2022년 9월 27일

반도체/장비

비중확대 (유지)

2016년, 2019년 하락 Cycle 복기 (종합)

신한금융투자
기업분석부

최도연 이사 연구위원
☎ 02-3772-1558
✉ doyeon@shinhan.com

남궁현 연구원
☎ 02-3772-2662
✉ hyon@shinhan.com

신한 리서치 투자정보

.

Contents

Ⅰ. Key Charts 4

Ⅱ. 2016년, 2019년 복기 7

Ⅲ. 이번 Cycle의 특이점 15

Ⅳ. 향후 전망 및 투자전략 21

Company Analysis

삼성전자(005930) - 매수 (유지), 목표주가 70,000원(하향) 24

SK하이닉스(000660) - 매수 (유지), 목표주가 115,000원(하향) 32

Investment Summary

2016년, 2019년에 일반화하면 주가는 1Q23, 업황은 3Q23 반등 예상

악순환을 해소시키려면, 주문 확대가 필요. 전방 업체 재고 소진 시점이 중요

최근 시리즈물(8/12, 8/25, 9/8, 9/16)의 종합 결론 편이다. 반도체 업황은 매크로 하강을 피한 적이 없다. 이번에도 마찬가지다. 2Q22 말부터 발생한 오더컷으로 메모리 하락 Cycle이 출발했다. 주문 축소 → 재고 증가 → 가격 하락의 악순환이다. 이 고리를 끊고 되돌리려면, 주문 확대가 필요하다. 주문 축소 후 확대까지 2016년에는 약 2개 분기, 2019년에는 약 3개 분기가 소요됐다. 이는 전방 수요처들의 재고 소진 및 매크로 반등에서 발생했다.

2019년과 재고 소진 기간이 유사하다면, 1Q23 중 주문 확대가 예상된다. 주문 확대가 반도체 업황 반등 시그널이어서, 이때 주가 랠리가 기대된다. 그리고 생산업체들의 재고가 소진될 약 2개 분기 뒤에 DRAM 고정가 반등이 예상된다.

그런데 2022년은 주변 환경이 더 가혹. 과감한 CapEx 축소 필요

주문 축소 속도, 재고 부담 등을 고려하면, 2019년보다 가혹한 환경

이번 하락 Cycle에서 발견되는 주문 축소 속도는 역대급이다. 메모리 과점화 이후, 2022년은 연초 전망치 대비 실제 출하의 괴리가 가장 큰 해가 될 것이다. 재고 부담에 의한 주문 축소 폭이 상당히 큰 것으로 해석된다. 만 3년여 지속된 반도체 상승 Cycle은 역사상 최대 수준의 재고 부담을 발생시켰다. 상승 Cycle이 길었던 만큼, 후유증이 우려된다. 2019년보다 재고 소진 및 하락 Cycle 기간이 더 길 수도 있다. 삼성전자를 제외한 SK하이닉스, 마이크론 등 메모리 업체들은 1H23 중 적자를 기록할 가능성이 높다.

이를 방어하기 위해 과거보다 강도 높은 공급 하향 전략이 필요해 보인다. 채널 체크에 의하면, 이미 각 생산업체들은 과거 대비 빠르게 공급 및 CapEx 축소 전략을 검토하고 있다. NAND의 경우, CapEx 축소 뿐만 아니라 감산(가동률 하향)까지 고민할 업황이다. NAND만 영위하는 키옥시아의 결정을 주목할 필요 있다.

4Q22는 1Q19와 유사한 위치. 1Q19에 벌어진 양상은? 주가 저점 확인

메모리 고유 변수인 CapEx 하향이 이제 주가에 반영될 시점

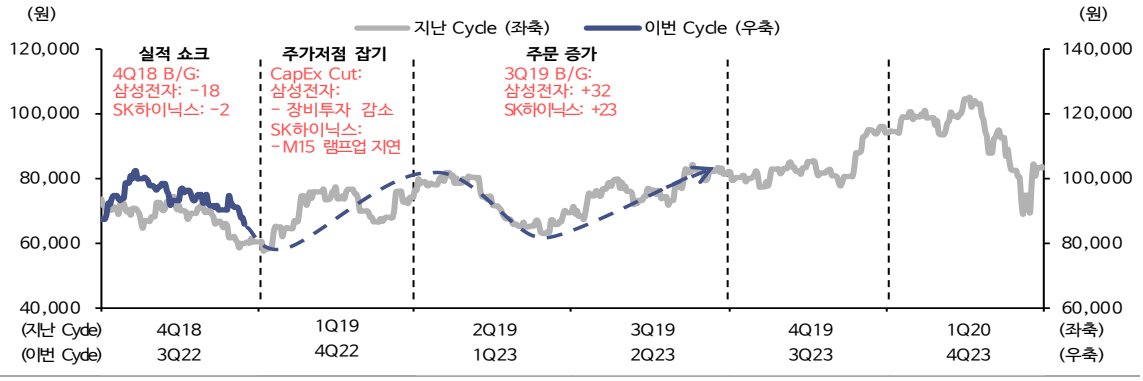
지난 하락 Cycle에서, 3Q18 실적 고점 이후 4Q18에 오더컷과 실적 쇼크를 경험했다. 당연히 4Q18 주가는 부진했다. 그런데 4Q18 실적 쇼크를 확인한 1Q19에 주가는 오히려 단기 반등하며, 저점(앞바닥)을 형성했다. 1Q20에서야 DRAM 고정가가 상승했으니, 업황 위치를 고려하면 상당히 이른 시점이었다. (주가 뒷바닥, 랠리 시작은 3Q19였다.) 1Q19 당시 주가 반등을 이끌었던 핵심 논리는 CapEx 하향(공급 축소)이었다. 4Q22는 1Q19와 비교하여 대입할 수 있는 시기다.

투자자들은 이미 3Q22 실적 쇼크와 1H23 중 분기 적자 우려를 받아들이고 있다. SK하이닉스 주가는 22F PBR 0.9배를 하회하고 있어, 1H23 중 분기 적자 발생 우려를 이미 반영했다. 실적 컨퍼런스콜에서 집중할 것은 메모리 반도체의 고유 변수인 CapEx 하향 여부 및 폭이다. 매크로에 대한 우려가 여전하지만, 독과점력을 보유한 메모리 업체들의 방어 대응은 이제 시작이다. 4Q22는 반도체가 오랜만에 시장을 이길 수 있는 시기로 판단한다.

I. Key Charts

주문 축소 후 확대까지 2016년에는 2개 분기, 2019년에는 3개 분기 소요

18-19년, 22-23년 주가 추이 분기별 비교 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

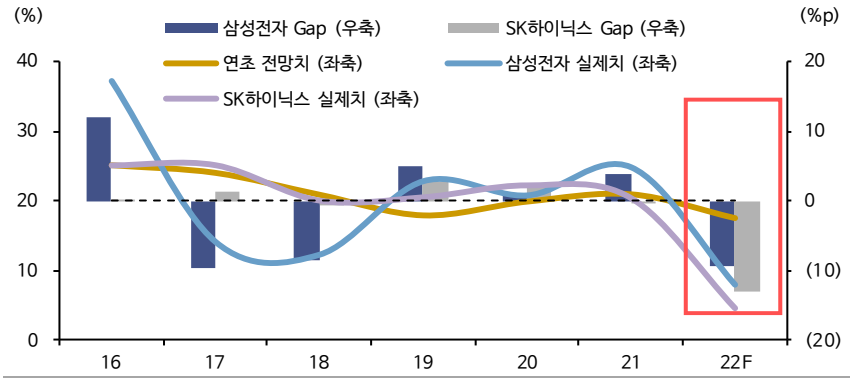
반도체 업황 전망을 위한 기본 가정

	1H23 (기본 가정, 매크로 얕은 침체)	**2H23 or 이후** (Worst, 매크로 깊은 침체)
전방 재고 소진	1H23	2H23 or 이후
스마트폰 등 IT 수요 저점 탈출	1H23	2H23 or 이후
반도체 주문 확대	1H23	2H23 or 이후
공급 CapEx Cut 여부/폭	2023년 DRAM/NAND 설비투자 50% 이상 감소	2023년 DRAM/NAND 설비투자 50-100% 감소 + 일부 업체 NAND 감산
주가 저점 test (앞바닥)	4Q22	1H23
랠리 (뒷바닥)	1H23	2H23
DRAM/NAND 가격 상승	2H23	2024년
인텔 DDR5 신제품 출시	1Q23	
중국 YMTC의 NAND 생산	4Q22부터 소량 생산, 2H23부터 생산 확대	

자료: 신한금융투자 추정

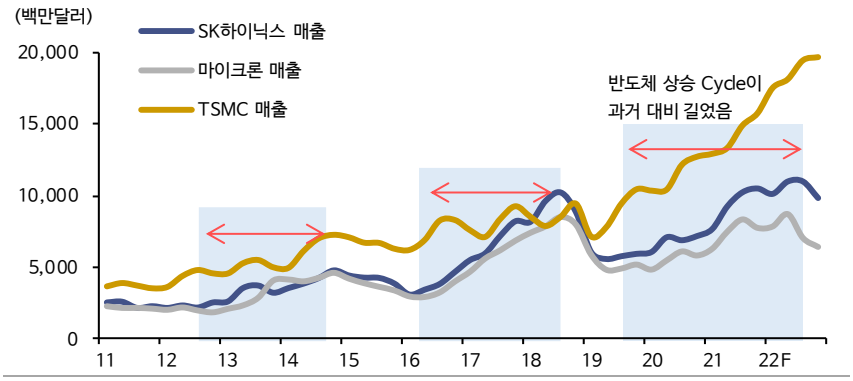
역대급 주문 축소 속도. 상승 Cycle이 길었던 만큼, 재고 부담에 따른 영향이 후유증으로

연간 수요 DRAM Bit Growth 전망치 및 실제치 추이 및 전망



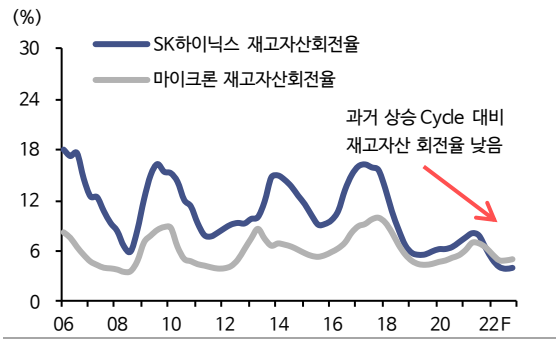
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자 추정

SK하이닉스, 마이크론, TSMC 매출 추이 (분기 기준)



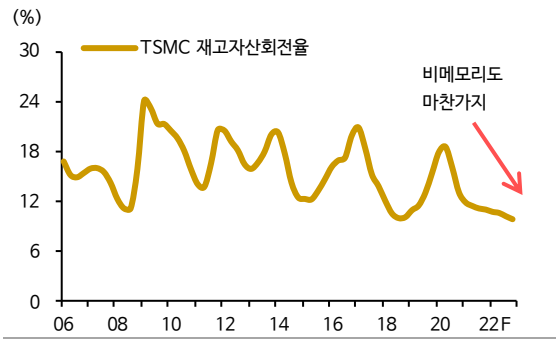
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

SK하이닉스 및 마이크론 재고자산회전율 추이



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자 추정
주: 분기 기준

TSMC 재고자산회전율 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정
주: 분기 기준

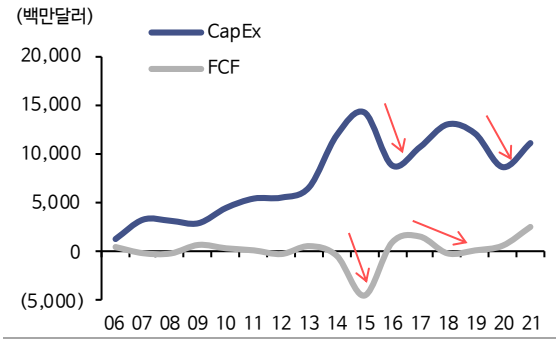
시장의 관심은 이제 공급 하향 여부 및 폭으로. 생산업체들의 과감한 결정이 필요한 시기

삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 실적발표 CapEx 관련 코멘트

	삼성전자	SK하이닉스	마이크론
3Q18	- DRAM, 잔여 캐파 증설보다는 16라인 NAND 전환 검토	- 2019년 전체 투자 지출 규모 하향 조정 전망 - 분기별로 투자 계획 수립하여 유연하게 대응	- FY 2019에 FY 2018 Capa를 유지하며 공정전환에 집중 - FY 2019 CapEx 105억달러 전망 * 클린룸 확대가 CapEx 확대 원인
4Q18	- 2019년 대외 환경 불확실성 고려해 추가 증설 없을 예정 - 중장기적 수요 대응을 위한 신규 Fab 건설 중심 투자	- DRAM, 캐파 증설보다는 공정 미세화를 중심으로 생산 전개 - 시장 약세 흐름을 반영하여 장비 투자 금액 40% 축소 계획	- FY 2019 CapEx 90-95억달러로 가이던스 하향 - 공정전환으로 FY 2019 Capa 감소
1Q19	- 2019년 신규 증설보다는 공정전환 중심으로 운영 - 메모리 장비 투자 크게 감소 예상	- DRAM, 캐파 증설 없이 공정 미세화 중심으로 생산 전개 - M15 신규팹 Ramp-up 당초 계획보다 천천히 진행	- FY 2019 CapEx 90억달러로 가이던스 하향 - CapEx 대부분 클린룸 건설, 조립 및 테스트 운용에 활용
2Q19	- 2019년 시설투자의 상당 부분이 중장기적 수요 대응을 위한 인프라 투자	- M15 Fab 추가 클린룸 확보 및 M16 장비 반입 시기 재검토 계획 - 2020년 투자금액은 전년 대비 크게 감소 전망	- FY 2019 CapEx 추가 축소 필요성에 대해 유의 - FY 2020 CapEx는 전년 대비 크게 감소할 전망

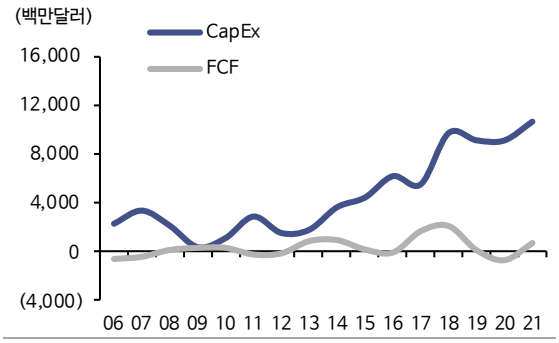
자료: 신한금융투자 / 주: 마이크론은 8월 결산으로 3, 6, 9, 12월에 실적 컨퍼런스콜 진행

SK하이닉스 CapEx 및 FCF 추이 (연간 기준)



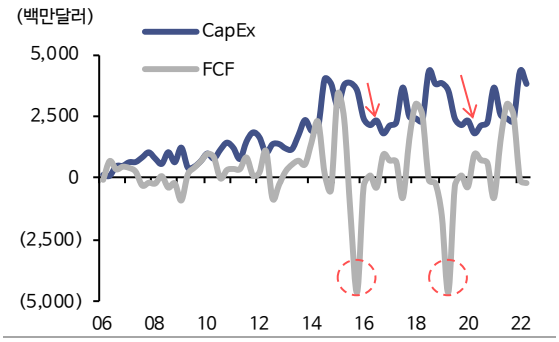
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

마이크론 CapEx 및 FCF 추이 (연간 기준)



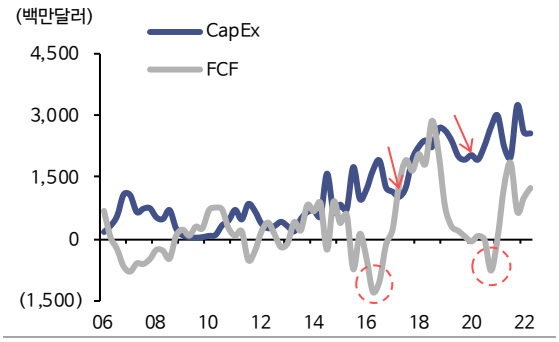
자료: Bloomberg, 신한금융투자

SK하이닉스 CapEx 및 FCF 추이 (분기 기준)



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자
주: 22년은 2Q22까지

마이크론 CapEx 및 FCF 추이 (분기 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자
주: 22년은 2Q22까지

II. 2016년, 2019년 복기

업황 반등을 위한 조건은?

최근 주문 동향은 메모리 하락 Cycle의 전형적인 모습

단기적으로
메모리 업계의 당면 과제는
재고 부담 소진

전방 수요처들의 재고가 빠르게 증가했다. ① 세트(PC, 스마트폰, 서버 등) 출하가 예상을 하회했고, ② 향후 세트 전망치가 하향되고 있기 때문이다. 전방업체들은 재고 부담을 메모리 생산업체들에게 넘기고 있다. 결과적으로 2Q22 메모리 출하량은 예상을 하회했다. 3Q22에도 계절적 성수기임에도 출하량이 전 분기 대비 감소하며, 가이던스를 재차 하회할 가능성 높다.

전방 수요처들과 메모리 생산업체들의 재고가 동시에 증가하는 흐름은 전형적인 메모리 하락 Cycle의 현상이다. 이 구간에서 메모리 업계의 가장 큰 과제는 재고 축소다. 가격이 생각보다 크게 하락하는데도, 주문은 계속 약하다.

3Q22 생산업체들의 재고 급증은 연쇄적으로 4Q22 메모리 가격 급락으로 연결될 전망이다. 4Q22에도 생산업체 재고가 증가할 전망이어서, 1Q23까지 메모리 가격 하락 방향성은 거의 확정적이다. 이번 메모리 반도체 업황 반등은 빨라야 2023년 중반경이 될 것으로 보인다. 업황 회복을 기다리는 입장에서, 2016년, 2019년 하락 Cycle은 비교할 만한 대상이다. 업황 환경이 완전히 같을 수는 없겠지만, 업황/주가 반등을 위한 조건과 시점을 찾는데 도움이 될 수 있다.

업황 반등을 위한 조건 – ① 전방 재고 소진, ② 매크로 회복

주문이 다시 증가하는 것이
턴어라운드 시그널.
재고 소진되는
1Q23 내외로 예상

일반적으로 불황 진입의 출발을 주문 축소(오더컷)로 찾는다. 상승 Cycle 구간에서는, 기본적으로 세트 전망치가 상향되기 때문에 주문이 지속적으로 증가한다. 그런데 세트 출하가 생각보다 감소하면, 세트 업체들이 재고 부담을 줄이기 위해, 반도체 등 부품 주문을 갑자기 축소한다.

이때 주문 축소 속도가 생각보다 매우 빠르게 나타난다. 세트 전망치마저 하향되기 때문이다. 불과 얼마 전까지만 하더라도 세트 업체들의 반도체 재고는 정상 수준(6주 내외)이었는데, 갑자기 10주 이상으로 급증했다는 이야기가 들리는 이유다. 2016년, 2019년 하락 Cycle에서 모두 경험한 내용이다.

2016년 하락 Cycle 출발은 4Q15, 2019년 하락 Cycle의 출발은 4Q18이다. 출하량이 예상(Bit Growth 가이던스)을 크게 하회했다. 오더컷 때문이다. 그리고 2-3분기 뒤인 2Q16 및 3Q19에 주문이 예상을 크게 상회했다.

삼성전자 및 SK하이닉스 DRAM B/G, ASP 추이 (3Q15-2Q17)

(%)		3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17
삼성전자 B/G	가이던스	12	4	3	12	15	Flat	(12)	8
	실제치	16	(3)	1	17	24	2	(11)	6
SK하이닉스 B/G	가이던스	10	2	Flat	15	8	10	(2)	5
	실제치	4	(1)	(3)	18	8	13	(5)	3
ASP	삼성전자	(12)	(9)	(12)	(9)	(4)	8	22	12
	SK하이닉스	(8)	(10)	(14)	(11)	Flat	14	24	11

자료: 신한금융투자

삼성전자 및 SK하이닉스 DRAM B/G, ASP 추이 (3Q18-2Q20)

(%)		3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
삼성전자 B/G	가이던스	6	5	(8)	12	15	2	(8)	Flat
	실제치	15	(18)	0	16	32	(2)	(6)	2
SK하이닉스 B/G	가이던스	8	5	(10)	17	7	5	(7)	Flat
	실제치	5	(2)	(8)	13	23	8	(4)	2
ASP	삼성전자	0	(9)	(26)	(21)	(19)	(8)	3	10
	SK하이닉스	1	(11)	(27)	(24)	(16)	(7)	3	15

자료: 신한금융투자

전방업체들의 주문 증가는 메모리 반도체 업황이 반등하는 시그널이다. 가격이 충분히 하락한 상태에서, 전방 수요처들이 정상 수준까지 재고를 소진시켰고, 매크로 불확실성이 완화되면서 수요 전망치 하향을 멈췄을 때, 주문을 다시 증가시킬 것이기 때문이다.

재고 소진 기간은 생산업체들의 투자 규모와 매크로 하강 강도에서 결정될 것이다. 지난 2019년 하락 Cycle에서 전방 업체들의 재고 소진 기간은 약 10개월로 계산된다. 이번 Cycle에서도 유사한 경로를 거친다면, 2Q22 오더컷 이후 3개 분기 뒤인 1Q23 경 전방 업체들의 재고 소진이 예상된다.

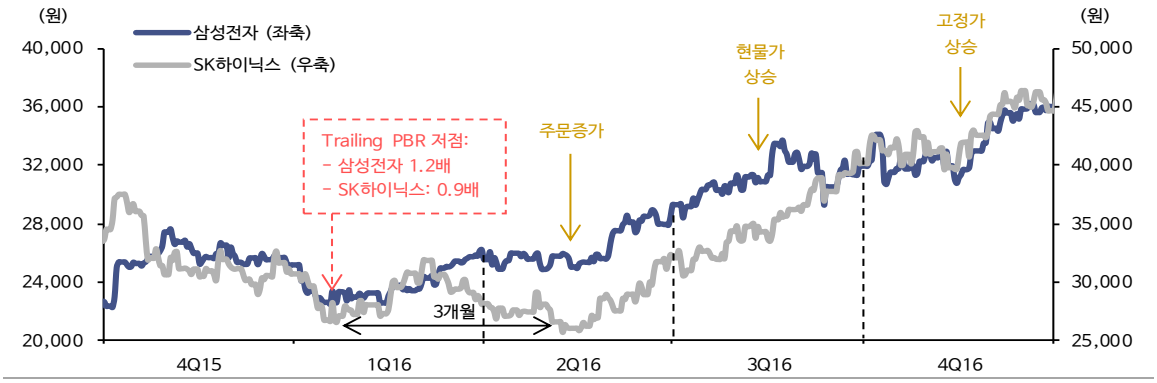
주가 반등을 위한 조건은?

조건 ① - 업황 반등을 위한 첫 시그널(주문 확대)에서 주가 추세 상승 출발

주문 확대 →
현물가 상승 →
고정가 상승

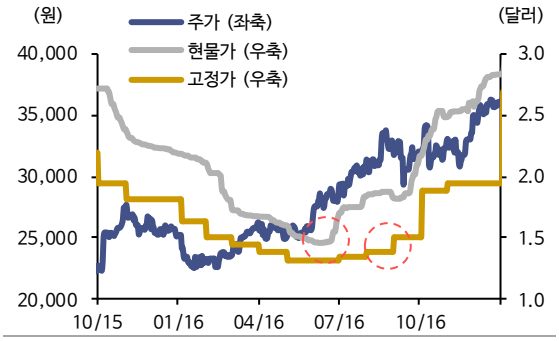
2016년과 2019년의 하락 Cycle 구간에서 삼성전자와 SK하이닉스의 주가를 기술적으로 분석해 봤다. 주가는 회복 국면에서 쌍바닥을 보였고, 앞바닥에서 주가 저점 테스트를, 뒷바닥에서 본격적인 추세 랠리를 시도한다. 뒷바닥에서 나오는 현상은 전방 업체들의 주문 증가이며, 2-3개월 뒤 현물가 상승을, 그리고 2-3개월 뒤 고정가 상승(실적 증가)를 확인할 수 있었다. 전방업체들의 주문 증가 시점은 전방 업체들의 재고 소진 시점과 맞물린다. 그리고 주가 앞바닥과 뒷바닥의 거리는 5개월 내외였다.

2016년 삼성전자 및 SK하이닉스 주가 추이



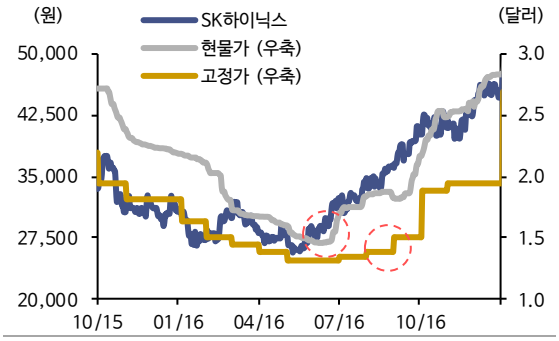
자료: QuantiWise, 신한금융투자

삼성전자 주가 및 현물가/고정가 추이



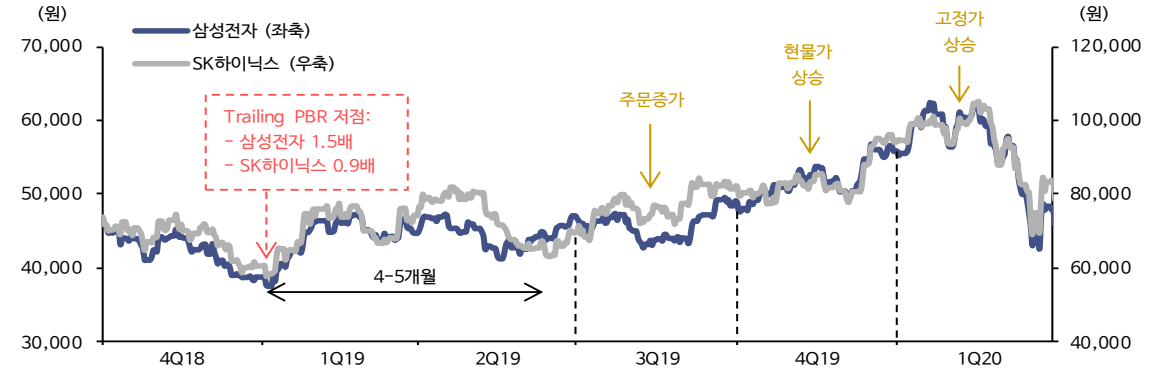
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주: DDR4 4Gb 기준

SK하이닉스 주가 및 현물가/고정가 추이



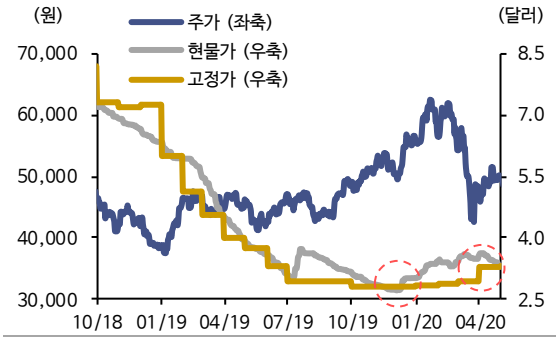
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주: DDR4 4Gb 기준

2019년 삼성전자 및 SK하이닉스 주가 추이



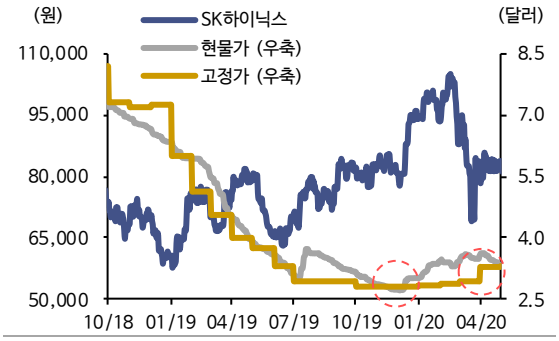
자료: QuantiWise, 신한금융투자

삼성전자 주가 및 현물가/고정가 추이



자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주: DDR4 8Gb 기준

SK하이닉스 주가 및 현물가/고정가 추이



자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주: DDR4 8Gb 기준

조건 ② - 12MF EPS 컨센서스 하락이 멈출 때, 주가 추세 상승 시작

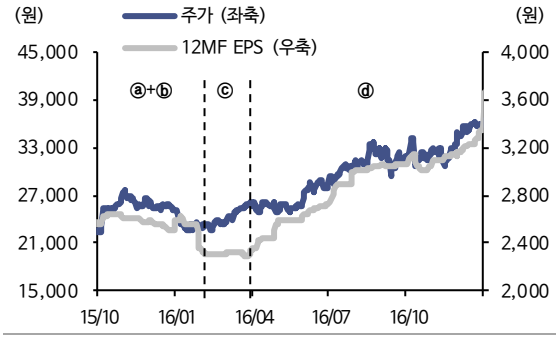
12MF EPS 컨센서스는 주문이 확대되는 구간에 하락을 멈춤

전방업체들의 주문 증가는 메모리 반도체 업황이 반등하는 시그널이면서, 업황에서 찾을 수 있는 주가 추세 랠리 시점이다. 그리고 그 특징은 ① 12MF EPS 컨센서스와 ② DRAM 현물가 흐름을 통해서도 찾을 수 있었다.

메모리 주가는 12MF EPS 컨센서스 하락이 멈출 때부터 급하게 상승했다. 삼성전자와 SK하이닉스의 실적 컨센서스는 ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 횡보, ⓓ 상승의 순서로 반등했다. 주가는 ⓑ 구간에서 저점 테스트를, ⓒ 구간에서 추세 상승을 보였다. 4Q22 Bit Growth에 대한 기대치가 낮아지고, 주문량이 다시 증가하는 과정에서 12MF EPS 컨센서스가 하락을 멈출 가능성 높고, 그 시점은 1Q23 내외가 될 것으로 예상한다.

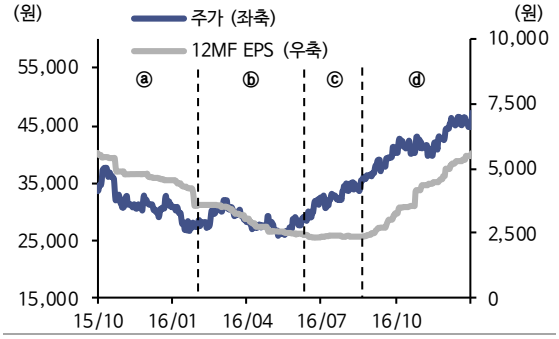
그리고 메모리 주가 추세 상승은 DRAM 현물가 하락세가 완만해지면서 출발했다. DRAM 현물가는 ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 상승의 순서로 반등했다. 주가는 ⓑ 구간 후반부에서 추세 상승을 보였다.

15-16년 삼성전자 실적 컨센서스, 주가 추이



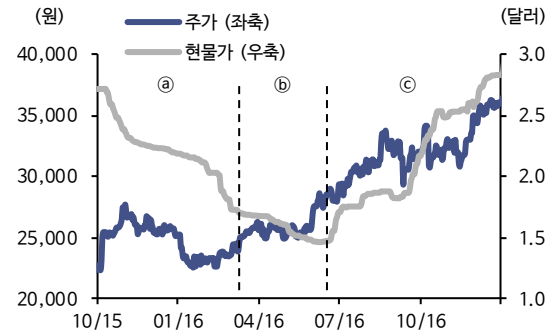
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 횡보, ⓓ 상승

15-16년 SK하이닉스 실적 컨센서스, 주가 추이



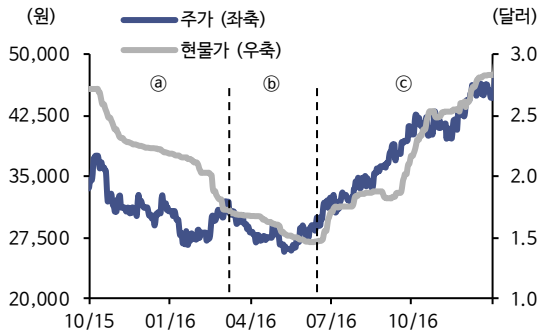
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 횡보, ⓓ 상승

15-16년 삼성전자 주가 및 현물가 추이



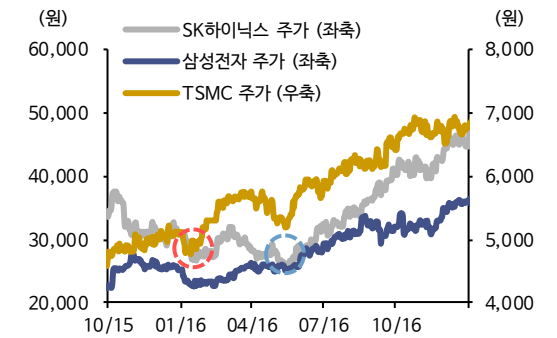
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주1: DDR4 8Gb 기준
주2: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 상승

15-16년 SK하이닉스 주가 및 현물가 추이



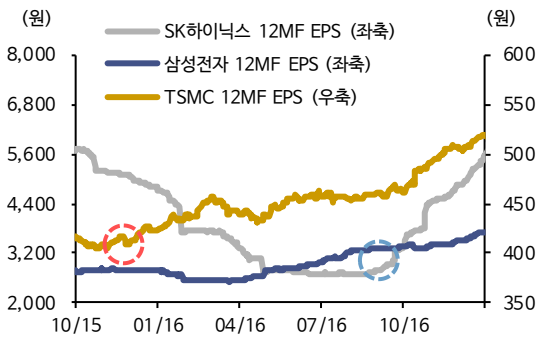
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주1: DDR4 8Gb 기준
주2: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 상승

15-16년 TSMC/삼성전자/SK하이닉스 주가 추이



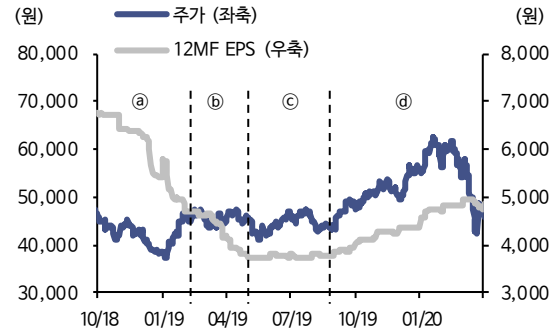
자료: Bloomberg, 신한금융투자

15-16년 TSMC/삼성전자/SK하이닉스 12MF EPS



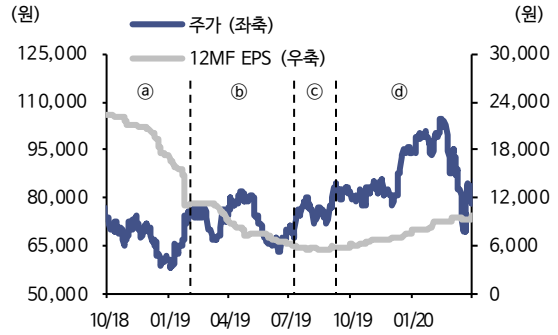
자료: Bloomberg, 신한금융투자

18-19년 삼성전자 실적 컨센서스, 주가 추이



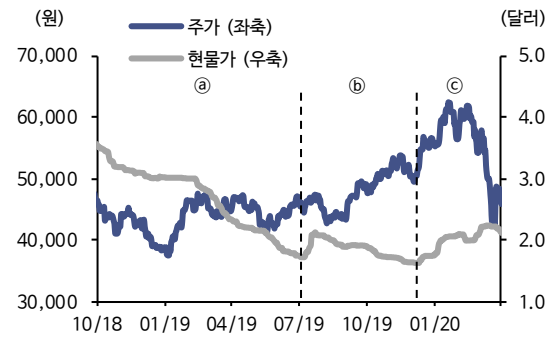
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 횡보, ⓓ 상승

18-19년 SK하이닉스 실적 컨센서스, 주가 추이



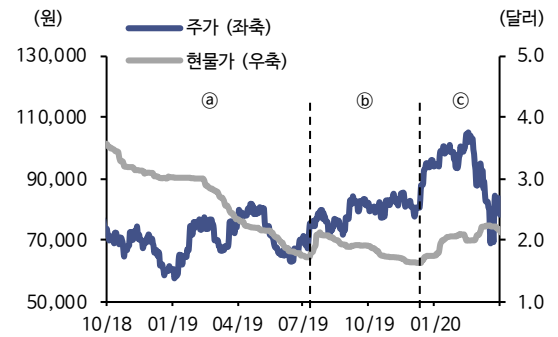
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 횡보, ⓓ 상승

18-19년 삼성전자 주가 및 현물가 추이



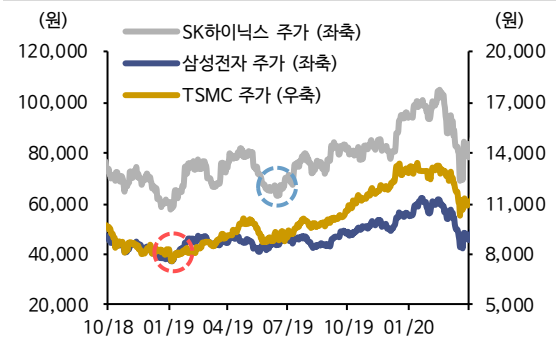
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주1: DDR4 8Gb 기준
주2: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 상승

18-19년 SK하이닉스 주가 및 현물가 추이



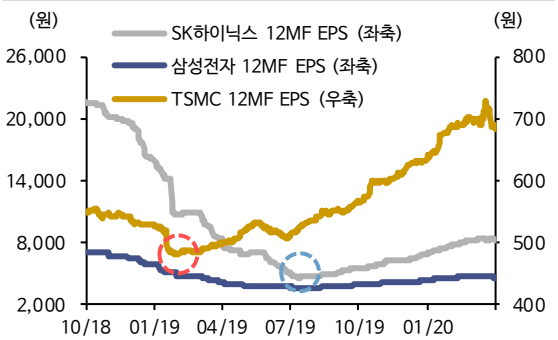
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자
주1: DDR4 8Gb 기준
주2: ⓐ 급한 하락, ⓑ 완만한 하락, ⓒ 상승

18-19년 TSMC/삼성전자/SK하이닉스 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

18-19년 TSMC/삼성전자/SK하이닉스 12MF EPS



자료: Bloomberg, 신한금융투자

현재 주가 위치는?

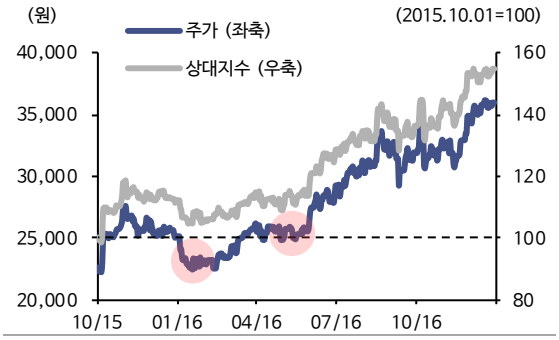
추세 랠리 조건은 아직. 그러나 주가 추가 하락은 제한적

앞바닥 테스트 구간.
뒷바닥은 시간 더 필요

주문 확대, 12MF EPS 하락 컨센서스 등 주가 추세 상승 전환을 위한 조건(주문 확대, 실적 컨센서스 하락 멈춤 등)을 확인하기 위해서는 아직 시간이 더 필요해 보인다. 그렇다고 주가가 마냥 계속 빠질 것이라는 것은 아니다. 가격 및 주문량이 하락 반전하면서 12MF EPS 컨센서스가 급하게 하락할 때 공포심이 가장 강하다. 업황 하락 전 우려를 선반영하면서 주가가 미리 하락해 있기 때문에, 오히려 저점을 테스트한다. 그리고 현재 반도체 주가는 이 구간을 지나가고 있다.

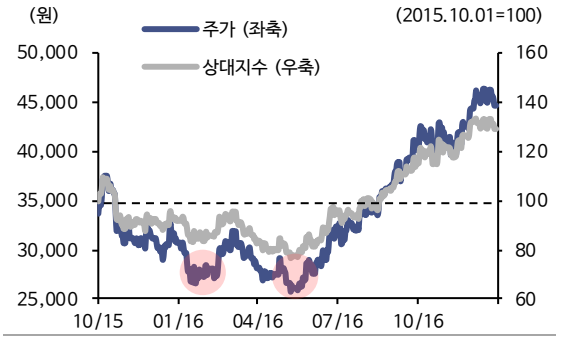
반도체 주가는 전형적인 Cycle 산업처럼 쌍바닥을 보였다. 주식 투자자들은 주가 저점을 테스트하는 구간(앞바닥)과 주가가 추세 랠리로 진입하는 구간(뒷바닥)이 중요하다. 최근 저점을 경신한 삼성전자와 SK하이닉스의 주가는 2019년보다 가혹한 하락 Cycle이라는 점을 이미 반영했다. 주가 쌍바닥에서 앞바닥을 테스트하고 있다. 앞바닥 형성 이후 삼성전자와 SK하이닉스 주가는 KOSPI를 지지 않았다. 그러나 매크로 하강이 장기화될 경우, 반도체 주가는 앞바닥을 다시 테스트할 수도 있다.

15-16년 삼성전자 상대 주가 추이



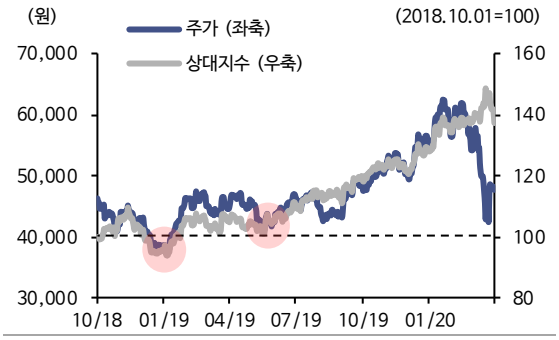
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: 코스닥지수 = 100

15-16년 SK하이닉스 상대 주가 추이



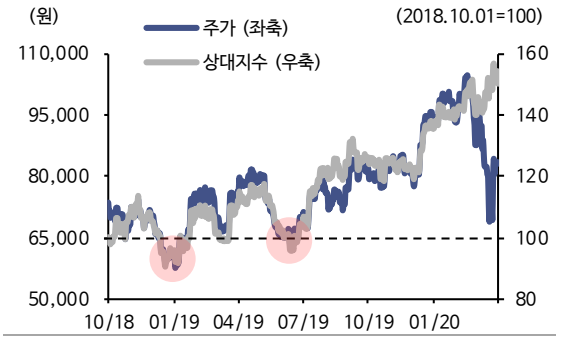
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: 코스닥지수 = 100

18-19년 삼성전자 상대 주가 추이



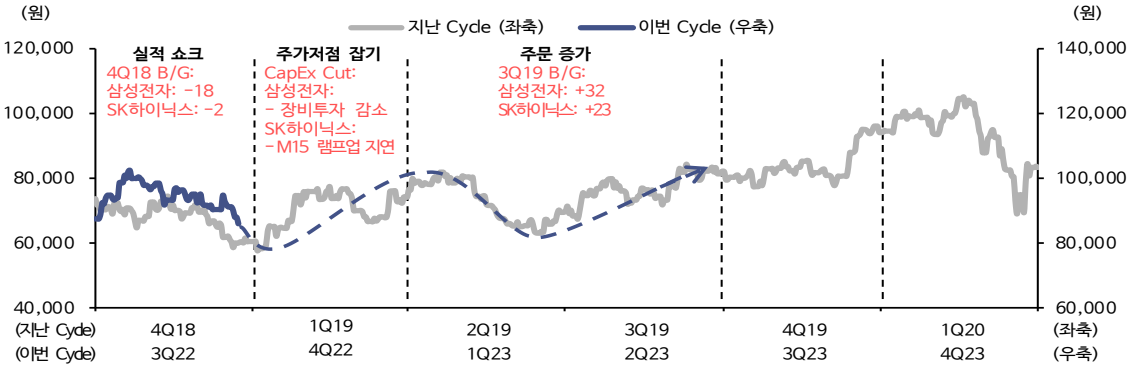
자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: 코스닥지수 = 100

18-19년 SK하이닉스 상대 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자
주: 코스닥지수 = 100

2022년 삼성전자 및 SK하이닉스 주가 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

III. 이번 Cycle의 특이점

이번 Cycle 특징 ① - 주문 축소 및 재고 부담

재고 부담에 의한 역대급 주문 축소 속도 확인 중

과거보다 가혹한 하락 Cycle

'II. 2016년, 2019년 복기'에서는 지난 하락 Cycle의 업황과 주가를 분석하고 일반화시켰다. 그리고 업황과 주가가 반등하기 위한 조건을 찾고, 이번 Cycle에서 대입하려는 시도를 했다. 그렇다고 업황과 주가 흐름이 매번 같을 수는 없다. 이번 Cycle이 지난 Cycle과 분명 다른 점들이 있다. ① 재고 수준, ② 수요 하락 폭, ③ 공급 확대 폭, ④ 주가 저점 시점 등이다. 향후 업황/주가를 전망하는데 핵심 변수로 작동할 것이다.

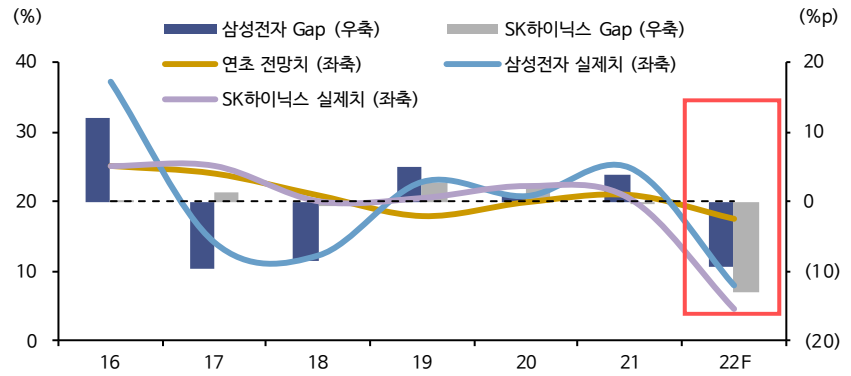
이번 하락 Cycle에서 현상적으로 확인되는 가장 큰 특징은 '가파른 주문 축소 속도'다. 금융 위기 이후 가장 빠른 속도로 반도체 주문이 줄었다. 실제로 삼성전자와 SK하이닉스의 2022년 DRAM 출하 Bit Growth는 10%를 하회할 것이 확실하다. 연간 출하 Bit Growth가 10%를 하회한 것은 과점화된 2010년대 이후 최초다. 연초 수요 Bit Growth 전망치(DRAM eXchange 기준)와 실제 출하 Bit Growth와의 괴리 추이를 분석해 보면, 2022년은 지난 2018년보다 클 것으로 전망된다. 실제 출하 Bit Growth는 결과적인 수요 Bit Growth다.

연간 DRAM Bit Growth 전망치 vs. 실제 출하치

(%, %p)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F
DRAM B/G							
연초 전망치	25.0	23.9	20.8	17.8	19.8	20.8	17.4
삼성전자 실제치	37.1	14.1	12.3	22.8	20.8	24.8	8.0
SK하이닉스 실제치	25.1	25.1	20.0	20.5	22.2	20.4	4.5
삼성전자 Gap	12.1	(9.8)	(8.5)	5.0	1.0	4.0	(9.4)
SK하이닉스 Gap	0.1	1.2	(0.8)	2.7	2.4	(0.5)	(12.9)

자료: DRAMeXchange, 신한금융투자 추정
주: 추정치는 해당 연초 추정치, 2022년 실제치는 당사 추정치

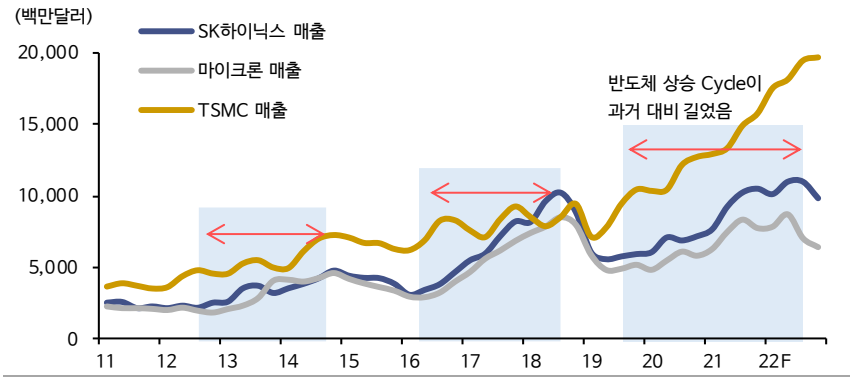
연간 수요 DRAM Bit Growth 전망치 및 실제치 추이 및 전망



자료: DRAMeXchange, 신한금융투자 추정

2022년 세트에 대한 수요 전망치가 연초에 높은 편은 아니었다. 실제로 세트 출하가 전망치를 하회한 폭 대비 반도체 주문 축소 폭이 훨씬 더 크다. 그 배경은 높은 재고에서 기인한 것으로 해석된다. 2H18부터 출발한 반도체 상승 Cycle은 역대급으로 길었다. 비메모리는 새로운 Big Cycle을 경험했고, 메모리도 매출 기준으로 지난 2018년 수준을 재현했다. 그 기간은 만 3년이었다. 상승 Cycle이 길었던 만큼, 전방 업체 및 생산업체의 재고는 과거 대비 높은 편이었다. 재고를 축소하는 과정에서 반도체 주문 축소 폭이 세트 하향 폭을 상회하고 있다.

SK하이닉스, 마이크론, TSMC 매출 추이 (분기 기준)



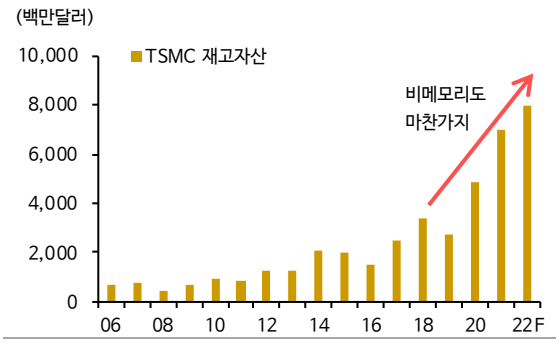
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

전방 업체들의 반도체 재고는 공개되지 않기 때문에, 정량적인 추적이 불가능하다. 생산업체들의 재고는 정량화가 가능한데, 2019년 이후 생산업체 재고는 과거 대비 높았다. 재고자산회전율도 낮았다. Step 수 증가에 따른 재공재고 증가는 어쩔 수 없겠지만, 코로나 환경 및 물류 차질 구간에서 반도체 재고는 전반적으로 과거 대비 높은 수준을 유지했다. 전방 업체들의 상황도 마찬가지였을 것이다.

SK하이닉스 및 마이크론 재고자산 추이

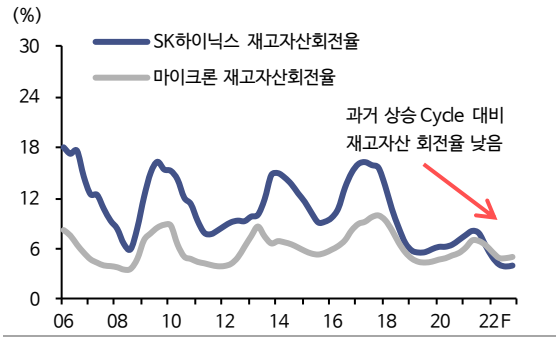
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

TSMC 재고자산 추이



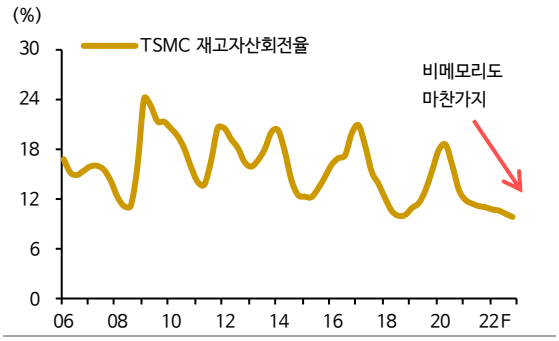
자료: Bloomberg, 신한금융투자

SK하이닉스 및 마이크론 재고자산회전율 추이



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자 추정
주: 분기 기준

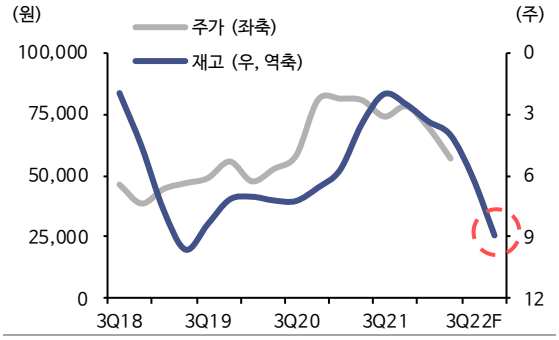
TSMC 재고자산회전율 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정
주: 분기 기준

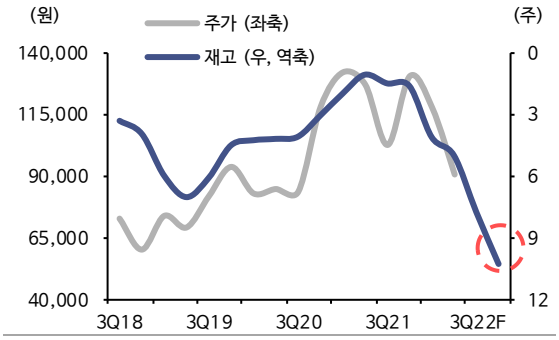
삼성전자의 재고도 증가하고 있지만, SK하이닉스 또는 마이크론의 재고 증가 속도는 역대급으로 예상된다. 4Q22 기준 SK하이닉스 재고는 10주를 상회할 전망이다. 2Q23까지는 DRAM 가격 하락 방향성이 유지될 것으로 예상되어, SK하이닉스와 마이크론의 분기 실적이 1H23 중 적자 여부를 테스트할 가능성도 있다.

삼성전자 재고일수 및 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

SK하이닉스 재고일수 및 주가 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

이번 Cycle 특징 ② - 역사상 가장 낮은 공급

2023년 생산 Bit Growth가 역사상 가장 낮음

공정기술 난이도 급상승

이번 Cycle에서 다행인 점은 공급 부담이 역사상 가장 낮다는 것이다. 공정기술 난이도 상승으로 2023년 연간 생산 Bit Growth가 Tech Migration에만 의존할 경우, 7-8% 수준에 그칠 전망이다. 2022년 투자 분에 의한 기여분을 가정해도, CapEx가 하향될 경우, 2023년 연간 생산 Bit Growth는 10% 내외에 그칠 전망이다. 지난 하락 Cycle에서는 1H18에 진행된 180K/월의 DRAM 장비 발주 규모는 2H18부터 생산되어 재고에 큰 부담으로 작용했다.

이제 시선은 수요에서 공급으로 이동할 전망

지난 하락 Cycle
실적 컨퍼런스콜 코멘트:
3Q18 - 유연한 대응
4Q18 - 설비 투자 감소

수요 하락 및 재고 증가를 확인하면, 시장의 시선은 '공급 하향 여부 및 정도'로 향한다. 2019년 하락 Cycle에서 생산업체들은 실적 컨퍼런스콜을 통해 공급 하향에 대한 가이던스를 전달했다.

생산업체들이 느끼는 재고 부담이 생각보다 크다. 메모리 생산업체들은 CapEx 하향 및 생산량 축소에 대한 고민을 할 수 밖에 없을 것이다. 지난 하락 Cycle과 비교하면, 마이크론(9/29, 미국 기준)부터 시작하는 이번 실적 컨퍼런스콜에서 CapEx 하향에 대한 가이던스가 제시될 가능성이 매우 높다.

지난 Cycle에서 생산업체들이 실적 컨퍼런스콜에서 제시한 공급 내용을 확인하면, 힌트가 될 수 있다. 3Q18 말부터 반도체 오더컷 징후가 처음 확인됐다. 3Q18 실적 발표에서 메모리 3사의 코멘트는 '공정 전환 집중 및 유연한 대응'으로 요약된다. 삼성전자는 2018년 CapEx가 전년 대비 감소할 것이라고 밝혔고, SK하이닉스는 2019년 투자를 분기별로 계획을 수립하여 유연하게 대응하겠다고 언급했다. 마이크론은 FY2019 CapEx 가이던스로 105억 달러(+20억 달러 YoY)를 제시했으나, 인프라 및 공정전환 대응 목적이라고 전달했다.

4Q18은 오더컷에 의해 수요 및 출하가 급감하고, 실적 쇼크를 확인한 시기다. 4Q18 실적 발표에서 메모리 업체들의 공급 관련 코멘트는 공통적으로 '2019년 설비 투자 감소'였다. 삼성전자는 구체적인 수치를 제시하지는 않았지만, 설비 투자가 전년 대비 감소할 것을 밝혔다. 그리고 SK하이닉스는 설비 투자 금액이 약 40% 축소될 것으로 CapEx 가이던스를 제시했고, M15 및 우시 Ramp-up 속도가 기존 예상 대비 느릴 것이라고 언급했다. 마이크론은 FY2019 CapEx 가이던스를 90-95억 달러로 하향했다. 또한 산업 수요에 공급을 맞추기 위한 감산 계획까지 밝혔다.

1Q19 및 2Q19 실적 발표에서는 전반적으로 기존 공급 하향 입장을 재확인시켰다. SK하이닉스는 2019년 웨이퍼 투입량이 전년 대비 10% 이상 감소할 것을 제시했으며, 마이크론은 FY2020년 CapEx 축소까지 언급했다.

CapEx 하향이 발표되어도 당장 재고가 감소하거나 가격이 반등하지는 못한다. 그러나 생산업체들의 공급 대응 의지가 확인되며, 실적 하향 속도가 둔화된다. 앞서 설명한 주가 앞바닥 현상과 맞물린다. 실제로 4Q18 실적 쇼크를 확인한 1Q19에 12MF EPS 컨센서스 하락이 완만해지면서 주가는 앞바닥을 형성했다.

3Q22 위치를 지난 Cycle과 비교하면, 4Q18과 유사하다. 4Q18와 마찬가지로, 이번 실적 컨퍼런스콜에서 공급 축소 관련 내용에 시장의 시선이 집중될 것이다. 생산업체들에게 과거보다 강도 높은 공급 하향 전략이 필요해 보인다. 채널 체크에 의하면, 이미 각 생산업체들은 과거 대비 빠르게 공급 및 CapEx 축소 전략을 검토하고 있다. NAND의 경우, CapEx 축소 뿐만 아니라 감산(가동률 하향)까지 고민할 업황이다. NAND만 영위하는 키옥시아의 결정을 주목할 필요 있다.

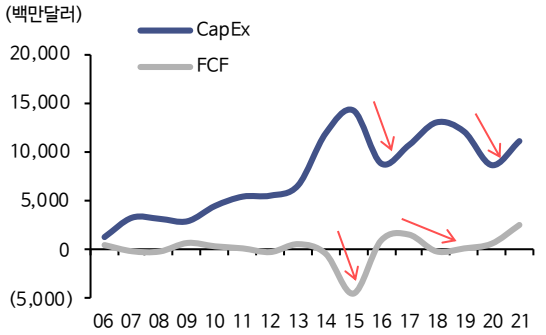
언론 보도에 의하면, 중국 YMTC가 애플 아이폰14에 NAND를 공급할 것이다. 초기 물량은 제한적이겠지만, 2Q23 또는 2H23부터 YMTC의 NAND 생산 물량이 크게 증가할 수 있다. 이때 NAND는 DRAM 대비 턴어라운드 시점이 늦어질 가능성 높고, NAND 원가가 열위인 키옥시아, SK하이닉스, 마이크론 등은 NAND 투자를 크게 줄일 가능성 높다. 연말 또는 1H23 경에 NAND 업체들에게 감산 이야기를 들을 수도 있는 상황이다. 그리고 NAND 업황 부진 장기화될 경우, SK하이닉스와 마이크론은 DRAM CapEx까지 추가적으로 축소시킬 가능성 높다. 메모리 업체들의 FCF 급감은 항상 CapEx 하향으로 연결되었기 때문이다.

삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 실적발표 CapEx 관련 코멘트

	삼성전자	SK하이닉스	마이크론
3Q18	- DRAM, 잔여 캐파 증설보다는 16라인 NAND 전환 검토	- 2019년 전체 투자 지출 규모 하향 조정 전망 - 분기별로 투자 계획 수립하여 유연하게 대응	- FY 2019에 FY 2018 Capa를 유지하며 공정전환에 집중 - FY 2019 CapEx 105억달러 전망 * 클린룸 확대가 CapEx 확대 원인
4Q18	- 2019년 대외 환경 불확실성 고려해 추가 증설 없을 예정 - 중장기적 수요 대응을 위한 신규 Fab 건설 중심 투자	- DRAM, 캐파 증설보다는 공정 미세화를 중심으로 생산 전개 - 시장 약세 흐름을 반영하여 장비 투자 금액 40% 축소 계획	- FY 2019 CapEx 90-95억달러로 가이던스 하향 - 공정전환으로 FY 2019 Capa 감소
1Q19	- 2019년 신규 증설보다는 공정전환 중심으로 운영 - 메모리 장비 투자 크게 감소 예상	- DRAM, 캐파 증설 없이 공정 미세화 중심으로 생산 전개 - M15 신규팹 Ramp-up 당초 계획보다 천천히 진행	- FY 2019 CapEx 90억달러로 가이던스 하향 - CapEx 대부분 클린룸 건설, 조립 및 테스트 운용에 활용
2Q19	- 2019년 시설투자의 상당 부분이 중장기적 수요 대응을 위한 인프라 투자	- M15 Fab 추가 클린룸 확보 및 M16 장비 반입 시기 재검토 계획 - 2020년 투자금액은 전년 대비 크게 감소 전망	- FY 2019 CapEx 추가 축소 필요성에 대해 유의 - FY 2020 CapEx는 전년 대비 크게 감소할 전망

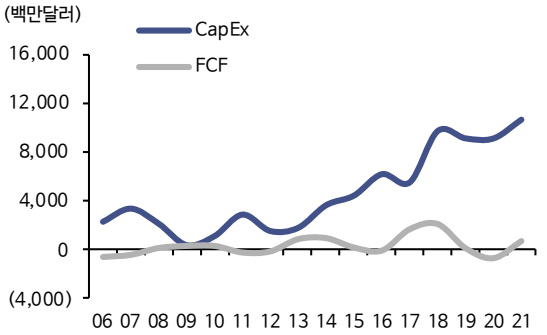
자료: 신한금융투자 / 주: 마이크론은 8월 결산으로 3, 6, 9, 12월에 실적 컨퍼런스콜 진행

SK하이닉스 CapEx 및 FCF 추이 (연간 기준)



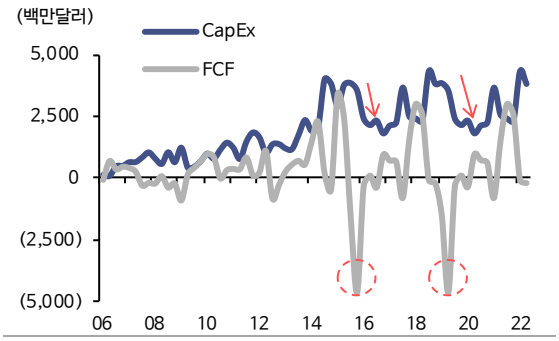
자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자

마이크론 CapEx 및 FCF 추이 (연간 기준)



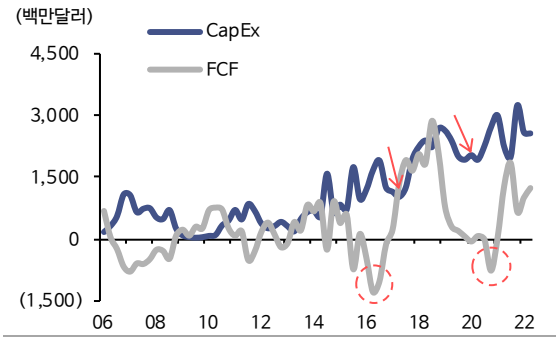
자료: Bloomberg, 신한금융투자

SK하이닉스 CapEx 및 FCF 추이 (분기 기준)



자료: Bloomberg, QuantiWise, 신한금융투자
주: 22년은 2Q22까지

마이크론 CapEx 및 FCF 추이 (분기 기준)



자료: Bloomberg, 신한금융투자
주: 22년은 2Q22까지

IV. 향후 전망 및 투자전략

추세 랠리 조건 충족 여부는 1Q23에 확인 가능

10월은 반도체 주가 저점을 테스트할 매우 중요한 시기. 논리는 CapEx 하향 여부/폭

4Q22 초 주가 저점 확인(앞바닥), 1Q23 중 주가 랠리 시작(뒷바닥), 2023년 중반 경 실적(DRAM 고정가) 반등을 예상한다. 기본 가정은 매크로 하강이 얕은 침체(크레딧 리스트 전이 X)이며, 1H23 중 IT 소비 수요 바닥 확인이다. 3Q22 업황 분위기는 4Q18과 유사하다. 주가 저점은 실적 쇼크 이후, CapEx 하향으로 1Q19에 발생했다. 이번에도 유사한 흐름을 예상한다. 3Q22 실적 발표에서 SK하이닉스와 마이크론의 CapEx 축소에 대한 강한 기조가 확인될 것으로 예상한다. 그리고 1H23부터 인텔 서버향 신제품 출시 및 DDR5 전환 본격화가 기대된다.

리스크 요인은 당연히 매크로다. 매크로 하강이 깊은 침체 또는 장기화될 경우, 주가 저점 확인 및 랠리 시작 시점이 늦어질 수 있다. 인텔 신제품 출시가 지연될 경우, 기대하던 DDR5 전환도 지연될 수 있다. 다만, 인텔 이슈는 업황 회복 시점보다는 강도에 대한 변수다. 중국 YMTC의 NAND 생산량 확대는 NAND 업황에 대한 리스크다. NAND 업황은 DRAM 대비 턴어라운드 시점이 2분기 내외 늦을 가능성 높다. 업황 회복이 매크로 리스크로 생각보다 늦어질 경우, 메모리 업체들의 공급 축소 강도 또한 강해질 가능성 높다.

추세 랠리(뒷바닥) 조건은 아직 충족되지 않았다. 그러나 바닥을 확인하는 시도만으로도, 주식 시장은 안도감을 가질 수 있고 적절한 투자 전략을 찾아갈 수 있다. 4Q22가 중요한 분기점이 될 것으로 예상한다.

반도체 업황 전망을 위한 기본 가정

	1H23 (기본 가정, 매크로 얕은 침체)	**2H23 or 이후** (Worst, 매크로 깊은 침체)
전방 재고 소진	1H23	2H23 or 이후
스마트폰 등 IT 수요 저점 탈출	1H23	2H23 or 이후
반도체 주문 확대	1H23	2H23 or 이후
공급 CapEx Cut 여부/폭	2023년 DRAM/NAND 설비투자 50% 이상 감소	2023년 DRAM/NAND 설비투자 50-100% 감소 + 일부 업체 NAND 감산
주가 저점 test (앞바닥)	4Q22	1H23
랠리 (뒷바닥)	1H23	2H23
DRAM/NAND 가격 상승	2H23	2024년
인텔 DDR5 신제품 출시	1Q23	
중국 YMTC의 NAND 생산	4Q22부터 소량 생산, 2H23부터 생산 확대	

자료: 신한금융투자 추정

이때 4Q22는 반도체 바닥을 테스트할 구간으로, 오랜만에 매수 대응이 유효할 것으로 전망한다. 공급 제약이 핵심 논리다. 삼성전자와 SK하이닉스의 주가가 바닥을 형성할 경우, 주가는 생각보다 많이 올랐다. 그리고 반도체 중소형주들도 CapEx 하향을 악재 노출로 흡수하면서 단기 반등을 시도했다.

지난 하락 Cycle에서, 3Q18 실적 고점 이후 4Q18에 오더컷과 실적 쇼크를 경험했다. 당연히 4Q18 주가는 부진했다. 그런데 4Q18 실적 쇼크를 확인한 1Q19에 주가는 오히려 단기 반등하며, 저점(앞바닥)을 형성했다. 1Q20에서야 DRAM 고정가가 상승했으니, 업황 위치를 고려하면 상당히 이른 시점이었다. (주가 뒷바닥, 랠리 시작은 3Q19였다.) 1Q19 당시 단기 반등을 이끌었던 핵심 논리는 CapEx 하향(공급 축소)이었다. 4Q22는 1Q19와 비교하여 대입할 수 있는 시기다.

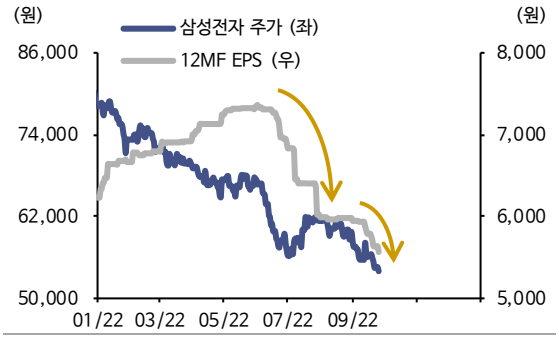
투자자들은 이미 3Q22 실적 쇼크와 1H23 중 분기 적자 우려를 받아들이고 있다. SK하이닉스 주가는 22F PBR 0.9배를 하회하고 있어, 1H23 중 분기 적자 발생 우려를 반영했다. 실적 컨퍼런스콜에서 집중할 것은 메모리 반도체의 고유 변수인 CapEx 하향 여부 및 폭이다. 매크로에 대한 우려가 여전하지만, 독과점력을 보유한 메모리 업체들의 방어 대응은 이제 시작이다. 4Q22는 반도체가 오랜만에 시장을 이길 수 있는 시기로 판단한다.

앞바닥 이후 삼성전자, SK하이닉스, 코스닥 반도체 주가 및 지수 변화율

	삼성전자		SK하이닉스		코스닥 반도체	
(%)	2016년	2019년	2016년	2019년	2016년	2019년
앞바닥 일자	1월 18일	1월 4일	1월 21일	1월 3일	2월 12일	1월 14일
1개월	5.4	23.8	11.3	31.5	16.3	21.2
2개월	13.1	19.8	11.1	21.3	18.3	26.3
3개월	15.4	25.4	3.6	38.5	20.5	36.4

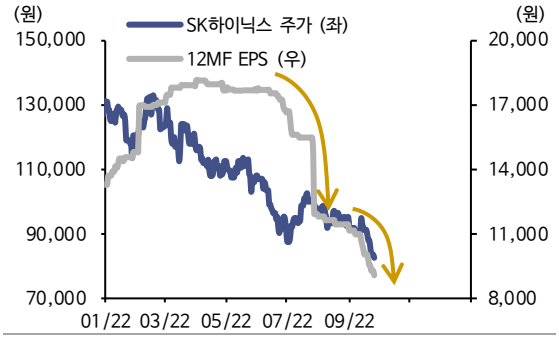
자료: QuantiWise, 신한금융투자

22년 삼성전자 주가 및 12MF EPS 추이



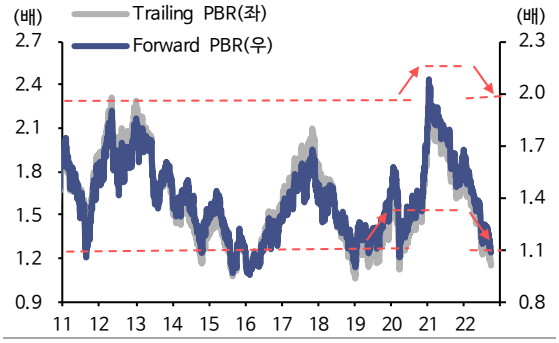
자료: QuantiWise, 신한금융투자

22년 SK하이닉스 주가 및 12MF EPS 추이



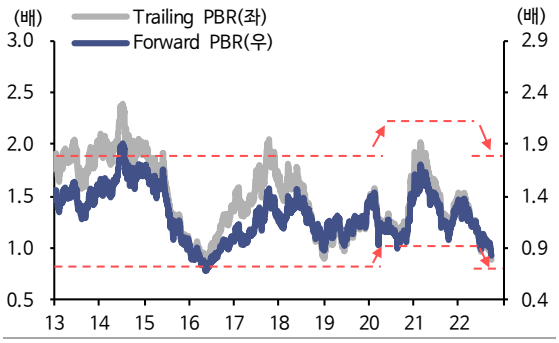
자료: QuantiWise, 신한금융투자

삼성전자 Forward & Trailing PBR 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

SK하이닉스 Forward & Trailing PBR 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

커버리지 기업 투자의견 및 목표주가

(원, 배)		투자의견(변경여부)	목표주가(변경여뷰)	타겟 멀티플	22F BPS/EPS	비고
최선호주	삼성전자	매수(유지)	70,000 (하향)	1.45	48,163	
	SK하이닉스	매수(유지)	115,000 (하향)	1.2	95,792	
	원익IPS	매수(유지)	34,000 (하향)	15.0	2,250	
	DB하이텍	매수(유지)	57,000 (하향)	1.5	38,322	
	한미반도체	매수(유지)	17,000 (하향)	14.0	1,211	
	원익머트리얼즈	매수(유지)	39,000 (하향)	6.5	6,005	

자료: 신한금융투자 추정
주: 삼성전자, SK하이닉스, DB하이텍은 PBR, BPS 적용. 그 외 기업들은 PER, EPS 적용

삼성전자

Bloomberg Code (005930 KS) | Reuters Code (005930.KS)

2022년 9월 27일

1Q19의 기억

[반도체/장비]

최도연 이사 연구위원
☎ 02-3772-1558
✉ doyeon@shinhan.com

남궁현 연구원
☎ 02-3772-2662
✉ hyon@shinhan.com

매수	현재주가 (9월 26일)	목표주가	상승여력
(유지)	53,900원	70,000원 (하향)	29.9%

- 3Q22 영업이익 12.3조원(-13.0% QoQ) 전망
- IT 수요 하락, 역대급 속도
- 공급 축소 여부 및 폭에 의한 주가 저점 확인에 집중할 시기

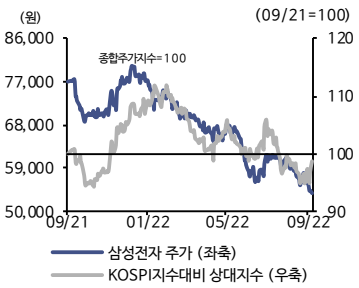
신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	70,000 원 (하향)
상승여력	29.9%

KOSPI	2,220.94p
KOSDAQ	692.37p
시가총액	321,771.3 십억원
액면가	100 원
발행주식수	5,969.8 백만주
유동주식수	4,504.1 백만주(75.4%)
52 주 최고가/최저가	80,500 원/53,900 원
일평균 거래량 (60 일)	13,119,521 주
일평균 거래액 (60 일)	770,350 백만원
외국인 지분율	49.35%
주요주주	
삼성생명보험 외 15 인	20.79%
국민연금공단	7.68%
절대수익률	
3 개월	-7.7%
6 개월	-22.8%
12 개월	-30.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-1.7%
6 개월	-5.1%
12 개월	-1.9%

주가차트



3Q22 영업이익 12.3조원(-13.0% QoQ) 전망

3Q22 실적은 매출액 79.0조원(+2.3%, 이하 QoQ), 영업이익 12.3조원(-8.7%) 전망한다. 영업이익이 시장 기대치(12.9조원)을 하회하겠으나, 최근 눈높이는 많이 낮아져 있다. 다만, 2023년 실적 눈높이는 추가적으로 하향될 수 있다. 매크로 하강에 따라 세트(스마트폰, TV 등) 판매 둔화와 메모리 반도체 가격 하락 때문이다.

사업부별 영업이익은 반도체 7.3조원(-27.0%), MX(무선) 3.0조원(+13.6%), DP 1.6조원(+50.7%), CE 0.3조원(-13.8%) 전망한다.

IT 수요 하락, 역대급 속도

스마트폰, PC, TV 등 세트 수요 하락 속도가 매우 빠르다. 매크로 하강 속도가 부담이다. 그런데 반도체 주문 축소 속도는 더 빠르다. 재고 부담에 의한 주문 축소 폭이 상당히 큰 것으로 해석된다. 그리고 만 3년여 지속된 반도체 상승 Cycle은 역사상 최대 수준의 재고 부담을 발생시켰다. 상승 Cycle이 길었던 만큼, 후유증이 우려된다.

2Q23까지 분기 실적이 하락할 것으로 전망한다. DRAM/NAND 가격 하락에 의한 반도체 실적 부진 때문이다. 2023년 실적은 매출액 330.2조원(+4.7% YoY), 영업이익 44.2조원(-14.1%) 기록할 것으로 전망한다. 3Q23부터 실적 개선 전망한다.

공급 축소 여부 및 폭에 의한 주가 저점 확인에 집중할 시기

실적 추정치 하향으로 목표주가를 하향했으나, 공급 하향에 의한 주가 저점 논리에 집중해야 한다. 오히려 긍정적 시각이 필요하다.

지난 하락 Cycle에서, 3Q18 실적 고점 이후 4Q18에 오더컷과 실적 쇼크를 경험했다. 당연히 4Q18 주가는 부진했다. 그런데 4Q18 실적 쇼크를 확인한 1Q19에 주가는 오히려 단기 반등하며, 저점(앞바닥)을 형성했다. 1Q20에서야 DRAM 고정가가 상승했으니, 업황 위치를 고려하면 상당히 이른 시점이었다. (주가 뒷바닥, 랠리 시작은 3Q19였다.) 1Q19 당시 단기 주가 반등을 이끌었던 핵심 논리는 CapEx 하향(공급 축소)이었다. 4Q22는 1Q19와 비교하여 대입할 수 있는 시기다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	236,807.0	35,993.9	36,345.1	26,090.8	3,478	16.2	39,406	23.3	6.8	2.1	10.0	(37.8)
2021	279,604.8	51,633.9	53,351.8	39,243.8	5,602	61.1	43,611	14.0	5.0	1.8	13.9	(34.7)
2022F	315,412.4	51,432.8	53,595.3	38,729.3	5,527	(1.4)	48,163	9.9	2.8	1.1	12.4	(35.6)
2023F	330,207.0	44,165.1	46,753.7	33,756.1	4,722	(14.6)	51,089	11.5	2.9	1.1	10.0	(38.4)
2024F	350,019.4	55,599.9	58,470.0	42,215.4	6,035	27.8	55,728	9.0	2.3	1.0	11.6	(41.4)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

삼성전자 목표주가 산정 요약

(원, 배)	2022F	비고
BPS	48,163	
목표 PBR	1.45	PBR 하향 1.6배 → 1.45배
주당가치	69,836	
목표주가	70,000	78,000원 → 70,000원

자료: 신한금융투자 추정

삼성전자 실적 추정치 변경 비교표

	3Q22F			2022F			2023F		
(십억원, 원, %)	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	78,138	78,970	1.1	311,223.3	315,412.4	1.3	325,370.9	330,207.0	1.5
영업이익	12,299	12,263	(0.3)	51,513.8	51,432.8	(0.2)	44,970.0	44,165.1	(1.8)
순이익				38,769.2	38,729.3	(0.1)	34,219.7	33,756.1	(1.4)
EPS				5,496	5,527	0.6	4,717	4,722	0.1
BPS				47,869	48,163	0.6	50,263	51,089	1.6
영업이익률	15.7	15.5		16.6	16.3		13.8	13.4	
순이익률				12.5	12.3		10.5	10.2	

자료: 신한금융투자 추정

삼성전자 실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
매출액		77,782	77,204	78,970	81,457	78,561	79,883	83,440	88,323	279,605	315,412	330,207
	반도체	26,870	28,594	27,282	26,152	25,267	25,698	27,505	29,853	94,170	108,898	108,323
	메모리	20,090	21,174	19,191	17,952	17,266	17,387	18,767	20,833	72,590	78,407	74,254
	시스템LSI	6,780	7,420	8,091	8,200	8,000	8,310	8,738	9,020	21,580	30,491	34,069
	디스플레이	7,970	7,710	9,210	9,793	8,749	8,448	9,986	10,327	31,710	34,682	37,510
	MX(무선)	32,370	29,340	30,471	32,457	32,370	33,958	33,465	32,551	109,250	124,638	132,343
	핸드폰	28,704	25,423	26,632	28,234	29,297	30,350	30,014	28,755	88,441	108,993	118,416
	CE(TV)	15,470	14,830	15,522	16,313	15,443	15,115	15,929	19,160	55,010	62,135	65,647
영업이익		14,121	14,097	12,263	10,951	9,551	9,654	11,360	13,600	51,634	51,433	44,165
	반도체	8,450	9,980	7,282	5,759	4,983	4,796	6,282	8,353	29,200	31,471	24,414
	메모리	7,853	9,164	6,392	4,857	4,263	4,131	5,408	7,406	27,886	28,266	21,208
	시스템LSI	597	816	890	902	720	665	874	947	1,314	3,205	3,206
	디스플레이	1,090	1,060	1,597	1,904	1,114	834	1,793	1,804	4,450	5,651	5,545
	MX(무선)	3,820	2,620	2,976	2,536	3,038	3,308	2,853	2,847	13,650	11,952	12,045
	CE(TV)	800	360	310	653	309	605	319	479	3,640	2,123	1,711
영업이익률		18.2	18.3	15.5	13.4	12.2	12.1	13.6	15.4	18.5	16.3	13.4
	반도체	31.4	34.9	26.7	22.0	19.7	18.7	22.8	28.0	31.0	28.9	22.5
	메모리	39.1	43.3	33.3	27.1	24.7	23.8	28.8	35.5	38.4	36.1	28.6
	시스템LSI	8.8	11.0	11.0	11.0	9.0	8.0	10.0	10.5	6.1	10.5	9.4
	디스플레이	13.7	13.7	17.3	19.4	12.7	9.9	18.0	17.5	14.0	16.3	14.8
	MX(무선)	11.8	8.9	9.8	7.8	9.4	9.7	8.5	8.7	12.5	9.6	9.1
	CE(TV)	2.8	1.4	1.2	2.3	1.1	2.0	1.1	1.7	6.6	3.4	2.6

자료: 신한금융투자 추정

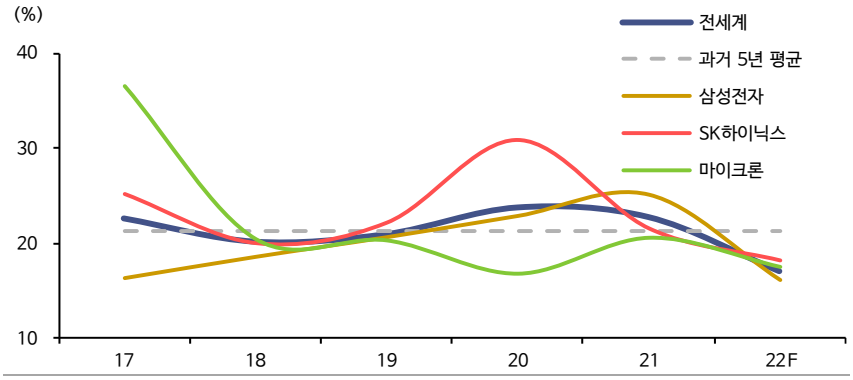
삼성전자 Key Data

(%)	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
DRAM											
Bit Growth (QoQ/YoY)	1.5	6.0	(1.0)	8.0	4.0	6.0	4.0	3.0	20.8	24.8	16.1
ASP (QoQ/YoY)	(3.0)	(0.4)	(16.0)	(18.0)	(7.0)	(2.0)	8.0	10.0	(15.7)	14.6	(5.3)
NAND											
Bit Growth (QoQ/YoY)	7.5	(8.0)	7.0	15.0	4.0	7.0	8.0	7.0	24.2	38.5	30.7
ASP (QoQ/YoY)	(5.0)	3.0	(17.0)	(18.0)	(8.0)	(6.0)	(2.0)	5.0	(2.2)	(9.9)	(2.1)
MX(무선)											
출하량 (백만대)	86.0	72.0	69.9	76.0	77.5	82.0	80.8	82.7	307.0	315.0	308.0
QoQ/YoY	8.9	(16.2)	(3.0)	8.7	2.0	5.8	(1.6)	2.4	(10.5)	2.6	(2.2)
스마트폰	74.0	62.0	59.0	65.0	67.0	70.0	69.0	71.0	255.0	272.0	264.0
피쳐폰	4.0	3.0	3.9	4.5	3.5	4.5	3.8	3.7	21.0	13.0	15.0
태블릿	8.0	7.0	7.0	6.5	7.0	7.5	8.0	8.0	31.0	30.0	29.0
ASP (달러)	277.0	279.7	285.3	271.1	284.6	276.1	281.6	267.5	231.69	244.9	268.5
QoQ/YoY	9.6	14.2	2.0	(5.0)	5.0	(3.0)	2.0	(5.0)	2.5	5.7	9.6
LCD TV 출하량 (백만대)	11.0	8.3	8.9	10.3	9.2	8.3	9.2	12.8	49.5	42.6	38.5
DP 내 OLED 비중 (%)	97.7	97.8	99.6	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	85.5	93.6	98.8

자료: 신한금융투자 추정

2022년 DRAM 공급 증가율은 평균 하회할 전망

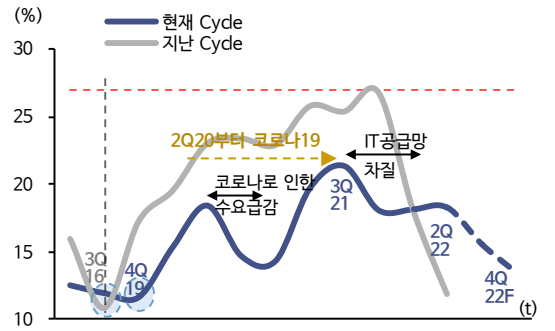
전세계 연간 DRAM Bit Growth 추이



자료: 신한금융투자 추정

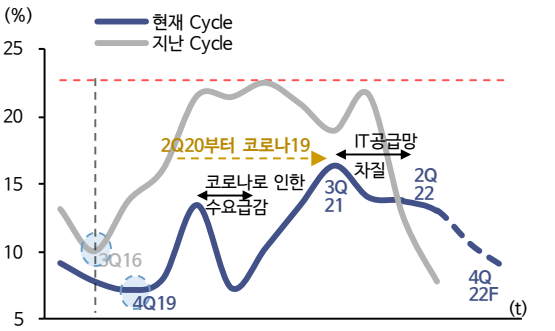
하반기 삼성전자의 Cycle 위치는 중단

삼성전자 OPM, 지난 Cycle vs 현재 Cycle



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

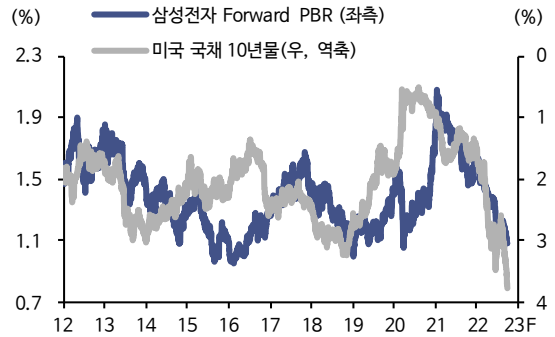
삼성전자 ROE, 지난 Cycle vs 현재 Cycle



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

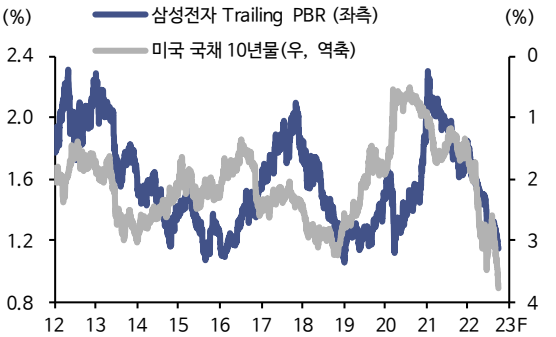
삼성전자의 Valuation 위치는 하단

삼성전자 Forward PBR, 미국 국채 10년물 추이



자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한금융투자

삼성전자 Trailing PBR, 미국 국채 10년물 추이



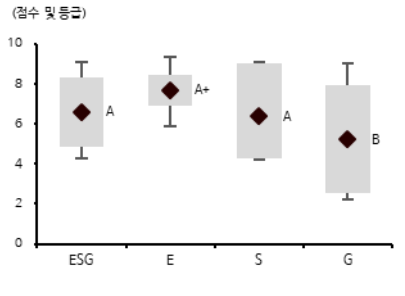
자료: QuantiWise, Bloomberg, 신한금융투자

ESG Insight

Analyst Comment

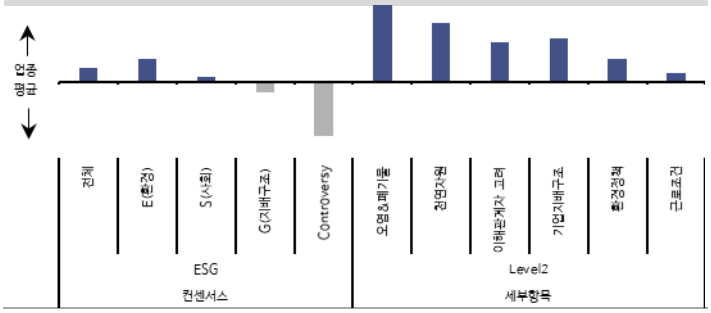
- 반도체 팹 증가로 환경 이슈 노출도 상승. 온실가스 배출량, 에너지 사용량, 폐기물량 감축을 위해 중기 목표 수행 중. 3R 활동, 에너지 절감을 위한 100대 과제 수립, 녹색경영 4대 핵심성과지표 설정 등이 대표적인 사례
- 파트너 상생 협력을 바탕으로 협력사 성장 지원. 2021년 1월 3개년 주주환원 정책을 발표하여, 주주가치 제고에 최선
- 이재용 부회장 법정 구속으로 사회적 논쟁 발생. 최근 무노조 경영 타파, 노동3권 보장을 약속하여 향후 개선 기대

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한금융투자 /주: 8개사 평균과 분포

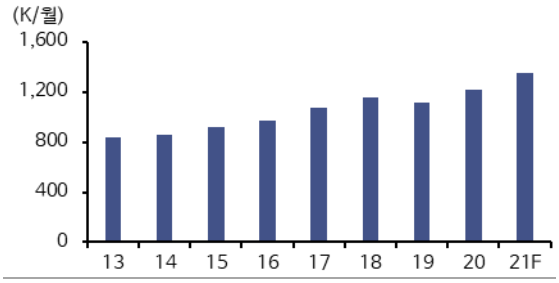
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

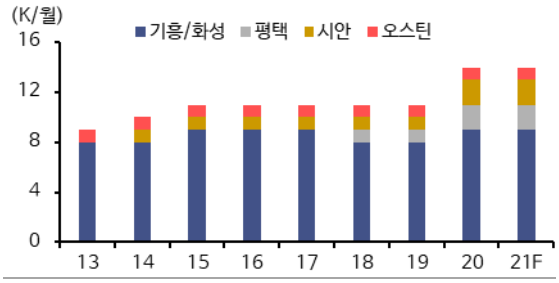
Key Chart

삼성전자 반도체 캐파 추이



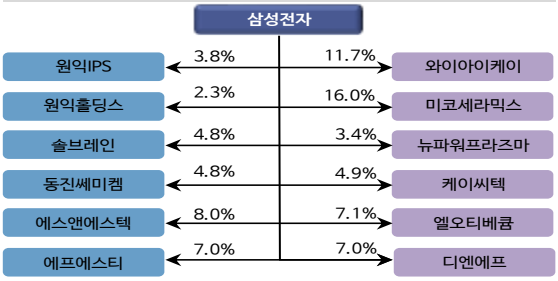
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자

삼성전자 반도체 팹 개수 추이



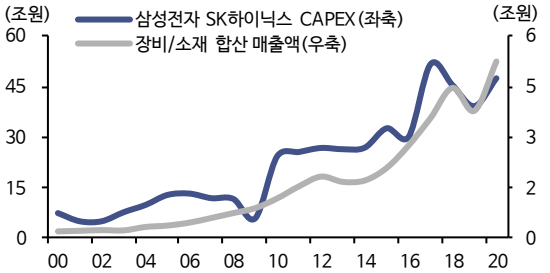
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자

삼성전자의 반도체 기업 지분 현황



자료: 신한금융투자

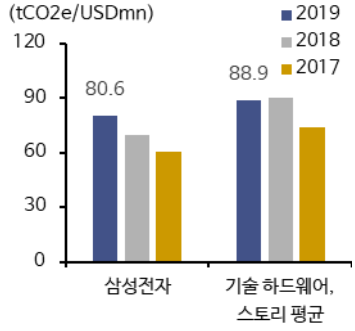
삼성전자, SK하이닉스 CAPEX 및 주요 장비/소재 합산 매출액 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

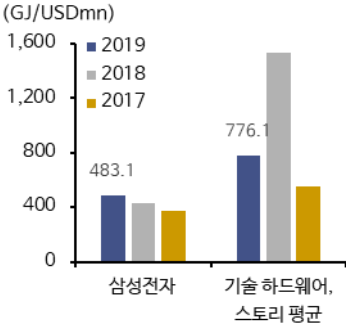
Environment (환경)

온실가스 배출량



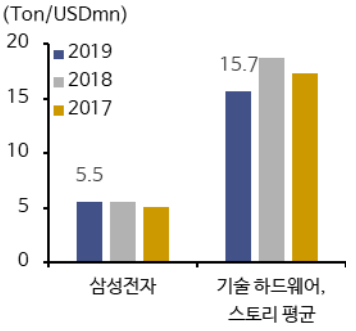
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

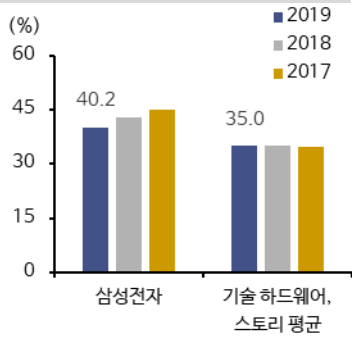
폐기물량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

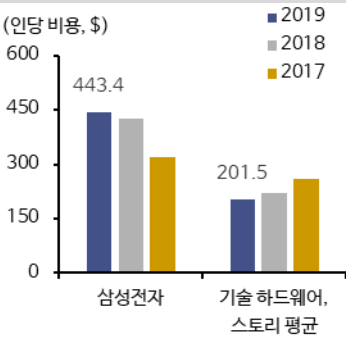
Social (사회)

여성직원 비율



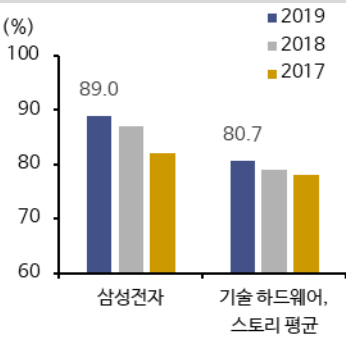
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

직원당 트레이닝 비용



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

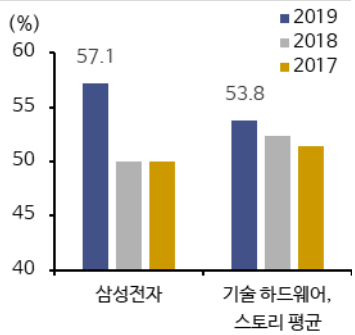
직원만족도



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

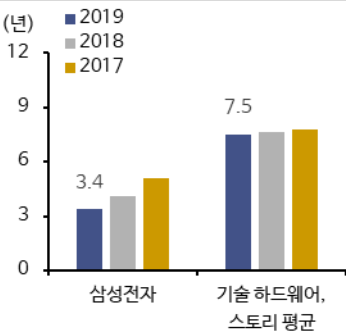
Governance (지배구조)

독립이사 비율



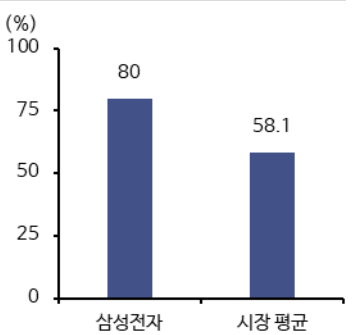
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

기업지배구조 핵심지표 준수율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**378,235.7**	**426,621.2**	**466,837.7**	**492,505.5**	**532,634.9**
유동자산	198,215.6	218,163.2	246,627.1	269,851.1	301,364.5
현금및현금성자산	29,382.6	39,031.4	43,551.3	48,192.6	45,468.3
매출채권	30,965.1	40,713.4	45,927.4	48,081.6	50,966.5
재고자산	32,043.1	41,384.4	48,339.7	50,607.1	53,643.5
비유동자산	180,020.1	208,458.0	220,210.7	222,654.4	231,270.4
유형자산	128,952.9	149,928.5	160,259.0	162,243.9	170,240.9
무형자산	18,468.5	20,236.2	20,514.6	20,500.7	20,486.9
투자자산	21,855.0	24,423.4	25,567.3	26,040.0	26,672.9
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**102,287.7**	**121,721.2**	**130,362.9**	**135,588.7**	**143,490.0**
유동부채	75,604.4	88,117.1	94,059.2	98,593.2	104,422.3
단기차입금	16,553.4	13,687.8	14,372.2	15,090.8	15,845.3
매입채무	9,739.2	13,453.4	15,176.3	15,888.1	16,841.4
유동성장기부채	716.1	1,330.0	1,463.0	1,609.3	1,770.2
비유동부채	26,683.4	33,604.1	36,303.8	36,995.5	39,067.8
사채	948.1	508.2	559.1	615.0	676.5
장기차입금(장기금융부채 포함)	1,999.7	2,866.2	2,865.9	2,865.7	2,865.6
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**275,948.0**	**304,899.9**	**336,474.8**	**356,916.7**	**389,144.9**
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9
기타자본	26.7	86.8	86.8	86.8	86.8
기타포괄이익누계액	(8,726.0)	(2,215.2)	(215.2)	(215.2)	(215.2)
이익잉여금	271,068.2	293,064.8	321,984.7	341,855.7	373,370.0
지배주주지분	**267,670.3**	**296,237.7**	**327,157.6**	**347,028.7**	**378,542.9**
비지배주주지분	8,277.7	8,662.2	9,317.2	9,888.0	10,602.0
*총차입금	20,217.4	18,392.1	19,260.1	20,180.8	21,157.6
*순차입금(순현금)	(104,436)	(105,758)	(119,874)	(137,135)	(160,920)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**236,807.0**	**279,604.8**	**315,412.4**	**330,207.0**	**350,019.4**
증감률 (%)	2.8	18.1	12.8	4.7	6.0
매출원가	**144,488.3**	**166,411.3**	**196,067.8**	**216,092.7**	**222,791.6**
매출총이익	**92,318.7**	**113,193.5**	**119,344.6**	**114,114.3**	**127,227.8**
매출총이익률 (%)	39.0	40.5	37.8	34.6	36.3
판매관리비	**56,324.8**	**61,559.6**	**67,911.8**	**69,949.2**	**71,627.9**
영업이익	**35,993.9**	**51,633.9**	**51,432.8**	**44,165.1**	**55,599.9**
증감률 (%)	29.6	43.5	(0.4)	(14.1)	25.9
영업이익률 (%)	15.2	18.5	16.3	13.4	15.9
영업외손익	351.2	1,718.0	2,162.5	2,588.6	2,870.1
금융손익	949.5	838.6	1,294.7	1,733.5	2,015.0
기타영업외손익	(1,104.8)	149.7	138.2	125.6	125.6
종속 및 관계기업관련손익	506.5	729.6	729.6	729.6	729.6
세전계속사업이익	**36,345.1**	**53,351.8**	**53,595.3**	**46,753.7**	**58,470.0**
법인세비용	9,937.3	13,444.4	14,211.0	12,426.8	15,540.7
계속사업이익	26,407.8	39,907.5	39,384.3	34,327.0	42,929.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**26,407.8**	**39,907.5**	**39,384.3**	**34,327.0**	**42,929.3**
증감률 (%)	21.5	51.1	(1.3)	(12.8)	25.1
순이익률 (%)	11.2	14.3	12.5	10.4	12.3
(지배주주)당기순이익	26,090.8	39,243.8	38,729.3	33,756.1	42,215.4
(비지배주주)당기순이익	317.0	663.7	655.0	570.9	713.9
총포괄이익	22,733.9	49,909.7	41,384.3	34,327.0	42,929.3
(지배주주)총포괄이익	22,374.4	49,037.9	40,661.4	33,727.3	42,179.4
(비지배주주)총포괄이익	359.5	871.8	722.9	599.6	749.9
EBITDA	**66,329.5**	**85,881.2**	**89,855.5**	**83,117.1**	**95,713.0**
증감률 (%)	15.6	29.5	4.6	(7.5)	15.2
EBITDA 이익률 (%)	28.0	30.7	28.5	25.2	27.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**65,287.0**	**65,105.4**	**67,719.0**	**64,084.8**	**82,663.4**
당기순이익	26,407.8	39,907.5	39,384.3	34,327.0	42,929.3
유형자산상각비	27,115.7	31,285.2	34,091.2	34,624.7	35,790.0
무형자산상각비	3,219.9	2,962.2	4,331.5	4,327.3	4,323.1
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(66.6)	(264.8)	(264.8)	(264.8)	(264.8)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(506.5)	(729.6)	(729.6)	(729.6)	(729.6)
운전자본변동	122.4	(16,286.9)	(9,093.5)	(8,199.8)	615.4
(법인세납부)	(4,770.4)	(8,842.0)	(14,211.0)	(12,426.8)	(15,540.7)
기타	13,764.7	17,073.8	14,210.9	12,426.8	15,540.7
투자활동으로인한현금흐름	**(53,628.6)**	**(33,047.8)**	**(59,909.8)**	**(54,206.8)**	**(75,485.1)**
유형자산의증가(CAPEX)	(37,592.0)	(47,122.1)	(45,032.1)	(37,260.3)	(44,432.1)
유형자산의감소	376.7	358.3	610.4	650.6	645.1
무형자산의감소(증가)	(2,672.8)	(2,705.2)	(4,609.8)	(4,313.4)	(4,309.3)
투자자산의감소(증가)	2,570.6	1,606.5	(414.3)	257.0	96.7
기타	(16,311.1)	14,814.7	(10,464.0)	(13,540.7)	(27,485.5)
FCF	27,449.7	19,038.6	22,142.4	32,461.0	34,283.9
재무활동으로인한현금흐름	**(8,327.8)**	**(23,991.0)**	**(8,941.5)**	**(8,888.8)**	**(13,554.8)**
차입금의 증가(감소)	1,340.7	(3,453.4)	868.0	920.6	976.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(9,676.8)	(20,510.4)	(9,809.4)	(9,809.4)	(14,531.6)
기타	8.3	(27.2)	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	(0.1)	0.1	5,652.2	3,652.2	3,652.2
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(833.9)	1,582.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**2,496.6**	**9,648.8**	**4,519.9**	**4,641.3**	**(2,724.3)**
기초현금	26,886.0	29,382.6	39,031.4	43,551.3	48,192.6
기말현금	29,382.6	39,031.4	43,551.3	48,192.6	45,468.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	3,525	5,700	5,623	4,806	6,141
EPS (지배순이익, 원)	3,478	5,602	5,527	4,722	6,035
BPS (자본총계, 원)	40,624	44,887	49,535	52,544	57,289
BPS (지배지분, 원)	39,406	43,611	48,163	51,089	55,728
DPS (원)	2,994	1,444	1,444	2,044	1,588
PER (당기순이익, 배)	23.0	13.7	9.7	11.3	8.9
PER (지배순이익, 배)	23.3	14.0	9.9	11.5	9.0
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.7	1.1	1.0	1.0
PBR (지배지분, 배)	2.1	1.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	6.8	5.0	2.8	2.9	2.3
배당성향 (%)	78.0	25.0	25.3	41.1	25.3
배당수익률 (%)	3.7	1.8	2.6	3.8	2.9
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	28.0	30.7	28.5	25.2	27.3
영업이익률 (%)	15.2	18.5	16.3	13.4	15.9
순이익률 (%)	11.2	14.3	12.5	10.4	12.3
ROA (%)	7.2	9.9	8.8	7.2	8.4
ROE (지배순이익, %)	10.0	13.9	12.4	10.0	11.6
ROIC (%)	16.8	23.7	19.5	15.2	18.9
안정성					
부채비율 (%)	37.1	39.9	38.7	38.0	36.9
순차입금비율 (%)	(37.8)	(34.7)	(35.6)	(38.4)	(41.4)
현금비율 (%)	38.9	44.3	46.3	48.9	43.5
이자보상배율 (배)	61.7	119.7	112.2	85.0	102.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	9.9	12.2	10.2	9.1	9.2
재고자산회수기간 (일)	45.3	47.9	51.9	54.7	54.4
매출채권회수기간 (일)	50.9	46.8	50.1	52.0	51.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

SK하이닉스

Bloomberg Code (000660 KS) | Reuters Code (000660.KS)

2022년 9월 27일

공급 논리에 집중

[반도체/장비]

최도연 이사 연구위원
☎ 02-3772-1558
✉ doyeon@shinhan.com

남궁현 연구원
☎ 02-3772-2662
✉ hyon@shinhan.com

매수	현재주가 (9월 26일)	목표주가	상승여력
(유지)	82,500원	115,000원 (하향)	39.4%

- 3Q22 영업이익 4.19조원(+46.6% QoQ) 전망
- 반도체 주문 축소, 역대급 속도
- 공급 축소 여부 및 폭에 의한 주가 저점 확인에 집중할 시기

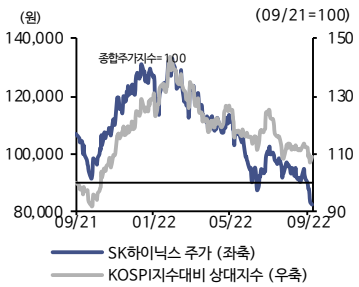
신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com

신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	115,000 원 (하향)
상승여력	39.4%

KOSPI	2,220.94p
KOSDAQ	692.37p
시가총액	60,060.2 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	728.0 백만주
유동주식수	537.4 백만주(73.8%)
52 주 최고가/최저가	133,000 원/82,500 원
일평균 거래량 (60 일)	2,740,635 주
일평균 거래액 (60 일)	257,932 백만원
외국인 지분율	49.83%
주요주주	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07%
국민연금공단	8.17%
절대수익률	
3 개월	-9.9%
6 개월	-30.1%
12 개월	-20.7%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-4.0%
6 개월	-14.1%
12 개월	11.6%

주가차트



3Q22 영업이익 4.19조원(+46.6% QoQ) 전망

3Q22 실적은 매출액 11.73조원(-15.1%, 이하 QoQ), 영업이익 1.94조원(-53.7%)을 전망한다. 영업이익이 컨센서스(2.55조원)를 하회할 것으로 보인다. 주문 축소 및 가격 하락 때문이다.

4Q22에는 DRAM/NAND 가격 하락 폭이 더 확대될 가능성 높다. 재고 부담이 더 커진 상태이기 때문이다. 매크로 하강에 대한 불확실성이 지속될 것으로 보여, 1H23에도 추가적으로 가격이 하락할 전망이다. 그러나 1H23에는 가격 하락 폭이 축소될 것으로 예상한다.

반도체 주문 축소, 역대급 속도

반도체 주문 축소 속도가 매우 빠르다. 매크로 하강 속도가 부담이다. 또한 재고 부담에 의한 주문 축소 폭이 상당히 큰 것으로 해석된다. 만 3년여 지속된 반도체 상승 Cycle은 역사상 최대 수준의 재고 부담을 발생시켰다. 상승 Cycle이 길었던 만큼, 후유증이 우려된다.

2Q23까지 분기 실적이 하락할 것으로 전망한다. DRAM/NAND 가격 하락에 의한 반도체 실적 부진 때문이다. 2023년 실적은 매출액 46.5조원(-4.7% YoY), 영업이익 5.7조원(-44.5%) 기록할 것으로 전망한다. 분기 실적은 3Q23부터 개선될 것으로 전망한다. 매크로 상황에 따라 1H23 중 분기 적자 가능성까지 존재한다.

공급 축소 여부 및 폭에 의한 주가 저점 확인에 집중할 시기

실적 추정치 하향으로 목표주가를 하향했으나, 공급 하향에 의한 주가 저점 논리에 집중해야 한다. 오히려 긍정적 시각이 필요하다.

지난 하락 Cycle에서, 3Q18 실적 고점 이후 4Q18에 오더컷과 실적 쇼크를 경험했다. 당연히 4Q18 주가는 부진했다. 그런데 4Q18 실적 쇼크를 확인한 1Q19에 주가는 오히려 단기 반등하며, 저점(앞바닥)을 형성했다. 업황 위치를 고려하면 상당히 이른 시점이었다. 1Q19 당시 단기 주가 반등을 이끌었던 핵심 논리는 CapEx 하향(공급 축소)이었다. 4Q22는 1Q19와 비교하여 대입할 수 있는 시기다. 22F PBR 0.9배를 하회한 현재 주가는 분기 적자 우려까지 이미 반영했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	31,900.4	5,012.6	6,237.0	4,755.1	6,532	137.0	71,275	18.1	6.4	1.7	9.5	15.5
2021	42,997.8	12,410.3	13,416.0	9,602.3	13,190	101.9	85,380	9.9	4.6	1.5	16.8	16.8
2022F	48,823.4	10,204.9	11,185.9	8,404.8	11,545	(12.5)	95,792	7.2	2.9	0.9	12.7	14.2
2023F	46,538.0	5,663.9	6,656.4	4,944.3	6,792	(41.2)	101,167	12.3	3.5	0.8	6.9	7.8
2024F	54,589.1	11,292.3	12,318.7	9,115.3	12,521	84.4	111,987	6.7	2.7	0.7	11.7	6.5

SK하이닉스 목표주가 산정 요약

(원, 배)	2022F	비고
BPS	95,792	
목표 PBR	1.2	PBR 하향 1.3배 → 1.2배
주당가치	114,950	
목표주가	115,000	120,000원 → 115,000원

자료: 신한금융투자 추정

SK하이닉스 실적 추정치 변경 비교표

	3Q22F			2022F			2023F		
(십억원, 원, %)	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)	변경전	변경후	변경률 (%)
매출액	11,724.3	11,725.4	0.0	49,150.1	48,823.4	(0.7)	48,568.9	46,538.0	(4.2)
영업이익	2,005.8	1,943.2	(3.1)	10,545.8	10,204.9	(3.2)	7,312.9	5,663.9	(22.5)
순이익				8,659.1	8,404.8	(2.9)	6,162.5	4,944.3	(19.8)
EPS				11,894	11,545	(2.9)	8,465	6,792	(19.8)
BPS				95,858	95,792	(0.1)	102,906	101,167	(1.7)
영업이익률	17.1	16.6		21.5	20.9		15.1	12.2	
순이익률				17.6	17.2		12.7	10.6	

자료: 신한금융투자 추정

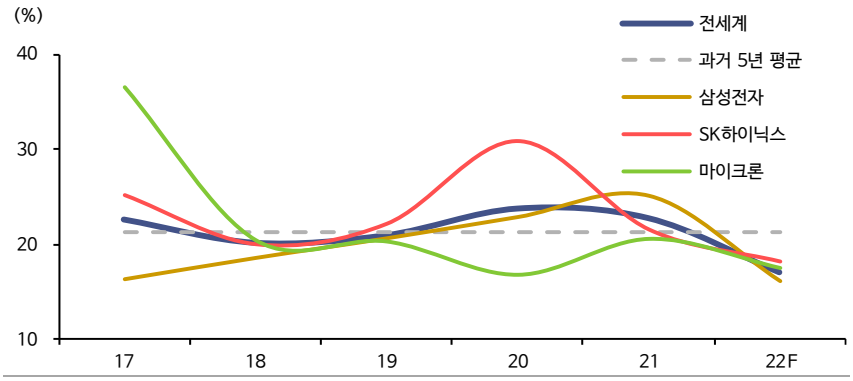
SK하이닉스 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F
매출액	12,156	13,811	11,725	11,131	10,806	10,933	11,794	13,005	42,998	48,823	46,538
DRAM	7,916	8,933	7,703	7,130	6,916	6,941	7,680	8,569	31,136	31,682	30,106
NAND	3,847	4,477	3,618	3,592	3,478	3,575	3,693	4,010	10,827	15,534	14,756
매출비중											
DRAM	65.1	64.7	65.7	64.1	64.0	63.5	65.1	65.9	72.4	64.9	64.7
NAND	31.6	32.4	30.9	32.3	32.2	32.7	31.3	30.8	25.2	31.8	31.7
영업이익	2,860	4,193	1,943	1,209	933	793	1,459	2,479	12,410	10,205	5,664
DRAM	2,974	3,741	2,426	1,828	1,587	1,451	1,996	2,724	12,369	10,968	7,759
NAND	(122)	434	(487)	(613)	(660)	(655)	(530)	(242)	42	(763)	(2,095)
영업이익률	23.5	30.4	16.6	10.9	8.6	7.2	12.4	19.1	28.9	20.9	12.2
DRAM	37.6	41.9	31.5	25.6	23.0	20.9	26.0	31.8	39.7	34.6	25.8
NAND	(3.2)	9.7	(13.5)	(17.1)	(19.0)	(18.3)	(14.3)	(6.0)	0.4	(4.9)	(14.2)
Key Data											
DRAM B/G (%)	(8.5)	10.0	(3.0)	10.0	4.0	5.0	4.0	3.0	20.4	4.5	20.0
DRAM ASP (%)	(4.0)	(1.0)	(16.0)	(18.0)	(7.0)	(2.0)	8.0	10.0	15.3	(13.4)	(23.2)
NAND B/G (%)	19.0	9.0	(8.0)	18.0	6.0	11.0	7.0	5.0	60.1	52.8	33.3
NAND ASP (%)	(2.0)	2.0	(17.0)	(18.0)	(8.0)	(6.0)	(2.0)	5.0	(9.0)	(16.2)	(31.0)
환율(원/달러)	1,205	1,262	1,335	1,370	1,360	1,340	1,320	1,300	1,144	1,293	1,330

자료: 신한금융투자 추정 / 주: 인텔 낸드(솔리다임) 인수 반영

2022년 DRAM 공급 증가율은 평균 하회할 전망

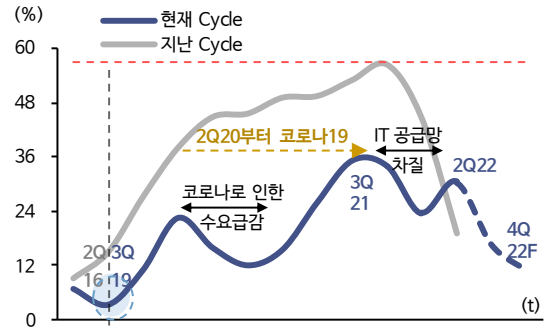
전세계 연간 DRAM Bit Growth 추이



자료: 신한금융투자 추정

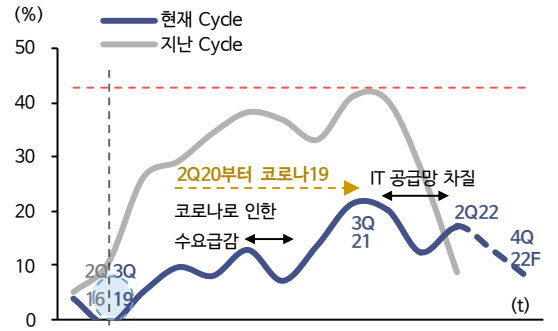
하반기 SK하이닉스의 Cycle 위치는 중단

SK하이닉스 OPM, 지난 Cycle vs 현재 Cycle



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

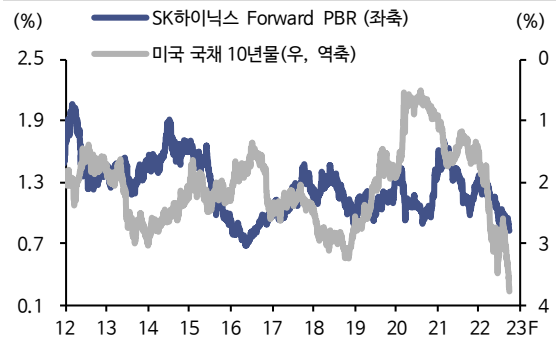
SK하이닉스 ROE, 지난 Cycle vs 현재 Cycle



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

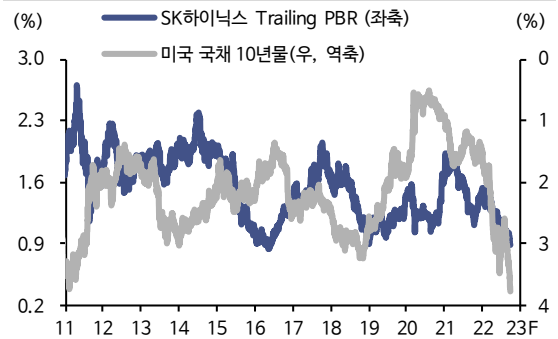
SK하이닉스의 Valuation 위치는 하단

SK하이닉스 Forward PBR, 미국 국채 10년물 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

SK하이닉스 Trailing PBR, 미국 국채 10년물 추이



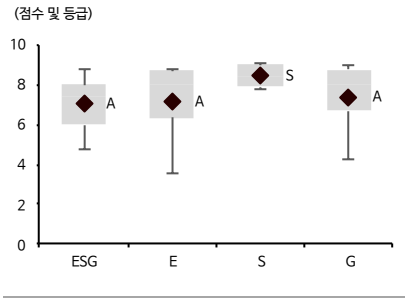
자료: QuantiWise, 신한금융투자

ESG Insight

Analyst Comment

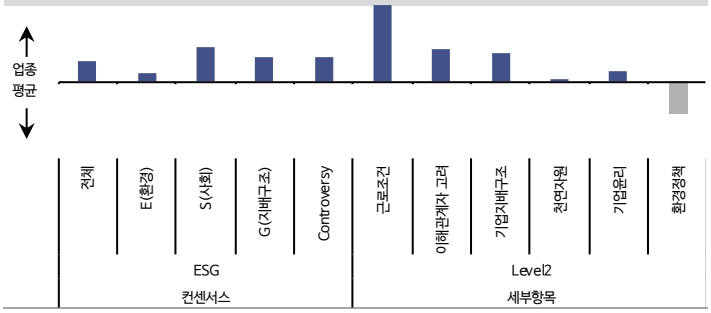
- 친환경 반도체 생산공장을 목표로 2022년 ECO Vision 수립 후 과제 진행 중
- 인권 존중, 강제 노동 금지, 연소자 근로, 근로시간, 임금, 차별 금지, 결사의 자유 등 인권/노동 방침 제정하여 관리
- 주주가치 제고를 위해 주주환원 정책 수립. 주당 1,200원을 고정적으로 지급하고, 22-24년 FCF의 50%를 환원
- MSCI ESG Rating에서 2년 연속 상향되며 현재 A등급 달성

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한금융투자 / 주: 8개사 평균과 분포

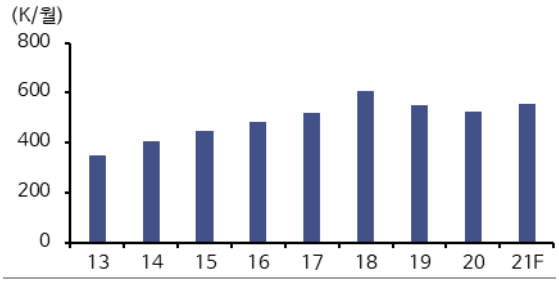
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한금융투자 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

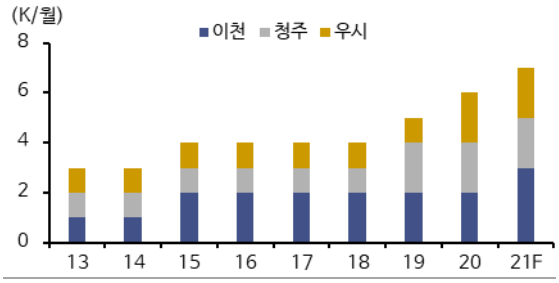
Key Chart

SK하이닉스 반도체 캐파 추이



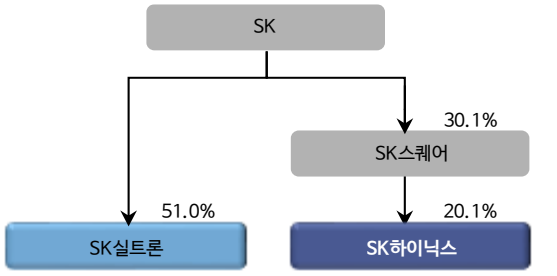
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자

SK하이닉스 반도체 팹 개수 추이



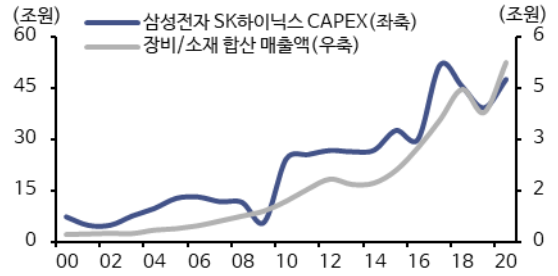
자료: DRAMeXchange, 신한금융투자

SK하이닉스의 반도체 기업 지분 현황



자료: 신한금융투자

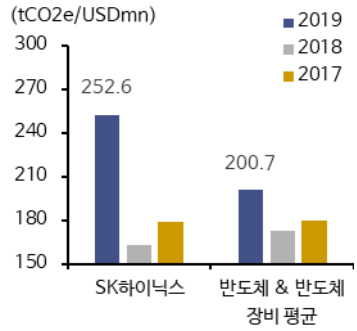
삼성전자, SK하이닉스 CAPEX 및 주요 장비/소재 합상 매출액 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

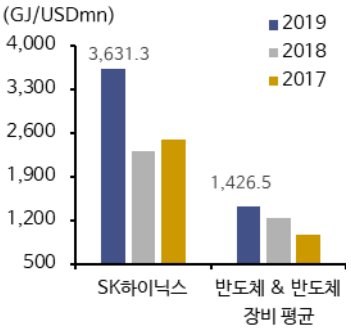
Environment (환경)

온실가스 배출량



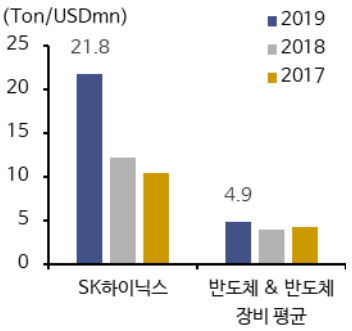
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

에너지 사용량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

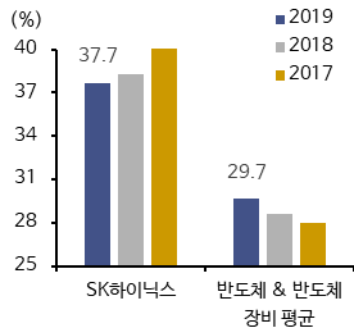
폐기물량



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

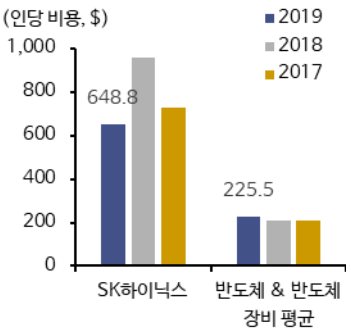
Social (사회)

여성직원 비율



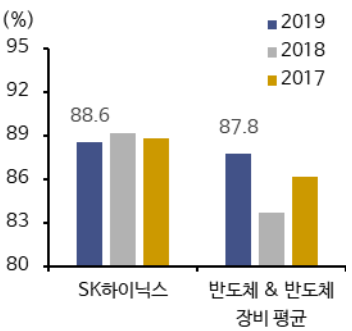
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

직원당 트레이닝 비용



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

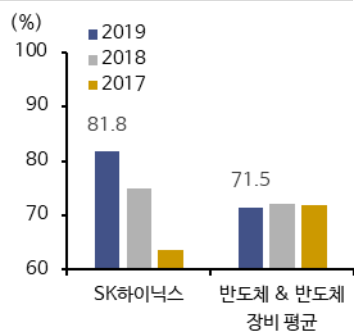
고객 만족도



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

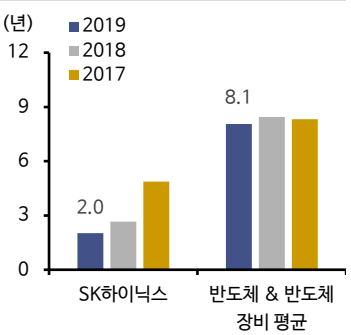
Governance (지배구조)

사외이사 비율



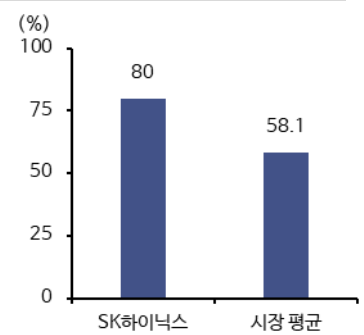
자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

이사회 평균 임기



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

기업지배구조 핵심지표 준수율



자료: MSCI, Refinitiv, 신한금융투자

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	**71,173.9**	**96,386.5**	**103,897.0**	**104,091.9**	**109,302.2**
유동자산	16,571.0	26,870.5	33,845.2	36,272.9	38,796.9
현금및현금성자산	2,976.0	5,058.0	7,093.0	8,790.5	7,353.3
매출채권	4,931.3	8,267.1	8,973.8	8,643.5	10,225.3
재고자산	6,136.3	8,916.6	12,304.9	11,935.8	11,339.0
비유동자산	54,602.9	69,516.0	70,051.9	67,819.0	70,505.3
유형자산	41,230.6	53,034.3	53,441.2	50,926.6	53,493.5
무형자산	3,400.3	5,065.1	4,516.2	4,207.4	3,809.6
투자자산	7,344.1	8,459.4	9,137.1	9,727.7	10,245.0
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**19,264.8**	**34,195.4**	**34,114.2**	**30,389.1**	**27,708.7**
유동부채	9,072.4	14,769.4	13,492.9	12,356.9	11,742.7
단기차입금	179.6	233.2	268.2	308.4	354.7
매입채무	1,046.2	1,359.2	1,407.5	1,412.0	1,656.2
유동성장기부채	2,934.7	2,647.6	2,779.9	2,918.9	3,064.9
비유동부채	10,192.4	19,426.1	20,621.3	18,032.2	15,966.0
사채	3,610.4	7,214.0	7,935.4	6,745.1	5,733.3
장기차입금(장기금융부채 포함)	5,911.3	8,757.4	9,510.3	8,268.0	7,212.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**51,909.1**	**62,191.1**	**69,782.9**	**73,702.8**	**81,593.5**
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,334.6	4,334.6	4,334.6	4,334.6
기타자본	(2,503.1)	(2,294.6)	(2,294.6)	(2,294.6)	(2,294.6)
기타포괄이익누계액	(405.5)	675.3	675.3	675.3	675.3
이익잉여금	46,995.7	55,784.1	63,363.7	67,276.6	75,154.1
지배주주지분	**51,888.5**	**62,157.1**	**69,736.8**	**73,649.5**	**81,527.1**
비지배주주지분	20.6	34.0	46.1	53.3	66.4
*총차입금	12,984.0	19,154.8	20,837.5	18,568.0	16,749.2
*순차입금(순현금)	8,030.7	10,471.1	9,875.9	5,763.2	5,294.1

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**31,900.4**	**42,997.8**	**48,823.4**	**46,538.0**	**54,589.1**
증감률 (%)	18.2	34.8	13.5	(4.7)	17.3
매출원가	**21,089.8**	**24,045.6**	**29,460.2**	**31,578.4**	**33,536.3**
매출총이익	**10,810.6**	**18,952.2**	**19,363.2**	**14,959.6**	**21,052.8**
매출총이익률 (%)	33.9	44.1	39.7	32.1	38.6
판매관리비	**5,798.0**	**6,541.9**	**9,158.3**	**9,295.7**	**9,760.5**
영업이익	**5,012.6**	**12,410.3**	**10,204.9**	**5,663.9**	**11,292.3**
증감률 (%)	84.3	147.6	(17.8)	(44.5)	99.4
영업이익률 (%)	15.7	28.9	20.9	12.2	20.7
영업외손익	1,224.4	1,005.6	981.0	992.5	1,026.4
금융손익	1,347.5	907.7	883.0	894.5	928.4
기타영업외손익	(86.8)	(64.3)	(64.3)	(64.3)	(64.3)
종속 및 관계기업관련손익	(36.3)	162.3	162.3	162.3	162.3
세전계속사업이익	**6,237.0**	**13,416.0**	**11,185.9**	**6,656.4**	**12,318.7**
법인세비용	1,478.1	3,799.8	2,768.9	1,704.9	3,190.2
계속사업이익	4,758.9	9,616.2	8,417.0	4,951.5	9,128.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4,758.9**	**9,616.2**	**8,417.0**	**4,951.5**	**9,128.5**
증감률 (%)	136.9	102.1	(12.5)	(41.2)	84.4
순이익률 (%)	14.9	22.4	17.2	10.6	16.7
(지배주주)당기순이익	4,755.1	9,602.3	8,404.8	4,944.3	9,115.3
(비지배주주)당기순이익	3.8	13.9	12.1	7.1	13.2
총포괄이익	4,651.5	10,687.5	8,417.0	4,951.5	9,128.5
(지배주주)총포괄이익	4,649.9	10,669.3	8,402.7	4,943.0	9,113.0
(비지배주주)총포괄이익	1.7	18.2	14.3	8.4	15.5
EBITDA	**14,784.8**	**23,068.8**	**24,805.5**	**19,150.8**	**24,238.9**
증감률 (%)	30.4	56.0	7.5	(22.8)	26.6
EBITDA 이익률 (%)	46.3	53.7	50.8	41.2	44.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	**12,314.6**	**19,797.6**	**16,745.9**	**15,528.4**	**16,469.9**
당기순이익	4,758.9	9,616.2	8,417.0	4,951.5	9,128.5
유형자산상각비	8,811.6	9,862.6	13,194.2	12,445.9	12,083.8
무형자산상각비	960.6	795.9	1,406.4	1,041.0	862.9
외화환산손실(이익)	(219.8)	61.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	11.1	(88.8)	(50.0)	(50.0)	(50.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	36.3	(162.3)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(1,649.8)	(3,018.4)	(5,608.1)	(2,246.4)	(4,941.6)
(법인세납부)	(370.6)	(1,014.9)	(2,768.9)	(1,704.9)	(3,190.2)
기타	(23.7)	3,746.2	2,155.3	1,091.3	2,576.5
투자활동으로인한현금흐름	**(11,840.4)**	**(22,392.3)**	**(14,765.7)**	**(10,786.2)**	**(15,106.8)**
유형자산의증가(CAPEX)	(10,068.7)	(12,486.6)	(14,251.5)	(10,841.7)	(15,834.2)
유형자산의감소	59.1	79.9	650.3	910.4	1,183.6
무형자산의감소(증가)	(800.0)	(971.8)	(857.5)	(732.1)	(465.0)
투자자산의감소(증가)	(482.5)	(44.6)	(677.7)	(590.6)	(517.3)
기타	(548.3)	(8,969.2)	370.7	467.8	526.1
FCF	3,046.7	6,473.6	1,845.8	4,974.9	742.9
재무활동으로인한현금흐름	**252.1**	**4,492.3**	**4.8**	**(3,094.6)**	**(2,850.3)**
차입금의 증가(감소)	1,251.7	5,612.8	1,682.7	(2,269.5)	(1,818.8)
자기주식의처분(취득)	0.0	8.5	0.0	0.0	0.0
배당금	(684.0)	(805.0)	(1,677.8)	(825.2)	(1,031.5)
기타	(315.6)	(324.0)	(0.1)	0.1	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(56.3)	184.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**669.9**	**2,082.0**	**2,035.0**	**1,697.5**	**(1,437.2)**
기초현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	7,093.0	8,790.5
기말현금	2,976.0	5,058.0	7,093.0	8,790.5	7,353.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

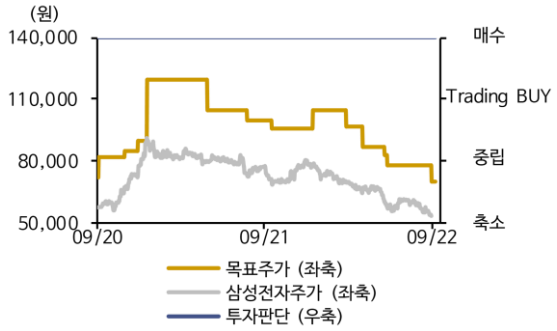
주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	6,537	13,209	11,562	6,801	12,539
EPS (지배순이익, 원)	6,532	13,190	11,545	6,792	12,521
BPS (자본총계, 원)	71,303	85,427	95,855	101,240	112,079
BPS (지배지분, 원)	71,275	85,380	95,792	101,167	111,987
DPS (원)	1,170	1,540	1,200	1,500	1,800
PER (당기순이익, 배)	18.1	9.9	7.2	12.3	6.7
PER (지배순이익, 배)	18.1	9.9	7.2	12.3	6.7
PBR (자본총계, 배)	1.7	1.5	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.7	1.5	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	6.4	4.6	2.9	3.5	2.7
배당성향 (%)	16.8	11.0	9.8	20.9	13.6
배당수익률 (%)	1.0	1.2	1.4	1.8	2.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	46.3	53.7	50.8	41.2	44.4
영업이익률 (%)	15.7	28.9	20.9	12.2	20.7
순이익률 (%)	14.9	22.4	17.2	10.6	16.7
ROA (%)	7.0	11.5	8.4	4.8	8.6
ROE (지배순이익, %)	9.5	16.8	12.7	6.9	11.7
ROIC (%)	8.5	16.0	11.3	6.0	11.6
안정성					
부채비율 (%)	37.1	55.0	48.9	41.2	34.0
순차입금비율 (%)	15.5	16.8	14.2	7.8	6.5
현금비율 (%)	32.8	34.2	52.6	71.1	62.6
이자보상배율 (배)	19.8	47.7	31.5	17.8	39.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.5	6.8	5.0	3.4	3.2
재고자산회수기간 (일)	65.4	63.9	79.3	95.1	77.8
매출채권회수기간 (일)	52.6	56.0	64.4	69.1	63.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

삼성전자 (005930)

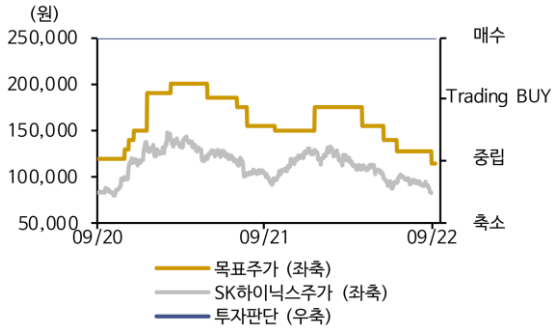


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 09월 02일	매수	72,000	(18.6)	(15.3)
2020년 09월 28일	매수	82,000	(25.9)	(17.7)
2020년 11월 24일	매수	85,000	(16.1)	(13.1)
2020년 12월 23일	매수	90,000	(8.0)	1.1
2021년 01월 12일	매수	120,000	(30.7)	(25.3)
2021년 05월 24일	매수	105,000	(23.8)	(21.0)
2021년 08월 19일	매수	100,000	(24.8)	(22.3)
2021년 10월 12일	매수	96,000	(22.9)	(16.1)
2022년 01월 10일	매수	105,000	(30.1)	(24.9)
2022년 03월 24일	매수	97,000	(30.0)	(27.6)
2022년 04월 29일	매수	87,000	(24.1)	(21.7)
2022년 06월 16일	매수	83,000	(28.9)	(28.0)
2022년 06월 22일	매수	78,000	(24.6)	(20.6)
2022년 09월 27일	매수	70,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

SK하이닉스 (000660)

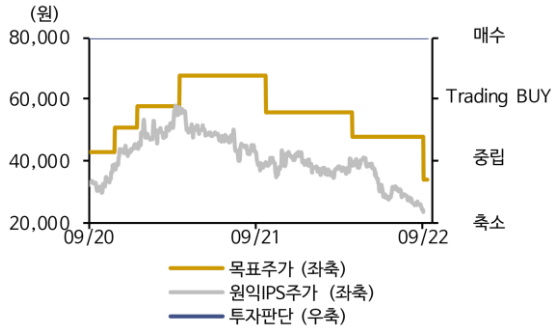


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 09월 24일	매수	120,000	(27.8)	(16.7)
2020년 11월 24일	매수	130,000	(22.8)	(16.2)
2020년 12월 03일	매수	140,000	(16.6)	(13.9)
2020년 12월 14일	매수	150,000	(18.5)	(8.0)
2021년 01월 12일	매수	190,000	(30.6)	(21.8)
2021년 03월 05일	매수	200,000	(33.2)	(28.0)
2021년 05월 24일	매수	185,000	(33.0)	(30.0)
2021년 07월 28일	매수	175,000	(36.2)	(30.9)
2021년 08월 19일	매수	155,000	(34.0)	(30.3)
2021년 10월 19일	매수	150,000	(22.3)	(12.7)
2022년 01월 14일	매수	175,000	(31.4)	(24.0)
2022년 04월 28일	매수	155,000	(30.0)	(26.8)
2022년 06월 14일	매수	140,000	(33.3)	(30.1)
2022년 07월 13일	매수	128,000	(26.1)	(19.9)
2022년 09월 27일	매수	115,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

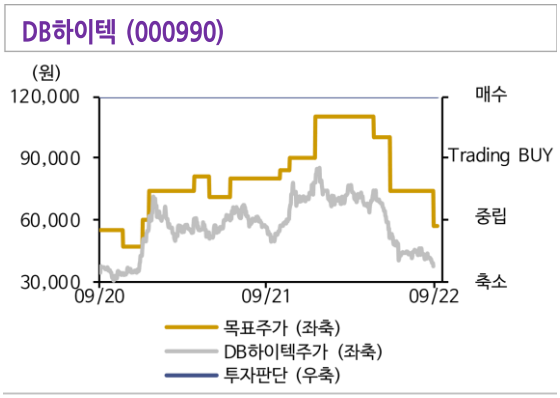
원익IPS (240810)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 09월 02일	매수	43,000	(22.1)	(8.8)
2020년 11월 24일	매수	51,000	(15.8)	(10.3)
2021년 01월 12일	매수	58,000	(13.0)	0.5
2021년 04월 14일	매수	68,000	(30.2)	(15.9)
2021년 10월 15일		6개월경과	(41.7)	(41.3)
2021년 10월 19일	매수	56,000	(30.5)	(22.0)
2022년 04월 20일		6개월경과	(27.7)	(27.0)
2022년 04월 25일	매수	48,000	(32.6)	(13.8)
2022년 09월 27일	매수	34,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

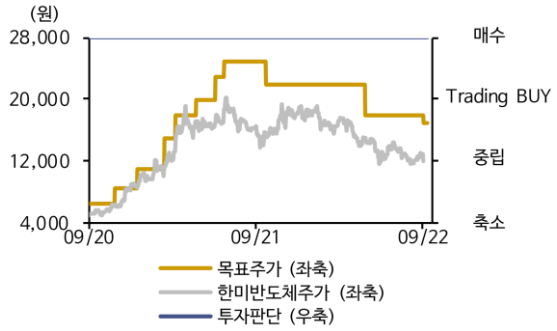


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 08월 18일	매수	55,000	(35.2)	(29.1)
2020년 11월 16일	매수	47,000	(22.8)	(1.6)
2020년 12월 29일	매수	60,000	(11.7)	(6.3)
2021년 01월 12일	매수	74,000	(20.5)	(3.6)
2021년 04월 21일	매수	81,000	(30.5)	(24.8)
2021년 05월 24일	매수	71,000	(20.0)	(12.1)
2021년 07월 09일	매수	80,000	(25.8)	(16.0)
2021년 10월 26일	매수	84,000	(29.7)	(22.9)
2021년 11월 16일	매수	90,000	(20.4)	(13.3)
2022년 01월 11일	매수	110,000	(34.5)	(22.8)
2022년 05월 19일	매수	100,000	(35.6)	(25.8)
2022년 06월 24일	매수	74,000	(39.8)	(27.8)
2022년 09월 27일	매수	57,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

한미반도체 (042700)

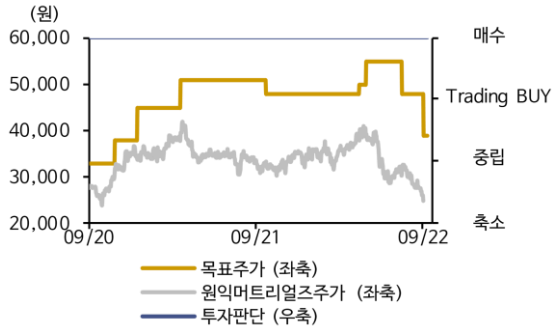


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 09월 02일	매수	6,500	(15.0)	(1.2)
2020년 11월 24일	매수	8,500	(10.8)	7.4
2021년 01월 12일	매수	11,000	(5.6)	10.2
2021년 03월 12일	매수	15,000	(17.6)	(11.7)
2021년 04월 05일	매수	18,000	(8.3)	6.0
2021년 05월 20일	매수	20,000	(17.1)	(12.8)
2021년 07월 01일	매수	23,000	(24.7)	(20.5)
2021년 07월 20일	매수	25,000	(32.6)	(19.4)
2021년 10월 19일	매수	22,000	(21.6)	(12.3)
2022년 04월 20일		6개월경과	(23.6)	(23.0)
2022년 04월 25일	매수	22,000	(33.0)	(28.4)
2022년 05월 23일	매수	18,000	(27.3)	(17.5)
2022년 09월 27일	매수	17,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

원익머트리얼즈 (104830)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2020년 05월 20일	매수	33,000	(18.8)	(7.4)
2020년 11월 21일		6개월경과	(8.2)	(8.2)
2020년 11월 24일	매수	38,000	(11.3)	(3.3)
2021년 01월 12일	매수	45,000	(19.6)	(13.2)
2021년 04월 16일	매수	51,000	(31.7)	(17.6)
2021년 10월 17일		6개월경과	(34.7)	(34.7)
2021년 10월 19일	매수	48,000	(28.7)	(21.3)
2022년 04월 20일		6개월경과	(21.4)	(17.9)
2022년 05월 10일	매수	50,000	(20.1)	(17.9)
2022년 05월 25일	매수	55,000	(39.3)	(27.5)
2022년 08월 11일	매수	48,000	(39.0)	(31.8)
2022년 09월 27일	매수	39,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 최도연, 남궁현)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 상기 회사 DB하이텍, SK하이닉스, 삼성전자를 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기 회사 SK하이닉스, 삼성전자를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- 당사는 상기회사 SK하이닉스를 기초자산으로 한 주식선물의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 당사는 상기회사 SK하이닉스를 기초자산으로 한 주식옵션의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2022년 9월 24일 기준)

매수 (매수)	96.31%	Trading BUY (중립)	1.23%	중립 (중립)	2.46%	축소 (매도)	0.00%