PBR	1.5	0.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.9	5.4	7.8	4.6	3.6
배당수익률	2.5	3.7	2.0	2.0	2.0
PCR	6.4	3.0	9.2	5.8	4.9
수익성(%)					
영업이익률	12.1	14.4	2.8	11.3	14.8
EBITDA이익률	24.9	27.3	17.6	24.9	27.8
순이익률	9.4	18.4	5.3	11.2	13.1
ROE	8.7	17.1	3.7	8.8	9.9
ROIC	13.1	15.5	2.3	12.1	14.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(34.4)	(29.4)	(31.2)	(31.5)	(33.1)
유동비율	284.4	278.9	277.3	282.8	310.7
이자보상배율	40.5	56.8	6.6	31.9	154.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.0	7.9	7.3	7.7	7.4
재고자산회전율	8.3	6.5	5.5	7.2	7.9
매입채무회전율	11.5	25.1	23.3	24.6	24.9

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

SK 하이닉스 (000660)

DRAM 기대감 vs. NAND 부담

투자의견	BUY(유지)
목표주가	150,000 원(상향)
현재주가	128,000 원(11/24)
시가총액	93,184(십억원)

이승우_ 02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

- ChatGPT 열풍에 힘입어 AI 칩이 반도체 산업의 새로운 성장 드라이버로 부각됨. SK하이닉스는 경쟁자들을 압도하는 HBM 전략과 제조능력으로 폭발적으로 성장한 HBM3 시장에서 사실상의 독점 공급업체로 놀라운 성과를 거둠.
- 2024년에는 HBM2 수요가 급속히 퇴조할 것으로 보이나, HBM3 수요는 폭발적 팽창을 이어갈 전망. 여기에 기존 DRAM 사이클의 회복에 힘입어 DRAM 시장은 큰 폭 회복되고 SK하이닉스의 실적도 터어라운드할 전망.
- 다만, NAND의 막대한 적자가 과연 해결될 수 있는 것인지, 그리고 이를 해결하기 위해 SK하이닉스는 어떤 전략과 솔루션을 갖고 있는 것인가 SK하이닉스의 주가 레벨을 결정짓는 변수가 될 것.
- 24년 매출은 53% 증가한 48.3조원에 이를 것으로 예상되고, 영업손익은 '23년 -8.3조원에서 '24년 +7.0조원으로 터어라운드할 것으로 전망됨. 투자의견 'BUY'를 유지하고 목표주가를 15만원(Target P/B 1.9배)로 제시.

주가(원, 11/24)	128,000
시가총액(십억원)	93,184

발행주식수	728,002천주
52주 최고가	134,400원
최저가	73,100원
52주 일간 Beta	1.19
60일 일평균거래대금	4,122억원
외국인 지분율	52.7%
배당수익률(2023E)	0.9%

주주구성	
에스케이스퀘어 (외 10인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.8	33.8	45.0
절대기준	0.9	31.0	47.3

(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	150,000	140,000	▲
영업이익(23)	-8.2	-8.7	▲
영업이익(24)	7.0	6.5	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	44,622	31,694	48,335	58,204
영업이익	6,809	-8,234	7,033	15,744
세전손익	4,003	-10,380	5,413	14,213
당기순이익	2,242	-8,296	4,511	11,285
EPS(원)	3,063	-11,391	6,190	15,481
증감률(%)	11.1	적전	흑전	150.1
PER(배)	41.8	-	20.7	8.3
ROE(%)	3.6	-14.1	8.0	17.9
PBR(배)	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	5.2	21.1	5.5	3.6

자료: 유진투자증권

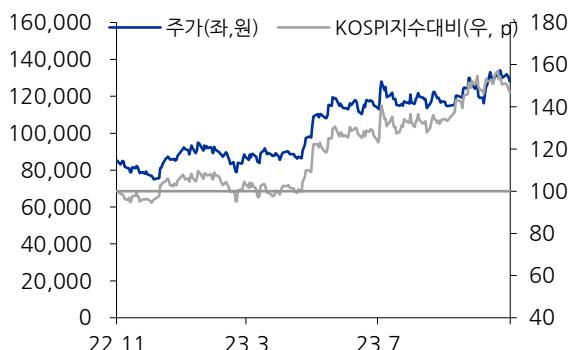


도표 83. 주요 가정

주요 가정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,300	1,290	1,290	1,280	1,290	1,306	1,290	1,280
(기말)	1,302	1,318	1,349	1,350	1,300	1,290	1,290	1,280	1,290	1,306	1,290	1,280
DRAM												
Wafers Out (K/M)	330	300	280	270	290	320	320	340	384	295	318	360
Bits Ship. (GB m)	1,425	1,925	2,313	2,500	2,297	2,374	2,564	2,577	7,130	8,163	9,813	10,787
B/G	-20%	35%	20%	8%	-8%	3%	8%	1%	-1%	14%	20%	10%
ASP (\$/GB)	\$1.7	\$1.8	\$2.0	\$2.3	\$2.5	\$2.8	\$2.9	\$3.1	\$3.2	\$2.0	\$2.8	\$3.2
Chg.	-18%	9%	10%	14%	8%	14%	5%	6%	-17%	-38%	44%	13%
NAND												
Wafers Out (K/M)	250	245	225	220	220	250	270	280	313	235	258	310
Bits Ship. (GB m)	26.2	38.0	38.3	35.1	32.4	36.5	41.0	43.4	121.1	137.5	153.3	179.6
B/G	-15%	45%	1%	-8%	-8%	13%	12%	6%	43%	14%	12%	17%
ASP (\$/TB)	\$52	\$46	\$46	\$50	\$53	\$56	\$55	\$54	\$93	\$48	\$54	\$51
Chg.	-10%	-11%	0%	8%	6%	5%	-1%	-2%	-18%	-48%	12%	-6%

자료: 유진투자증권

도표 84. 실적 전망 요약

SK하이닉스	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (백만\$)	3,989	5,557	6,916	7,747	7,607	8,994	10,168	10,740	34,906	24,209	37,469	45,171
Y/Y	-60%	-49%	-16%	37%	91%	62%	47%	39%	-7%	-31%	55%	21%
Q/Q	-29%	39%	24%	12%	-2%	18%	13%	6%				
매출액 (십억원)	5,088	7,306	9,066	10,234	9,889	11,603	13,116	13,747	44,622	31,694	48,335	57,819
DRAM	2,919	4,414	6,005	7,383	7,108	8,396	9,519	10,065	28,169	20,722	35,088	43,501
NAND	1,688	2,240	2,289	2,257	2,166	2,540	2,839	2,920	14,184	8,474	10,471	11,411
SLSI/Foundry	316	432	380	330	370	400	460	440	1,128	1,458	1,670	1,773
Others	165	220	392	264	244	267	298	322	1,141	1,041	1,105	1,134
DRAM 비중	57%	60%	66%	72%	72%	72%	73%	73%	63%	65%	73%	75%
NAND 비중	33%	31%	25%	22%	22%	22%	22%	21%	32%	27%	22%	20%
총영업코스트	8,490	10,188	10,858	10,391	9,793	10,139	10,837	11,120	37,812	39,928	41,870	45,069
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	-157	95	1,464	2,279	2,626	6,809	-8,234	6,465	12,750
DRAM	-1,547	-412	585	1,639	1,530	2,803	3,662	4,176	8,738	265	12,171	19,316
NAND	-1,875	-2,500	-2,321	-1,813	-1,449	-1,365	-1,416	-1,581	-2,060	-8,510	-5,811	-6,706
SLSI/Foundry	19	26	17	15	13	24	31	28	268	77	95	120
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	-1.5%	1.0%	12.6%	17.4%	19.1%	15.3%	-26.0%	13.4%	22.1%
DRAM	-53%	-9%	10%	22%	22%	33%	38%	41%	31%	1%	35%	44%
NAND	-111%	-112%	-101%	-80%	-67%	-54%	-50%	-54%	-15%	-100%	-55%	-59%
SLSI/Foundry	6%	6%	4%	4%	3%	6%	7%	6%	24%	5%	6%	7%
세전이익	-3,525	-3,788	-2,470	-597	-330	1,054	1,884	2,236	4,003	-10,380	4,845	11,208
순이익	-2,585	-2,988	-2,185	-538	-280	927	1,658	1,901	2,242	-8,296	4,206	8,899
지배주주순이익	-2,580	-2,991	-2,184	-537	-280	926	1,657	1,899	2,230	-8,292	4,202	8,888
EPS (원)									3,063	-11,391	5,772	12,209

자료: 유진투자증권

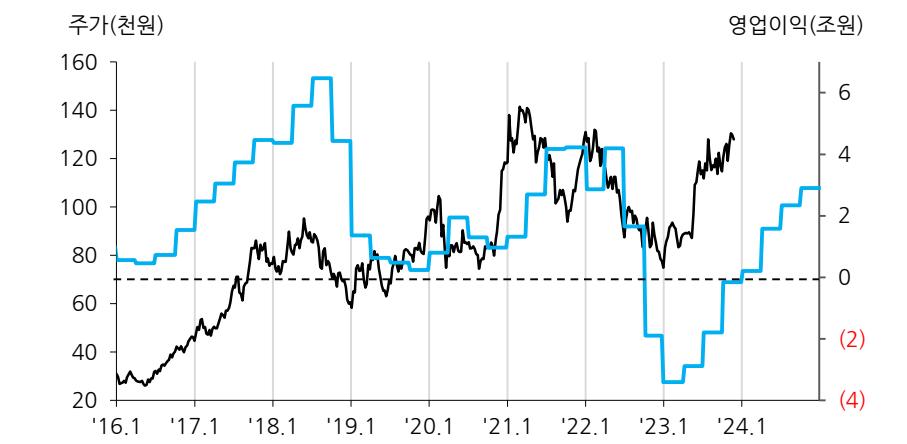
도표 85. 실적 추정치 변경 요약

(십억원)	신규 전망		기존 전망		변경폭	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
월달러	1,306	1,290	1,308	1,305	0%	-1%
매출액	31,694	48,335	31,398	51,184	1%	-6%
영업이익	-8,234	7,033	-8,709	6,513	-	8%
세전이익	-10,380	5,413	-10,706	4,838	-	12%
순이익	-8,296	4,511	8,589	4,485	-	1%
EPS (원)	-11,391	6,190	-11,796	6,141	-	1%

자료: 유진투자증권

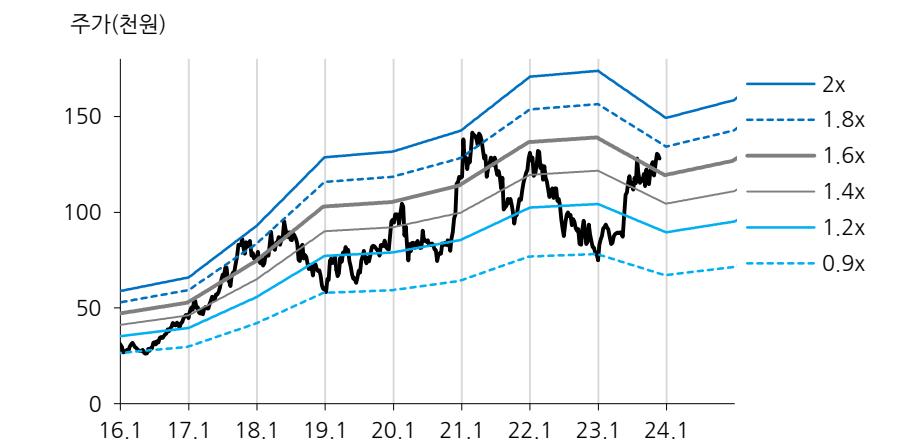
우수한 성과를 낸
만큼 SK 하이닉스가
올해 반도체 제조
기업들 중 가장 뛰
어난 주가 퍼포먼스
를 기록했다

도표 86. 분기 실적 vs. 주가



자료: 유진투자증권

도표 87. SK 하이닉스 P/B 밴드



자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	65,248	103,872	99,725	99,516	102,838
유동자산	14,458	28,733	29,911	32,530	36,407
현금성자산	4,002	6,423	10,394	15,162	17,605
매출채권	4,273	5,186	5,895	6,574	7,450
재고자산	5,296	15,665	12,323	9,475	9,953
비유동자산	50,791	75,138	69,814	66,987	66,430
투자자산	8,270	11,398	14,443	14,068	14,730
유형자산	39,950	60,229	51,864	49,342	48,092
기타	2,571	3,512	3,507	3,576	3,609
부채총계	17,312	40,581	45,388	41,786	34,649
유동부채	7,962	19,844	20,230	17,173	14,686
매입채무	3,410	2,186	1,997	1,982	1,921
유동성이자부채	3,031	7,705	12,680	9,232	7,297
기타	1,521	9,953	5,553	5,959	5,469
비유동부채	9,351	20,737	25,158	24,613	19,962
비유동성이자부채	9,175	15,571	19,700	19,600	15,200
기타	175	5,166	5,458	5,013	4,762
자본총계	47,936	63,291	54,337	57,731	68,189
지배자분	47,921	63,266	54,312	57,708	68,160
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,336	4,346	4,346	4,346
이익잉여금	42,923	56,685	47,550	51,111	61,501
기타	(2,804)	(1,413)	(1,242)	(1,406)	(1,345)
비자매지분	15	24	25	23	28
자본총계	47,936	63,291	54,337	57,731	68,189
총차입금	12,206	23,276	32,380	28,832	22,497
순차입금	8,204	16,853	21,986	13,670	4,892

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	6,550	14,781	4,756	19,537	20,730
당기순이익	2,009	2,242	(8,296)	4,511	11,285
자산상각비	8,620	14,151	13,691	12,372	11,879
기타비현금성손익	2,543	1,077	(4,338)	(942)	(2,095)
운전자본증감	270	(2,690)	3,700	3,596	(340)
매출채권감소(증가)	2,215	3,342	(441)	(232)	(551)
재고자산감소(증가)	(852)	(6,572)	4,093	3,852	155
매입채무증가(감소)	(295)	141	47	(24)	56
기타	(798)	399	0	0	0
투자현금	(10,451)	(17,884)	(9,056)	(10,925)	(11,035)
단기투자자산감소	4,390	2,251	(414)	(1,005)	(374)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	13,920	19,010	8,200	9,300	10,000
유형자산처분	54	324	0	0	0
무형자산처분	(673)	(738)	(443)	(620)	(662)
재무현금	3,837	2,822	7,966	(4,684)	(7,467)
차입금증가	4,858	4,793	9,104	(3,548)	(6,335)
자본증가	(1,026)	(1,681)	(825)	(825)	(825)
배당금지급	1,026	1,681	825	825	825
현금 증감	(43)	(81)	3,556	3,763	2,069
기초현금	2,349	5,058	4,977	8,533	12,297
기말현금	2,306	4,977	8,533	12,297	14,366
Gross Cash flow	11,626	21,774	4,002	19,188	27,997
Gross Investment	14,571	22,824	4,943	6,324	11,002
Free Cash Flow	(28)	10	(25)	48	33

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	26,991	44,622	31,694	48,335	58,204
증가율(%)	(10.4)	65.3	(29.0)	52.5	20.4
매출원가	18,819	28,994	32,492	32,557	32,973
매출총이익	8,172	15,628	(798)	15,778	25,231
판매 및 일반관리비	5,453	8,818	7,436	8,745	9,487
기타영업손익	48	62	(16)	18	8
영업이익	2,719	6,809	(8,234)	7,033	15,744
증가율(%)	(80.2)	150.4	적전	흑전	123.9
EBITDA	11,340	20,961	5,457	19,406	27,624
증가율(%)	(39.5)	84.8	(74.0)	255.6	42.3
영업외손익	(287)	(2,807)	(2,147)	(1,620)	(1,531)
이자수익	30	90	180	120	303
이자비용	245	533	1,418	1,420	1,442
지분법손익	23	131	29	90	114
기타영업손익	(94)	(2,494)	(938)	(410)	(507)
세전순이익	2,433	4,003	(10,380)	5,413	14,213
증가율(%)	(81.9)	64.5	적전	흑전	162.6
법인세비용	424	1,761	(2,085)	903	2,928
당기순이익	2,009	2,242	(8,296)	4,511	11,285
증가율(%)	(81.1)	11.6	적전	흑전	150.2
지배주주지분	2,006	2,230	(8,292)	4,506	11,270
증가율(%)	(81.1)	11.1	적전	흑전	150.1
비자배지분	3	12	(3)	5	15
EPS(원)	2,755	3,063	(11,391)	6,190	15,481
증가율(%)	(81.1)	11.1	적전	흑전	150.1
수정EPS(원)	2,755	3,063	(11,391)	6,190	15,481
증가율(%)	(81.1)	11.1	적전	흑전	150.1

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,755	3,063	(11,391)	6,190	15,481
BPS	65,825	86,904	74,604	79,269	93,626
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	34.2	42.4	n/a	20.7	8.3
PBR	1.4	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/ EBITDA	6.8	5.3	21.1	5.5	3.6
배당수익률	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
PCR	5.9	4.3	23.3	4.9	3.3
수익성(%)					
영업이익률	10.1	15.3	(26.0)	14.6	27.0
EBITDA이익률	42.0	47.0	17.2	40.1	47.5
순이익률	7.4	5.0	(26.2)	9.3	19.4
ROE	4.2	3.6	(14.1)	8.0	17.9
ROIC	4.6	5.6	(8.4)	8.8	19.4
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	17.1	26.6	40.5	23.7	7.2
유동비율	181.6	144.8	147.9	189.4	247.9
이자보상배율	11.1	12.8	(5.8)	5.0	10.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.5	0.6
매출채권회전율	5.1	6.6	5.7	7.8	8.3
재고자산회전율	5.6	3.6	2.3	4.4	6.0
매입채무회전율	6.9	7.8	9.1	11.7	11.9

DB 하이텍 (000990)

수요 회복을 기다리며

투자의견
BUY(유지)
목표주가
70,000 원(유지)
현재주가
56,400 원(11/24)
시가총액
2,513(십억원)

이승우_swlee6591@ / 임소정_sophie.yim@

- 3분기 실적은 매출 2,678억원, 영업이익 503억원으로 각각 전년비 40%, 65% 감소. 글로벌 반도체 시장의 전반적인 수요 부진에 따른 가동률 감소와 8월 생산 Capa 증설의 효과가 반영. 고객사 재고 조정이 지속되는 가운데 자동차 및 산업용 공급 부족이 해소되면서 ASP가 하락.
- 2023년 연간 실적은 매출 1.15조원, 영업이익 2,791억원으로 전년대비 감소 전망. 4분기에는 ASP 하락 및 판매수량 소폭 감소로 인해 3분기와 유사한 수준의 실적 기록할 것.
- 가동률은 하반기 기준 70% 중반을 유지할 것으로 예상. 글로벌 파운드리 가동률 회복이 지연되면서 유의미한 반등세는 내년 3분기부터 보일 것으로 전망.
- 시장이 확대될 것으로 기대하는 SiC 및 GaN 반도체 관련 신규 사업을 성장의 동력으로 확보함에 따라 목표주가 70,000원 및 투자의견 'BUY' 유지.

주가(원, 11/24)	56,400
시가총액(십억원)	2,513
발행주식수	44,399천주
52주 최고가	83,600원
최저가	35,800원
52주 일간 Beta	1.59
60일 일평균거래대금	132억원
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(2023E)	2.3%

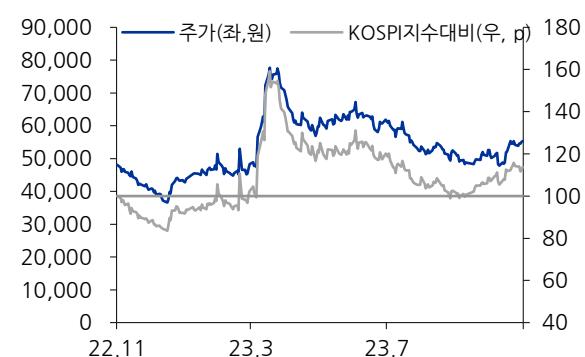
주주구성	
DB Inc. (외 6인)	17.8 %
국민연금공단 (외 1인)	8.6%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	7.9	-7.6	15.8
절대기준	12.7	-9.4	17.7

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	70,000	70,000	-
영업이익(22)	279	477	▼
영업이익(23)	383	513	▼

12 월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	1,675	1,146	1,205	1,389
영업이익	769	279	383	450
세전손익	747	343	485	545
당기순이익	559	261	388	436
EPS(원)	12,587	5,889	8,742	9,817
증감률(%)	76.3	-53.2	48.4	12.3
PER(배)	3.0	9.6	6.5	5.7
ROE(%)	40.7	14.9	19.1	18.3
PBR(배)	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	1.8	3.4	1.8	0.7

자료: 유진투자증권



DB하이텍(000990.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,550	2,123	2,377	2,746	3,146
유동자산	815	1,328	1,547	1,963	2,434
현금성자산	183	151	1,186	1,559	2,142
매출채권	258	276	131	158	173
재고자산	66	74	65	79	86
비유동자산	735	795	830	783	712
투자자산	58	39	27	28	29
유형자산	658	738	787	742	670
기타	19	18	16	14	13
부채총계	444	484	514	553	575
유동부채	335	404	399	438	460
매입채무	146	168	178	216	236
유동성이자부채	74	56	39	39	39
기타	115	181	182	184	186
비유동부채	109	80	115	115	115
비유동성이자부채	98	69	104	104	104
기타	11	11	11	11	11
자본총계	1,106	1,638	1,863	2,193	2,571
지배지분	1,106	1,638	1,863	2,193	2,571
자본금	223	223	223	223	223
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	832	1,366	1,571	1,901	2,279
기타	(77)	(78)	(59)	(59)	(59)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,106	1,638	1,863	2,193	2,571
총차입금	172	125	142	142	142
순차입금	(11)	(27)	(1,043)	(1,417)	(2,000)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,215	1,675	1,146	1,205	1,389
증가율(%)	29.8	37.9	(31.6)	5.1	15.2
매출원가	679	742	722	687	792
매출총이익	535	933	424	518	597
판매 및 일반관리비	136	164	145	135	147
기타영업손익	14	21	(12)	(7)	9
영업이익	399	769	279	383	450
증가율(%)	66.8	92.6	(63.7)	37.4	17.4
EBITDA	544	888	435	601	698
증가율(%)	54.8	63.2	(51.0)	38.0	16.2
영업외손익	21	(22)	63	102	95
이자수익	3	15	4	9	11
이자비용	3	3	0	0	5
지분법손익	26	(23)	(39)	(46)	(49)
기타영업손익	(4)	(10)	98	138	137
세전순이익	420	747	343	485	545
증가율(%)	100.5	77.7	(54.2)	41.7	12.3
법인세비용	104	188	81	97	109
당기순이익	317	559	261	388	436
증가율(%)	90.9	76.3	(53.2)	48.4	12.3
지배주주지분	317	559	261	388	436
증가율(%)	90.9	76.3	(53.2)	48.4	12.3
비자배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	7,137	12,587	5,889	8,742	9,817
증가율(%)	90.9	76.3	(53.2)	48.4	12.3
수정EPS(원)	7,137	12,587	5,886	8,738	9,814
증가율(%)	90.9	76.3	(53.2)	48.5	12.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	393	730	584	648	866
당기순이익	317	559	261	388	436
자산상각비	145	119	156	217	248
기타비현금성손익	91	231	70	41	44
운전자본증감	(76)	(46)	267	(4)	133
매출채권감소(증가)	(77)	(16)	41	(27)	(15)
재고자산감소(증가)	(14)	(8)	8	(14)	(7)
매입채무증가(감소)	7	5	69	37	20
기타	7	(27)	149	0	135
투자현금	(253)	(710)	(208)	(507)	(492)
단기투자자산감소	(145)	(419)	(53)	(291)	(267)
장기투자증권감소	0	(2)	(35)	(47)	(49)
설비투자	134	180	186	164	169
유형자산처분	1	0	4	0	0
무형자산처분	(4)	(4)	(5)	(6)	(6)
재무현금	(5)	(46)	4	(58)	(58)
차입금증가	(6)	(46)	4	0	0
자본증가	1	0	(56)	(58)	(58)
배당금지급	0	0	57	58	58
현금 증감	135	(32)	377	83	316
기초현금	48	183	151	528	611
기말현금	183	151	528	611	927
Gross Cash flow	552	909	505	651	732
Gross Investment	184	338	(112)	220	92
Free Cash Flow	368	572	617	431	641

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	7,137	12,587	5,889	8,742	9,817
BPS	24,849	36,806	41,849	49,269	57,761
DPS	450	1,300	1,300	1,300	1,300
밸류에이션(배, %)					
PER	10.2	3.0	9.6	6.5	5.7
PBR	2.9	1.0	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	1.8	3.4	1.8	0.7
배당수익률	0.6	3.5	2.3	2.3	2.3
PCR	5.9	1.8	5.0	3.9	3.4
수익성(%)					
영업이익률	32.9	45.9	24.3	31.8	32.4
EBITDA이익률	44.8	53.0	38.0	49.9	50.2
순이익률	26.1	33.4	22.8	32.2	31.4
ROE	33.3	40.7	14.9	19.1	18.3
ROIC	30.6	43.5	17.8	39.1	54.5
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(1.0)	(1.6)	(56.0)	(64.6)	(77.8)
유동비율	243.1	328.4	387.4	447.7	529.0
이자보상배율	121.6	232.2	n/a	n/a	98.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	5.5	6.3	5.6	8.3	8.4
재고자산회전율	20.6	24.0	16.5	16.7	16.8
매입채무회전율	9.2	10.7	6.6	6.1	6.2

원익 IPS (240810)

한 번 더 다지는 바닥

투자의견

HOLD(하향)

목표주가

35,000 원(유지)

현재주가

34,950 원(11/24)

시가총액

1,706(십억원)

이승우_swlee6591@ / 임소정_sophie.yim@

- 3분기 실적은 매출 1,799억원, 영업손실 11억원으로 적자 지속했으나 그 폭은 감소. 더디게 올라오고 있는 주력 고객사의 신규 투자 속도와 수주가 지연되며 재고자산 충당금 약 50억원이 발생한 점이 적자 지속의 원인. 제외 시 영업이익률은 2.1%를 기록. 4분기에는 중국 고객사향 매출 일부 반영되면서 흑자로 전환될 전망.
 - 디스플레이 고객사의 캐파 투자 부재로 전체 매출 비중의 대부분이 반도체형이었고, 고객사별로 봤을 때 어려운 수요 환경 속 전공정 투자를 지속하고 있는 주력 고객사향 매출 비중이 매우 높은 수준을 기록.
 - 2023년 실적은 지속되는 전방 시장의 수요 부진을 들어 매출 6,988억원, 영업손실 107억원으로 추정치 하향. 이후 테일러향 매출 인식과 차세대 PE-CVD 등 라인업 확대로 2024년 실적은 매출 9,029억원, 영업이익 773억원으로 흑자 전환할 것으로 전망. 하지만 어려운 업황 가운데 기술적 성장성에 대한 고민이 필요하다고 판단되어 투자 의견 HOLD로 하향 및 목표주가 유지.

주가(원,11/24) 34,950
시가총액(십억원) 1,706

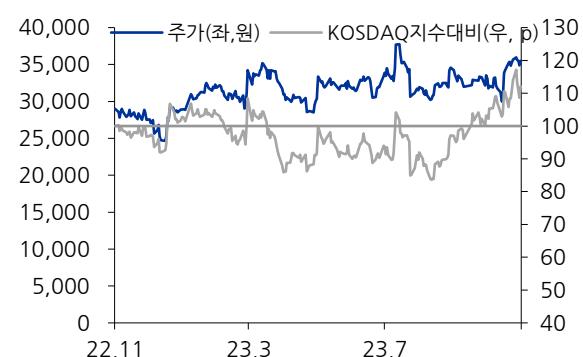
주주구성	
원익홀딩스 (외 6인)	33.1%
삼성전자 (외 2인)	75%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	2.6	7.6	8.7
절대기준	8.2	14.2	19.8

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	35,000	35,000	-
영업이익(23)	-11	24	▼
영업이익(24)	77	142	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	1,011	699	903	1,085
영업이익	98	-11	77	117
세전손익	117	14	86	129
당기순이익	89	12	70	104
EPS(원)	1,822	254	1,423	2,124
증감률(%)	-38.4	-86.0	459.5	49.3
PER(배)	13.6	136.7	24.4	16.4
ROE(%)	10.7	1.4	7.8	10.7
PBR(배)	1.4	2.0	1.8	1.7
FV/FBITDA(배)	7.7	58.7	14.6	10.7

자료: 유통트자증권



원익IPS(240810.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,168	1,122	1,148	1,229	1,349
유동자산	675	596	674	753	868
현금성자산	61	155	158	143	145
매출채권	73	69	85	102	123
재고자산	330	327	384	461	554
비유동자산	493	526	475	477	481
투자자산	116	124	115	119	124
유형자산	334	368	328	329	331
기타	43	34	32	29	26
부채총계	367	252	278	299	324
유동부채	359	249	274	295	321
매입채무	84	73	97	116	140
유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	275	174	176	178	180
비유동부채	7	3	3	3	3
비유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	6	2	2	2	2
자본총계	801	870	871	931	1,025
지배지분	801	870	871	931	1,025
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	351	351	351	351	351
이익잉여금	442	521	522	582	677
기타	(17)	(27)	(28)	(28)	(28)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	801	870	871	931	1,025
총차입금	2	3	3	3	3
순차입금	(59)	(153)	(156)	(140)	(142)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,232	1,011	699	903	1,085
증가율(%)	13.0	(17.9)	(30.9)	29.2	20.1
매출원가	761	599	429	543	639
매출총이익	472	412	270	360	446
판매 및 일반관리비	307	315	281	283	328
기타영업손익	(6)	2	(11)	1	16
영업이익	164	98	(11)	77	117
증가율(%)	16.7	(40.6)	적전	흑전	51.8
EBITDA	202	138	26	107	146
증가율(%)	12.9	(31.6)	(80.9)	305.0	36.5
영업외손익	25	20	25	9	11
이자수익	3	6	5	8	9
이자비용	0	1	0	1	1
지분법손익	3	(2)	(1)	(1)	(1)
기타영업손익	19	17	20	2	3
세전순이익	189	117	14	86	129
증가율(%)	49.1	(38.0)	(87.8)	503.1	49.3
법인세비용	44	28	2	16	24
당기순이익	145	89	12	70	104
증가율(%)	48.4	(38.4)	(86.0)	459.5	49.3
지배주주지분	145	89	12	70	104
증가율(%)	48.4	(38.4)	(86.0)	459.5	49.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	2,957	1,822	254	1,423	2,124
증가율(%)	48.4	(38.4)	(86.0)	459.5	49.3
수정EPS(원)	2,957	1,822	254	1,423	2,124
증가율(%)	48.4	(38.4)	(86.0)	459.5	49.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	137	28	70	27	45
당기순이익	145	89	12	70	104
자산상각비	38	41	37	30	29
기타비현금성손익	73	47	31	(5)	(7)
운전자본증감	(74)	(113)	(14)	(73)	(88)
매출채권감소(증가)	(17)	(3)	(27)	(17)	(20)
재고자산감소(증가)	40	(6)	(65)	(77)	(92)
매입채무증가(감소)	(10)	(17)	39	19	23
기타	(87)	(87)	39	1	1
투자현금	(224)	61	(29)	(34)	(35)
단기투자자산감소	(135)	107	21	(1)	(1)
장기투자증권감소	(2)	0	(1)	(2)	(2)
설비투자	97	70	45	24	25
유형자산처분	0	11	0	0	0
무형자산처분	(3)	1	(5)	(3)	(3)
재무현금	(11)	(28)	(10)	(10)	(10)
차입금증가	(1)	(1)	(1)	0	0
자본증가	(10)	(26)	(10)	(10)	(10)
배당금지급	10	14	10	10	10
현금 증감	(97)	61	31	(17)	1
기초현금	135	38	98	129	113
기말현금	38	98	129	113	114
Gross Cash flow	256	177	98	100	134
Gross Investment	162	160	64	106	122
Free Cash Flow	93	17	34	(6)	12

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,957	1,822	254	1,423	2,124
BPS	16,320	17,719	17,737	18,960	20,884
DPS	300	200	200	200	200
밸류에이션(배, %)					
PER	14.3	13.6	136.7	24.4	16.4
PBR	2.6	1.4	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	10.0	7.7	58.7	14.6	10.7
배당수익률	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	8.1	6.9	17.3	17.0	12.8
수익성(%)					
영업이익률	13.3	9.6	(1.5)	8.6	10.8
EBITDA이익률	16.4	13.7	3.8	11.8	13.5
순이익률	11.8	8.8	1.8	7.7	9.6
ROE	19.8	10.7	1.4	7.8	10.7
ROIC	21.2	10.7	(1.4)	8.7	11.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(7.4)	(17.5)	(17.9)	(15.1)	(13.9)
유동비율	187.8	239.5	245.6	254.7	270.8
이자보상배율	2,196.7	119.0	(53.4)	154.6	195.6
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	0.9	0.6	0.8	0.8
매출채권회전율	19.3	14.3	9.1	9.6	9.6
재고자산회전율	3.5	3.1	2.0	2.1	2.1
매입채무회전율	14.0	12.9	8.2	8.5	8.5

주성엔지니어링 (036930)

해외로, 로직으로

투자의견
BUY(유지)

목표주가
40,000 원(상향)

현재주가
33,600 원(11/2)

시가총액
1,710(십억원)

이승우_swlee6591@ / 임소정_sophie.yim@

- 3분기 실적은 매출 861억원, 영업이익 62억원으로 흑자 전환에 성공 및 컨센서스를 상회. 태양광향이 503억원 발생하며 총매출의 60%를 차지했으나, 장비 입고 지연으로 인한 물류비 등의 비용 발생으로 이익단은 적자 기록. 이외 반도체향 약 331억원, 디스플레이향 27억원 기록.
 - 지난해 4분기 신규 유입된 고객사향 매출이 4분기에 추가되면서 2023년 실적은 매출 2,503억원, 영업이익 503억원으로 전년비 42%, 60% 감소 예상. 그러나, 2024년부터는 미국과 대만 신규 고객사 확보에 따른 매출 발생, 솔라셀 신규 장비 출시 등으로 영업이익률이 20%대 후반으로 회복할 것으로 전망. 고객사와 제품 라인업이 계속 확대될 전망. 이에 2024년 실적은 매출 4,211억원, 영업이익 1,322억원으로 정상화될 것으로 기대됨.
 - 투자의견 'BUY' 유지, 목표가 40,000원으로 상향. 국내와 중국 이외 지역 매출 발생이 예상되는 가운데 비메모리 사업 진출을 감안해 2024년 기준 Target P/E 20배 적용.

주가(원, 11/24) 33,600
시가총액(십억원) 1,710

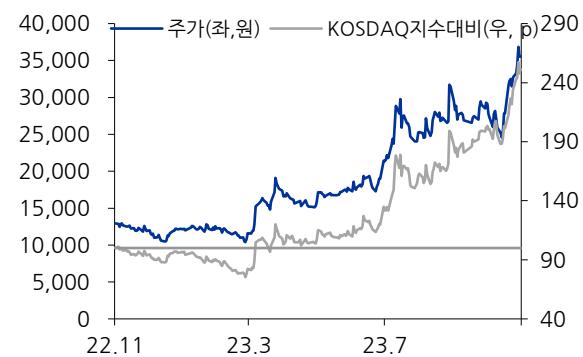
주주구성	비율
황철주 (외 9인)	29.0%
최규옥 (외 3인)	9.1%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	23.9	110.0	162.7
절대기준	29.6	106.6	173.7

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	40,000	22,000	▲
영업이익(23)	50	50	-
영업이익(24)	120	132	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	438	250	424	545
영업이익	124	50	120	157
세전손익	135	74	127	164
당기순이익	106	56	102	131
EPS(원)	2,200	1,155	2,105	2,721
증감률(%)	-27.0	-47.5	82.3	29.3
PER(배)	4.8	30.7	16.8	13.0
ROE(%)	24.9	11.6	19.5	20.8
PBR(배)	1.1	3.6	3.0	2.5
FV/FBITDA(배)	3.1	25.9	13.2	10.8

자료: 윤지트자증권



주성엔지니어링(036930.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	712	833	800	921	1,050
유동자산	230	290	237	337	424
현금성자산	119	121	56	195	260
매출채권	30	35	30	46	47
재고자산	59	99	112	81	102
비유동자산	482	543	563	583	626
투자자산	241	253	262	272	284
유형자산	235	283	295	306	338
기타	5	6	6	5	4
부채총계	342	348	326	352	357
유동부채	135	127	102	125	126
매입채무	39	37	12	34	34
유동성이자부채	41	1	1	1	1
기타	56	89	90	91	92
비유동부채	207	221	223	227	230
비유동성이자부채	51	51	50	50	50
기타	156	170	173	176	180
자본총계	370	485	474	569	693
지배지분	370	485	474	569	693
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
이익잉여금	215	311	358	452	577
기타	22	40	(17)	(17)	(17)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	370	485	474	569	693
총차입금	92	51	51	51	51
순차입금	(27)	(70)	(5)	(144)	(209)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	377	438	250	424	545
증가율(%)	218.3	16.1	(42.8)	69.5	28.6
매출원가	184	190	114	190	245
매출총이익	194	248	136	235	300
판매 및 일반관리비	91	124	111	115	143
기타영업손익	19	36	(10)	4	24
영업이익	103	124	50	120	157
증가율(%)	흑전	20.7	(59.4)	138.1	31.5
EBITDA	118	141	66	119	139
증가율(%)	흑전	19.7	(53.3)	79.9	16.9
영업외손익	72	11	24	7	7
이자수익	0	1	1	0	1
이자비용	5	4	4	4	4
지분법손익	0	(0)	0	(0)	(0)
기타영업손익	76	14	26	11	10
세전순이익	174	135	74	127	164
증가율(%)	흑전	(22.5)	(45.3)	71.7	29.3
법인세비용	29	29	18	25	33
당기순이익	146	106	56	102	131
증가율(%)	흑전	(27.0)	(47.5)	82.3	29.3
지배주주지분	146	106	56	102	131
증가율(%)	흑전	(27.0)	(47.5)	82.3	29.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	3,016	2,200	1,155	2,105	2,721
증가율(%)	흑전	(27.0)	(47.5)	82.3	29.3
수정EPS(원)	3,016	2,200	1,155	2,105	2,721
증가율(%)	흑전	(27.0)	(47.5)	82.3	29.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	111	101	(29)	165	95
당기순이익	146	106	56	102	131
자산상각비	15	17	16	(1)	(19)
기타비현금성손익	(29)	38	(60)	3	3
운전자본증감	(18)	(37)	(35)	61	(21)
매출채권감소(증가)	(21)	(10)	5	(16)	(0)
재고자산감소(증가)	(3)	(40)	(12)	31	(21)
매입채무증가(감소)	1	9	(24)	22	0
기타	4	4	(4)	24	1
투자현금	7	(48)	(47)	(20)	(25)
단기투자자산감소	0	(10)	(10)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(0)	0	(0)	(0)	(1)
설비투자	24	38	33	9	12
유형자산처분	12	26	7	0	0
무형자산처분	(1)	(1)	0	(0)	(0)
재무현금	(18)	(48)	(10)	(7)	(7)
차입금증가	(33)	(41)	(1)	0	0
자본증가	0	(7)	(19)	(7)	(7)
배당금지급	0	0	9	7	7
현금 증감	101	2	(85)	138	64
기초현금	19	119	121	36	174
기말현금	119	121	36	174	238
Gross Cash flow	132	162	30	104	116
Gross Investment	11	75	72	(42)	44
Free Cash Flow	121	87	(41)	146	72

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,016	2,200	1,155	2,105	2,721
BPS	7,661	10,044	9,821	11,786	14,368
DPS	155	193	140	140	140
밸류에이션(배, %)					
PER	7.0	4.8	30.7	16.8	13.0
PBR	2.7	1.1	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	8.4	3.1	25.9	13.2	10.8
배당수익률	0.7	1.8	0.4	0.4	0.4
PCR	7.7	3.2	56.7	16.5	14.7
수익성(%)					
영업이익률	27.2	28.3	20.1	28.2	28.9
EBITDA이익률	31.2	32.2	26.3	28.0	25.4
순이익률	38.6	24.2	22.3	23.9	24.1
ROE	48.7	24.9	11.6	19.5	20.8
ROIC	26.3	26.1	8.7	21.7	28.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(7.4)	(14.4)	(1.1)	(25.3)	(30.2)
유동비율	170.7	228.1	231.3	269.4	335.4
이자보상배율	19.7	35.2	13.7	32.8	43.2
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.6	0.3	0.5	0.6
매출채권회전율	12.8	13.5	7.7	11.1	11.8
재고자산회전율	6.6	5.6	2.4	4.4	6.0
매입채무회전율	10.2	11.5	10.2	18.7	16.2

LX 세미콘
(108320)

2024년을 향해

투자의견
BUY(유지)
목표주가
130,000 원(유지)
현재주가
91,000 원(11/24)
시가총액
1,518(십억원)

이승우_swlee6591@ / 임소정_sophie.yim@

- 3분기 실적은 매출 4,128억원, 영업이익 149억원으로 전년대비 각각 14%, 75% 감소. 전반적인 디스플레이 시장의 업황 부진으로 계절적 효과가 미미했던 가운데 소형 DDI 매출이 부진했던 점이 원인. 패널 출하 지연에 따라 재고자산도 함께 증가했으나, 4분기 모두 정상화될 것으로 예상.
 - 2023년 실적은 매출 1.9조원, 영업이익 1,283억원을 기록할 것으로 예상. 소형 DDI 관련 매출은 4분기 정상적인 출고에 따라 성장할 것으로 전망. 한편 대형 DDI의 경우 하반기 들어서며 재고 조정에 따른 전방의 물량 소화 부진과 여전히 어려운 업황의 영향을 받아 실적 소폭 감소 예상.
 - 장기적인 관점에서는 SiC 사업 진출과 OLED 아이파드용 DDI 공급이 실적에 기여하며 2024년에는 매출 2.2조원, 영업이익 3,401억원으로 반등할 수 있을 것으로 전망. 'BUY' 및 목표주가 130,000원 유지.

주가(원, 11/24) 91,000
시가총액(십억원) 1,517

주주구성	주식수(만주)	비중(%)
엘엑스홀딩스(외 3인)	1,000	33.1%
국민연금공단(외 1인)	720	7.2%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	16.0	-14.7	-4.1
절대기준	20.9	-16.5	-22.1

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	130,000	130,000	-
영업이익(23)	128	265	▼
영업이익(24)	340	388	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	2,119	1,850	2,266	2,388
영업이익	311	128	340	361
세전손익	304	131	339	368
당기순이익	234	103	260	283
EPS(원)	14,368	6,314	16,009	17,402
증감률(%)	-21.2	-56.1	153.6	8.7
PER(배)	5.0	14.8	5.8	5.4
ROE(%)	26.7	10.6	24.1	22.1
PBR(배)	1.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	2.5	5.2	2.4	1.9

자료: 유픽트자증권



LX세미콘(108320.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,173	1,290	1,381	1,659	1,873
유동자산	1,031	1,010	1,140	1,444	1,656
현금성자산	609	322	521	573	776
매출채권	193	171	164	248	250
재고자산	201	483	420	588	594
비유동자산	141	280	241	215	217
투자자산	41	111	108	113	117
유형자산	50	105	64	30	25
기타	50	64	69	72	75
부채총계	372	339	400	483	487
유동부채	364	324	388	470	474
매입채무	276	269	333	417	421
유동성이자부채	4	8	7	5	4
기타	84	47	47	48	48
비유동부채	9	15	13	13	13
비유동성이자부채	4	8	5	5	5
기타	5	7	7	7	8
자본총계	800	950	981	1,176	1,386
지배지분	800	950	981	1,176	1,386
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76	76
이익잉여금	716	867	896	1,092	1,301
기타	0	(1)	(0)	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	800	950	981	1,176	1,386
총차입금	8	16	12	10	9
순차입금	(601)	(306)	(509)	(563)	(767)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,899	2,119	1,850	2,266	2,388
증가율(%)	63.4	11.6	(12.7)	22.5	5.4
매출원가	1,240	1,444	1,326	1,543	1,627
매출총이익	658	676	524	722	761
판매 및 일반관리비	289	365	396	382	400
기타영업손익	43	26	8	(3)	5
영업이익	370	311	128	340	361
증가율(%)	292.3	(16.0)	(58.7)	165.1	6.1
EBITDA	393	341	193	394	395
증가율(%)	256.8	(13.1)	(43.5)	104.5	0.2
영업외손익	11	(7)	3	(1)	7
이자수익	4	12	10	10	12
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	1	2	(2)	(3)	(3)
기타영업손익	6	(20)	(5)	(8)	(1)
세전순이익	381	304	131	339	368
증가율(%)	318.7	(20.1)	(56.9)	158.4	8.7
법인세비용	84	70	28	78	85
당기순이익	296	234	103	260	283
증가율(%)	308.7	(21.2)	(56.1)	153.6	8.7
지배주주지분	296	234	103	260	283
증가율(%)	308.7	(21.2)	(56.1)	153.6	8.7
비자배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	18,225	14,368	6,314	16,009	17,402
증가율(%)	308.7	(21.2)	(56.1)	153.6	8.7
수정EPS(원)	18,225	14,368	6,314	16,009	17,402
증가율(%)	308.7	(21.2)	(56.1)	153.6	8.7

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	422	(82)	314	151	317
당기순이익	296	234	103	260	283
자산상각비	23	31	65	54	34
기타비현금성손익	102	123	28	(3)	(6)
운전자본증감	20	(372)	134	(167)	(4)
매출채권감소(증가)	33	17	(13)	(84)	(2)
재고자산감소(증가)	(76)	(325)	27	(168)	(6)
매입채무증가(감소)	69	(14)	81	84	4
기타	(6)	(50)	38	0	0
투자현금	(361)	231	11	(35)	(43)
단기투자자산감소	(319)	339	48	(3)	(4)
장기투자증권감소	(7)	(27)	(5)	(5)	(5)
설비투자	31	60	30	13	21
유형자산처분	1	1	15	0	0
무형자산처분	(5)	(18)	(17)	(11)	(11)
재무현금	(25)	(95)	(78)	(67)	(74)
차입금증가	(3)	(7)	(4)	(2)	(1)
자본증가	(22)	(88)	(73)	(65)	(73)
배당금지급	22	88	73	65	73
현금 증감	35	53	249	49	199
기초현금	101	136	188	437	486
기말현금	136	188	437	486	686
Gross Cash flow	422	387	212	318	321
Gross Investment	22	481	(96)	199	44
Free Cash Flow	400	(94)	308	119	277

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,225	14,368	6,314	16,009	17,402
BPS	49,208	58,432	60,296	72,305	85,207
DPS	5,400	4,500	4,000	4,500	5,200
밸류에이션(배, %)					
PER	9.2	5.0	14.8	5.8	5.4
PBR	3.4	1.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.4	2.5	5.2	2.4	1.9
배당수익률	3.2	6.3	4.3	4.8	5.6
PCR	6.4	3.0	7.2	4.8	4.7
수익성(%)					
영업이익률	19.5	14.7	6.9	15.0	15.1
EBITDA이익률	20.7	16.1	10.4	17.4	16.6
순이익률	15.6	11.0	5.6	11.5	11.9
ROE	44.5	26.7	10.6	24.1	22.1
ROIC	122.5	60.3	19.4	52.4	48.6
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(75.1)	(32.2)	(51.9)	(47.9)	(55.3)
유동비율	283.6	311.2	294.0	307.1	349.4
이자보상배율	2,120.1	721.4	268.5	734.2	873.5
활동성(회)					
총자산회전율	2.0	1.7	1.4	1.5	1.4
매출채권회전율	9.2	11.7	11.1	11.0	9.6
재고자산회전율	11.3	6.2	4.1	4.5	4.0
매입채무회전율	8.3	7.8	6.1	6.0	5.7

유진테크
(084370)

HBM도 결국 베이스는 미세화

투자의견
BUY(유지)
목표주가
55,000 원(상향)
현재주가
42,000 원(11/2)
시가총액
1,027(십억원)

이승우 swlee6591@ / 임소정 sophie.yjm@

- 1분기 실적은 매출 503억원으로 전분기 대비 증가했으나, 영업이익은 7억원으로 큰 폭 감소. 실적 부진은 북미 고객사향 매출 지연의 영향을 받았기 때문이며 이는 내년에 인식될 예정. 이에 따라 연말까지 팹 증설을 계획하고 있는 국내 주력 고객사 매출 비중이 90% 이상을 차지.
 - 메모리 제조사들의 감산 기조가 지속되고 있으나 삼성전자의 P1 마이그레이션 투자(1a 공정)와 P3 신규 투자(1b 공정)가 병행될 전망. 이에 4분기 실적이 3분기대비 개선될 것으로 예상됨에 따라, 2023년 실적은 매출 2,817억 원, 영업이익 317억원으로 추정.
 - 3D DRAM 관련 투자 가시화로 유진테크의 경쟁력이 앞으로 더욱 돋보일 것. 이외에도 현재 시장의 주목을 받고 있는 HBM과 DDR5와 같은 고부가가치 제품들 또한 장기적 관점에서 볼 때 결국 전공정에서의 미세화 경쟁임을 부정할 수 없음. 투자의견 'BUY', 목표가 55,000원 ('24년 기준 Target P/E 18배) 상향.

주가(원, 11/24) 42,000
시가총액(십억원) 1,027

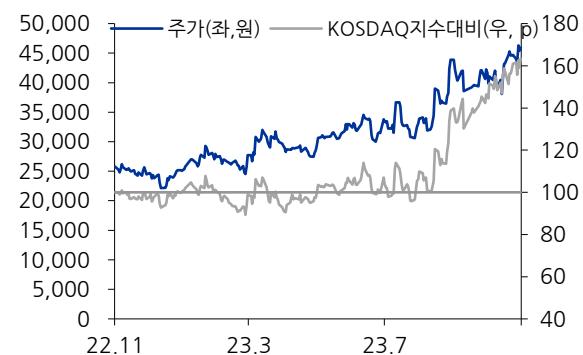
주주구성	구성원 수	비율 (%)
엄평용 (외 15인)	16	36.4%
자사주 (외 1인)	1	3.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	3.4	49.6	62.9
절대기준	9.1	46.2	74.0

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	55,000	40,000	▲
영업이익(23)	32	41	▼
영업이익(24)	66	85	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	311	282	367	459
영업이익	54	32	66	83
세전손익	59	40	68	86
당기순이익	43	29	49	62
EPS(원)	1,655	1,404	3,098	3,899
증감률(%)	-37.2	-15.2	120.6	25.9
PER(배)	13.4	31.9	14.5	11.5
ROE(%)	12.3	9.6	18.7	19.7
PBR(배)	1.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA(배)	5.2	17.7	10.6	8.6

자료: 유진투자증권



유진테크(084370.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	383	434	460	534	633
유동자산	241	297	347	426	525
현금성자산	140	157	174	201	200
매출채권	20	21	23	29	42
재고자산	78	117	149	193	280
비유동자산	142	137	113	108	107
투자자산	9	8	9	10	10
유형자산	95	92	68	62	62
기타	38	37	36	36	35
부채총계	72	87	90	98	114
유동부채	62	78	79	87	102
매입채무	27	24	26	33	48
유동성이자부채	6	6	5	5	5
기타	28	47	48	48	49
비유동부채	10	10	11	11	12
비유동성이자부채	1	0	0	0	0
기타	9	10	11	11	12
자본총계	311	347	371	435	519
지배지분	294	324	347	412	495
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	6	6	6	6	6
이익잉여금	281	314	340	405	488
기타	(5)	(7)	(10)	(10)	(10)
비자배지분	17	22	23	23	23
자본총계	311	347	371	435	519
총차입금	8	6	5	5	5
순차입금	(132)	(151)	(169)	(196)	(195)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	325	311	282	367	459
증가율(%)	60.2	(4.3)	(9.3)	30.2	25.2
매출원가	170	159	151	189	240
매출총이익	155	152	131	178	219
판매 및 일반관리비	81	98	99	112	136
기타영업손익	7	22	1	13	22
영업이익	74	54	32	66	83
증가율(%)	231.6	(27.4)	(40.9)	108.8	25.4
EBITDA	86	69	49	78	96
증가율(%)	160.6	(20.1)	(29.6)	60.8	23.2
영업외손익	10	6	8	2	3
이자수익	1	3	6	4	4
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업손익	10	3	3	(1)	(1)
세전순이익	84	59	40	68	86
증가율(%)	381.7	(29.7)	(32.8)	71.1	25.9
법인세비용	21	17	11	19	24
당기순이익	63	43	29	49	62
증가율(%)	541.1	(32.6)	(31.3)	67.6	25.9
지배주주지분	60	38	32	71	89
증가율(%)	1,632.6	(37.2)	(15.2)	120.6	25.9
비자배지분	3	5	(3)	(22)	(28)
EPS(원)	2,635	1,655	1,404	3,098	3,899
증가율(%)	1,632.6	(37.2)	(15.2)	120.6	25.9
수정EPS(원)	2,635	1,655	1,404	3,098	3,899
증가율(%)	1,632.6	(37.2)	(15.2)	120.6	25.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	72	39	26	40	18
당기순이익	63	43	29	49	62
자산상각비	12	15	17	12	13
기타비(현금성손익)	39	38	27	22	28
운전자본증감	(35)	(32)	(48)	(43)	(85)
매출채권감소(증가)	(15)	5	(5)	(7)	(13)
재고자산감소(증가)	(17)	(38)	(35)	(45)	(87)
매입채무증가(감소)	11	(3)	3	8	15
기타	(15)	4	(12)	0	0
투자현금	(66)	(12)	(50)	(13)	(20)
단기투자자산감소	(41)	(2)	(45)	(6)	(7)
장기투자증권감소	0	0	0	(0)	(0)
설비투자	15	7	3	4	10
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(9)	(3)	(2)	(2)	(2)
재무현금	1	(13)	(7)	(6)	(6)
차입금증가	(1)	(1)	(1)	0	0
자본증가	(3)	(11)	(6)	(6)	(6)
배당금지급	5	6	6	6	6
현금 증감	7	16	(31)	21	(8)
기초현금	23	30	46	15	36
기말현금	30	46	15	36	28
Gross Cash flow	115	96	80	83	103
Gross Investment	61	42	53	50	98
Free Cash Flow	54	54	27	33	5

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,635	1,655	1,404	3,098	3,899
BPS	12,809	14,150	15,150	17,978	21,607
DPS	270	270	270	270	270
밸류에이션(배, %)					
PER	19.6	13.4	31.9	14.5	11.5
PBR	4.0	1.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.2	5.2	17.7	10.6	8.6
배당수익률	0.5	1.2	0.6	0.6	0.6
PCR	10.3	5.3	12.8	12.3	10.0
수익성(%)					
영업이익률	22.8	17.3	11.3	18.0	18.1
EBITDA이익률	26.6	22.2	17.2	21.3	20.9
순이익률	19.5	13.7	10.4	13.4	13.4
ROE	22.9	12.3	9.6	18.7	19.7
ROIC	32.8	20.8	11.8	21.7	21.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(42.5)	(43.6)	(45.5)	(44.9)	(37.6)
유동비율	389.9	383.3	442.3	491.2	514.2
이자보상배율	209.5	113.6	78.3	172.6	216.4
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.6	0.7	0.8
매출채권회전율	23.0	15.3	13.0	14.2	12.8
재고자산회전율	4.8	3.2	2.1	2.1	1.9
매입채무회전율	13.6	12.1	11.4	12.5	11.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

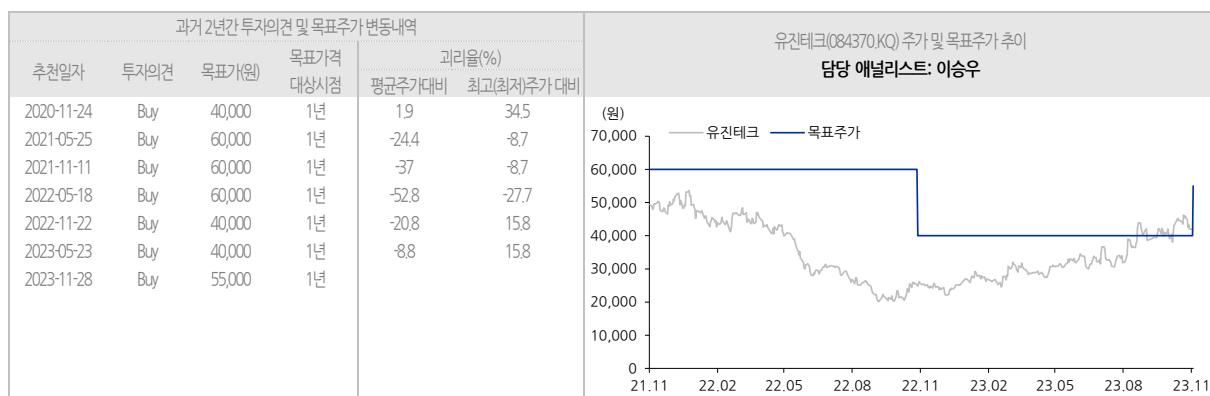
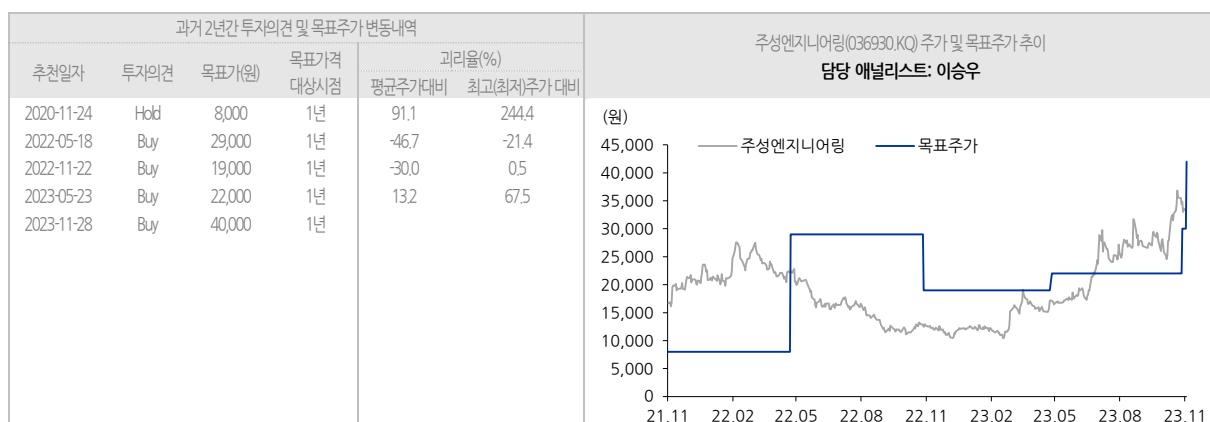
당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)

추천일자	투자의견	목표가원	목표가격 대상시점	과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역		삼성전자(005930.KS) 주가 및 목표주가 추이 담당 애널리스트: 이승우
				평균주가대비	고리율(%)	
2021-11-11	Buy	93,000	1년	-20.1	-13.4	
2022-01-10	Buy	93,000	1년	-21.6	-15.2	
2022-02-09	Buy	93,000	1년	-23	-18.9	
2022-04-04	Buy	88,000	1년	-24.6	-21.4	
2022-04-11	Buy	88,000	1년	-24.8	-21.9	
2022-04-29	Buy	88,000	1년	-25.1	-22.6	
2022-05-18	Buy	88,000	1년	-25.7	-22.7	
2022-06-17	Buy	79,000	1년	-25.2	-21.6	
2022-07-08	Buy	79,000	1년	-23.6	-21.6	
2022-07-29	Buy	83,000	1년	-29.3	-25.7	
2022-09-05	Buy	83,000	1년	-32.5	-30	
2022-09-26	Buy	75,000	1년	-27.2	-24.9	
2022-10-11	Buy	72,000	1년	-17.2	-12.6	
2022-10-28	Buy	72,000	1년	-15.8	-12.6	
2022-11-22	Buy	72,000	1년	-16.3	-13.1	
2022-12-20	Buy	72,000	1년	-20.3	-17.9	
2023-01-09	Buy	72,000	1년	-14.2	-10.3	
2023-02-01	Buy	72,000	1년	-14.1	-11.4	
2023-03-14	Buy	72,000	1년	-13.5	-9.7	
2023-04-10	Buy	78,000	1년	-16.4	-15.3	
2023-04-28	Buy	78,000	1년	-20.3	-16.5	
2023-05-23	Buy	90,000	1년	-22.2	-18.4	
2023-07-28	Buy	90,000	1년	-23.2	-19.1	
2023-09-19	Buy	90,000	1년	-22.9	-19.1	
2023-10-12	Buy	90,000	1년	-22.3	-19.1	
2023-11-01	Buy	90,000	1년	-20.7	-19.1	
2023-11-28	Buy	93,000	1년	-	-	

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과거율(%)		SK하이닉스(000660.KS) 주가 및 목표주가추이 담당 애널리스트: 이승우
				평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2021-11-11	Buy	130,000	1년	-7.9	0.8	
2022-01-03	Buy	160,000	1년	-23.2	-16.9	
2022-02-09	Buy	160,000	1년	-23.8	-16.9	
2022-04-12	Buy	148,000	1년	-25.3	-23.6	
2022-04-28	Buy	140,000	1년	-27.3	-18.9	
2022-05-18	Buy	140,000	1년	-29.0	-19.3	
2022-07-28	Buy	130,000	1년	-28.2	-24.2	
2022-09-05	Buy	130,000	1년	-30.8	-27.1	
2022-09-26	Buy	110,000	1년	-18.1	-12.9	
2022-10-27	Buy	110,000	1년	-23.5	-15.0	
2022-11-22	Buy	110,000	1년	-24.6	-16.1	
2023-02-02	Buy	110,000	1년	-18.3	-13.7	
2023-03-15	Buy	110,000	1년	-20.8	-16.5	
2023-04-27	Buy	110,000	1년	-18.6	-11.5	
2023-05-23	Buy	120,000	1년	-5.3	-0.4	
2023-07-27	Buy	130,000	1년	-7.8	0.0	
2023-10-27	Buy	130,000	1년	-8.3	-4.2	
2023-11-28	Buy	150,000	1년			



추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	고리율(%)		(원)	LX세미콘(108320.KS) 주가 및 목표주가추이 담당 애널리스트: 이승우
				평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2021-05-25	Buy	130,000	1년	-13.0	-2.5		
2021-11-11	Buy	140,000	1년	-4.1	199		
2022-05-18	Buy	160,000	1년	-39.9	-17.8		
2022-11-29	Buy	120,000	1년	-22.8	-2.9		
2023-05-31	Buy	130,000	1년	-25.6	-4.8		
2023-11-28	Buy	130,000	1년				

