



반도체

(Overweight)

이 또한 지나가리니

Glossary

용어	정의
Wol (Weeks of Inventory)	비트 재고 / 비트 출하량 * 주수 (분기 = 13 주, 연간 = 52 주)
재고회전기간	재고자산 / 매출원가 * 일수 (분기 = 91.3 일, 연간 365 일)
EB (Exa Bytes)	10 억 Giga Bytes
핫 스토리지(Hot Storage)	서비스에서 시스템이 자주 찾거나 많은 이용자에게 쓰이는 데이터인 핫 데이터를 보관하는 장치
WSTS	세계 반도체 무역 통계 (World Semiconductor Trade Statistics)

Contents

I. 2022 년 반도체 산업 및 주가 Review.....	6
글로벌 반도체 2022 년 리뷰	6
한국 반도체의 냉정한 현실	8
한국 반도체 상장기업 2022 년 Review	11
II. 기업 실적 및 가이드نس 리뷰	13
럭셔리와 생필품 소비는 증가하나 일반 내구재 소비는 감소	13
하지만, 10 월 후반 테크 기업들의 전망은 부정적	14
11 월에도 소비재는 비교적 선방, 테크는 부진으로 요약	15
소비자는 아직은 괜찮지만, 반도체 관련 수요는 불안	16
III. IT 수요 전망.....	17
반도체 수출과 환율	17
PC: 팬데믹 버블과 후유증	19
스마트폰: 퀄컴과 미디어텍의 부정적 전망	22
데이터센터: 성장세 둔화할 듯	24
달라진 DRAM의 특성: 약해진 가격 탄력성	27
IV. 메모리 수급 모델	28
수요 변수 가정	28
DRAM 수급 모델	29
NAND 수급 모델	36
2023 년 반도체 시장 전망	41
반도체 Capex 전망	43
V. 투자의견 요약	45
실적 레벨보다는 사이클의 피봇 가능성이 중요	45
재고 감축이 키포인트	47
실적 전망은 밝지 않아도 주가는 이미 많이 하락	49
So What?	50
기업분석	53
삼성전자 (005930)	
SK 하이닉스 (000660)	
DB 하이텍(036490)	
원익 IPS (036490)	
한미반도체 (042700)	
주성엔지니어링 (036930)	
유진테크 (084370)	

이 또한 지나가리니

이승우 Analyst

팬데믹이 만든 버블이
사라지자 역대급의 재고가
쌓였다.

메모리 생산 캐파는 현재의
수요를 훨씬 상회하는 수준이
다. 결국 감산이 불가피한 상황
이라 판단한다.

팬데믹이 만든 버블이 사라지자 세상에는 역대급의 반도체 재고가 쌓였고 메모리 생산 캐파는 수요를 훨씬 상회하는 수준까지 늘어났다. 결국 감산이 불가피한 시대를 맞이하게 되었다.

유진 메모리 모델에 따르면 2022 년 전세계 DRAM 총수요는 전년비 2% 감소한 233 억 GB 인 반면 생산량은 20% 증가한 276 억 GB 에 달할 전망이다. 출하는 이보다 35 억 GB 가 적은 241 억 GB 로 예상된다. 이에 따라, 2021 년 말 6 억 GB (재고 주수 기준 1 주 중반) 였던 DRAM 재고는 2022 년 말 41 억 GB(8~9 주)까지 증가할 것으로 예상된다.

인플레이션과 가파른 금리 상승을 감안할 때, 2023 년 수요 전망도 그다지 긍정적이지는 못하다. 유진 리서치가 예상하는 2023 년 DRAM 수요는 12% 증가한 261 억 GB 로 여전히 생산 캐파를 밑돌 것으로 예측된다. 결국, 감산은 선택이 아니라 필수인 것이다.

마이크론과 SK 하이닉스 등이 감산을 공식화한 가운데 업계 1 위 삼성은 감산 계획을 부인하고 있다. 하지만, 생산라인 효율화 등의 방법으로 일정 부분 자연스러운 감산은 진행될 가능성이 높아 보인다.

업체들의 감산으로 DRAM 웨이퍼 아웃풋은 2022 년 하반기 월 163 만장에서 2023 년 상반기 월 148 만장으로 약 9% 감소하고, 연간 비트 생산량은 266 억 GB 로 약 4% 줄어들 것으로 추산한다. 결국 2023 년말 DRAM 재고는 30 억 GB(약 5 주 수준)로 줄어들 것으로 예측된다. 하지만, 여전히 재고 레벨은 정상 수준을 상회한다는 점에서 급격한 업황 개선은 쉽지 않아 보인다.

결과적으로 2023 년 DRAM 시장규모는 올해 대비 26% 감소한 600 억 달러에 그칠 전망이다. 이러한 시장 축소로 DRAM 업체들의 마진 악화가 불가피할 것으로 보인다.

**유진 메모리 모델이 예측하는
2023 년 메모리 반도체 시황은
상당히 우울하다.**

**그러나, 상황은 계속 가변적이
다. 매크로도, 파월의 생각도
그럴 것이다.**

**메모리 업체들도 감산에 보다
적극적으로 나설지도 모른다.**

NAND 도 상황은 비슷하다. 2022 년 NAND 총 생산량은 전년비 19% 증가한 676EB(EB=10 억 GB)에 달하지만, 출하는 이보다 96EB 나 적은 580EB 에 그칠 전망이다. 이에 따라, 지난해 말 47EB(약 4 주)였던 NAND 재고는 올해 말에는 143EB(약 13 주 수준)까지 급증할 것으로 보인다.

NAND 도 감산이 불가피하다. 내년 NAND 총 생산은 올해보다 1% 감소한 667EB 로 예상되어, 예상 수요인 687EB 를 하회할 것으로 보인다. 출하는 올해보다 20% 늘어난 699EB 를 예상한다. 이렇게 되면, 2023 년 말 NAND 재고는 110EB(약 7 주 내외)로 소폭 줄어들게 된다.

감산 계획을 반영해도 NAND 재고 감소는 만족스럽지 못하다. 2023 년 NAND 시장규모는 365 억 달러로 22% 감소할 것으로 예상된다. 이 과정에서 상당한 규모의 재고평가손실이 발생할 것으로 보이고 NAND 업체들 대부분은 적자를 피하기 어려워 보인다.

유진 메모리 모델이 예측하는 2023 년 메모리 반도체의 색깔은 상당히 우울하다. 그러나, 상황은 계속 가변적이다. 매크로 변수도, 파월의 생각도 가변적일 것이다. 메모리 업체들도 감산에 더 적극적으로 나설지도 모른다. 가정이 바뀌면 모델의 예측 결과도 바뀌게 마련이다. 마이크론도 감산 얘기를 처음 꺼내든지 한 달여 만에 감산 계획을 추가로 확대했으니 말이다.

비록 속도가 빠르지는 않더라도, 내년 하반기 이후로는 완만한 개선 흐름을 예상한다. 그리고 무엇보다 반도체 주가는 이미 상당히 많이 하락한 상회이고, 주가는 업황에 6~9 개월 선행한다는 점을 상기할 필요가 있다. 개선이 명확해지면 주가는 이미 충분히 올라있을 가능성이 크다.

2023 년의 반도체 업황은 불안감을 안고 갈 수 밖에 없다. 하지만, 주가는 불안 너머의 상황을 반영해 갈 것이다. 사업 안정성과 파운드리라는 성장 기회를 갖춘 삼성전자와 소부장 종목 중에서는 기술력 개선이 눈에 띄는 유진테크와 한미반도체를 유망 종목으로 추천한다.

I. 2022 년 반도체 산업 및 주가 Review

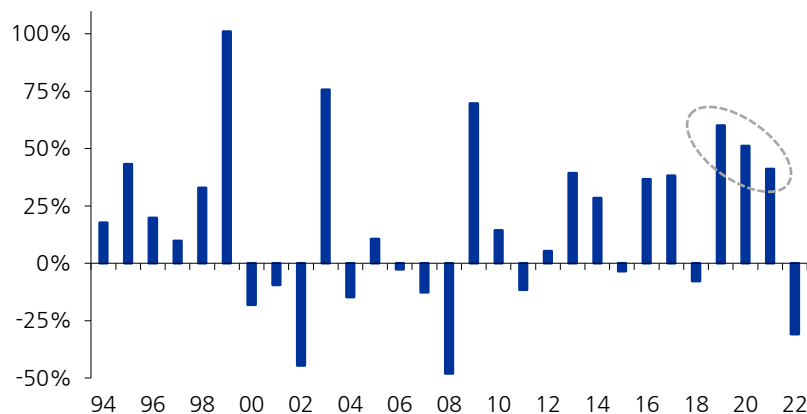
글로벌 반도체 2022 년 리뷰

필라델피아 반도체 지수(SOX)를 구성하는 30 개 종목들의 2022 년 매출은 전년비 13%, 영업이익은 37% 증가할 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 SOX 지수는 올해 들어 31%나 하락했다.

이는 1994 년 5 월 지수가 만들어진 이후 2008 년의 -48%, 2002 년의 -45%에 이은 역대 세 번째의 낙폭인 것이다. 30 개 구성 종목 중 연초대비 주가가 오른 종목은 글로벌파운드리와 온세미컨덕터 두 종목에 불과할 정도로 반도체 모든 영역에 걸쳐 광범위하게 주가 하락이 나타났다.

2019~2021 년 3 년
연속 큰 폭 성장했던
SOX 지수가 올해 들어
현재까지 31% 하락

도표 1. 필라델피아 반도체 지수 연간 상승률 비교



자료: 유진투자증권

미국이 반도체 산업을 전략 자산화하면서 반도체에 대한 시장의 관심은 더욱 높아졌지만, 연초부터 SOX 지수는 힘 한번 제대로 쓰지 못했다. 월간 기준 2 개월 연속으로 주가가 오른 적이 없을 정도로 연중 내내 약세를 이어갔다. 주가는 이익을 선반영한다. 올해 SOX 지수가 폭락한 것은 내년 반도체 기업들의 실적 둔화를 예상하고 있기 때문이다.

시가총액 기준으로 글로벌 반도체 업체 중 상위 50 개사를 점검해보도 올해 들어 주가가 오른 기업은 글로벌파운드리, 온세미컨덕터, 디스코 등 3 개 회사뿐이다. 어느 나라 어느 분야를 막론하고 모든 반도체 기업의 주가가 하락했다. 특히 더 안타까운 것은 반도체 시가총액 상위 50 개사 중에서 2 년 연속 주가가 하락한 기업은 삼성전자, SMIC, 코보 등 3 개사뿐이라는 사실이다.

세계 반도체 시가총액
상위 50 개사 중 올해
들어 주가가 오른 종목
은 글로벌파운드리, 온
세미컨덕터, 디스코 등
3 종목에 불과

도표 2. 반도체 시총 상위 50 개 사 주가 상승률

시총 순위	티커	기업명	시가총액 (\$ bil)	주가 상승률			
				2019년	2020년	2021년	2022년
		SOX Index	2,451	58%	52%	42%	-31%
1	2330-TW	TSMC	405	47%	60%	16%	-21%
2	NVDA-US	엔비디아	384	76%	122%	125%	-48%
3	A005930	삼성전자	311	44%	45%	-3%	-21%
4	ASML-NL	ASML	241	92%	51%	78%	-19%
5	AVGO-US	브로드컴	219	24%	39%	52%	-23%
6	TXN-US	TI	159	36%	28%	15%	-7%
7	QCOM-US	퀄컴	139	55%	73%	20%	-32%
8	INTC-US	인텔	123	28%	-17%	3%	-42%
9	AMD-US	AMD	119	148%	100%	57%	-49%
10	AMAT-US	어플라이드머티리얼	90	86%	41%	82%	-33%
11	ADI-US	아날로그디바이스	83	38%	24%	19%	-8%
12	MU-US	마이크론	64	69%	40%	24%	-37%
13	LRCX-US	램리서치	62	115%	62%	52%	-36%
14	KLAC-US	KLA	53	99%	45%	66%	-13%
15	8035-JP	TEL	50	91%	61%	73%	-33%
16	A000660	SK하이닉스	48	56%	26%	11%	-33%
17	NXPI-US	NXP	45	74%	25%	43%	-25%
18	IFX-DE	인피니온	43	17%	55%	30%	-21%
19	MCHP-US	마이크로칩	41	46%	32%	26%	-15%
20	MRVL-US	마벨	38	64%	79%	84%	-50%
21	2454-TW	미디어텍	37	93%	68%	59%	-39%
22	GFS-US	GF	36				4%
23	STM-US	ST마이크로	35	94%	38%	32%	-22%
24	ON-US	온세미	31	48%	34%	108%	7%
25	981-HK	SMIC (中)	24	74%	85%	-16%	-9%
35	6723-JP	르네사스	19	50%	44%	32%	-4%
26	2303-TW	UMC	18	46%	187%	38%	-30%
27	MPWR-US	MPWR	18	53%	106%	35%	-24%
28	002371-CN	나우라(中)	17	133%	105%	92%	-34%
29	002049-CN	유니궤신(中)	17	76%	163%	68%	-12%
30	6920-JP	레이저텍	17	297%	118%	191%	-29%
31	SWKS-US	스카이웍스	15	80%	26%	1%	-39%
32	TER-US	테라다인	14	117%	76%	36%	-43%
33	603501-CN	월세미(中)	14	388%	61%	34%	-63%
34	3711-TW	ASE	13	43%	-2%	31%	-11%
36	ASM-NL	ASMI	13	177%	82%	116%	-35%
37	300316-CN	JSG(中)	12	57%	91%	131%	-3%
38	6857-JP	어드반테스	12	175%	25%	41%	-18%
39	600703-CN	산안 (中)	12	62%	47%	39%	-49%
40	WDC-US	WD	12	72%	-13%	18%	-43%
41	WOLF-US	울프스피드	11				-19%
42	688008-CN	몬테지(中)	11		16%	1%	-18%
43	ENTG-US	엔테그리스	11	80%	92%	44%	-47%
44	6146-JP	디스코	10	102%	34%	1%	14%
45	QRVO-US	코보	10	91%	43%	-6%	-37%
46	688396-CN	CR마이크로(中)	10			3%	-17%
47	603986-CN	기가디바이스 (中)	10	229%	35%	25%	-41%
48	LSCC-US	래티스	9	177%	139%	68%	-13%
49	300661-CN	SG마이크로(中)	9	378%	57%	76%	-11%
50	300782-CN	맥센드 (中)	9		150%	3%	-40%

자료: 유진투자증권

한국 반도체의 냉정한 현실

2021 년 기준 세계 반도체 최종 매출액은 5,560 억 달러였다. 이를 기업들이 속한 국적별로 나눠 보면 한국은 점유율 21%로 55%인 미국에 이어 세계 2 위를 기록했다. 일본과 대만이 각각 7%, 6% 대의 점유율을 갖는 것으로 집계된다. 한국이 반도체 강국으로 불리는 것은 이 같은 통계 결과에 의한 측면이 작지 않다.

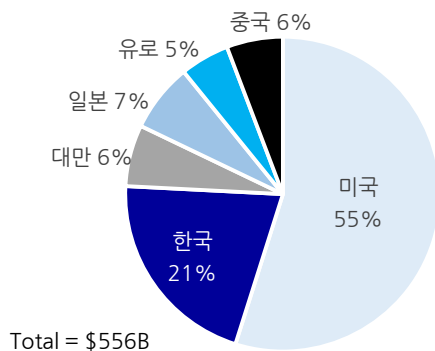
그러나, 사실 반도체 산업을 제대로 분석하기 위해서는 최종 제품 매출보다 관련 산업을 총괄해서 볼 필요가 있다. 서플라이체인을 따라가며 전체를 분석하는 것은 보통의 노력으로 이루어지는 것은 아니다. 그러나, 반도체 관련 상장사들의 데이터를 분석하면 대략적인 윤곽을 잡을 수 있다.

Refinitiv 에서 제공하는 반도체 섹터에 속한 기업들의 지난해 매출 합계를 통해 추정한 글로벌 반도체 상장사 매출액 총합은 약 1.1 조 달러로 추산된다. 실제 반도체 산업의 사이즈는 공식적으로 인정되는 WSTS 의 통계와 비교하면 약 2 배 정도 규모로 볼 수 있다는 얘기가 된다. 예를 들면 WSTS 의 통계에는 파운드리 매출이나 소부장 매출이 포함되어 있지 않기 때문이다.

그리고 이를 국가별로 집계해 본 결과는 WSTS 의 통계와는 상당한 차이가 있다. 2021 년 한국 반도체 상장사들의 매출액 합계는 1,460 억 달러(삼성전자의 경우 DS 사업부만 집계)로 13%인 반면 대만의 반도체 상장사 매출 합계는 2,550 억 달러로 점유율이 24%에 달했다. (인력과 시간 문제로 이를 하나하나 충분히 분석을 하지 못한 것은 양해를 바랍)

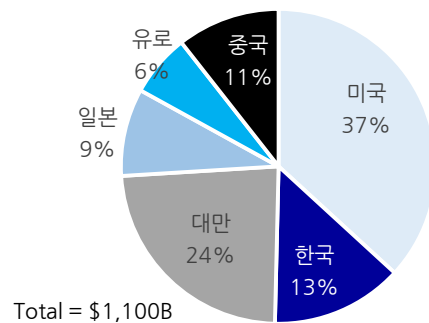
아래 두 개의 파이차트 중에서 왼쪽 것보다는 오른쪽이 좀 더 각 나라의 반도체 산업이 갖는 실질 점유율을 잘 나타낸다고 볼 수 있는 것이다.

도표 3. 무역 통계 기준 '21 년 반도체 점유율 비교



자료: WSTS, 유진투자증권

도표 4. 반도체 상장사 기준 매출 '21 년 점유율 비교

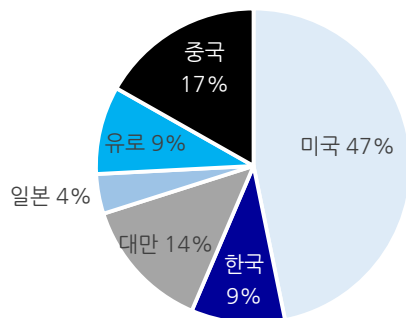


자료: Refinitiv, 유진투자증권

2022년 11월 현재 시점 기준 글로벌 반도체 상장사들의 시가총액 합계는 3.5~3.6조 달러로 추산된다. 이중 미국이 1.66조 달러로 전체의 48%를 차지하고 있다. 2위는 놀랍게도 중국이다. 중국의 반도체 관련 상장사들의 시가총액 합계는 5,960억 달러에 달한다. 3위는 4,860억 달러의 대만이며, 한국은 3,420억 달러로 4위에 그친다. 이마저도 삼성전자가 포함되어 있기 때문인데, 삼성전자의 시가총액이 전부 반도체가 아니라는 사실을 감안하면, 한국 반도체 산업의 시장가치는 유럽(3,210억 달러)에도 밀릴 수 있는 수준이다.

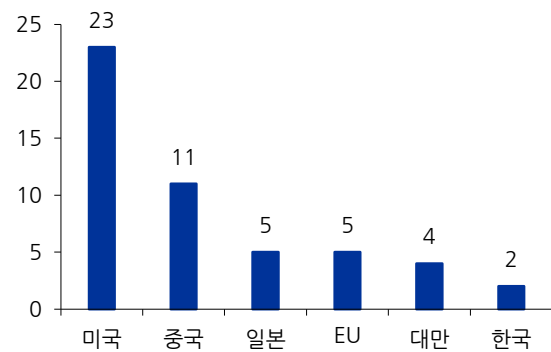
한편, 시가총액 기준 글로벌 반도체 상위 50개사의 국적별 분포를 보면 미국이 23개 업체, 중국 11개, 일본 5개, EU 5개, 대만 4개, 한국 2개로 집계된다. 한국 반도체 산업이 얼마나 Top2에 대한 의존도가 크고 생태계가 허약한지가 명확하게 드러난다. 한국이 과연 반도체 산업 강국인지 다시 한번 생각해볼 수 없는 상황이다.

도표 5. 반도체 상장사 시가총액 비중



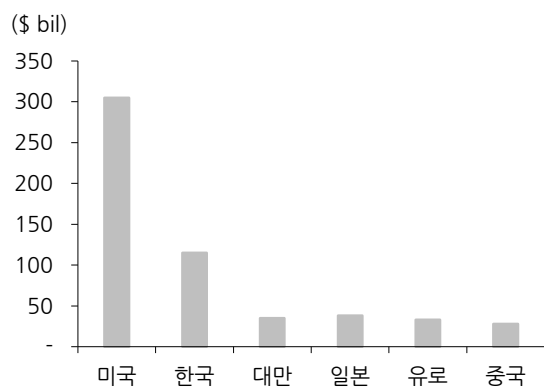
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 6. 반도체 시총 상위 50개사의 분포



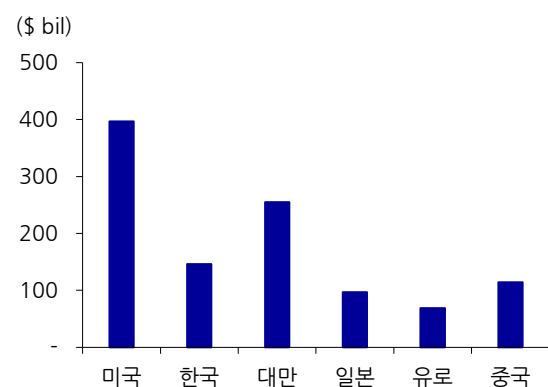
자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 7. 국가별 반도체 매출 비교 (2021년)



자료: WSTS, 유진투자증권

도표 8. 국가별 반도체 상장사 매출 비교 (2021년)

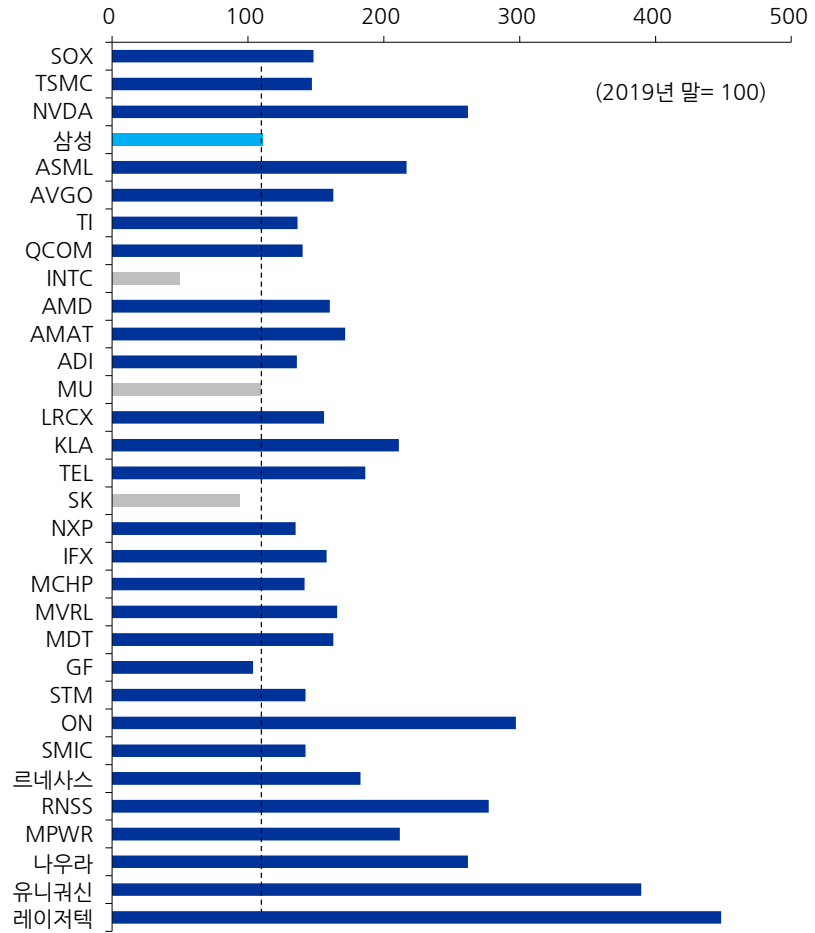


자료: Refinitiv, 유진투자증권

팬데믹이 오기 전인 2019년말 대비 3년간의 주가 퍼포먼스 비교 결과 SOX 지수는 48.4% 상승한 반면, 삼성전자는 겨우 10.8% 상승한 상황이다. 최근 3년간 삼성전자보다 언더퍼폼한 반도체 기업은 인텔, SK 하이닉스, 마이크론이라는 사실이 씁쓸하지 않을 수 없다.

주요 반도체 종목 중
지난 3년간 삼성전자
보다 부진한 주가를 기
록한 업체는 인텔, SK
하이닉스, 마이크론 뿐

도표9. 2019년 말 대비 현재 주가 수준 비교 (시총 기준 Top 30)



자료: 유진투자증권

한국 반도체 상장기업 2022 년 Review

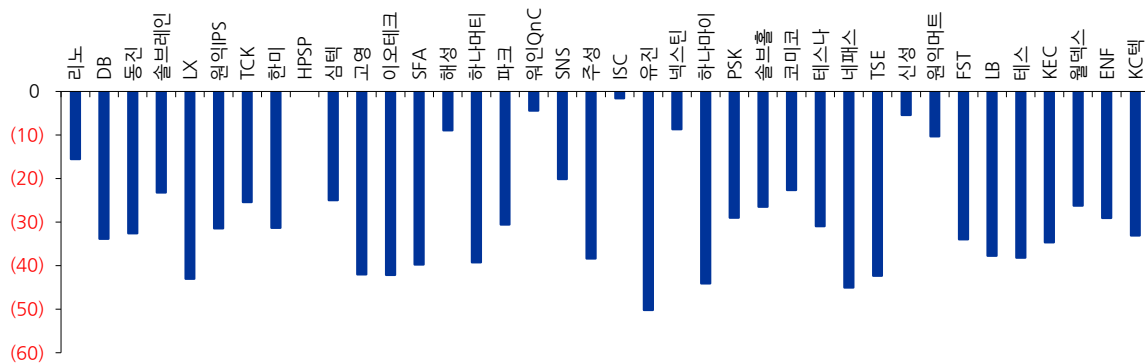
한국 주식 시장에 상장된 시총 기준 반도체 분야 상위 40 개사 중 삼성전자와 SK 하이닉스를 제외한 나머지 38 개 기업들의 최근 4 개 분기 확정된 매출액 합계는 21 조원, 영업이익은 4.3 조원 (OPM 20.7%)을 기록해 전년비 상당히 개선된 성과를 보였다.

그러나, 11월 18일 기준으로 이들 기업들의 주가는 단 한 개의 기업도 빼놓지 않고 모두 연초 대비 마이너스를 기록 중(올해 중 상장한 HPSP 는 제외)이다. 실적은 개선된 반면 주가는 하락해 이들 38 개 기업들의 P/OP(시가총액/영업이익)는 7.2 배 수준에 그치고 있다. 주로 소부장으로 구성된 이들 기업들의 시가총액 합계는 31.4 조원이다.

내년 반도체 업황 둔화와 투자 축소를 감안할 때, 2023년 매출과 이익은 감소가 불가피할 전망이다. 그러나, 예를 들어 앞으로 4 개 분기 영업이익이 30% 줄어든 경우 P/OP 는 10 배 수준, 50%가 감소하면 14 배 수준일 뿐이다. 밸류에이션을 보면 절대 비싸 보이지 않는다.

매크로 및 지정학과 관련된 불확실성이 있고, 실적 둔화라는 악재도 잠재해 있다. 그러나, 중장기 관점에서 국내 반도체 소부장 기업들의 현재 주가가 충분히 낮은 수준에 와있는 것은 분명하다. 반도체 산업의 특성상 내리막을 넘어가면 다시 오르막길이 나타나게 될 것이다. 과감한 투자자들이라면 올해 남은 기간부터 내년 초 사이에 걸쳐 괜찮은 수익률을 낼 수 있는 기회를 맞이하게 될 것으로 기대한다.

도표 10. 한국 반도체 시가총액 상위 40 개사의 연초대비 주가 상승률



자료: 유진투자증권

도표 11. 한국 반도체 시가총액 상위 40 개사 리스트

순위	코드	기업명	주요 제품/사업	주가		시가총액 (십억원)	P/OP (12M Trail)	OPM (12M Trail)
				(11/18)	(YTD)			
1	A005930	삼성전자	메모리, 파운드리	61,800	(21.1)	368,933	7.0	17.1%
2	A000660	SK하이닉스	메모리	88,400	(32.5)	64,355	5.0	25.8%
3	A058470	리노공업	부품- 테스트소켓, 핀	167,500	(15.5)	2,553	17.8	44.3%
4	A000990	DB하이텍	소자 - 8인치 파운드리	48,100	(33.8)	2,136	2.8	45.5%
5	A005290	동진썬미켐	소재 - 포토레지스트	34,400	(32.6)	1,769	8.9	14.2%
6	A357780	솔브레인	소재 - TEOS, 식각, 세정	213,900	(23.2)	1,664	8.0	19.0%
7	A108320	LX세미콘	소자 - DDI	95,400	(43.0)	1,552	4.0	17.0%
8	A240810	원익IPS	장비 - 증착, 열처리	29,000	(31.4)	1,423	31.6	4.9%
9	A064760	티씨케이	소재 - SiC	110,800	(25.4)	1,294	10.4	38.9%
10	A042700	한미반도체	장비 - 픽애플레이스	13,000	(31.3)	1,286	9.7	35.4%
11	A403870	HPSP	장비 - 어닐링, 열처리	62,800	-	1,253	18.9	60.5%
12	A222800	심텍	소재 - PCB	34,250	(25.0)	1,091	2.8	22.1%
13	A098460	고영	장비 - 비전검사	13,750	(42.0)	944	22.0	16.3%
14	A039030	이오테크닉스	장비 - 레이저	69,200	(42.1)	853	9.9	20.1%
15	A036540	SFA반도체	서비스 - OSAT	4,635	(39.7)	762	10.0	10.6%
16	A195870	해성디에스	소재 - 리드프레임	44,500	(8.9)	757	4.0	22.9%
17	A166090	하나머티리얼즈	소재 - 쿼츠, 세라믹	38,150	(39.3)	754	7.8	30.6%
18	A140860	파크시스템스	장비 - 검사/계측	106,300	(30.5)	738	27.7	26.4%
19	A074600	원익QnC	소재 - 쿼츠, 세라믹	27,350	(4.4)	719	5.9	16.9%
20	A101490	에스앤에스텍	소재 - 포토마스크	29,400	(20.1)	631	52.9	13.1%
21	A036930	주성엔지니어링	장비 - 증착, 열처리	12,950	(38.3)	625	4.3	31.1%
22	A095340	ISC	부품 - 테스트	34,800	(1.6)	606	9.6	34.6%
23	A084370	유진테크	장비 - 증착	25,750	(50.2)	590	9.6	18.1%
24	A348210	넥스틴	장비 - 계측	55,000	(8.6)	548	10.2	52.1%
25	A067310	하나마이크론	서비스 - OSAT	11,350	(44.1)	544	4.2	14.7%
26	A319660	피에스케이	장비 - 애셔	18,750	(29.0)	543	5.1	22.2%
27	A036830	솔브레인홀딩스	소재 - 포토레지스트	25,450	(26.5)	534	7.7	18.5%
28	A183300	코미코	서비스 - 세정	51,900	(22.7)	520	8.4	29.9%
29	A131970	두산테스나	서비스 - 테스트(비메모리)	34,500	(30.9)	509	8.3	26.1%
30	A033640	네패스	서비스 - OSAT, 범핑	21,100	(45.0)	487	-	-0.7%
31	A131290	티에스이	부품 - 테스트 (프로브카드)	42,500	(42.3)	470	7.2	19.0%
32	A011930	신성이엔지	엔지니어링, 클린룸	2,030	(5.4)	418	13.8	6.3%
33	A104830	원익머티리얼즈	소재 - 특수가스	31,750	(10.3)	400	5.1	24.2%
34	A036810	에프에스티	소재 - 펄리클	16,750	(33.9)	364	71.0	3.4%
35	A061970	엘비세미콘	서비스 - OSAT, 범핑	8,320	(37.7)	364	6.3	10.5%
36	A095610	테스	장비 - 증착	18,400	(38.2)	364	7.6	14.2%
37	A092220	KEC	소자 - TR	2,425	(34.6)	351	13.3	9.4%
38	A101160	월텍스	소재 - 실리콘, 쿼츠	21,150	(26.2)	349	7.4	20.1%
39	A102710	이엔에프테크놀로지	소재 - 케미컬 (박리, 세정, 현상)	24,300	(29.1)	347	5.9	12.0%
40	A281820	케이씨텍	장비 - 세정, CMP	16,100	(33.1)	336	4.8	18.6%

자료: 유진투자증권

II. 기업 실적 및 가이드نس 리뷰

럭셔리와 생필품 소비는 증가하나 일반 내구재 소비는 감소

금리 인상 영향으로 기업 실적에 대한 우려가 컸지만, 10 월 들어 실적을 발표한 기업들의 성적표는 기대 이상이었다. 럭셔리 브랜드의 대표주자인 LVMH 는 미국 여행객들의 유럽 소비 증가 영향으로 유럽 매출이 전년대비 36% 증가했다고 밝혔다. 루이비통, 크리스찬 디올, 펜디, 불가리 등 대부분의 브랜드 매출이 두 자리 매출 증가를 이루어냈다.

TSMC 는 달러 기준 매출은 예상 수준이었지만, US 달러 강세의 영향으로 사상 최고의 마진을 기록했다. 마오타이도 양호한 실적을 발표했고 넷플릭스는 세 분기 만에 순가입자가 증가세로 반전했다. 네슬레, P&G와 같은 브랜드력 높은 소비재 기업들은 향후 전망에 대해서는 조심스러운 태도를 보였지만, 3 분기 실적은 시장의 예상을 넘어섰다. 심지어 ASML 과 램리서치 등 반도체 장비 업체들과 IBM 까지 상당히 긍정적인 결과를 발표했다.

도표 12. 기업별 실적 및 주요 코멘트

날짜	기업명	종합평가	실적 및 주요 코멘트
10/11	LVMH	Positive	- 유럽 매출 +36%YoY, 미국 여행객들이 주로 소비 - LV, CD, Fendi, Celine, Tiffany, Bulgary 등 모든 비즈니스 두 자리 성장 기록
10/13	TSMC	Mixed	- USD 매출은 가이드نس 수준. 달러 강세와 5나노 효과로 마진 상승 - 캐팩스 축소 (기존 400~440억달러 → 360억달러)
10/17	마오타이	Positive	온라인 직영몰 호조로 3분기 매출 +16%YoY 증가
10/18	Netflix	Positive	세분기 만에 가입자 순증 전환(1Q -97만 → 2Q -20만 → 3Q +241만). 시간외 추가 +13%
	United Airlines	Still Positive	항공요금 올렸지만, 여행 수요 견조. 실적 예상 상회
	Johnson & Johnson	Mixed	- 매출 +22%YoY로 컨센서스 소폭 상회. 그러나, 매크로 둔화 우려로 감원 계획을 언급 - 연간 매출 가이드نس도 하향 조정 (933-943억 → 930-935억달러)
10/19	Nestlé	Mixed	가격 인상으로 양호한 매출 기록. 다만, 판매량은 다소 감소
	Tesla	Mixed	- 전기차 시장은 안 좋아도 우리는 괜찮다 주장 (머스크) - 그러나, CFO는 딜리버리 이슈로 연 50% 성장 어려울 수 있음을 암시
	P&G	Mixed	3분기 실적은 컨센서스 상회했으나 연간전망은 하향 조정 (기존 +2% → -2%)
	ASML	Positive	- 매출 증가율 +10.2%YoY, 중국 매출 +54% QoQ - 미국 수출 규제 영향으로 중국 매출 타격 있지만 아주 크지 않은 수준
	Lam Research	Mixed	- 실적 및 분기 매출 가이드نس 예상치 상회 - 하지만 2023년 WFE 시장은 메모리 다운턴으로 약 20% 감소 예상
	IBM	Positive	매출 증가율 +6.5%YoY, 컨센서스 상회. 연간 가이드نس도 한 자릿수 중반 상향
10/20	Kering	Positive	매출 증가율 +23%YoY, 지역별로는 서유럽이 가장 호조. 미국 여행객들의 유럽 소비 증가
	Hermès	Positive	매출 증가율 +32.5%YoY, 일본 제외 APAC 매출 +47%YoY
	SNAP	Negative	광고 부진 지속. 5월(-43%)과 7월(-39%)에 이어 10월에도 추가 급락 (-28%)

자료: 각 사, 유진투자증권

하지만, 10 월 후반 테크 기업들의 전망은 부정적

그러나, 문제야는 항상 존재했다. 말도 많고 탈도 많은 SNAP 이 다시 한번 사고를 쳤다. 지난 5 월 실적 경고로 하루에 43% 주가가 하락했고, 7 월 실적 발표 때도 주가가 하루에 39%나 하락했는데, 이번에 다시 한번 비슷한 내용의 경고를 내고 하루 동안 28%나 또 빠졌다.

10 월 마지막 주는 어닝 시즌의 하이라이트다. 먼저 포문을 연 쪽은 텍사스인스트루먼트였다. 이 회사는 특정 어플리케이션 비중이 높지 않아 전반적인 반도체 업황을 가늠하는 지표 역할을 하는데 4 분기 가이던스는 시장 기대치를 하회하는 내용이었다.

마이크로소프트, 알파벳, 메타 등 빅테크들도 실망스러운 실적과 가이던스를 제시했다. 특히 광고와 클라우드 매출의 둔화는 기업들의 투자 감소를 의미한다는 점에서 반도체 섹터에 미치는 임팩트는 더욱 부정적이었다. 특히, 실적 발표 후 주가가 아주 크게 흔들리면서, 시장을 불안하게 만들기 시작했다.

SK 하이닉스와 삼성전자에 이어 아마존과 인텔도 부진한 실적과 암울한 전망을 제시했다. 그나마 애플이 시장을 떠받쳤지만, 애플의 향후 전망은 그렇게 긍정적인 것만은 아니었다. 자동차 반도체 업체인 NXP 는 긍정적인 실적과 전망을 발표했지만, 스마트폰 칩의 대표주자 중 하나인 미디어텍은 상당히 좋지 않은 가이던스를 제시했다. 퀄컴마저 아주 실망스러운 4 분기 가이던스를 제시했다. 따라서 4 분기 모바일용 반도체 수요 전망은 상당히 어두워 보인다.

도표 13. 기업별 실적 및 주요 코멘트

날짜	기업명	종합평가	실적 및 주요 코멘트
10/25	Texas Instrument	Negative	■ 매출 증가율 +13%YoY, 컨센서스 크게 상회 ■ 4분기 매출 가이던스 46억달러, 3Q 대비 감소 예상 및 컨센서스 하회
	Microsoft	Negative	■ 3분기 실적 예상 상회했으나, Azure 성장세 둔화
	Google	Negative	■ 매출 +6%YoY 증가했으나 컨센서스 하회, 광고 사업 부진 심화 ■ 클라우드 매출 증가했으나 영업손실 전년대비 확대. 비용 절감 계획 발표
	Meta	Negative	■ 많은 투자에도 불구하고 메타버스 매출 전년대비 감소(-50%) ■ 경쟁 심화로 광고도 감소. 그럼에도 불구하고 투자 규모는 추가 상향 (Nvidia 주가 상승) ■ 10일 뒤 직원 8.7만명 중 1.1만명 감원 계획 발표
	Visa	Positive	■ 실적 상회, 컨슈머 소비 양호
10/26	SK Hynix	Negative, but...	■ 재고부담이 심화됨. 향후 생산량 줄여 재고 축소한다는 계획 ■ 2023년 투자 규모 50% 이상 감축
10/27	Samsung	Negative	■ 보유 재고를 적극적으로 출하해 재고를 줄인다는 계획 ■ 4분기 DRAM 빛그로스 20% 이상을 암시
	Amazon	Negative	■ 매출 +14.7%YoY 증가했으나 컨센서스 하회. 북미 이외 지역 매출 감소 ■ 4분기 매출 성장률 둔화 예상에 시간외 주가 -12.7% 하락
	Intel	Negative	■ 두 분기 연속 영업 적자 (GAAP 기준) ■ 4분기 매출 추가 감소 예상하나 비용 감축 언급으로 주가 +10.6% 상승
	Apple	Positive but...	■ 9월 분기 매출 +8%YoY, 맥 매출 +25%로 급증 (Channel-Fill 효과) ■ 하지만 맥 매출 감소 예상. 12월 분기 매출 증가율(3%) 둔화 전망
10/28	Mediatek	Negative	■ 매출 하락세 가속화, 스마트폰 5G 부문 판매 부진 ■ 3분기 매출 -8%QoQ → 4분기 매출 -20%QoQ
	XOM	Positive	■ 역대 최대 이익 달성, 올해 들어 주가 +74% 상승
10/31	NXP	Positive	■ 매출 증가율 +24%YoY, 자동차와 IoT관련 매출 견조. 향후 3년간 10% 성장

자료: 각 사, 유진투자증권

11 월에도 소비재는 비교적 선방, 테크는 부진으로 요약

10 월까지 실적을 발표한 기업들의 분위기를 종합해보면 너무나도 명확히 브랜드 가치가 높은 소비재들은 비교적 긍정적인 결과와 전망을 제시한 반면, 테크 기업들의 전망은 상대적으로 부정적인 전망을 제시한 것으로 요약할 수 있다.

11 월 들어서도 이 같은 분위기는 그대로 이어졌다. AMD, 퀄컴, 로쿠, 코보, 엔비디아 등 테크 기업들의 전망은 시장을 불안하게 만들었다. 하지만, 상대적으로 월마트, 메이시스, 콜스 등 소비자 대상 비즈니스 비중이 높은 기업들은 비교적 양호한 성적과 긍정적 전망을 발표해 테크/반도체 기업들과는 상당한 온도차를 보였다.

도표 14. 기업별 실적 및 주요 코멘트

날짜	기업명	종합평가	실적 및 주요 코멘트
11/1	Uber	Positive	- 투자 손실로 적자폭은 예상보다 컸으나, 매출은 컨센서스 상회 4분기 긍정적 전망으로 주가 +12% 상승
	AMD	Negative	- 예고대로 3분기 실적 부진, GAAP 기준 영업 적자 전환 4분기 매출 추가 감소 → 그러나 주가는 상승(점유율 증가 때문)
11/2	Qualcomm	Negative	“재고는 많고 수요는 없다” 12월 분기 매출 컨센서스(120억달러) 크게 하회하는 96억달러 예상
	ROKU	Negative	경기 부진 일시적이나, 언제 좋아질지는 모름. 4분기 적자 확대 예상 → 주가 -20% 급락
	Qorvo	Negative	매출 -7%YoY, 다음 분기 수요 약화와 스마트폰 재고 조정 예상
11/8	GFS	Negative	3분기 실적 호조와 4분기 가이드언스 긍정적이나 감원 및 고용 동결 계획 발표
	Fedex	Negative	물류 수요 둔화세 뚜렷. 국내선 23대, 국제선 9대 운항 중단. 일부 물류센터 통폐합 진행 계획
11/9	RMN, LCID	Negative	- 실적은 컨센서스 하회. 루시드는 자금조달 가능성 언급 - 세 회사 모두 실적 발표 후 주가 두 자리 급락
11/11	Infineon	Positive	FY22 매출 142억 유로 → FY23 매출 155억 유로로 증가
11/15	Walmart	Positive	- 매출 1,528억 달러로 예상치 상회. 재고증가율은 둔화 - 온라인 매출 호조, 식품품 매출이 실적 견인. 반면 의류, 내구재는 부진
	Target	Negative	EPS 예상 하회. 연말 쇼핑시즌 매출 증가율 낮은 한 자릿수 그칠 듯
	Nvidia	Mixed	- 매출 59.3억 달러(-17% YoY) 컨센서스 소폭 상회. EPS는 소폭 하회 - 매출 가이드언스 60억 달러(-21% YoY) 컨센서스 하회
	Cisco	Positive	FY23 매출 가이드언스 소폭 상향 (+5% → +5.5%)
11/17	Macy's	Positive	매출은 예상 소폭 상회, EPS는 큰 폭 상회. 고가 의류 판매가 증가. 주가는 19% 상승
	Kohl's	Mixed	실적은 예상을 소폭 상회. 그러나, 10월 ~ 11월 들어 판매 둔화세 나타남
	BJ's Wholesale	Mixed	식품품 매출 증가로 실적은 예상을 소폭 상회. 그러나, 점차 비용증가로 마진 압박이 증가할 것
	AMAT	Positive	예상 상회한 기존 실적, 분기 가이드언스도 시장 예상 상회. 중국 매출은 감소

자료: 각사, 유진투자증권

소비는 아직은 괜찮지만, 반도체 관련 수요는 불안

전체적으로 보면 미국의 소비는 아직 견조하다고 평가할 수 있다. 하지만, 테크 기업들은 일제히 감원 및 투자 축소에 돌입하고 있다는 점은 부담이 아닐 수 없다.

메타와 아마존 등 빅테크 기업들의 감원 행진에 미국 고용 시장 이외 사무용 부동산 시장과 미국 이외 국가들에서도 그 영향이 나타나기 시작하고 있다. 부동산 정보 업체 코스타에 의하면 미국 사무실 공실률은 12.5%로 2011 년 이후 최고 수준을 기록한 것으로 나타났다.

낮은 법인세율(12.5%)로 빅테크 기업들의 유럽 본사들을 유치해왔던 아일랜드도 일자리와 세수입 감소라는 역풍에 직면해 있는 것으로 파악된다. 케냐와 네팔에 지사를 두고 있는 아웃소싱 기업 클라우드 팩토리도 직원의 12%를 감축하겠다고 예고했다. 전체 노동 시장에서 차지하는 비중이 크지는 않지만, 테크 섹터 내의 노동자들은 주로 고소득층이 많고, 경기에 매우 민감하게 반응한다는 점에서 최근 연달아 발생하고 있는 감원이 어떤 나비효과를 일으킬지 속단하기는 일러 보인다.

이런 가운데 소비재 기업들이 공통적으로 가리키는 소비의 패턴도 결국은 럭셔리 브랜드와 식료품 및 생필품 소비 등으로 양분화되고 있는 것으로 보인다. 반면 IT 제품과 의류 등 일반적인 내구재 소비는 뚜렷한 약세를 보이고 있는 것으로 요약된다. 결국 반도체 수요와 관련이 높은 분야에서 수요 증가를 기대하기는 쉽지 않아 보인다.

도표 15. 주요 기업들의 향후 전망 요약

Negative		Mixed		Positive
SNAP	TI	J&J	Netflix	LVMH
Meta	MSFT	Nestle	UAL	Hermes
SK Hynix	Google	P&G	ASML	Kering
Intel	Samsung	Tesla	IBM	Moutai
QCOM	Amazon	LRCX	NXP	Visa
Mediatek	GF	Apple	Uber	XOM
ROKU	AMD	AMAT	Infineon	
QRVO	Nvidia		Walmart	
Fedex			Cisco	
RIVN, LCID			Macy's	
Target			Kohl's	

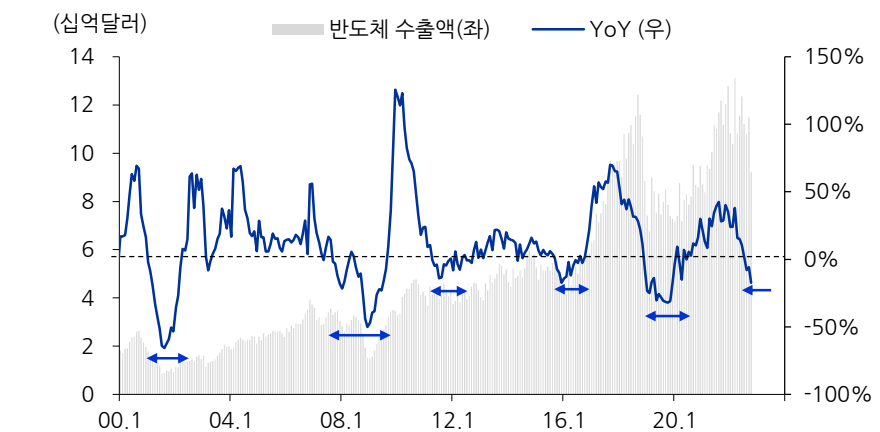
자료: 유진투자증권

Ⅲ. IT 수요 전망

반도체 수출과 환율

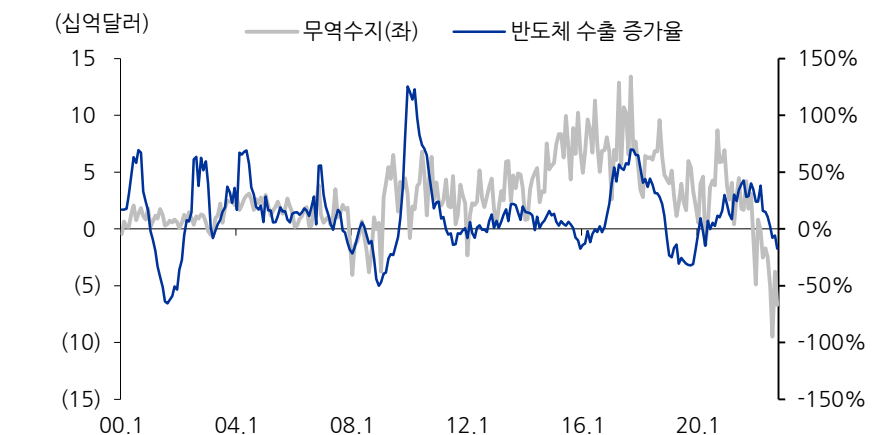
한국의 10월 반도체 수출은 92.3억 달러로 전년비 -17.4%를 기록했다. 3개월 연속 전년비 역성장 국면에 진입한 것이다. 그러나, 과거사례를 보면 반도체 수출 증가율(YoY)이 마이너스 국면에 들어서면 통상 약 12개월 정도 역성장을 지속하는 경향이 나타났다. 결국, 그렇다면 한국 반도체 수출이 단시간 내에 플러스로 전환할 것이라는 기대는 하지 않는 편이 나아 보인다.

도표 16. 반도체 수출



자료: 유진투자증권

도표 17. 반도체 수출 증가율과 한국 무역 수지



자료: 유진투자증권

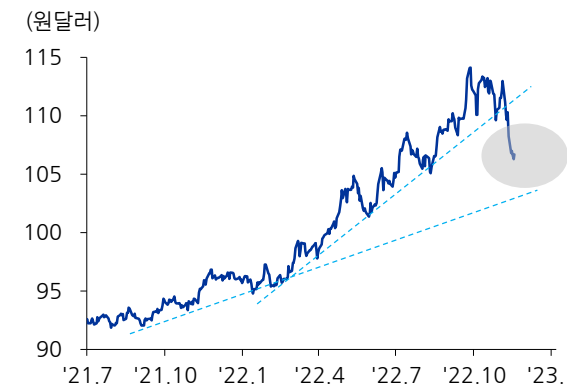
반도체 수출을 굳이 이야기하는 것은 반도체가 한국 수출과 무역수지의 핵심 요인이기 때문이다. 11 월 들어 달러 인덱스가 급격히 하락했지만, 한국의 반도체 수출이 당분간 부진한 흐름을 이어간다면, 결국 무역 수지 개선도 쉽지 않을 것이고, 달러 강세가 급격히 약세로 전화하기도 쉽지 않을 가능성이 높다.

달러 인덱스를 구성하는 주요국 통화와 달러의 환율이 다음의 범위를 크게 벗어나지 않을 것으로 가정할 경우 달러 인덱스 (DXY)는 대략 98.6~112.4pt 범위를 벗어나지 않을 것으로 추산된다. (11/18 일 기준 DXY 지수는 106.5pt)

- 1) 달러/유로: 0.98 ~ 1.12
- 2) 엔/달러: 148 ~ 135
- 3) 달러/파운드: 1.10 ~ 1.28
- 4) 캐나다달러/달러 1.35 ~ 1.15
- 5) 스위스프랑/달러: 1.00 ~ 0.90
- 6) 크로나/달러: 11.20 ~ 10.00

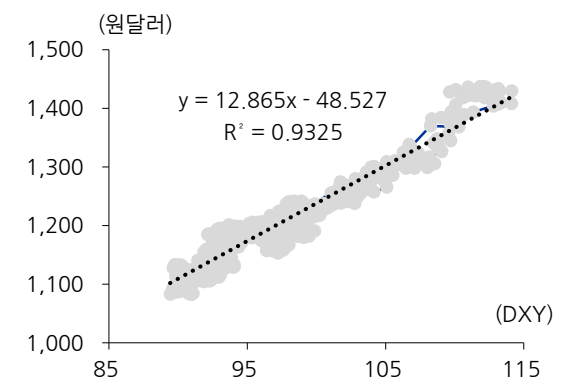
한편, 2020 년 이후 DXY 와 원달러 환율 사이 원달러 = 12,865x DXY - 48,5 라는 관계가 형성된다. 이에 따라 예측된 향후 원달러 환율의 변동 범위는 1,220~1,397 원 (평균 1,308 원)으로 예측된다.

도표 18. DXY 지수 동향



자료: 유진투자증권

도표 19. DXY vs. 원달러



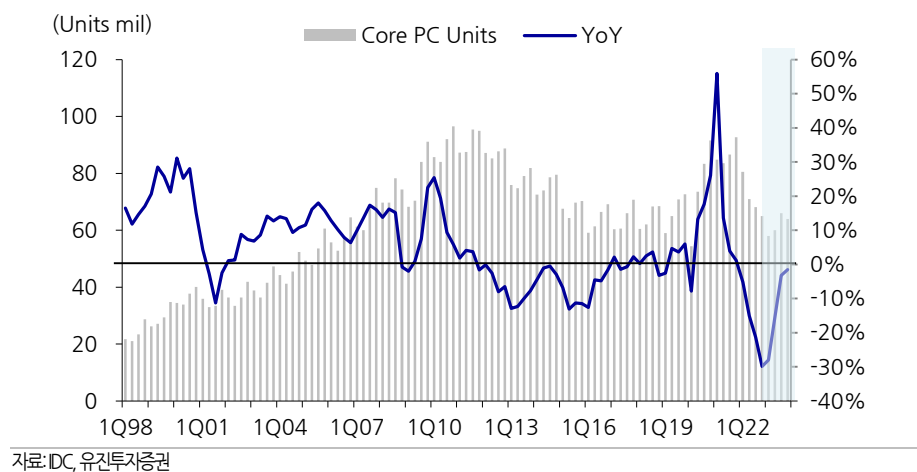
자료: 유진투자증권

PC: 팬데믹 버블과 후유증

3 분기 글로벌 PC 출하는 시장 조사기관별로 6,800~7,400 만대로 집계되었다. 이는 전년대비 15~20% 감소한 수치다. 연초만 하더라도 2022 년 PC 수요 성장률은 +5% 수준이 될 것이라는 예상이었다. (참고로 유진 리서치는 올해 PC 성장률이 마이너스로 전환할 것으로 예상) 그러나, 지금까지의 결과를 놓고 보면 올해 출하는 전년대비 10% 후반 ~ 최대 20% 줄어든 가능성이 높다.

문제는 팬데믹 버블로 인한 후유증과 함께 인플레이션과 금리인상이라는 역풍이 겹치면서 내년 수요까지 상당히 부진할 가능성이 높다는 것이다. 팬데믹 이전 글로벌 PC 출하는 2.5~2.6 억대 내외였지만, 2 년간의 팬데믹을 거치면서 2021 년 글로벌 PC 출하는 무려 3.48 억대까지 증가했다. 이렇던 것이 2022 년에는 2.8~2.9 억대로 감소할 것으로 보이고, 내년에는 원래 수준이었던 2.5 억대로 수준으로 원상 복귀할 가능성이 크다.

도표 20. 분기별 PC 성장률 추이 및 전망



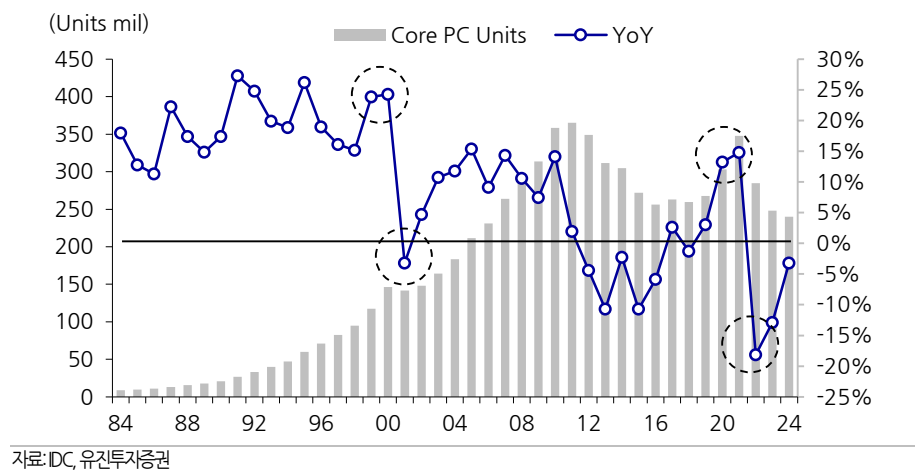
PC 인터스트리의 역사를 돌아보면 2 년 연속 이전과 다른 패턴을 보인 버블은 결국 붕괴되고 후유증을 낳았다.

80~90 년 PC 수요는 전형적인 4 년의 교체주기에 따라 움직였다. 당시 이를 분석한 여러 리서치 자료에서는 PC 수요는 올림픽 사이클에 따라 영향 받는다는 분석을 내기도 했다. 올림픽 개최 직전 연도에 교체가 가장 활발하게 이루어진다는 것이 주된 내용이다.

그러나, 1999 년과 2000 년에는 그 이전에 비해 좀더 극적인 변화가 나타났다. Y2K 라는 변수가 등장했다. Y2K 버그로 인해 마치 세계 종말이라도 올 것 같은 두려움이 주요 언론을 통해 온 세계에 전파되었다. 전세계 주요 기업들은 대대적인 전산투자에 나섰고, 결국 PC 수요는 2 년 연속 20% 대 이상 성장이라는 초유의 호황 국면을 맞게 되었다. 그러나, 유례없는 호황은 결국 버블 붕괴로 이어졌고, 이듬해인 2001 년에는 사상 최초로 PC 가 역성장하는 충격이 시장에 휘몰아쳤다. 이 영향으로 세계 IT 산업은 혹독한 빙하기를 맞게 되었다.

이번 팬데믹으로 인한 PC 수요 버블도 이와 비슷한 패턴으로 진행될 가능성이 높다. 더군다나 이번 사이클에서는 금리 인상이라는 재료가 강력한 역풍으로 작용하고 있다. 또한 노트북이든 데스크탑이든, PC 는 신규 수요를 유발할 수 있는 제품이 아니다. 따라서, 당분간 PC 수요에 대한 기대감은 가급적 낮게 가져가는 것이 필요해 보인다.

도표 21. 연간 PC 출하 및 전망



2000 년의 Y2K 버블이 붕괴되면서 정작 큰 피해를 입은 것은 금융시장이었다. 2000 년 상반기 5,000 포인트를 상회했던 나스닥 지수는 1 년 뒤 1,639pt 로 68% 급락했고, 이후 9.11 테러까지 겹치면서 결국 2002 년 하반기 1,119pt 까지 떨어지며 바닥이 만들어졌다. 2 년여에 걸친 하락률은 78%에 달했다.

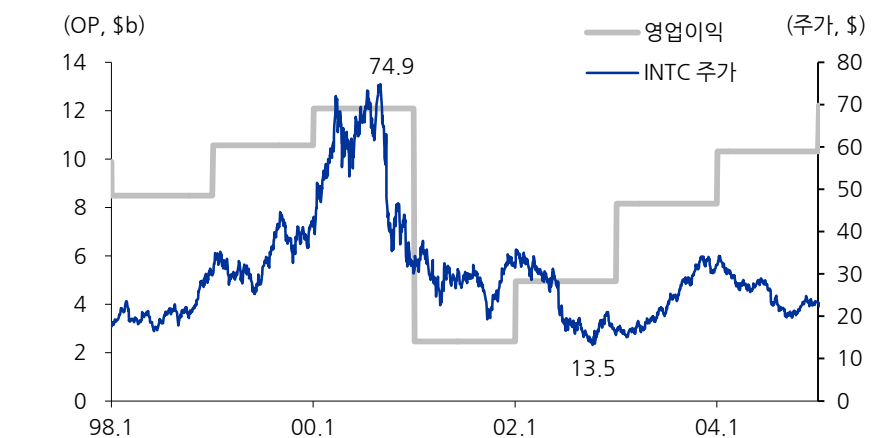
또한, 당시 IT 섹터의 대장주였던 인텔의 주가도 큰 폭으로 하락했다. 세계를 지배할 것으로 믿겨졌던 인텔의 주가는 2000 년 8월 말 74.9달러를 고점으로 13.5달러까지 최대 82% 급락했다. 참고로 2000 년 인텔의 영업이익은 120 억 달러, 시가총액은 5,030 억 달러에 달했다. 이후 인텔의 영업이익은 2020 년 240 억 달러로 증가했다. 하지만, 2020 년 인텔의 시가총액은 2000 년의 절반 수준에 그쳤다. 주가는 결국 성장 기대를 먹고 살아가는 것이다.

도표 22. 2000 년대 초반 나스닥 지수 흐름



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 23. 인텔 주가와 영업이익



자료: Refinitiv, Bloomberg, 유진투자증권

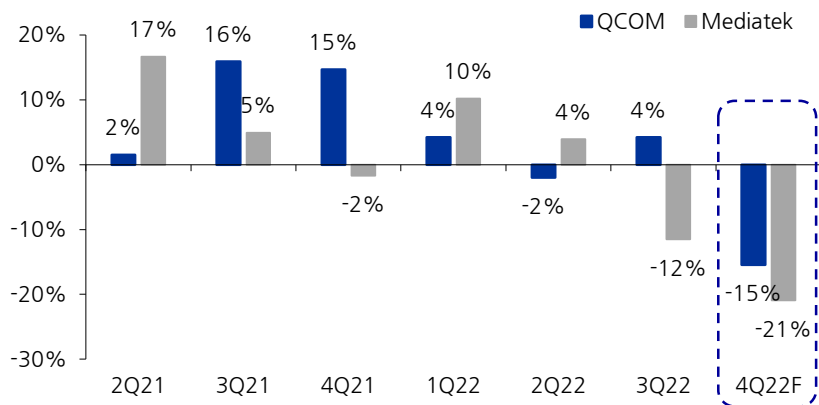
스마트폰: 퀄컴과 미디어텍의 부정적 전망

IDC, SA, 카운터포인트, 카날리스 등 주요 시장 조사기관들의 3 분기 스마트폰 출하량 데이터는 2.96 억대 ~ 3.02 억대로 집계되었다. 이는 전년동기와 비교해서는 9.1 ~ 12% 감소한 수치다. 올해 3 분기까지의 누적 기준으로는 9.03 억대 출하로 전년 같은 기간 기준 약 9.2% 감소한 것으로 추정된다.

한편, 미디어텍과 퀄컴은 12 월 분기 매출액이 9 월 분기 대비 15~21% 가량 줄어들 것이라는 가이던스를 제시했다. 4 분기는 통상적으로 모바일 기기의 최성숙기이고, 두 회사 모두 4 분기 매출이 3 분기보다 떨어진 적이 거의 없었다는 점에서 이 같은 가이던스는 상당히 충격적인 수준이라 할 수 있다.

지금까지 4 분기 스마트폰 출하가 3 분기보다 적었던 적이 없었다는 점에서 스마트폰 출하 자체가 감소하지는 않을 것으로 본다. 그럼에도 미디어텍과 퀄컴의 가이던스가 이렇게 낮다는 점은 그만큼 스마트폰 업체들이 갖고 있는 칩 재고가 많다는 것의 반증이 아닐까 판단된다. 4 분기 스마트폰 시장 수요는 1~3 분기의 -9% 수준보다 훨씬 더 악화할 가능성이 높다.

도표 24. 퀄컴, 미디어텍의 분기별 매출 증가율 (QoQ)



자료: 유진투자증권

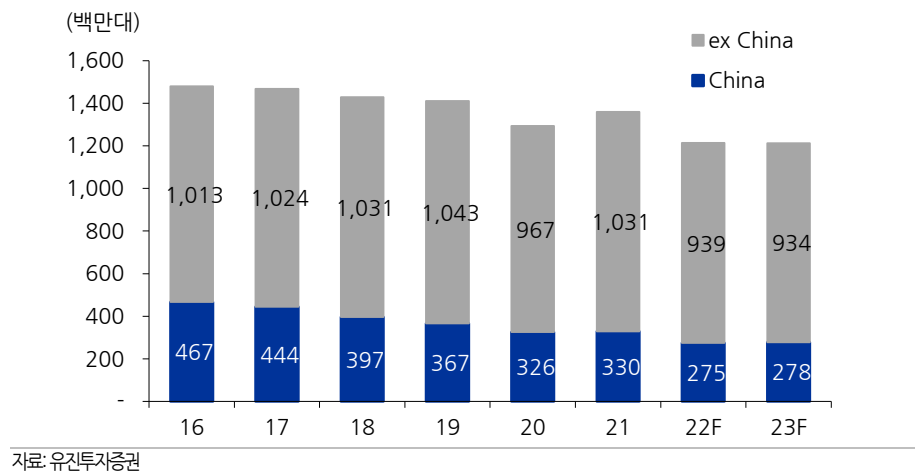
올해 3 분기까지 스마트폰 출하량은 9.03 억대로 전년 같은 기간 기준 9.2% 감소했다. 이런 가운데 4 분기 스마트폰 칩 업체들의 매우 저조한 실적 가이드를 감안하면 올해 스마트폰 출하량은 12 억대 초반으로 10% 이상 감소할 것으로 예상된다.

일반적으로 내년 스마트폰 시장에 대해서는 출하 증가를 예상하고 있다. 그러나, 이 역시 특별한 근거가 있는 것은 아니다. 냉정하게 보면 PC와 마찬가지로 스마트폰도 내년 수요를 견인해줄 모멘텀이 매우 약한 것이 사실이다. 그나마 내년 스마트폰 수요를 좋은 쪽으로 본다면, 이는 중국이 제로 코로나 정책을 완화할 것으로 기대되고, 지난 5~6 년간 중국 스마트폰 수요가 너무나 부진해 이제는 플러스 성장할 가능성을 기대하고 있는 정도이다.

중국을 제외한 세계 스마트폰 수요는 연간 10 억대 내외에서 유지되고 있었다. 지난 5~6 년간 스마트폰 암흑기의 주요 원인은 결국 중국으로 보는 것이 타당하다. 2022 년 중국 스마트폰 수요는 2.75 억대 내외로 예상되는데, 이는 역대 최고였던 2016 년의 4.67 억대와 비교할 때 거의 2 억대 가까이 물량이 줄어든 것이다.

중국의 스마트폰 수요가 너무 많이 줄어들어 추가로 더 감소할 가능성은 제한적이지만, 세계 경제 상황이 둔화되고 있다는 점을 감안하면 큰 반등은 기대하기 어렵고, 다른 나라들의 수요는 오히려 감소할 가능성도 배제할 수 없다.

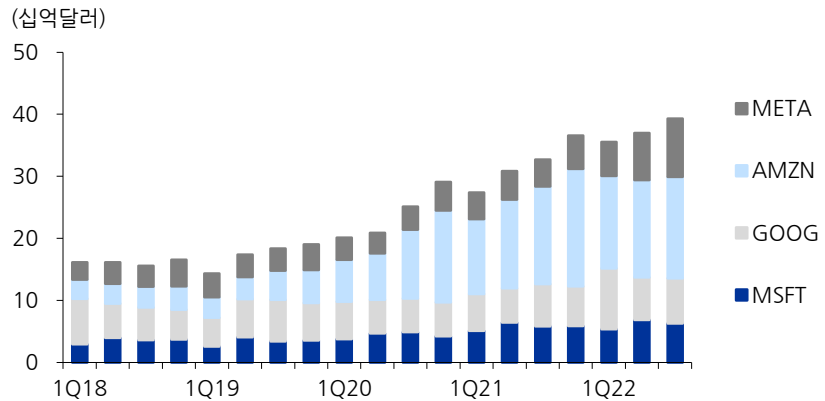
도표 25. 스마트폰 출하량 비교 (중국 vs. 기타)



데이터센터: 성장세 둔화할 듯

전체적인 서버 투자는 다소 둔화되고 있지만, 마이크로소프트, 구글, 아마존, 메타 등 플랫폼 빅 4 기업들의 3 분기 캐팩스 합계는 전년대비 19%나 증가한 426 억 달러로 역대 최고를 기록했다. 여전히 하이퍼스케일러 업체들이 서버 등 IT 투자와 관련해서 충분히 큰 손의 역할을 수행하고 있는 것으로 볼 수 있다. 특히, 메타버스 세계 구축을 향후 성장의 핵심 축으로 삼고 있는 메타의 적극적 투자가 눈길을 끌고 있다.

도표 26. 플랫폼 빅 4 캐팩스 합계



자료: 유진투자증권

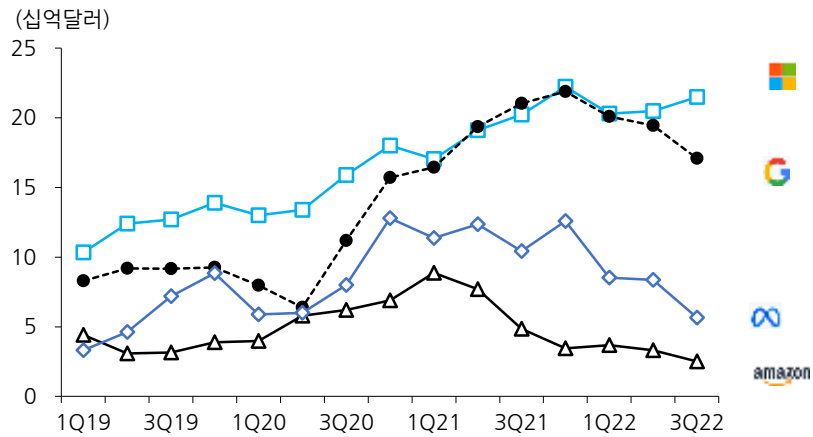
그러나, 이들 기업들의 실적은 완연한 둔화 조짐을 보이고 있다. 이 네 회사들의 영업이익 합계는 468억 달러로 전년동기비 17%나 줄어들었다. 이들 기업의 합산 영업이익은 2015년 3분기부터 무려 26 분기(6 년 6 개월) 연속으로 전년동기비 증가세를 지속해왔다. 그러나, 올해 들어서 전년대비 마이너스로 전환되기 시작해 세 분기 연속으로 전년동기비 역성장을 지속하고 있다. 그리고, 4 분기에도 이익 역성장 추세는 지속될 가능성이 높다.

특히, 하이퍼스케일러 중 가장 많은 캐팩스를 기록하고 있는 아마존이 최근 1 만명에 달하는 대규모 감원에 나선다고 발표했고, 올해 가장 투자 증가율이 높았던 메타도 총 직원 8.7 만명의 13%인 1.1 만명을 감원하기로 결정했다. 상황이 이렇게 되면서, 과연 최근 2~3 년과 같은 투자 증가가 계속될 것인지 의문이 들 수 밖에 없다.

실제로 빅테크 기업들의 IT 부품 구매 담당자들의 협상 태도가 상당히 보수적으로 전환한 것으로 전해지고 있는 실정이다. 따라서, 빅테크의 캐פק스에 대해 의심의 여지 없이 긍정적으로만 볼 수 있는 상황은 아닌 것으로 판단된다.

투자에 가장 적극적인
아마존과 메타의 실적
둔화세가 가장 크고, 감
원 폭도 크다는 점에서
향후 캐פק스에 대해서
도 낙관하기 어려워 보
인다

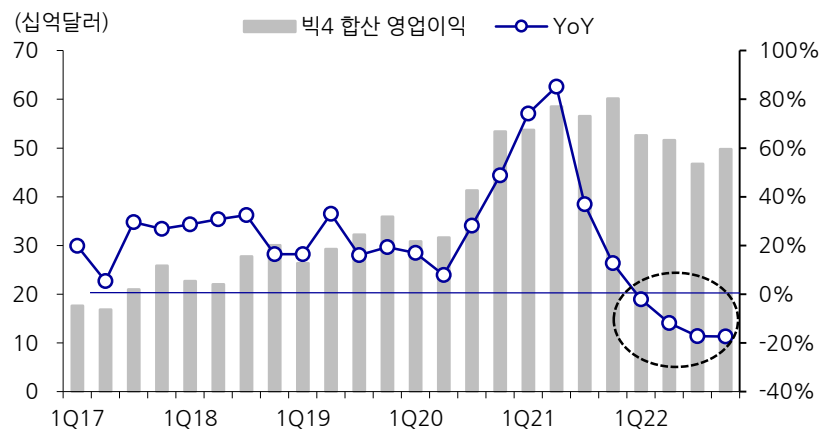
도표 27. 플랫폼 빅 4 영업이익 추이



자료: 각 사, 유진투자증권

26분기 연속 전년비
(+) 성장이 끝나고 최
소 네 분기 연속 (-) 국
면에 진입할 듯

도표 28. 플랫폼 빅 4 합산 영업이익

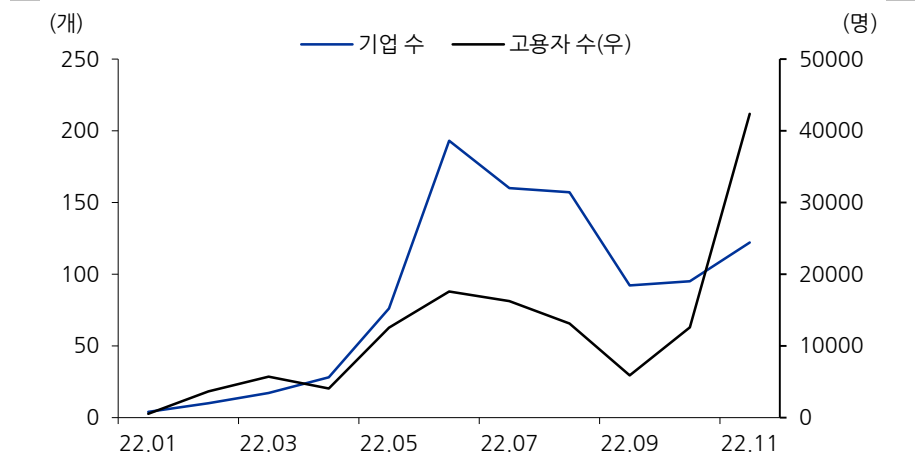


자료: 각 사, 유진투자증권

메타와 아마존 등 빅테크 기업들의 감원 행렬에 미국 고용 시장 이외 사무용 부동산 시장과 미국 이외 국가들에도 영향이 나타나기 시작하고 있다. 부동산 정보 업체 코스타에 의하면 미국 사무실 공실률은 12.5%로 2011 년 이후 최고 수준을 기록했다.

낮은 법인세율(12.5%)로 빅테크 유럽 본사들을 유치해왔던 아일랜드도 일자리와 세수입 감소라는 의외의 영향을 받을 것이라는 전망이 나오고 있다. 또한 케냐와 네팔에 지사를 두고 있는 아웃소싱 회사인 클라우드 팩토리도 직원의 12% 감축을 예고했다. 하지만, 빅테크의 감원수(18.7 만명)은 전체 미국 노동자의 0.1%에 불과하다는 점도 감안해야 한다.

도표 29. 2022 년간 고용 감축 진행한 테크 기업 수와 고용자 수



자료: Layoffs.fyi, 유진투자증권

달라진 DRAM의 특성: 약해진 가격 탄력성

가격이 하락하면 수요가 늘고, 가격이 상승하면 수요는 줄어든다는 것은 가장 기본적인 수요-공급 법칙이다. DRAM 인더스트리에서도 이는 잘 작동하는 일종의 원칙 중 하나였다.

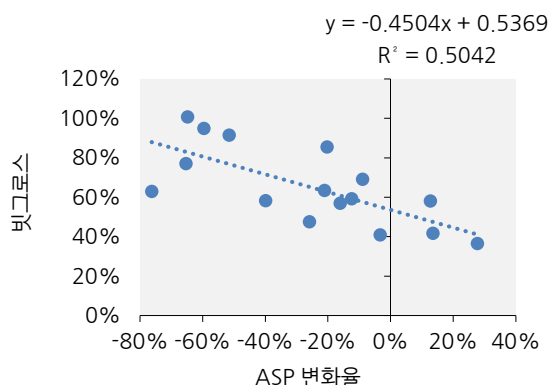
과거 DRAM 가격이 하락하는 경우 PC 업체들은 무료 업그레이드 마케팅을 통해 재고를 줄이는 전략을 즐겨 사용했다. 그리고, 이러한 전략은 시장에 상당히 잘 먹혀들어가기도 했다. 그런데, DRAM 수요에서 모듈화된 부품을 공급하는 PC의 비중이 줄어들고 대신 스마트폰이나 서버의 비중이 높아지면서, DRAM 수요의 가격 탄력성은 상당히 약해진 것으로 보인다.

PC와 달리 스마트폰의 경우 DRAM 용량을 업그레이드하기가 용이하지 않다. 서버의 경우도 칩에 대한 투자는 회사측의 예산활동에 의해 결정되는 경우가 많다. 예를 들어 예산이 축소되면, DRAM 가격이 하락한다 해도 이를 미리 구입하기가 쉽지 않기 때문이다.

이러한 생각을, 정교하지는 않지만 대략적인 방법으로 검증해본 결과 상당히 설득력 있는 결과가 도출되었다. 아래 왼쪽 그래프는 1992년부터 2007년까지 16년간의 DRAM 판가와 빛그로스를 분석한 것이고, 오른쪽은 2012년부터 2022년(F)까지의 상황을 분석한 내용이다.

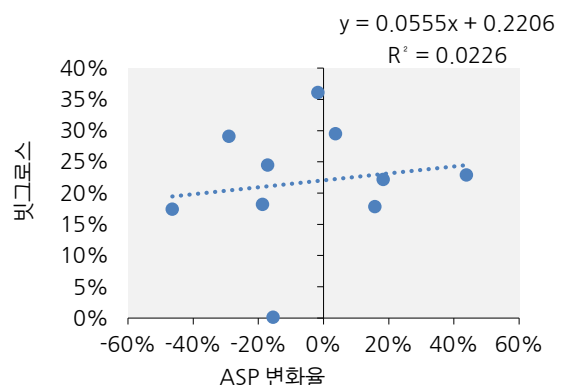
그 결과 1992년~2017년까지는 DRAM 가격변화와 빛그로스가 반비례하는 상관성이 뚜렷하게 나타났다. 기울기는 마이너스였고, R^2 도 0.50을 넘을 정도였다. 그러나, 2012년 이후의 데이터는 일단 기울기도 플러스일 뿐만 아니라, R^2 도 0.02로 극히 낮았다. 2012년 이후의 내용은 가격 변화가 수요 증감에 미치는 영향이 거의 무시할 수 있는 수준이라는 것을 의미한다. 가격을 할인해 재고를 줄이겠다는 생각은 과거와 달리 그다지 좋은 선택이 아닐 수 있다는 판단이다.

도표 30. 92~07년 ASP와 빛그로스



자료: 유진투자증권 메모리 수급모델

도표 31. 12~22년 ASP와 빛그로스



자료: 유진투자증권 메모리 수급모델

Ⅳ. 메모리 수급 모델

수요 변수 가정

팬데믹 기간 PC 출하량은 2 년 연속 10% 증반에 달하는 성장세를 기록했다. 그러나 올해는 18% 감소하고 내년에도 13% 추가 감소할 것으로 전망한다. 이렇게 되면 2023 년 PC 출하량은 2.48 억 대로 2021 년 3.48 억대 대비 1 억대가 줄어들게 되는데, 그 이후로는 이보다는 높은 수준에서 출하량이 등락을 보일 것으로 전망한다.

내년 스마트폰 수요는 올해 대비 플랫 수준을 예상한다. 앞서 얘기한 바와 같이 중국 수요가 다소 증가할 가능성이 있으나, 경제 침체 영향으로 대부분의 국가에서 특별한 모멘텀을 찾기가 어려워 보인다.

서버는 지난해 두 자릿수 성장을 거둔 이후 올해 상반기까지도 성장세가 어느 정도 이어지고 있었다. 그러나, 하반기에 들어서면서 주요 기업들의 예산 동결 이슈가 불거졌고, 특히 4 분기에는 전년 대비 마이너스로 전환하게 될 것으로 예상한다. 이렇게 보면 서버 출하 증가율은 올해 3~4%로 둔화하고, 내년에도 이 정도 수준의 성장에 그칠 것으로 예상된다.

도표 32. 주요 가정

Assumptions	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023	2024
USDKRW	1,205	1,260	1,338	1,370	1,320	1,300	1,300	1,300	1,180	1,144	1,293	1,305	1,300
PC Units (mil)	80.5	71.0	68.2	65.0	58.0	60.0	66.0	64.0	303	348	285	248	257
YoY	-5%	-15%	-21%	-30%	-28%	-15%	-3%	-2%	13%	15%	-18%	-13%	4%
GB/PC	9.7	9.9	10.5	10.6	10.7	11.1	11.7	11.8	8.1	9.2	10.1	11.4	12.5
YoY	12%	10%	10%	10%	10%	12%	12%	12%	15%	13%	10%	12%	10%
Smart Phone Units	315	288	300	310	282	291	312	327	1,293	1,360	1,213	1,212	1,275
YoY	-9%	-9%	-10%	-15%	-10%	1%	4%	5%	-8%	5%	-11%	0%	5%
GB/Smartphone	5.7	5.9	6.0	5.8	6.3	6.5	6.8	6.8	4.6	5.1	5.8	6.6	7.4
YoY	14%	15%	15%	12%	11%	10%	13%	17%	17%	12%	14%	13%	12%
Server Units	3.6	4.0	3.7	3.6	3.4	3.9	4.0	4.2	12.6	14.5	14.9	15.5	16.8
YoY	13%	11%	0%	-9%	-6%	-3%	8%	17%	6%	15%	3%	4%	8%
GB/Server	520	570	590	590	620	644	660	700	387	483	568	658	762
YoY	16%	19%	19%	18%	19%	13%	12%	19%	21%	25%	18%	16%	16%

자료: IDC, Gartner, SA, TrendForce, 유진투자증권

DRAM 수급 모델

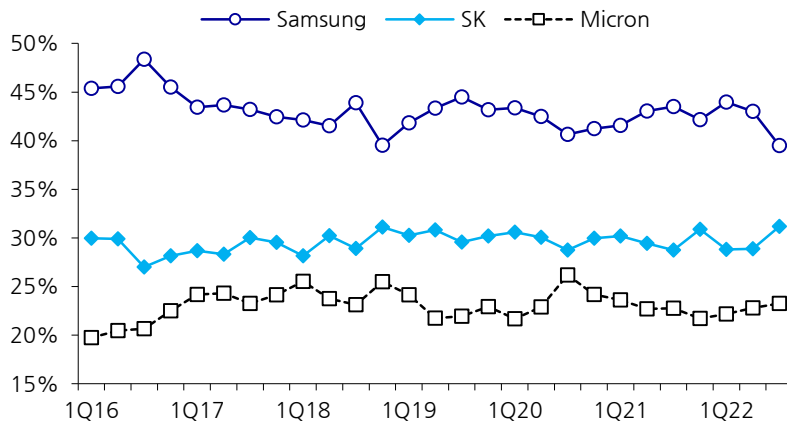
마이크론이 지난 9 월 말 실적 발표에서 내년 투자를 30% 축소하고, 이 중 장비 투자는 50% 감축한다고 밝혔다. 이어 지난 11 월 둘째 주에는 DRAM과 NAND 웨이퍼 투입을 약 20% 줄이는 것을 검토하겠다고 했다. 이어 웨스턴디지털은 곧바로 웨이퍼 투입량을 30% 낮춘다는 내용을 홈페이지에 게시했고, 키옥시아도 이 같은 내용을 다시 한번 확인해 주었다.

SK 하이닉스도 내년 투자를 약 50% 줄이고, 팹 가동률도 낮추는 방안을 고려하겠다고 밝혔다. 실제 이천과 청주, 그리고 우시의 웨이퍼 투입량이 약 10% 가량 줄었다는 내용이 비공식적인 경로로 파악되고 있다. 특히, 경우에 따라서는 2023 년 연초 이후 가동률이 추가로 조정될 가능성이 높아 보인다.

이 같은 메모리 업체들의 감산 분위기는 그만큼 현재 상황이 녹록치 않다는 반증이다. 다만, 삼성전자는 아직 감산에 대해 시큰둥한 상황이다. 하지만, 우리는 현재 업계의 재고와 생산량, 실제 유효 수요를 감안할 때 어느 정도의 감산은 불가피할 것으로 판단한다.

DRAM 시장 점유율과
중장기 전략에 따라, 결
국 내년 DRAM 생산
전략은 서로 달라질 것
으로 보인다

도표 33. DRAM 빅 3 비트 점유율 추이 비교

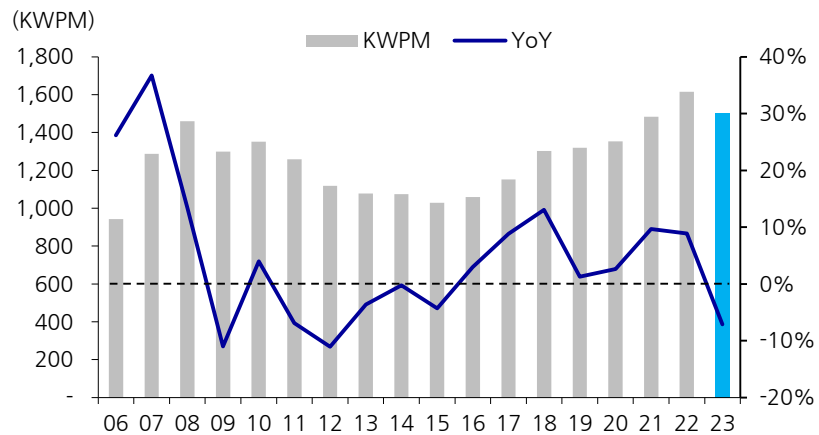


자료: 각 사, 유진투자증권

각 업체별 DRAM 웨이퍼 생산량은 웨이퍼 아웃풋 기준으로 올해 하반기 삼성전자 월 62만장, SK하이닉스 37~39만장, 마이크론 30~41만장 수준에서 내년 상반기에는 삼성전자 59만장(약 5% 감소), SK하이닉스 34~35만장(9% 감소), 마이크론 33~34만장(17% 감소) 수준이 될 것으로 예상했다.

중국 CXMT는 오히려 웨이퍼 출하가 증가할 것으로는 보고 있으나, 큰 폭은 아닐 것으로 가정했으며, 난야와 파워칩, 원본드 등 대만 업체들도 15~20% 정도의 웨이퍼 감소에 나설 것으로 전망한다. 결과적으로 DRAM 인터스트리 전체의 웨이퍼 아웃풋은 올해 하반기 월 160만장 초반에서 내년 상반기에는 140만장 후반으로 줄어든 것으로 보인다.

도표 34. DRAM 웨이퍼 월평균 출하량 추이

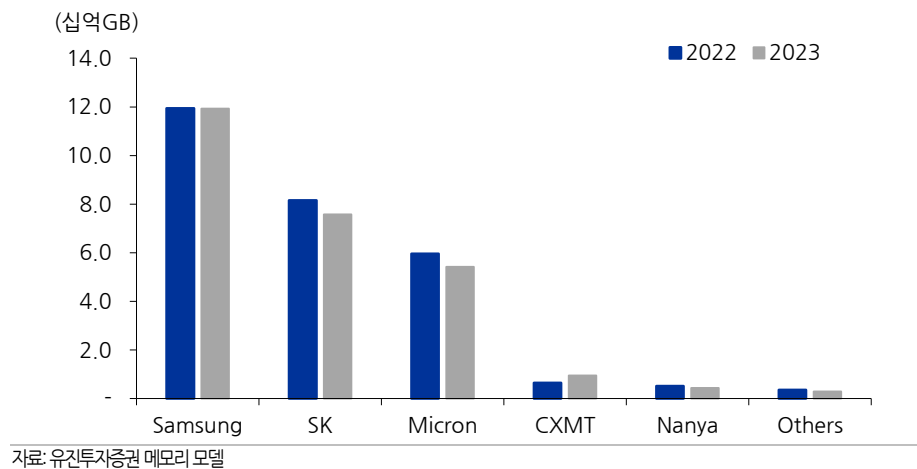


자료: 유진투자증권 메모리 모델

연간 평균으로 보면 올해 대비 내년 DRAM 웨이퍼 생산량은 월평균 162만장에서 150만장으로 7% 감소할 것으로 추정한다. DRAM의 감소는 보통 파산 직전까지 몰렸을 때 발생하는 것이 통상적이였다. 그러나, 이번 다운턴에서는 자발적이고 선제적인 감소가 이루어진다는 점이 상당히 이례적이라 할 수 있다.

이 같은 DRAM 웨이퍼 생산량 모델의 업체별 BPW(Bits Per Wafer) 증가율을 감안하면 2023 년 DRAM 의 비트 기준 총 생산량은 올해 276 억 GB 대비 약 4% 감소한 266 억 GB 에 달할 것으로 예측된다. 각 업체별 생산량 증가율은 삼성전자 119 억 GB(flat), SK 하이닉스 76 억 GB(-7%), 마이크론 54 억 GB(-9%), 난야 40 억 GB(-14%)로 추정되고, CXMT 의 비트 생산량은 총 90 억 GB 로 약 46% 증가가 예상된다.

도표 35. 주요 업체별 DRAM 비트 생산량 비교



과거와 달리 생산과 출하 사이에 상당한 괴리가 발생했다

도표 36. DRAM 생산, 출하, 재고 모델

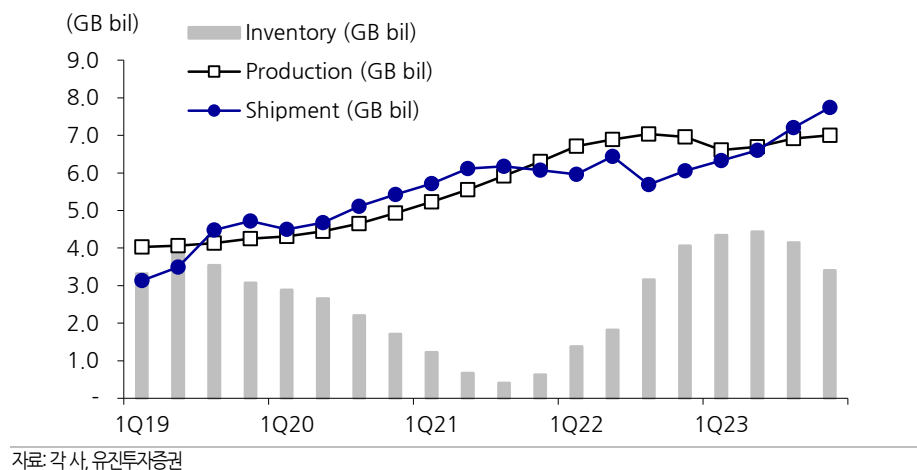


도표 37. DRAM 공급 모델

DRAM Supply Model	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023	2024
Wafer Out (K/M)													
Samsung	620	620	620	620	590	590	600	600	508	570	620	595	635
SK	384	390	390	370	340	340	340	340	355	364	384	340	360
Micron	407	407	407	405	335	335	370	370	347	378	407	353	430
CXMT	70	80	90	100	105	110	110	115	19	49	85	110	140
Nanya	65	60	60	50	50	50	50	50	64	62	59	50	61
Others	63	63	63	59	52	52	54	56	61	61	62	54	59
Total	1,609	1,620	1,630	1,608	1,472	1,477	1,526	1,531	1,353	1,484	1,616	1,501	1,685
Q/Q, Y/Y	4%	1%	1%	-1%	-8%	0%	3%	0%	3%	10%	9%	-7%	12%
Production (GB bil)													
Samsung	2.9	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	3.0	3.1	7.6	9.9	11.9	11.9	13.6
SK	2.0	2.1	2.1	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9	5.7	7.0	8.2	7.6	8.4
Micron	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.3	1.4	1.4	4.2	5.0	6.0	5.4	6.9
CXMT	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	0.7	0.9	1.4
Nanya	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5	0.4	0.6
Others	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
Total (GB bil)	6.7	6.9	7.0	7.0	6.4	6.5	6.8	6.9	18.3	23.0	27.6	26.6	31.2
B/G	7%	3%	2%	-1%	-7%	1%	4%	1%	11%	25%	20%	-4%	17%
Samsung	8%	2%	2%	0%	-4%	1%	3%	1%	7%	29%	21%	0%	14%
SK	4%	4%	2%	-4%	-7%	1%	1%	1%	18%	23%	17%	-7%	11%
Micron	6%	2%	1%	1%	-16%	1%	12%	1%	7%	20%	18%	-9%	28%
CXMT	28%	22%	17%	15%	7%	9%	2%	8%		239%	125%	46%	42%
Nanya	11%	-6%	0%	-17%	0%	0%	1%	1%	17%	8%	-4%	-14%	26%
Shipments (GB bil)													
Samsung	2.6	2.8	2.3	2.7	2.8	3.0	3.3	3.2	8.3	10.3	10.4	12.3	13.9
SK	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7	1.8	2.0	2.3	5.9	7.2	7.1	7.9	9.1
Micron	1.3	1.5	1.3	1.2	1.2	1.3	1.6	1.7	4.7	5.5	5.3	5.8	6.9
CXMT	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.1	0.3	0.6	0.9	1.3
Nanya	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
Others	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4
Total (GB bil)	6.0	6.4	5.7	6.0	6.2	6.6	7.3	7.7	19.7	24.1	24.1	27.7	32.2
B/G	-2%	8%	-12%	6%	3%	6%	11%	5%	25%	22%	0%	15%	16%
Samsung	2%	6%	-19%	21%	4%	6%	9%	-3%	20%	24%	1%	18%	14%
SK	-8%	8%	-5%	-2%	-1%	5%	12%	15%	23%	22%	-1%	12%	15%
Micron	0%	11%	-10%	-13%	7%	7%	18%	7%	31%	16%	-4%	10%	19%
CXMT	-8%	46%	21%	18%	0%	13%	4%	7%		~ 335%	101%	51%	43%
Nanya	-1%	-8%	-21%	11%	15%	6%	17%	-4%	35%	0%	-25%	21%	16%
Bit M/S													
Samsung	44%	43%	40%	45%	46%	46%	45%	41%	42%	43%	43%	44%	43%
SK	29%	29%	31%	29%	28%	28%	28%	31%	30%	30%	29%	29%	28%
Micron	22%	23%	23%	19%	20%	20%	21%	22%	24%	23%	22%	21%	21%
CXMT	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	0%	1%	3%	3%	4%
Taiwan	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%
Others	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

자료: 유진투자증권 메모리 모델

유진투자증권 메모리 수급 모델에 따르면 2022 년 DRAM 총 수요는 233 억 GB 로 전년대비 2% 감소할 것으로 추정된다. 20 여 년간 반도체 애널리스트로 활동해오면서 비트 기준 DRAM 수요가 마이너스를 기록할 것이라고는 전혀 생각해보지 못했다. 이는 마치 유럽의 금리가 마이너스를 기록한 것과 2020 년 유가 선물이 마이너스를 기록한 것에 비할 수 있을 정도의 충격적인 일인 것이다. 아무튼 그만큼 2022 년의 IT 수요는 팬데믹이 불러온 버블이 터지는 후폭풍에 시달려야 했다.

도표 38. DRAM 수급 모델 요약

DRAM Summary	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023	2024
Demand (GB bil)	6.1	6.3	5.6	5.4	5.5	6.2	7.0	7.3	19.0	23.8	23.3	26.1	32.1
YoY	6%	5%	-7%	-11%	-9%	-2%	25%	37%	27%	25%	-2%	12%	23%
QoQ	1%	4%	-11%	-4%	3%	11%	14%	4%					
Production (GB bil)	6.7	6.9	7.0	7.0	6.5	6.5	6.7	6.9	18.3	23.0	27.6	26.6	31.2
YoY	28%	24%	19%	10%	-3%	-5%	-4%	-1%	11%	25%	20%	-4%	17%
QoQ	7%	3%	2%	-1%	-7%	0%	3%	2%					
Shipment (GB bil)	6.0	6.4	5.7	6.0	6.2	6.6	7.3	7.6	19.7	24.1	24.1	27.7	32.2
YoY	4%	5%	-8%	-1%	4%	2%	28%	27%	25%	22%	0%	15%	16%
QoQ	-2%	8%	-12%	6%	4%	6%	11%	5%					
Inventory (GB bil)	1.4	1.8	3.2	4.1	4.4	4.3	3.8	3.0	1.7	0.6	4.1	3.0	2.0
WoI	2.9	3.9	7.0	8.7	8.9	8.1	6.6	5.1	4.5	1.4	8.9	5.6	3.3
S/D Ratio	0.984	1.026	1.013	1.117	1.122	1.063	1.034	1.041	1.040	1.013	1.033	1.062	1.003
ASP (\$/GB)	4.1	3.6	3.1	2.7	2.3	2.1	2.1	2.1	3.3	3.9	3.4	2.2	2.4
YoY	21%	-7%	-25%	-34%	-44%	-40%	-32%	-19%	-17%	18%	-13%	-36%	10%
QoQ	1%	-12%	-13%	-14%	-14%	-6%	-2%	2%					
Market Size (\$ bil)	24.3	23.1	17.7	16.0	14.2	14.1	15.3	16.4	64.3	93.0	81.0	60.0	76.5
YoY	27%	-2%	-31%	-35%	-41%	-39%	-14%	2%	3%	45%	-13%	-26%	28%
QoQ	-1%	-5%	-23%	-10%	-11%	-1%	8%	7%					

자료: 유진투자증권

반면, 2022 년 DRAM 생산은 전년대비 20% 증가한 총 276 억 GB 에 달했다. 그러나, 출하는 이보다 훨씬 적은 241 억 GB 에 그쳤다. 생산과 출하의 차이인 약 35 억 GB 가 바로 메모리 업체들의 재고로 고스란히 남게 될 것으로 추정한다.

그 결과 지난해 말 6 억 GB 에 불과했던 DRAM 업체들의 재고는 2022 년 말에는 이보다 약 7 배가 늘어난 41 억 GB 에 달할 것으로 추산된다. 거기에다 출하량 자체가 줄어드는 효과까지 더해 재고 주수 기준으로는 2021 년 1.4 주에서 올해 말에는 8 주 후반~9 주 수준까지 늘어나게 될 것으로 전망된다.

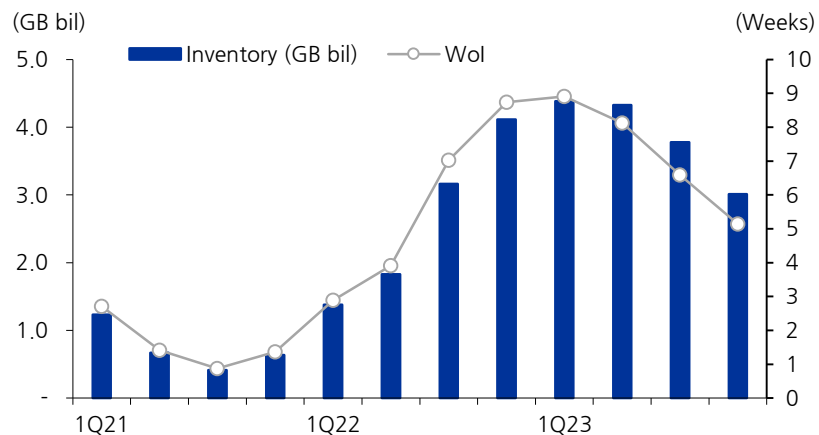
우리의 메모리 수급모델에 의하면 내년 상반기는 DRAM 의 비트 기준 재고가 오히려 더 증가할 것으로 예상된다. 일부 업체들의 감산에도 불구하고 DRAM 비트 생산량이 수요를 초과할 것으로 보이기 때문이다.

연초만 하더라도 2022 년 DRAM 시장은 1,000 억 달러를 넘어서는 새로운 이정표가 수립될 것이라는 기대가 우세했다. 그러나, 하반기 들어 급격히 방향 전환이 이루어져 올해 DRAM 시장은 전년비 13% 감소한 810 억 달러에 그칠 것으로 전망된다. 그리고 내년 시장은 여기서 추가로 26% 감소한 600 억 달러에 그칠 것으로 예상된다.

유진의 메모리 수급 모델은 내년 DRAM 웨이퍼 생산량을 올해보다 7% 낮은 수준으로 가정하고 작성되었다. 하지만, 이 경우에도 DRAM의 재고는 2023년 연말까지 30억 GB, 재고 주수 기준 5주를 상회할 것으로 보여 시장에서 만족할 만한 속도로 줄어들지 않을 것으로 보인다. 결국, 재고의 정상화를 위해서는 어쩌면 보다 더 적극적인 감산 참여가 필요하지 않을까 생각한다.

23년 하반기부터 재고가 줄어들 것으로는 예상되나, 그 속도는 만족스러운 수준은 아닌 듯

도표 39. 분기별 DRAM 재고와 재고 주수(Wol)



자료: 유진투자증권 메모리 모델

DRAM 가격의 반등이 가능하기 위해서는 무엇보다 재고가 줄어야 한다. 재고를 줄이는 것은 적극적인 가격 인하를 통해 보유 재고를 방출하거나, 감산을 통해 생산량을 수요보다 낮게 유지해야 가능하다. 그러나, 보유 재고를 방출하는 효과는 일종의 조삼모사(朝三暮四)와 같다. 당장 칩 업체의 재고는 낮출 수 있지만, DRAM을 구매하는 입장에서는 반대로 재고가 늘어나기 때문에 향후 추가 구매 수요가 줄어들 수 있기 때문이다.

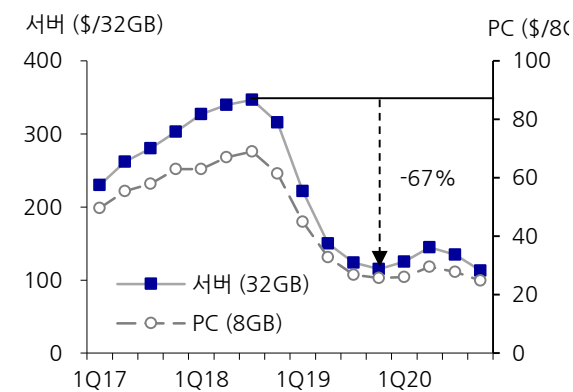
과거에는 가격을 낮춘 효과가 PC 업체들의 적극적인 마케팅과 맞물려 시장 수요에 녹아들 수 있었다. 그러나, 지금은 PC 시장이 DRAM 수요에서 차지하는 비중이 현저히 줄어들어 이 같은 방식이 잘 통하지 않을 가능성이 높다. PC보다 훨씬 비중이 큰 스마트폰이나 서버 시장에서는 DRAM 수요의 가격 탄력성이 그렇게 크지 않기 때문이다. 결국, 재고를 줄이기 위한 근본적인 방안은 적극적인 감산 밖에 없다고 볼 수 있다.

결국 감산이 잘 이루어질 경우에는 DRAM 사이클의 바닥이 빨리 오겠지만, 그렇지 않을 경우에는 하락 사이클이 좀더 늘어지는 형태가 될 가능성이 높다.

하지만 그렇다 하더라도 DRAM 업체들의 원가 하락 속도는 매우 더딘 데 비해 DRAM 의 가격 하락 속도가 상당히 빠르다. 2022 년 3 분기와 4 분기 분기별로 약 20% 가까운 하락에 이어 2023 년 1 분기에도 두 자릿수 하락을 예상한다. 이렇게 되면 올해 1 분기 대비 내년 1 분기에는 약 50% 가까운 가격 하락이 발생하게 된다. 서버 DRAM 의 경우는 고점에서 약 57% 하락하게 되는 셈이다.

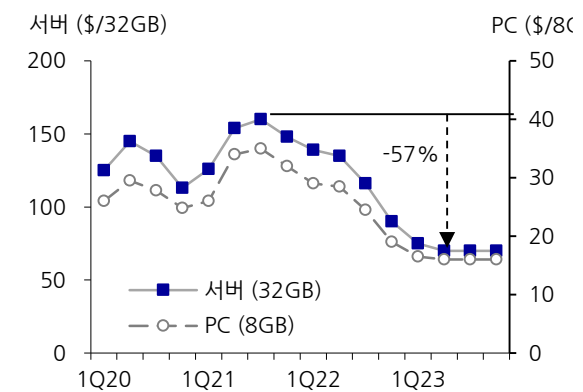
특히, 생산 업체들의 원가 절감이 잘 이루어지지 않고 있다는 점을 감안하면, 올해 상반기 40~50% 마진을 내던 DRAM 업체들의 마진은 거의 소멸할 지도 모른다는 얘기가. 그리고, 이런 상황에서 감산 효과가 나타나기 시작하면 그 이후 DRAM 가격의 하락 속도는 현저히 둔화하게 될 것으로 예상한다. 마켓 사이즈 기준으로는 2023 년 1 분기 고점 대비 약 55% 감소를 저점으로 점차 회복 국면에 진입할 것으로 예상된다.

도표 40. 17~20 년 DRAM 가격



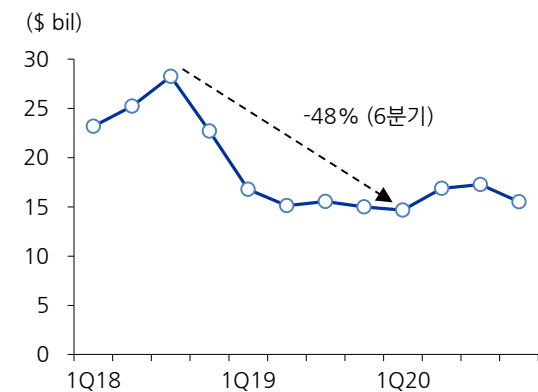
자료: 유진투자증권

도표 41. 20~23 년(F) DRAM 가격



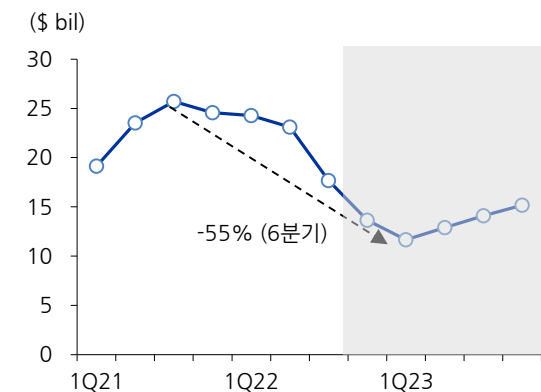
자료: 유진투자증권

도표 42. 18~20 년 분기별 DRAM 시장



자료: WSTS, 유진투자증권

도표 43. 21~23 년 분기별 DRAM 시장



자료: WSTS, 유진투자증권

NAND 수급 모델

DRAM 에 비해 NAND 수급 상황은 좀 더 좋지 않다. 따라서 보다 적극적인 감산이 필요해 보인다. 다행스럽게 캐파 기준 세계 1 위인 키옥시아/웨스턴디지털이 상당히 적극적인 감산 계획을 발표했다. 특이한 것은 현재 NAND 업체들 중 가장 마진이 좋은 키옥시아가 가장 적극적으로 감산에 임하고 있다는 것이다. 10 월부터 웨이퍼 투입을 30% 가량 낮추겠다는 내용이다. 이렇게 되면 내년 초 이후 웨이퍼 아웃풋은 뚜렷한 감소세를 보일 것으로 예상된다.

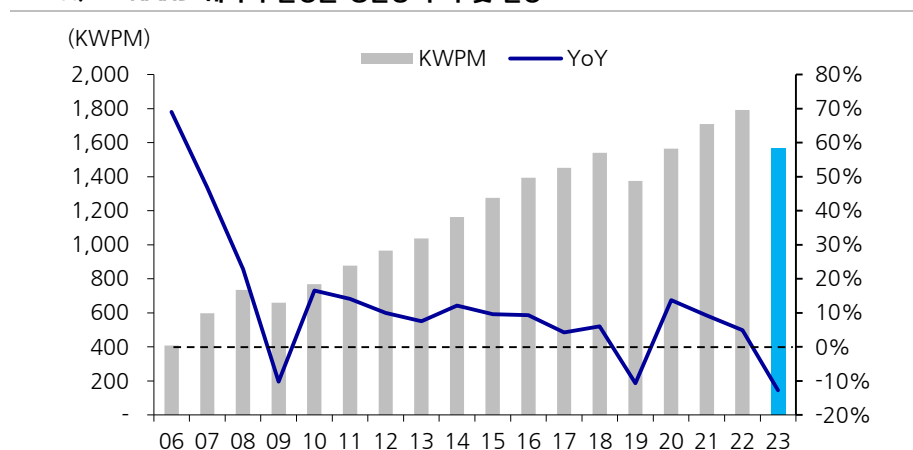
삼성전자의 NAND 웨이퍼 생산량은 월 57 만장 수준으로 추정되며, 내년에는 라인 효율화 등의 자연스러운 감산을 통해 월 53 만장까지 생산량을 조절할 것으로 보인다. 키옥시아/웨스턴디지털은 월 62 만장 수준에서 41 만장까지 낮출 것으로 예상했다.

SK 하이닉스는 현재 엄청난 NAND 재고를 갖고 있는 것으로 보인다. 이에 따라 최소 월 5만장 이상의 웨이퍼를 줄여야 할 것으로 추정하고, 경우에 따라서는 보다 더 적극적인 감산 전략까지 준비하고 있어야 할 것으로 보인다. 마이크론도 현재 월 21 만장의 웨이퍼 생산량을 최소 월 18~19 만장 수준까지 줄일 것으로 예상한다.

이 같은 가정을 반영할 경우 세계 NAND 웨이퍼 생산량은 현재 월 180 만장에서 내년 상반기에는 월 148 만장 수준으로 약 18~19% 감소하게 되고, 연간 웨이퍼 생산량은 월평균 179 만장에서 156 만장으로 약 13% 감소할 것으로 예상된다.

2023 년 NAND 웨이퍼 아웃풋은 약 13% 감소할 전망

도표 44. NAND 웨이퍼 월평균 생산량 추이 및 전망

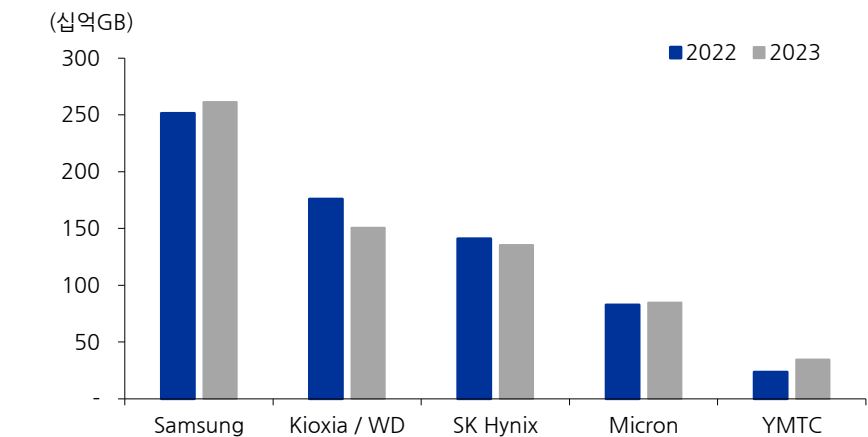


자료: 유진투자증권 메모리 모델

그 결과 NAND의 비트 기준 총 생산량은 2022년 676EB(Exa Bytes)에서 2023년 667EB로 1% 감소하게 될 전망이다. 업체별 비트 생산량은 삼성전자가 전년대비 4% 증가한 261EB, 키옥시아/웨스턴디지털이 전년대비 14% 감소한 151EB, SK하이닉스도 전년대비 4% 감소한 135EB, 마이크론은 2% 증가한 85EB를 기록할 것으로 보이고, YMTC는 전년대비 46% 증가한 34EB로 추정된다.

23년 하반기부터 재고가 줄어들 것으로는 예상되나, 그 속도는 만족스러운 수준은 아닌 듯

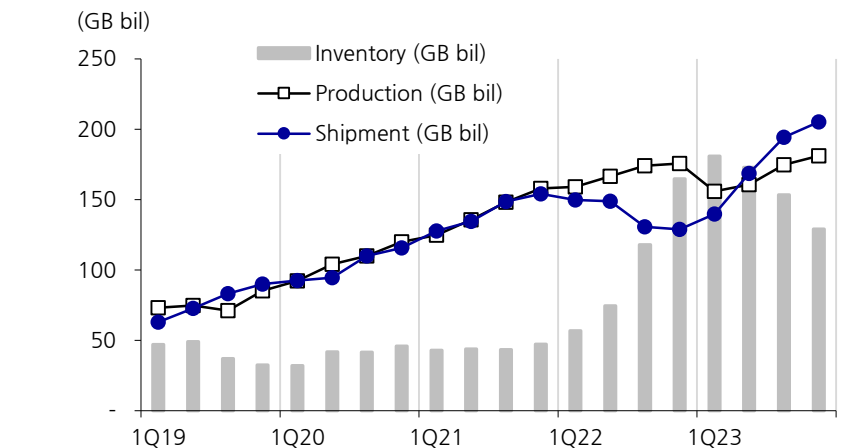
도표 45. 업체별 NAND 비트 생산량 비교



자료: 유진투자증권 메모리 모델

과거와 달리 생산과 출하 사이에 큰 괴리가 발생했고, 이러한 괴리가 시장에 큰 노이즈를 만들고 있다

도표 46. NAND 생산, 출하, 재고 모델



자료: 각사, 유진투자증권

도표 47. NAND 공급 모델

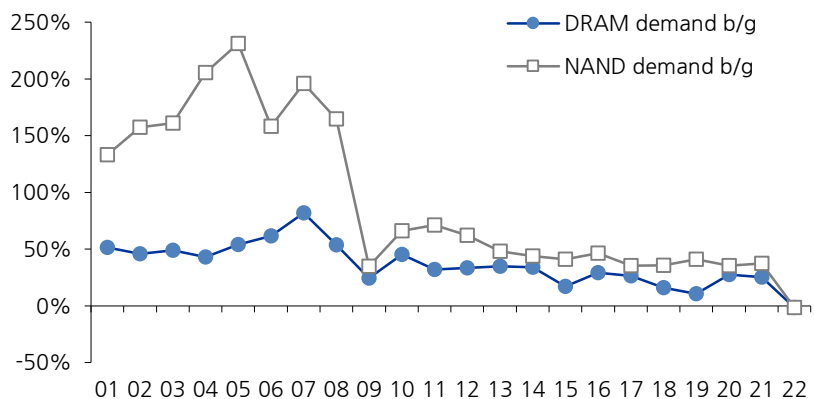
NAND Supply Model	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023	2024
Wafer Out (K/M)													
Samsung	560	570	570	570	530	530	530	530	478	553	568	530	530
Kioxia / WD	600	620	620	620	410	410	460	480	569	600	615	465	583
SK Hynix	315	315	315	305	260	260	260	270	221	229	313	265	325
Micron	203	210	210	210	185	185	195	195	180	185	208	198	205
YMTC	70	75	80	80	85	90	95	100	23	48	76	92	120
Intel	-	-	-	-	-	-	-	-	80	80	-	-	-
Total (KWPM)	1,763	1,805	1,807	1,797	1,480	1,485	1,552	1,587	1,565	1,709	1,792	1,564	1,777
Q/Q, Y/Y	-2%	2%	0%	-1%	-18%	0%	5%	2%	14%	9%	5%	-13%	14%
Production (GB bil)													
Samsung	60	63	64	65	63	65	66	68	156	215	252	261	310
Kioxia / WD	41	42	46	46	33	34	41	44	126	157	176	151	241
SK Hynix	34	35	36	36	32	33	35	36	59	82	141	135	191
Micron	19	21	21	22	20	20	22	23	53	65	83	85	101
YMTC	5	6	6	7	7	8	9	10	4	12	24	34	55
Total (EB or GB bil)	159	167	174	176	154	159	173	180	426	567	676	667	899
B/G (Production)	1%	5%	5%	1%	-12%	3%	9%	4%	40%	33%	19%	-1%	35%
Samsung	-1%	5%	2%	2%	-4%	3%	3%	2%	36%	38%	17%	4%	19%
Kioxia / WD	-6%	3%	10%	0%	-30%	3%	21%	7%	49%	25%	12%	-14%	60%
SK Hynix	49%	4%	3%	-1%	-10%	2%	6%	3%	46%	40%	71%	-4%	41%
Micron	10%	7%	2%	2%	-9%	3%	10%	4%	22%	23%	27%	2%	20%
YMTC	17%	12%	11%	8%	8%	13%	10%	11%	590%	179%	91%	46%	59%
Bit Shipments (EB)													
Samsung	56	52	49	55	52	66	79	75	149	205	212	272	333
Kioxia / WD	42	39	41	39	35	36	41	46	122	162	161	158	222
SK Hynix	31	33	29	30	32	35	40	42	55	87	122	149	191
Micron	17	20	15	13	14	18	23	30	52	64	64	85	118
YMTC	4	6	5	6	7	8	9	11	4	13	21	34	54
Total (EB or GB bil)	150	149	139	143	139	163	193	204	413	565	580	699	919
B/G (Shipments)	-3%	-1%	-7%	3%	-3%	18%	18%	6%	34%	37%	3%	20%	31%
Samsung	7%	-7%	-7%	13%	-5%	26%	20%	-5%	27%	38%	3%	29%	22%
Kioxia / WD	-6%	-9%	5%	-3%	-12%	5%	13%	11%	35%	33%	-1%	-2%	40%
SK Hynix	17%	8%	-12%	2%	7%	11%	14%	4%	42%	57%	41%	22%	28%
Micron	0%	18%	-22%	-15%	4%	34%	29%	30%	21%	23%	0%	33%	38%
YMTC	-11%	36%	-9%	13%	11%	18%	19%	16%	~	210%	62%	62%	57%
Bit M/S													
Samsung	37%	35%	35%	38%	38%	40%	41%	37%	36%	36%	36%	39%	36%
Kioxia / WD	28%	26%	29%	28%	25%	22%	21%	22%	30%	29%	28%	23%	24%
SK Hynix	20%	22%	21%	21%	23%	22%	21%	20%	13%	15%	21%	21%	21%
Micron	11%	13%	11%	9%	10%	11%	12%	15%	13%	11%	11%	12%	13%
YMTC	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	1%	2%	4%	5%	6%

자료: 유진투자증권

유진 메모리 수급 모델에 따르면 2022년 NAND 총 수요는 545억EB로 전년대비 1% 감소할 것으로 추정된다. DRAM의 비트 수요 감소도 충격적이지만, NAND의 비트 수요가 감소한 것은 훨씬 더 충격적이다. 금융위기 이전인 2000년대 초중반만 해도 연간 NAND의 비트 수요 증가율은 무려 세 자릿수를 기록했기 때문이다. 그만큼 NAND의 수요 빗그로스 둔화 속도가 아주 빠르게 진행되고 있다는 것이다.

DRAM과 NAND의 비트 수요가 마이너스를 기록한다는 것은 전혀 고려하지 않았던 시나리오라고 해도 과언이 아니다

도표 48. DRAM, NAND 수요 빗그로스 추이



자료: 유진투자증권 메모리 모델

이처럼 NAND 수요 증가가 급격히 둔화하게 되는 것은 어쩌면 5G의 보급과 관련이 있을지 모른다. 과거 스토리지 수요를 이끌었던 것은 사진과 MP3 파일, 그리고 동영상 다운로드 수요였다. 기존의 스마트폰이 가장 먼저 직면하게 된 문제 요인은 바로 다른 아닌 스토리지 부족이었다. 그러나, 5G의 보급으로 동영상을 다운로드 받는 수요가 급격히 감소했다. 주변을 봐도 동영상을 다운로드 받아 저장해놓고 보는 사람들보다는 그냥 스트리밍 서비스를 이용하는 사람들이 대부분이다.

이러다 보니 NAND 수요를 드라이브하는 유일한 어플리케이션은 이제 데이터센터용 스토리지만 남은 셈이다. 그러나, 어지간한 데이터센터의 핫 스토리지들도 이미 SSD로 상당 부분 전환된 것이 사실이다. 아직 대부분의 업체들은 DRAM의 장기 수요증가율을 10%대 초중반, NAND의 장기 수요 증가율을 20%대 중후반으로 가정하고 있으나, 어쩌면 NAND의 장기 성장 기대치를 좀 더 낮춰야 할지도 모르겠다.

DRAM과 마찬가지로 NAND도 생산 빗그로스과 출하 빗그로스 사이에 큰 괴리가 있다. 2022년 NAND 생산량은 전년대비 19% 증가한 676EB로 추정되나, 출하는 3% 증가한 580억 GB에 그칠 전망이다. 이에 그 차이인 96EB가 칩 업체들의 재고 부담으로 남게 되었다.

따라서, NAND 칩 재고는 지난해 말의 47EB에서 143EB으로 급증하게 될 것으로 추정된다. 재고 주수로는 지난해 약 4주 내외에서 올해 말에는 13주 이상으로 증가할 전망이다. NAND 재고를 줄이기 위해서는 무엇보다 생산량을 수요 이하로 낮추는 것이 필요하다. 그렇지 않으면 재고는 빠르게 줄지 못하고, 하락 사이클은 더욱 늘어지게 될 것이다.

업체들마다 상황이 각자 다르기 때문에 일률적인 감산이 이루어질지는 불확실하다. 다만, 급격한 가격 하락으로 내년에는 거의 대부분의 NAND 생산 기업들이 적자에 진입할 것으로 예상된다. 그리고, 그렇게 되면 결국 기존 계획에 비해 보다 적극적인 감산이 이루어질 가능성이 높고, 결국 NAND 재고도 감소하게 되는 형태로 진행될 것으로 보인다.

한편, NAND 시장규모는 2022년 468달러로 전년대비 16% 감소할 것으로 예상된다. 그리고, 내년에는 365억달러에 그쳐 추가로 22% 감소하게 될 것으로 추정된다. 하지만 분기별로는 내년 1분기가 시장 규모의 저점이 될 가능성이 높다.

도표 49. NAND 수급 모델 요약

NAND Summary	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2020	2021	2022	2023	2024
Demand (GB bil)	151	147	126	121	134	163	190	200	403	553	545	687	923
YoY	22%	11%	-14%	-19%	-11%	11%	51%	66%	36%	37%	-1%	26%	34%
QoQ	1%	-3%	-14%	-4%	11%	22%	16%	5%					
Production (GB bil)	159	167	174	176	154	159	173	180	426	567	676	667	899
YoY	28%	23%	17%	11%	-3%	-4%	-1%	3%	40%	33%	19%	-1%	35%
QoQ	1%	5%	5%	1%	-12%	3%	9%	4%					
Shipment (GB bil)	150	149	139	143	139	163	193	204	413	565	580	699	919
YoY	17%	10%	-7%	-7%	-7%	10%	39%	43%	34%	37%	3%	20%	31%
QoQ	-3%	-1%	-7%	3%	-3%	18%	18%	6%					
Inventory (GB bil)	57	75	110	143	158	154	134	110	46	47	143	110	90
WOI	4.9	6.7	10.1	13.1	13.6	11.2	8.8	7.2	4.9	4.3	11.6	7.1	4.5
S/D Ratio	0.990	1.011	1.101	1.185	1.036	1.002	1.017	1.021	1.026	1.021	1.065	1.018	0.996
Chip ASP (\$/TB)	98	97	69	57	51	52	52	53	120	99	81	52	56
YoY	7%	-4%	-33%	-43%	-48%	-46%	-24%	-6%	-8%	-17%	-18%	-35%	6%
QoQ	-1%	-2%	-29%	-17%	-11%	2%	1%	2%					
Market Size (\$ bil)	14.7	14.4	9.6	8.2	7.1	8.5	10.1	10.9	49.4	55.9	46.8	36.5	51.0
YoY	25%	6%	-38%	-47%	-52%	-41%	6%	33%	23%	13%	-16%	-22%	40%

자료: 유진투자증권

2023 년 반도체 시장 전망

2023 년 메모리 시장은 전년대비 24% 감소한 1,014 억달러로 2017 년 이후 가장 저조할 것으로 보인다. 세계 경제 상황을 보면 비메모리인 DAO 와 로직/마이크로 분야도 올해 대비 성장하기는 어려워 보인다. DAO 와 로직/마이크로 시장은 올해 대비 약 0.6% 감소한 1,859 억 달러와 2,546 억 달러 수준이 될 것으로 전망한다. 결과적으로 2023 년 반도체 시장이 올해 대비 약 6% 감소한 5,417 억 달러로 예상된다.

하지만, 이미 반도체 세그먼트별로 재고 조정이 진행 중에 있고, 메이저 기업들의 캐פק스 축소도 논의되고 있다는 점에서 내년 하반기 이후에는 사이클에 변곡점이 나타날 가능성은 유효하다. 따라서, 2024 년 이후로는 다시 반도체 시장의 성장 국면에 진입하게 될 것으로 전망한다.

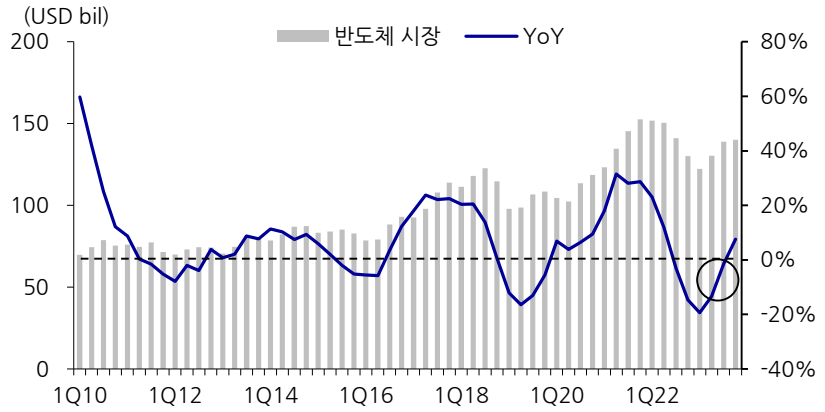
도표 50. 반도체 시장 전망 요약

Year	반도체 (십억달러)		메모리			로직/마이크로			DAO		
		YoY		YoY	비중		YoY	비중		YoY	비중
01	139.0	-32.0%	24.9	-49.5%	17.9%	61.6	-27.5%	44.3%	52.5	-25.3%	37.8%
02	140.7	1.3%	27.0	8.7%	19.2%	69.3	12.6%	49.3%	44.3	-15.6%	31.5%
03	166.4	18.3%	32.5	20.2%	19.5%	80.4	16.0%	48.3%	53.5	20.6%	32.1%
04	213.0	28.0%	47.1	45.0%	22.1%	100.0	24.3%	47.0%	65.9	23.2%	30.9%
05	227.5	6.8%	48.5	2.9%	21.3%	112.4	12.3%	49.4%	66.6	1.1%	29.3%
06	247.7	8.9%	58.4	20.3%	23.6%	114.1	1.5%	46.1%	75.2	12.9%	30.4%
07	255.6	3.2%	57.9	-0.9%	22.6%	123.5	8.2%	48.3%	74.3	-1.2%	29.1%
08	248.6	-2.8%	46.3	-19.9%	18.6%	126.7	2.6%	51.0%	75.6	1.7%	30.4%
09	226.3	-9.0%	44.8	-3.3%	19.8%	113.5	-10.4%	50.2%	68.0	-10.1%	30.0%
10	298.3	31.8%	69.6	55.4%	23.3%	138.0	21.5%	46.3%	90.7	33.4%	30.4%
11	299.5	0.4%	60.7	-12.7%	20.3%	144.0	4.3%	48.1%	94.8	4.5%	31.6%
12	291.7	-2.6%	57.0	-6.2%	19.5%	141.5	-1.8%	48.5%	93.2	-1.7%	32.0%
13	306.0	4.9%	67.4	18.3%	22.0%	144.6	2.2%	47.3%	93.9	0.8%	30.7%
14	335.1	9.5%	79.2	17.5%	23.6%	153.7	6.3%	45.9%	102.2	8.8%	30.5%
15	335.2	0.0%	77.2	-2.6%	23.0%	152.0	-1.1%	45.4%	105.9	3.6%	31.6%
16	338.9	1.1%	76.8	-0.6%	22.7%	152.1	0.0%	44.9%	110.1	3.9%	32.5%
17	412.2	21.6%	124.0	61.5%	30.1%	166.1	9.2%	40.3%	122.1	10.9%	29.6%
18	468.7	13.7%	158.0	27.4%	33.7%	176.5	6.2%	37.7%	134.2	9.9%	28.6%
19	411.4	-12.2%	106.3	-32.7%	25.8%	170.7	-3.3%	41.5%	134.4	0.1%	32.7%
20	440.4	7.0%	117.5	10.5%	26.7%	188.1	10.2%	42.7%	134.8	0.3%	30.6%
21	555.9	26.2%	153.8	30.9%	27.7%	235.1	25.0%	42.3%	167.0	23.8%	30.0%
22F	576.1	3.6%	132.9	-13.6%	23.1%	256.2	9.0%	44.5%	187.0	12.0%	32.5%
23F	541.7	-6.0%	101.4	-23.7%	18.7%	254.6	-0.6%	47.0%	185.9	-0.6%	34.3%
24F	605.0	11.7%	132.5	30.7%	21.9%	276.3	8.5%	45.7%	196.2	5.5%	32.4%

주: DAO=Discrete + Analog + Optics
자료: WSTS, 유진투자증권

내년 하반기를 지나면
서 반도체 사이클은 변
곡점을 만나게 될 가능
성이 높다

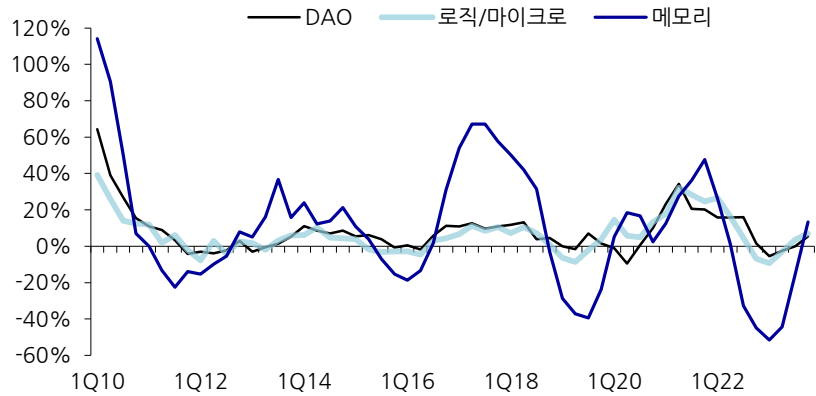
도표 51. 분기별 반도체 시장 규모 및 YoY 사이클



자료: WSTS, 유진투자증권 메모리 모델

기대했던 것만큼 메모
리의 변동성이 줄어들
지 않고 있다

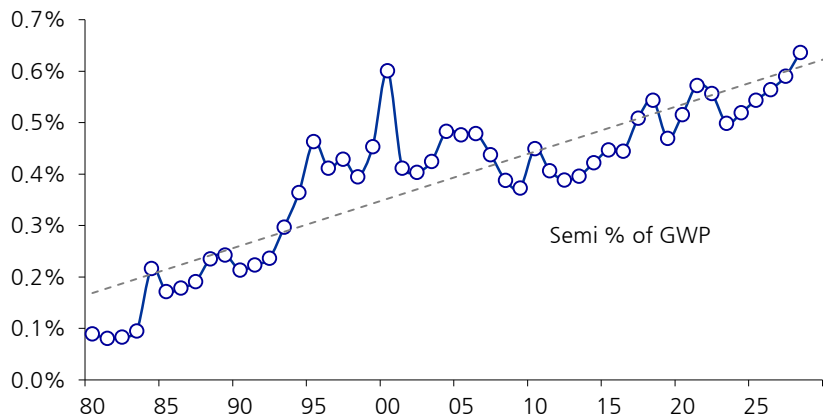
도표 52. 반도체 세그먼트별 YoY 사이클 비교



자료: WSTS, 유진투자증권 메모리 모델

중장기적으로 반도체
산업이 세계 경제에서
차지하는 비중은 점점
높아질 전망

도표 53. 세계 경제규모 대비 반도체의 매출 비중



자료: IMF, WSTS, 유진투자증권

반도체 Capex 전망

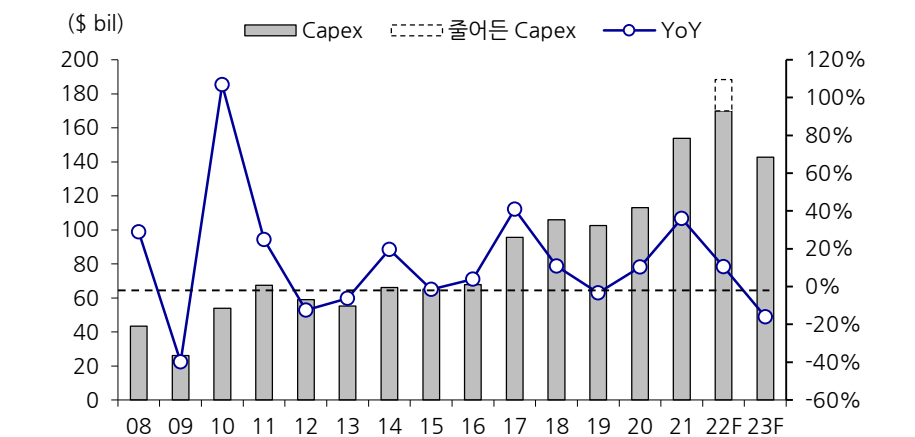
2022년 반도체 업체들의 설비투자 규모는 당초 전년대비 23% 증가한 190억 달러에 달할 것으로 예상되었으나, 하반기 이후 시황이 급변하면서, 설비투자 계획을 축소하는 기업들이 증가했다. 이에 따라, 올해 투자 규모는 전년대비 약 10% 증가한 170억 달러에 그치게 될 것으로 예상된다.

대표적으로 TSMC는 원래 올해 캐팹스 규모를 400~440억 달러로 계획하고 있었으나, 이를 360억 달러로 낮춰 잡았다. 하지만, 3분기까지 누적 투자액이 255억 달러에 그쳤다는 점을 감안하면, 올해 연간 총 투자액은 340~350억 달러에 그칠 것으로 보인다. 마이크론과 SK하이닉스도 기존 예상보다는 투자 규모를 줄일 전망이다. 삼성전자의 경우는 투자 규모를 줄이지 않기로 했지만, US 달러 기준으로 보면 소폭 줄어들 가능성이 높다.

내년 설비투자 규모는 아직 예측하기 이르지만, 마이크론과 SK하이닉스가 캐팹스 축소를 공식화했고, 램리서치와 ASML 등의 글로벌 반도체 장비 업체들도 내년 반도체 장비 시장 규모를 올해 대비 20% 낮춰 잡기 시작한 점을 감안하면, 내년 반도체 업체들의 투자 규모도 두 자릿수 가량 줄어들 가능성이 높아 보인다.

'22년 반도체 캐팹스는 당초 190억 달러에 달할 것으로 예상됐으나 이후 시황 급변으로 설비투자 계획 축소한 기업들이 증가

도표 54. 반도체 업체 설비투자 추이 및 전망



자료: IC Insights, 각 사, 유진투자증권

이에 따라, 반도체 소부장 기업들의 실적 전망치도 큰 폭으로 하향 조정될 전망이다. 당초에는 내년까지 반도체 업체들의 투자 증가가 계속될 것이라는 예상이 우세했지만, 최근 매크로 상황이 급변하면서 IT 수요와 반도체 업체들의 투자 전망에 대한 하향 조정이 필요해졌다. 이러한 정황과 업체들의 가이드를 감안하면, 내년 반도체 총 투자 규모는 15% 내외, 반도체 장비 투자규모는 20% 가량 감소할 가능성이 높다.

다만 아직 주요 반도체 장비 업체들의 예상 실적에는 이러한 부분들이 충분히 반영되지 못한 상황이다. Refinitiv 자료에 따르면 반도체 장비 빅 5 기업 (ASML, AMAT, 램리시치, TEL, KLA) 등의 2023 년 매출액 컨센서스는 899 억 달러로 올해 대비 5% 감소할 전망이다. 업체별로는 ASML 의 매출은 16% 증가할 전망이다 반면 어플라이드머티리얼즈는 3% 감소할 것으로 보이고 램리시치, KLA, 도쿄일렉트론은 15% 이상 감소할 것으로 예상된다.

그런데, 시가총액 6 위부터 20 위까지의 15 개 기업들의 2023 년 매출액 컨센서스는 276 억 달러로 올해 대비 4% 감소하는 것으로 집계되고 있다. ASML 을 제외한 상위권 업체들의 매출 감소폭이 15% 이상인 점을 감안하면, 이들 기업들이 받을 타격은 이보다 더 클 가능성이 높다. 장비 업체들에 대한 실적 조정이 큰 폭으로 이루어질 것으로 볼 수 있다.

ASML 을 제외한 상위권 장비 업체들의 실적 감소폭을 감안하면, 나머지 반도체 장비 업체들의 실적 예상치는 큰 폭 하향 조정이 필요해 보인다

도표 55. 시총 기준 반도체 장비 빅 5 기업 등 상위 20 개사의 연간 매출

(십억달러)	시가총액	2020	2021	2022	2023F	23F/22
ASML	187.2	16.1	22.0	22.3	25.9	16%
AMAT	78.9	17.2	23.1	25.5	24.6	-3%
LRCX	57.2	11.9	16.5	18.9	15.8	-16%
KLA	46.5	6.1	8.2	10.3	8.8	-15%
TEL	42.5	12.0	17.1	17.5	14.8	-15%
Big 5	412.4	63.3	86.8	94.5	89.9	-5%
Next 15	91.3	22.3	28.4	28.7	27.6	-4%
Top 20	503.7	85.6	115.2	123.1	117.5	-5%

주: CY 기준으로 환산해서 합산

자료: Refinitiv 각 사, 유진투자증권

V. 투자의견 요약

실적 레벨보다는 사이클의 피봇 가능성이 중요

메모리 사이클과 비슷한 추세를 보이는 대표적인 경제지표는 바로 ISM 제조업지수다. 하지만, 메모리 사이클이 점점 경기를 선반영하는 추세가 커지면서, ISM 제조업지수보다도 선행성이 높아졌다. 따라서, 여타 경제 지표를 보고 메모리 사이클을 선제적으로 예측하는 것은 점점 어려워진 상황이다.

그럼에도 불구하고, 주기를 아주 나쁘게만 보지 않고 희망적인 포인트를 찾자면, 올해 메모리 시장의 매출 감소폭이 상당히 짧은 기간 동안 급격하게 진행됐다는 점이다. 올해 글로벌 메모리 매출은 고점 대비 50% 감소하고 소폭 반등했는데, 이 정도의 낙폭이면 장기 추세로 볼 때는 저점에 근접했거나, 저점을 지났을 수도 있는 수준이다.

장기추세 관점에서 보면 메모리 시장은 저점에 근접해 있거나, 이미 저점을 지났을 수도 있어 보인다.

도표 56. 메모리 시장 월별 매출액의 장기 추이

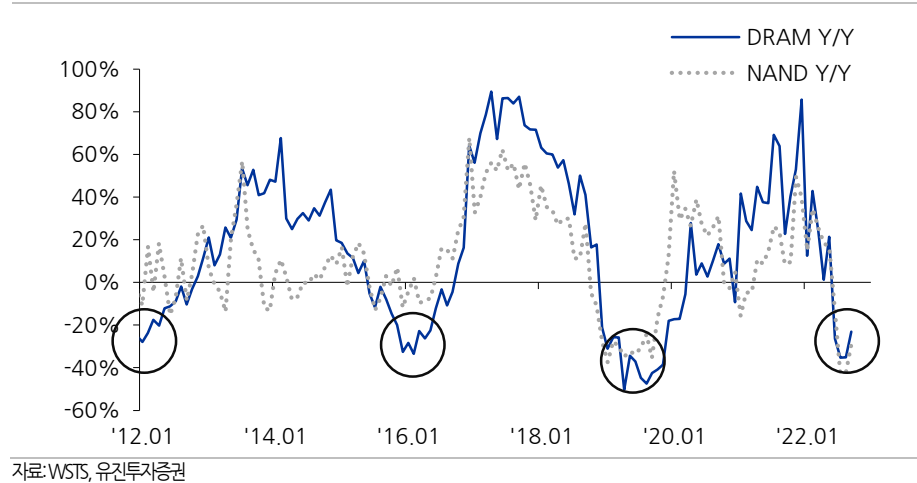
(십억달러, log scale)



자료: WSTS, 유진투자증권

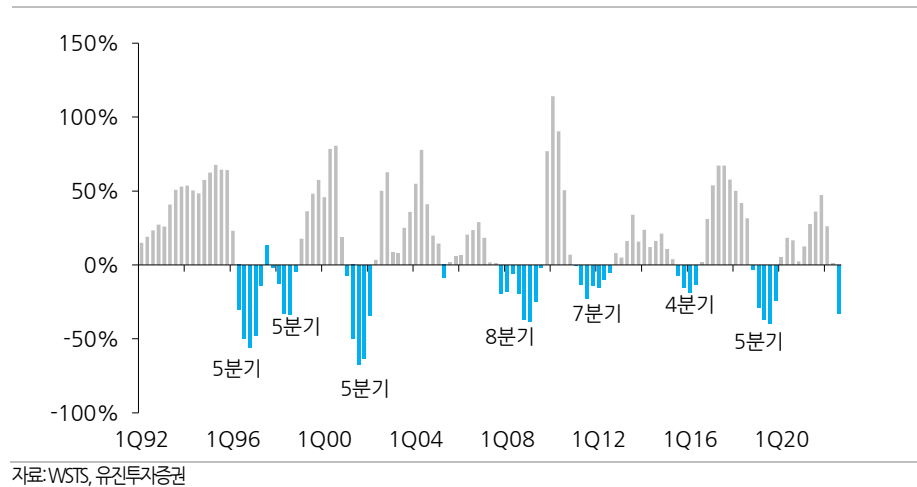
DRAM, NAND 매출의 전년동기비 증가율도 모멘텀이라는 측면에서는 바닥을 지났거나, 바닥에 근접한 것으로 보인다. 그렇다면, 실적은 몰라도 주가에 대해서는 보다 전향적인 시각에서 바라볼 필요가 있을 듯 하다.

도표 57. WSTS DRAM, NAND 매출 Y/Y



메모리 매출액의 전년대비 증가율 사이클이 일단 마이너스 국면에 들어서면 짧게는 4~5분기, 길게는 7~8분기 동안 이어진다. 3분기는 메모리 매출 성장률이 전년대비 마이너스에 들어선 첫 분기일 뿐이다. 따라서, 적어도 내년 상반기까지 마이너스 국면이 계속될 가능성이 높다. 이 때 중요한 것은 마이너스라는 사실보다는 마이너스의 최저점이 언제가 될 것이냐는 것이다. 물론 최저점을 지났다고 해도 향후 마이너스 폭이 줄어드는 속도가 중요하게 작용할 것이다. 이 때 속도를 좌우하는 것이 바로 재고다.

도표 58. 메모리 분기 매출의 전년대비 성장률

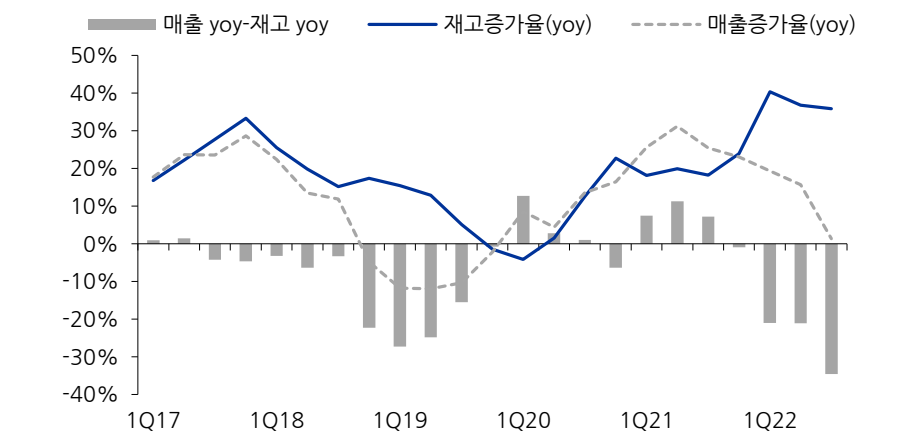


재고 감축이 key point

상당히 높아진 기대감에도 불구하고 반도체 섹터 주가는 올해 초부터 부진한 흐름을 벗어나지 못했다. 결과적으로 놓고 보면 올해 하반기부터 본격화된 반도체 사이클의 다운턴이 이미 연초부터 주가에 반영되었기 때문이다.

2023 년 반도체 섹터의 주가를 결정하는 것은 결국 2023 년 하반기 이후의 업황에 대한 예상이 될 수 밖에 없다. 이 때 반도체 사이클이 피봇에 성공할 것인지 아닌지에 대한 중요한 잣대는 바로 재고다. 재고 부담이 크면 사이클 피봇은 매우 어려워질 것이다. 반대로 재고 부담이 충분히 낮아지게 되면, 투자자들은 매우 적극적으로 반도체 주식 매수에 나서게 될 것이다.

도표 59. 메모리 시장 월별 매출액의 장기 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

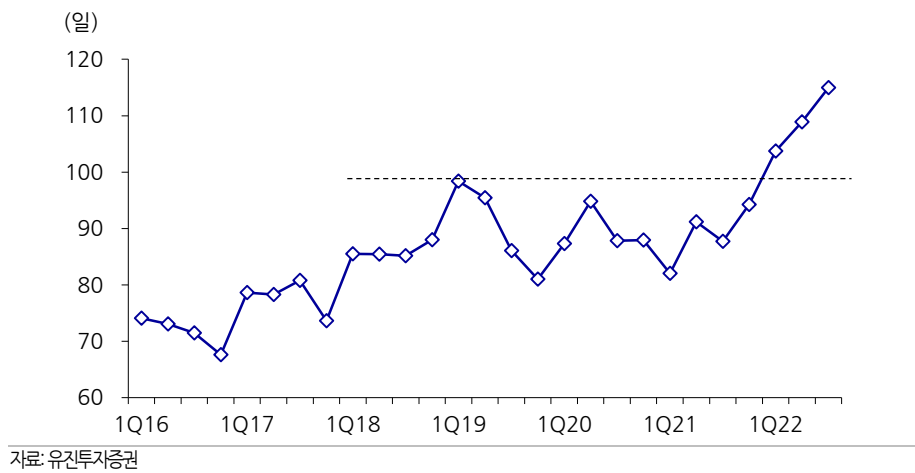
재고를 낮추는 가장 좋은 해결책은 수요 증가다. 수요만 충분하면 재고 파위는 문제도 아니다. 그런데, 지금 상황은 만만치가 않다. 인플레이션과 금리 인상으로 인한 글로벌 경기 둔화 우려와 팬데믹 버블 이후의 수요 정상화 과정에서 IT 내구재 수요는 가장 타격을 크게 받는 카테고리라 될 것이기 때문이다.

수요가 증가하지 못하는 국면이라면, 생산량을 줄이는 것이 재고를 낮추기 위한 거의 유일한 답이다. 과거 IT 기기 수요가 확실히 높은 성장을 보였던 구간에서는 공격적 투자를 통해 경쟁자들과의 차이를 벌려놓고, 향후 사이클 회복기에 충분한 보상을 받는 것이 일종의 성장 공식이었다.

하지만, 지금 당장 뚜렷한 수요 증가를 이끌어낼 어플리케이션이 눈에 보이는지는 의문이다. 물론 장기적 관점에서 보면 자동차, 로봇, 메타버스 등이 새로운 성장 동력으로 부상하게 될 것이다. 문제는 지금 당장 세계 경제가 풍전등화와 같은 위기 국면에 진입하고 있다는 사실이다. 따라서, 일단 고비를 잘 넘기고 그 이후를 모색하는 방안에 대해서도 고민이 필요해 보인다.

2022년 9월 기준 반도체 상위 50개사의
재고회전기간은 115일로
높아진 상황

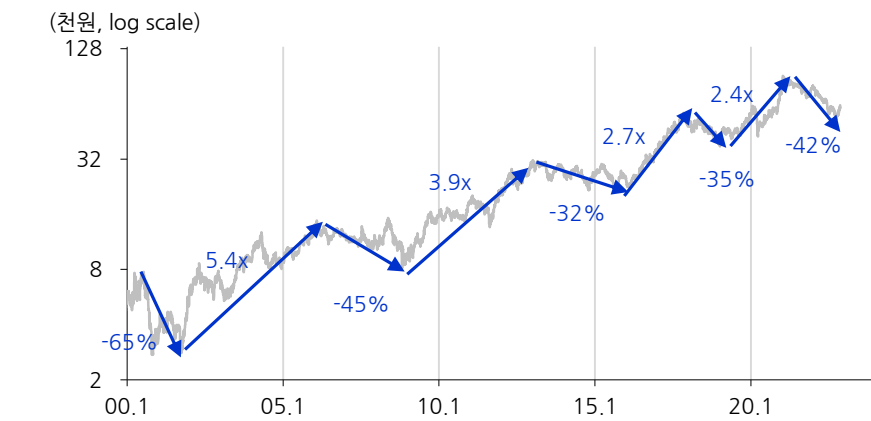
도표 60. 역대급으로 높아진 반도체 재고 회전 기간 (반도체 시총 상위 50개사 기준)



실적 전망은 밝지 않아도 주가는 이미 많이 하락

올해 삼성전자의 주가는 종가 기준으로 52,600 원까지 하락했다. 이는 지난해 기록한 종가 기준 고점 91,000 원 대비 42% 낮은 수준이다. 고점 대비 42% 하락은 지난 두 번의 다운턴에서의 주가 하락보다 더 큰 것이다. 특히 이번 사이클에서 삼성전자의 주가 상승폭은 그 이전 두 번의 상승폭보다 크지 않았다는 점도 고려해야 한다. 더군다나 달러 기준으로 환산하면 이번 다운턴에서의 삼성전자 주가 하락폭은 무려 56%에 달하는 상황이다.

도표 61. 삼성전자 달러환산 주가의 장기 추이



자료: 유진투자증권

삼성전자 주가는 지난해 고점 대비 달러기준으로는 무려 56%나 하락한 상황이다

도표 62. 삼성전자 주가 및 달러환산 주가



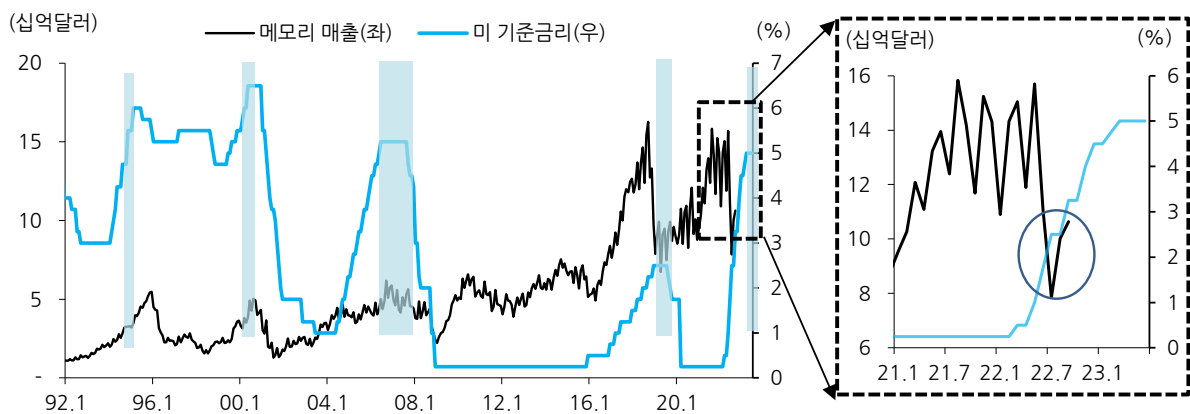
자료: 유진투자증권

So What?

PC, 모바일, 서버 수요 둔화는 연초부터 상당 부분 주가에 반영되었다. 그러나, 수요 둔화의 정도가 점점 더 확대되고 있다는 점에서 부담이 쉽게 가시지 않고 있는 상황이다. 2023 년 글로벌 메모리 매출은 약 30% 감소할 것으로 예상된다. 이에 따라, 메모리 업체들의 손익은 큰 폭으로 감소하고, 일부 업체들은 적자에 진입하게 될 것으로 보인다.

한편, 연준의 금리 정책이 주식 시장에 미치는 영향이 점점 더 커지고 있다. 현재보다는 미래 예상 실적에 영향을 크게 받는 반도체는 더욱 그러하다. 연준의 기준 금리 인상이 올해 연말에 마무리될지, 내년 2 월 또는 3 월까지 이어질지에 대해 많은 예상들이 나오고 있으나, 확실한 것은 아무것도 없다.

도표 63. 기준금리 vs. 메모리 사이클



자료: WSTS, 유진투자증권

아주 빠른 하강 사이클
로 인하 이제는 바텀-
아웃 시점을 고민해야
할 시점

하지만, 메모리 반도체의 YoY 사이클은 예상보다 더 빠르게 피크아웃을 해버리고 말았다. 불확실한 변수인 하나는 어찌됐든 지나간 과거가 되었다. 특히, 하반기 들어 예상보다 훨씬 빠른 속도로 다운턴이 진행되면서, 피크아웃을 넘어 바텀-아웃 시점을 고민해볼 수 있을 만한 상황도 가까워지가 말았다. 메모리 반도체 기업들의 주가는 상당히 많이 하락했지만, 향후 이익 하락은 더 가파를 것으로 예상된다. 따라서, 내년 기준으로 메모리 반도체는 흔히 얘기하는 고 PER 상태에 진입하게 될 것이다. 과거부터 “메모리 주식은 고(高)PER 에 사서 저(低)PER 에 팔라”는 증시 격언이 떠오르지 않을 수 없게 되었다.

물론 메모리 사이클의 본격적인 피벗을 위해서는 무엇보다 과도한 재고 문제가 해결되어야 한다. 재고를 낮추기 위해서는 감산이 가장 효과적이고 확실한 방법임에는 틀림없다. 적극적 감산이 진행되면 그만큼 주가의 반등 시기도 빨라질 것이다.

그러나, 재고를 낮추기 위한 방안은 업체들마다 입장 차가 있는 것으로 보인다. 그렇다면 투자자들이 원하는 만큼의 빠른 사이클 피벗이 가능할지는 확신이 서지 않는다. 이 밖에 금리 인상의 누적 효과에 의한 경기둔화와 지정학 리스크까지 사이클 전환을 위해서 풀려야 할 문제들이 여전히 많이 남아 있다. 투자자들이 바라는 사이클의 빠른 피벗이 이루어질 가능성이 높다고 보기는 어렵다.

하지만, 지구촌이 파국으로 가는 시나리오가 아니라면 가급적 밝은 면을 보기 위한 노력이 필요해 보인다. 상당히 큰 폭으로 주가가 하락해 반도체 주가의 밸류에이션은 크게 낮아졌다. 반면, 미래 핵심 산업에서 반도체가 차지하는 중요도는 계속해서 높아질 것이다. 그렇다면, 아직 고비가 남아 있을지는 몰라도, 장기적 관점에서는 반도체 섹터에 대한 투자 비중을 점차 늘려간다는 기본 전략 하에 세부 투자 전술을 펼쳐나갈 필요가 있다.

대형주 중에서는 SK 하이닉스보다는 삼성전자를 선호한다. 삼성전자는 파운드리라는 성장의 기회를 살릴 잠재력이 크고, 재고와 재무 부담도 크지 않아 보다 탄력적인 전략을 펴나갈 것으로 본다. 투자 의견 'BUY'와 함께 목표주가 72,000 원(Target P/B 1.45 배)을 제시한다.

소부장 기업들도 내년 실적은 둔화가 불가피해 보인다. 그러나, 1 년 전에는 생각해보지도 않았던 수준으로 주가가 하락해 있는 상황이다. 제품 경쟁력 및 비즈니스 포트폴리오가 강화되고 있는 한 미반도체와 유진테크 같은 기업들에 관심을 가질만한 시점이라 판단한다.

도표 64. 추천 종목별 목표주가와 PER

	Target Price	주가 (11/18)	시가총액 (십억원)	YTD 주가	PER (23F)	
삼성전자	72,000	61,800	368,933	(21)	17.3	파운드리 성장 기회, 다운턴에서 차별화 부각
SK 하이닉스	110,000	88,400	64,355	(33)	-	재고 부담 해결이 선결 이슈, 영업적자 우려
DB 하이텍	65,000	48,100	2,136	(34)	5.2	주주가치 제고 필요
원익 PS	33,000	29,000	1,423	(31)	16.5	신규 제품 라인업 부족
한미반도체	18,000	13,000	1,286	(31)	12.3	제품 경쟁력 뛰어나, 업황 회복 시 점유율 추가 상승 기대
주성엔지니어링	19,000	12,950	625	(38)	8.1	중국 사업에 대한 불확실성으로 과도한 디스카운트
유진테크	40,000	25,750	590	(50)	11.8	중장기 장비 및 고객 라인업은 계속 발전 중

자료: 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

기업분석

삼성전자 (005930)

BUY(유지) / TP 72,000 원

고질적인 저평가의 굴레를 벗을 수 있는 변화가 필요

SK 하이닉스 (000660)

BUY(유지) / TP 110,000 원

적자의 그림자

DB 하이텍(000990)

BUY(유지) / TP 65,000 원

더할 나위 없이 좋은 실적이지만

원익 IPS (240810)

BUY(유지) / TP 33,000 원

임팩트 약해진 장비 대장주

한미반도체 (042700)

BUY(유지) / TP 18,000 원

뛰어난 경쟁력이 높은 마진의 원천

주성엔지니어링 (036930)

BUY(유지) / TP 19,000 원

기술에 진심인 기업

유진테크 (084370)

BUY(유지) / TP 40,000 원

역풍 속에서도 개선되는 포트폴리오

삼성전자(005930)

고질적인 저평가의 굴레를 벗을 수 있는 변화가 필요

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **72,000**원(유지)

현재주가: 61,800원(11/18)

시가총액: 412조원(우선주포함)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

4분기 영업이익 8.7조원 예상

4분기 실적은 매출 76.9조원, 영업이익 8.7조원을 예상. 원화 기준 매출은 전년대비 및 전분기비 플랫 수준이지만, 달러 기준으로는 전년대비 13%, 전분기비 2% 감소로 추정.

회사측 가이드언스를 일정 부분 반영해 DRAM과 NAND 비트그룹을 +21%, +13%로 가정. 이 경우 DS 영업이익은 3.8조원에 이를 것을 추산. 그러나, 수요 공백이 큰 상황에서 두 자릿수 비트그룹이 실제 도달 가능한지는 다소 의문. 참고로 지난 3분기에도 비트그룹 가이드언스와 실제 비트그룹은 큰 차이가 있었음.

23년 실적은 매출 283조원, 영업이익 28.9조원 예상

22년은 사상 최초로 매출 300조원대 달성이라는 이정표를 기록함. 그러나, 달러 기준 매출은 2,392억 달러로 지난해 대비 오히려 2% 감소한 것으로 추정됨.

2023년은 세계적 경기 둔화와 메모리 반도체 하락 사이클로 인해 매출 283조원(-8%), 영업이익 28.9조원(-39%)에 그칠 전망. 부문별 영업이익은 반도체 10.3조원, 디스플레이 5.7조원, 통신 10.3조원, 가전 1.6조원, 하만 0.8조원으로 추정됨.

고질적인 저평가의 굴레를 벗을 수 있는 변화가 필요

국가대표 기업 삼성전자는 그 동안 하강 사이클에서 오히려 경쟁자들과의 거리를 벌리는 성공 신화를 써왔다. 이번에도 그럴 가능성이 여전히 높아 보인다. 그리고 현재 PBR은 1.2배에 불과한 수준이다. 따라서, 향후 주가 방향성은 긍정적일 것으로 판단한다. 투자의견 'BUY'와 목표주가 72,000원(Target P/B 1.45배)을 유지한다.

하지만, 다운턴에서 아웃퍼폼한다는 점만으로는 한계가 분명하다. 특히, 지난 10년간 삼성전자의 달러기준 매출 증가율은 CAGR 3.0%로 상당히 낮은 수준에 머물러 있다. 메모리라는 시클리컬한 메인 비즈니스의 특성을 감안할 때 보다 높은 매출 성장률이 뒷받침되어야 고질적인 저평가라는 굴레를 벗을 수 있을 것이다. 좀더 유연하고 발전적인 변화를 통해 다운턴뿐만 아니라 업턴에서도 성과를 증명해야 한다.

발행주식수(천주)	5,969,783
52주 최고가(원)	80,800
최저가(원)	51,800
52주 일간 Beta	0.84
60일 일평균거래대금(억원)	846,215
외국인 지분율(%)	49.9
배당수익률(2021F)	2.3

주주구성

삼성생명보험(외 16인)	20.8%
국민연금공단(외 1인)	7.7%

	1M	6M	12M
주가상승률	9.4%	-9.3%	-12.0%

(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	72,000	72,000	-
영업이익(22)	47.6	47.1	▲
영업이익(23)	28.9	26.6	▲

결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	236,807	279,605	308,664	282,680	311,690
영업이익(십억원)	35,994	51,634	47,622	28,891	43,251
세전계속사업손익(십억원)	36,345	53,352	50,561	31,578	45,163
당기순이익(십억원)	26,408	39,907	39,058	24,631	34,776
EPS(원)	3,841	5,777	5,656	3,569	5,036
증감률(%)	21.3	50.4	-2.1	-36.9	41.1
PER(배)	21.1	10.7	10.9	17.3	12.3
ROE(%)	10.0	13.9	12.0	6.9	8.9
PBR(배)	2.1	1.4	1.2	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	6.6	3.7	3.9	4.4	3.3

자료: 유진투자증권

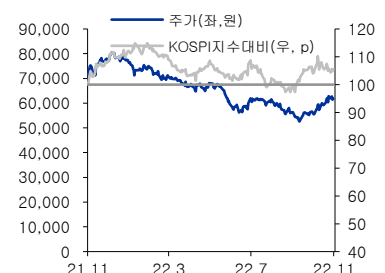


도표 65. 삼성전자 실적 전망치 변경 내용 요약

(조원)	신규 추정치			기존 추정치			변경폭		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
원달러	1,293	1,305	1,300	1,307	1,370	1,310	-14	-65	-10
매출액	308.7	282.7	311.7	310.3	285.3	297.8	-1%	-1%	5%
반도체	100.3	85.8	104.7	99.6	78.7	100.3	1%	9%	4%
DP	34.4	32.2	36.1	34.8	33.7	35.9	-1%	-5%	0%
IM	124.9	114.3	120.1	126.1	119.0	122.5	-1%	-4%	-2%
CE	61.2	59.4	60.7	61.8	62.3	63.7	-1%	-5%	-5%
HAR	13.1	13.2	14.2	13.2	13.8	14.0	-1%	-4%	1%
기타	-25.1	-22.1	-24.1	-25.2	-22.2	-38.6	~	~	~
영업이익	47.6	28.9	43.3	47.1	26.6	37.4	1%	9%	16%
반도체	27.4	10.3	22.5	26.7	7.5	20.1	2%	38%	12%
DP	6.0	5.7	6.4	6.0	5.9	6.7	0%	-3%	-4%
IM	12.0	10.3	10.6	12.1	10.4	10.5	-1%	-1%	1%
CE	1.7	1.6	2.7	1.7	1.8	2.8	-3%	-11%	-2%
HAR	0.8	0.8	1.0	0.9	0.9	0.8	-6%	-7%	24%
기타	-0.2	0.1	0.0	-0.3	0.1	-3.6	~	~	~
세전이익	50.6	31.6	45.2	50.0	29.3	39.7	1%	8%	14%
순이익	39.1	24.6	34.8	38.7	22.9	30.6	1%	8%	14%
EPS (원)	5,656	3,569	5,036	5,597	3,315	4,430	1%	8%	14%

자료: 유진투자증권

도표 66. 삼성전자 주요 가정

Key Data	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
DRAM (GB mil)	2,623	2,772	2,250	2,729	2,840	2,998	3,256	3,166	10,256	10,374	12,260	13,944
B/G	2%	6%	-19%	21%	4%	6%	9%	-3%	24%	1%	18%	14%
ASP (\$/GB)	\$4.0	\$4.0	\$3.2	\$2.6	\$2.3	\$2.2	\$2.2	\$2.3	\$4.0	\$3.5	\$2.3	\$2.5
Chg.	-3%	0%	-20%	-18%	-11%	-4%	-1%	2%	14%	-13%	-35%	10%
NAND (TB mil)	56.0	52.0	48.5	55.0	52.3	65.7	79.0	75.4	205	212	272	333
B/G	7%	-7%	-7%	13%	-5%	26%	20%	-5%	38%	3%	29%	22%
ASP (\$/TB)	\$126	\$129	\$101	\$81	\$73	\$70	\$72	\$74	\$130	\$109	\$72	\$79
Chg.	-5%	2%	-22%	-20%	-10%	-3%	2%	3%	-10%	-16%	-34%	9%
OLED (백만장)	123	113	107	110	96	109	113	122	466	453	440	497
Q/Q, Y/Y	-2%	-8%	-5%	3%	-13%	14%	3%	8%	11%	-3%	-3%	13%
스마트폰 (백만대)	74.0	62.2	63.3	66.1	65.7	59.8	62.3	64.5	273	266	252	251
Q/Q, Y/Y	7%	-16%	2%	4%	-1%	-9%	4%	4%	7%	-3%	-5%	-1%
스마트폰 ASP(\$)	\$266	\$268	\$285	\$249	\$244	\$241	\$277	\$250	\$259	\$267	\$253	\$265
Q/Q, Y/Y	0%	1%	6%	-13%	-2%	-1%	15%	-10%	28%	3%	-5%	5%
TV 세트(백만대)	11.0	8.2	8.7	10.4	9.6	8.4	9.0	10.5	44.9	38.3	37.5	40.0
Q/Q, Y/Y	-10%	-25%	6%	20%	-8%	-13%	7%	17%	-8%	-15%	-2%	7%

자료: 유진투자증권

도표 67. 삼성전자 주요 가정

(조원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
원/달러 (평균)	1,205	1,260	1,338	1,370	1,320	1,300	1,300	1,300	1,144	1,293	1,305	1,300
(기말)	1,212	1,298	1,430	1,323	1,320	1,300	1,300	1,300	1,144	1,293	1,305	1,300
매출액 (십억달러)	64.6	61.3	57.4	56.1	50.9	51.3	56.7	57.8	244.1	239.4	216.7	239.8
YoY	10%	8%	-10%	-13%	-21%	-16%	-1%	3%	21%	-2%	-9%	11%
QoQ	0%	-5%	-6%	-2%	-9%	1%	11%	2%				
매출액 (조원)	77.8	77.2	76.8	76.9	67.2	66.7	73.7	75.1	279.6	308.7	282.7	311.7
YoY	19%	21%	4%	0%	-14%	-14%	-4%	-2%	19%	10%	-8%	10%
QoQ	2%	-1%	-1%	0%	-13%	-1%	11%	2%				
DS	26.9	28.5	23.0	21.9	18.9	20.3	23.3	23.2	94.2	100.3	85.8	104.7
SDC	8.0	7.7	9.4	9.3	6.8	7.7	8.5	9.1	31.0	34.4	32.2	36.1
MX/NW	32.4	29.3	32.2	31.0	28.7	26.1	30.3	29.2	109.3	124.9	114.3	120.1
VD/CE	15.5	14.8	14.8	16.1	15.2	14.4	14.4	15.5	55.8	61.2	59.4	60.7
HAR	2.7	3.0	3.6	3.8	3.2	3.1	3.2	3.7	10.0	13.1	13.2	14.2
연결제거	-7.6	-6.2	-6.2	-5.2	-5.7	-4.9	-5.9	-5.6	-20.7	-25.1	-22.1	-24.1
영업이익 (조원)	14.1	14.1	10.9	8.7	6.4	6.4	8.1	8.1	51.6	47.6	28.9	43.3
YoY	50%	12%	-31%	-37%	-55%	-55%	-26%	-8%	53%	-8%	-39%	50%
QoQ	2%	0%	-23%	-20%	-27%	0%	27%	0%				
DS	8.5	10.0	5.1	3.8	1.8	2.1	3.1	3.3	29.2	27.4	10.3	22.5
SDC	1.1	1.1	2.0	1.9	1.1	1.4	1.6	1.6	4.5	6.0	5.7	6.4
MX/NW	3.8	2.6	3.2	2.5	3.0	2.3	2.8	2.2	13.7	12.0	10.3	10.6
VD/CE	0.8	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	3.6	1.7	1.6	2.7
HAR	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.8	0.8	1.0
기타	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	0.2	0.1	-0.2	0.1	0.0
영업이익률	18.2%	18.3%	14.1%	11.3%	9.5%	9.6%	10.9%	10.7%	18.5%	15.4%	10.2%	13.9%
DS	31.4%	35.0%	22.2%	17.4%	9.5%	10.5%	13.2%	14.4%	31.0%	27.3%	12.1%	21.5%
SDC	13.7%	13.7%	21.1%	20.1%	16.4%	17.7%	19.1%	17.7%	14.4%	17.5%	17.8%	17.9%
MX/NW	11.8%	8.9%	10.1%	8.0%	10.3%	9.0%	9.2%	7.5%	12.5%	9.6%	9.0%	8.8%
VD/CE	5.2%	2.4%	1.7%	1.5%	2.1%	2.5%	3.1%	3.1%	6.5%	2.7%	2.7%	4.5%
HAR	3.7%	3.4%	8.5%	8.8%	5.0%	5.0%	7.0%	8.0%	5.9%	6.5%	6.3%	7.0%
영업외손익	0.9	0.4	1.0	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	1.7	2.9	2.7	1.9
세전이익	15.1	14.5	11.9	9.2	7.0	7.0	8.7	8.8	53.4	50.6	31.6	45.2
순이익	11.3	11.1	9.4	7.2	5.5	5.5	6.8	6.9	39.9	39.1	24.6	34.8

자료: 유진투자증권

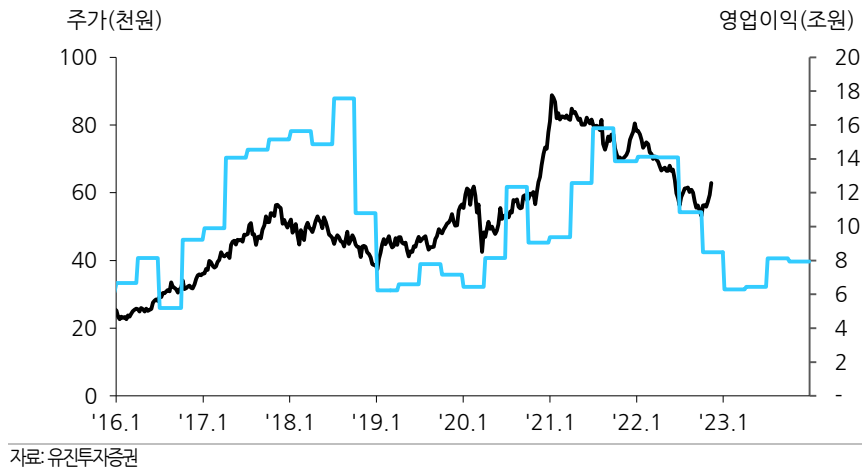
도표 68. 삼성전자 주요 가정

실적요약	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (조원)	77.8	77.2	76.8	76.9	67.2	66.7	73.7	75.1	279.6	308.7	282.7	311.7
DS	26.9	28.5	23.0	21.9	18.9	20.3	23.3	23.2	94.2	100.3	85.8	104.7
Memory	20.1	21.1	15.2	14.9	12.9	13.9	15.7	15.5	72.6	71.1	58.1	74.6
DRAM	12.1	13.3	9.3	9.4	8.4	8.4	9.0	8.9	45.0	44.1	34.7	43.5
NAND	8.0	7.8	6.0	5.5	4.6	5.5	6.7	6.6	27.6	27.0	23.4	31.1
SLSI	6.0	7.0	7.4	6.5	5.6	6.0	7.1	7.2	21.6	28.9	27.7	30.1
SDC	8.0	7.7	9.4	9.3	6.8	7.7	8.5	9.1	31.0	34.4	32.2	36.1
Large	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5	0.7	1.7	1.3	1.9	2.9
Small	7.7	7.5	9.1	8.9	6.5	7.3	8.1	8.4	29.3	33.1	30.3	33.1
MX/NW	32.4	29.3	32.2	31.0	28.7	26.1	30.3	29.2	109.3	124.9	114.3	120.1
MX	31.2	28.0	30.9	29.9	27.6	25.0	28.9	27.8	104.7	120.0	109.4	113.9
NW	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1	1.4	1.4	4.6	4.9	5.0	6.2
VD/CE	15.5	14.8	14.8	16.1	15.2	14.4	14.4	15.5	55.8	61.2	59.4	60.7
Harman	2.7	3.0	3.6	3.8	3.2	3.1	3.2	3.7	10.0	13.1	13.2	14.2
영업이익 (조원)	14.1	14.1	10.9	8.7	6.4	6.4	8.1	8.1	51.6	47.6	28.9	43.3
DS	8.5	10.0	5.1	3.8	1.8	2.1	3.1	3.3	29.2	27.4	10.3	22.5
Memory	7.9	9.0	4.2	3.0	1.3	1.5	2.2	2.5	28.1	24.1	7.5	19.0
DRAM	6.0	7.0	3.7	3.3	2.1	1.9	2.1	2.2	21.5	20.0	8.3	15.0
NAND	1.8	2.0	0.5	-0.3	-0.8	-0.4	0.1	0.3	6.6	4.0	-0.8	4.0
SLSI	0.6	0.9	0.9	0.8	0.5	0.6	0.9	0.9	1.1	3.3	2.8	3.4
SDC	1.1	1.1	2.0	1.9	1.1	1.4	1.6	1.6	4.5	6.0	5.7	6.4
Large	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.9	-1.6	-0.4	-0.2
Small	1.5	1.5	2.4	2.2	1.4	1.5	1.7	1.6	5.3	7.6	6.1	6.6
MX/NW	3.8	2.6	3.2	2.5	3.0	2.3	2.8	2.2	13.7	12.0	10.3	10.6
MX	3.7	2.5	3.1	2.4	2.9	2.3	2.7	2.1	13.1	11.5	10.0	10.1
NW	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.6	0.4	0.3	0.5
VD/CE	0.8	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5	3.6	1.7	1.6	2.7
VD	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	2.1	1.6	1.2	1.9
CE	0.2	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.5	0.1	0.4	0.9
Harman	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.6	0.8	0.8	1.0
영업이익률	18.2%	18.3%	14.1%	11.3%	9.5%	9.6%	10.9%	10.7%	18.5%	15.4%	10.2%	13.9%
DS	31.4%	35.0%	22.2%	17.4%	9.5%	10.5%	13.2%	14.4%	31.0%	27.3%	12.1%	21.5%
Memory	39.1%	42.8%	27.4%	20.2%	10.2%	11.1%	14.0%	15.9%	38.7%	33.9%	13.0%	25.5%
DRAM	49.8%	52.5%	39.9%	35.4%	25.5%	22.6%	23.4%	24.2%	47.8%	45.5%	23.9%	34.5%
NAND	23.0%	26.2%	8.1%	-5.6%	-18.0%	-6.6%	1.4%	4.6%	23.9%	15.0%	-3.4%	13.0%
SLSI	9.8%	13.5%	12.7%	12.1%	8.6%	10.0%	12.3%	12.0%	5.0%	11.3%	10.2%	11.4%
SDC	13.7%	13.7%	21.1%	20.1%	16.4%	17.7%	19.1%	17.7%	14.4%	17.5%	17.8%	17.9%
Large	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-6.0%
Small	19.6%	20.1%	25.9%	25.0%	21.0%	20.0%	21.0%	19.0%	18.1%	22.9%	20.2%	20.0%
MX/NW	11.8%	8.9%	10.1%	8.0%	10.3%	9.0%	9.2%	7.5%	12.5%	9.6%	9.0%	8.8%
MX	11.8%	8.8%	10.1%	8.0%	10.6%	9.1%	9.3%	7.4%	12.5%	9.6%	9.1%	8.9%
NW	12.0%	10.7%	8.0%	6.0%	3.0%	6.0%	7.0%	9.0%	12.4%	9.2%	6.5%	8.0%
VD/CE	5.2%	2.4%	1.7%	1.5%	2.1%	2.5%	3.1%	3.1%	6.5%	2.7%	2.7%	4.5%
VD	7.0%	3.8%	4.1%	3.6%	2.8%	3.7%	3.8%	3.8%	6.7%	4.6%	3.5%	5.2%
CE	2.8%	1.0%	-1.0%	-1.5%	1.0%	1.0%	2.3%	2.0%	6.3%	0.3%	1.6%	3.5%
Harman	3.7%	3.4%	8.5%	8.8%	5.0%	5.0%	7.0%	8.0%	5.9%	6.5%	6.3%	7.0%

자료: 유진투자증권

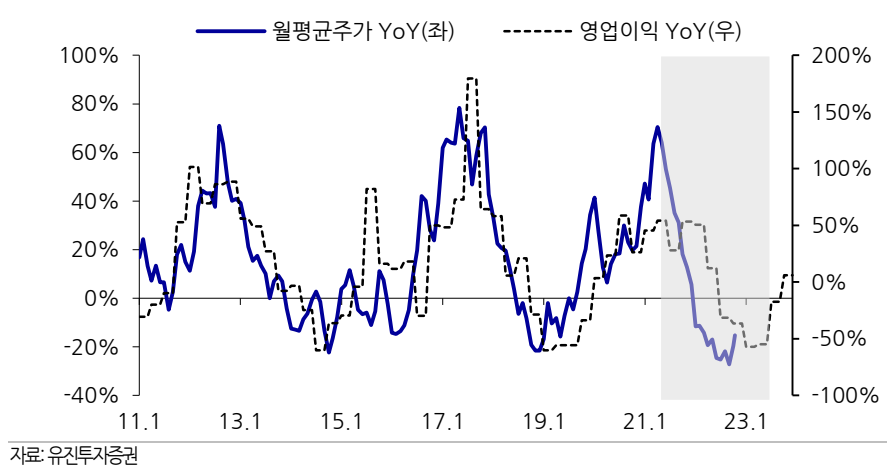
정도의 차이는 있지만,
23년 상반기가 실적
저점이 될 것으로 예상
된다.

도표 69. 삼성전자 분기 영업이익 vs. 주가



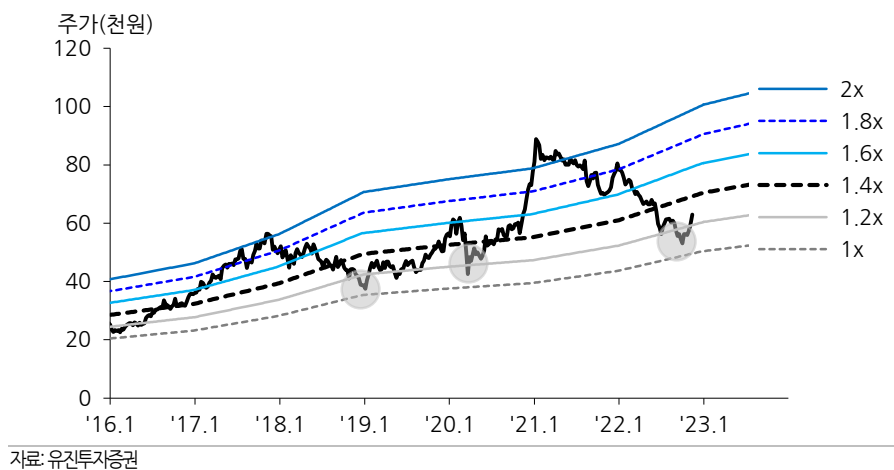
주가의 YoY 증감률은
이익의 YoY 증감률과
동행 또는 선행하는 경
향이 나타남

도표 70. 삼성전자 월평균 주가 YoY vs. 영업이익 YoY



P/B 밸류에이션 상 저
점 레벨인 것은 분명해
보이는 상황

도표 71. 삼성전자 P/B 밴드



삼성전자(005930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	378,236	426,621	472,732	487,862	533,096
유동자산	198,216	218,163	244,484	249,347	282,822
현금성자산	124,653	120,740	104,438	121,447	145,877
매출채권	34,570	40,713	44,756	41,554	45,466
재고자산	32,043	41,384	52,627	47,321	51,304
비유동자산	180,020	208,458	228,248	238,514	250,274
투자자산	32,599	38,293	38,606	37,681	39,984
유형자산	128,953	149,929	169,595	181,266	190,844
기타	18,469	20,236	20,047	19,567	19,446
부채총계	102,288	121,721	121,698	113,615	123,018
유동부채	75,604	88,117	84,491	81,705	87,523
매입채무	21,638	13,453	14,199	12,743	14,462
유동성이자부채	17,270	15,018	14,939	14,391	13,755
기타	36,697	59,646	55,354	54,571	59,306
비유동부채	26,683	33,604	37,207	31,911	35,495
비유동이자부채	2,948	3,374	3,458	3,258	3,050
기타	23,735	30,230	33,749	28,652	32,445
자본총계	275,948	304,900	351,034	374,246	410,078
자배지분	267,670	296,238	341,811	364,757	400,184
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	271,068	293,065	334,875	357,629	392,842
기타	(8,699)	(2,128)	1,635	1,826	2,040
비자배지분	8,278	8,662	9,223	9,489	9,894
자본총계	275,948	304,900	351,034	374,246	410,078
총차입금	20,217	18,392	18,397	17,649	16,805
순차입금	(104,435)	(102,348)	(86,041)	(103,798)	(129,072)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	65,287	65,105	60,618	70,053	77,429
당기순이익	26,408	39,907	39,058	24,631	34,776
자산상각비	30,336	34,247	37,551	41,496	43,494
기타비현금성손익	0	7,238	498	(1,523)	6,867
운전자본증감	122	(16,287)	(16,489)	5,449	(7,708)
매출채권감소(증가)	1,741	(7,507)	(3,073)	3,464	(2,755)
재고자산감소(증가)	(7,541)	(9,712)	(12,149)	4,126	(4,803)
매입채무증가(감소)	4,082	2,543	723	(1,437)	1,571
기타	1,840	(1,611)	(1,990)	(704)	(1,722)
투자현금	(53,629)	(33,048)	(59,859)	(50,315)	(55,762)
단기투자자산감소	(17,716)	10,917	(2,831)	2,372	(2,811)
장기투자증권감소	0	3,234	0	0	0
설비투자	37,592	47,122	54,000	50,000	50,000
유형자산처분	377	358	0	0	0
무형자산처분	(2,673)	(2,705)	(3,028)	(2,687)	(2,952)
재무현금	(8,328)	(23,991)	(20,340)	(756)	(856)
차입금증가	1,341	(3,453)	5	(748)	(844)
자본증가	(9,677)	(20,510)	(20,338)	1	2
배당금지급	9,677	20,510	20,338	0	0
현금 증감	2,497	9,649	(19,133)	19,381	21,620
기초현금	26,886	29,383	39,031	19,898	39,279
기말현금	29,383	39,031	19,898	39,279	60,899
Gross Cash flow	68,026	88,963	88,733	74,184	89,689
Gross Investment	35,790	60,252	73,518	47,238	60,660
Free Cash Flow	32,236	28,711	15,215	26,946	29,029

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	236,807	279,605	308,664	282,680	311,690
증가율(%)	(2.9)	18.1	10.4	(8.4)	10.3
매출원가	144,488	166,411	192,388	160,620	184,354
매출총이익	92,319	113,193	116,276	122,060	127,336
판매 및 일반관리비	56,325	61,560	68,489	69,800	74,740
기타영업손익	7	9	11	2	7
영업이익	35,994	51,634	47,622	28,891	43,251
증가율(%)	(38.9)	43.5	(7.8)	(39.3)	49.7
EBITDA	66,329	85,881	85,173	70,387	86,745
증가율(%)	(22.3)	29.5	(0.8)	(17.4)	23.2
영업외손익	351	1,718	2,555	2,557	1,912
이자수익	2,127	1,278	1,771	2,000	2,429
이자비용	583	432	517	525	529
지분법손익	507	730	890	730	783
기타영업손익	(1,699)	142	412	352	(770)
세전순이익	36,345	53,352	50,561	31,578	45,163
증가율(%)	(40.6)	46.8	(5.2)	(37.5)	43.0
법인세비용	9,937	13,444	11,503	6,947	10,388
당기순이익	26,408	39,907	39,058	24,631	34,776
증가율(%)	(40.4)	51.1	(2.1)	(36.9)	41.2
지배주주지분	26,091	39,244	38,419	24,244	34,211
증가율(%)	(40.6)	50.4	(2.1)	(36.9)	41.1
비지배지분	317	664	639	387	565
EPS(원)	3,841	5,777	5,656	3,569	5,036
증가율(%)	(36.1)	50.4	(2.1)	(36.9)	41.1
수정EPS(원)	3,841	5,777	5,656	3,569	5,036
증가율(%)	(36.1)	50.4	(2.1)	(36.9)	41.1

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,841	5,777	5,656	3,569	5,036
BPS	39,406	43,611	50,321	53,699	58,914
DPS	1,416	1,444	1,444	1,444	1,444
밸류에이션(배,%)					
PER	21.1	14.1	10.9	17.3	12.3
PBR	2.1	1.9	1.2	1.2	1.0
EV/EBITDA	6.6	5.2	3.9	4.4	3.3
배당수익률	1.7	1.8	2.3	2.3	2.3
PCR	8.1	6.2	4.7	5.7	4.7
수익성(%)					
영업이익율	15.2	18.5	15.4	10.2	13.9
EBITDA이익율	28.0	30.7	27.6	24.9	27.8
순이익율	11.2	14.3	12.7	8.7	11.2
ROE	10.0	13.9	12.0	6.9	8.9
ROIC	17.0	23.5	17.6	9.3	13.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(37.8)	(33.6)	(24.5)	(27.7)	(31.5)
유동비율	262.2	247.6	289.4	305.2	323.1
이자보상배율	61.7	119.7	92.1	55.0	81.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	6.4	7.4	7.2	6.6	7.2
재고자산회전율	8.1	7.6	6.6	5.7	6.3
매입채무회전율	11.2	15.9	22.3	21.0	22.9

SK 하이닉스(000660)

적자의 그림자

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **110,000**원(유지)

현재주가: 88,400원(11/18)

시가총액: 64조원

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

가격 하락과 재고 부담에 따른 적자의 그림자

글로벌 경제 성장을 둔화와 IT 내구재 소비 감소, 재고 부담으로 메모리 가격 하락세와 실적 약세가 이어질 전망이다. 특히, NAND의 경우 재고의 원가가 판가를 크게 밀치고 있는 것으로 추정되며, 재고평가손실 리스크에 노출되어 있음. 여기에 중국 생산 캐파는 DRAM의 46%, NAND 25%를 차지하고 있어, 당장은 아니더라도 미국의 대중 제재에 따른 비즈니스 리스크도 고려해야 하는 상황.

23년 실적은 매출 36.2조원, 영업손실 1.5조원 예상

4분기 매출은 전년비 25% 감소한 9.27조원에 그치고, 약 5,000억원대의 영업손실을 기록할 것으로 예상됨. 솔리다임 인수의 영향으로 2022년 매출은 전년비 8% 증가한 46.2조원에 이를 것으로 보이나, 영업이익은 8.1조원에 그쳐 34% 감소 예상.

2023년 실적은 36.2조원(-22%), 영업손실 1.5조원을 기록할 것으로 예상됨. 하지만, 가격의 변동이 큰 상황에서 실적 레벨에 대한 전망은 가시성이 낮을 수 밖에 없어 실적의 레벨보다는 감소라는 방향에 의미를 둘 수 밖에 없는 상황.

하지만, 적자 가능성을 이미 상당 부분 반영한 주가

팬데믹과 미·중 갈등으로 인한 공급망 불안으로 세트 업체들과 유통 채널에 상당한 칩 재고가 쌓이게 되었다. 이런 상황에서 연준의 공격적 금리 인상과 팬데믹 특수 종료로 IT 내구재 수요가 급감하면서 반도체 업황은 큰 역풍을 맞고 있는 상황이다.

현재 주가는 올해 말 기준 P/B 1 배를 하회하고 있어 이미 내년 적자 가능성을 상당 부분 반영한 수준이다. 결국 내년 주가의 향방은 결국 2023년 실적보다는 2024년 실적 개선 여부에 의해 좌우될 것으로 판단한다.

한편, 상황을 인지한 메모리 업체들이 과거와는 달리 감산에 적극적으로 나서고 있다. 이에 내년 3분기 또는 4분기부터는 재고 감소 기대감이 높아질 것이다. 따라서, 적자 진입이라는 리스크에도 불구하고 투자의견 'BUY'와 목표주가 11만원(Target P/B 1.3 배)을 유지한다.

발행주식수(천주)	728,002
52주 최고가(원)	134,000
최저가(원)	80,400
52주 일간 Beta	0.92
60일 일평균거래대금(억원)	273,152
외국인 지분율(%)	50.9
배당수익률(2021F)	1.4

주주구성

에스케이스퀘어 (외 10인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

	1M	6M	12M
주가상승률	-7.7%	-22.1%	-19.6%
(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	110,000	110,000	-
영업이익(22)	8,164	8,555	▼
영업이익(23)	(1,472)	(433)	▼

결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	31,900	42,998	46,223	36,194	46,055
영업이익(십억원)	5,013	12,410	8,164	-1,472	6,863
세전계속사업손익(십억원)	6,237	13,416	7,679	-2,449	5,290
당기순이익(십억원)	4,759	9,616	5,515	-1,850	4,179
EPS(원)	6,532	13,190	7,561	-2,536	5,733
증감률(%)	137.0	101.9	-42.7	적전	흑전
PER(배)	18.1	6.7	11.7	na	15.4
ROE(%)	9.5	16.8	8.6	-2.9	6.4
PBR(배)	1.7	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA(배)	6.4	3.2	3.7	6.3	3.8

자료: 유진투자증권

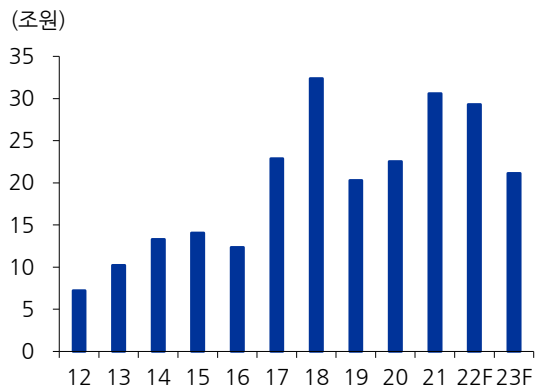


도표 72. 실적 전망 변경 요약

(십억원)	신규 전망			기존 전망			변경폭		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2022F
원달러	1,293	1,305	1,300	1,307	1,370	1,310	-1%	-5%	-1%
매출액	46,223	36,194	46,055	46,385	37,868	42,771	0%	-4%	8%
영업이익	8,164	-1,472	6,863	8,555	-433	5,829	-5%	-	18%
세전이익	7,679	-2,449	5,358	8,109	-1,411	4,333	-5%	-	24%
순이익	5,515	-1,850	4,233	5,805	-956	3,423	-5%	-	24%
EPS (원)	7,561	-2,536	5,807	7,959	-1,311	4,695	-5%	-	24%

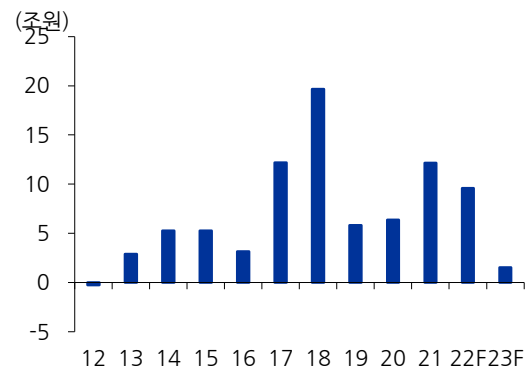
자료: 유진투자증권

도표 73. SK 하이닉스 DRAM 매출 추이



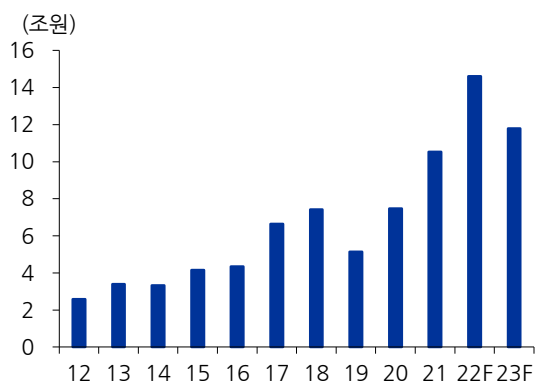
자료: 유진투자증권

도표 74. SK 하이닉스 DRAM 영업이익 추이



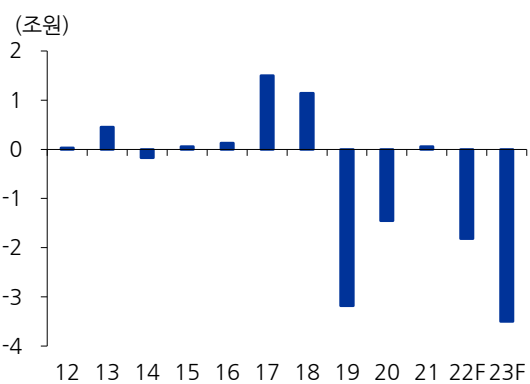
자료: 유진투자증권

도표 75. SK 하이닉스 NAND 매출 추이



자료: 유진투자증권

도표 76. SK 하이닉스 NAND 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

도표 77. 주요 가정

주요 가정	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
DRAM												
Bits Out (GB mil)	1,718	1,862	1,775	1,747	1,763	1,835	2,002	2,325	7,176	7,101	7,925	9,081
B/G	-8%	8%	-5%	-2%	1%	4%	9%	16%	22%	-1%	12%	15%
ASP (\$/GB)	\$3.8	\$3.7	\$3.0	\$2.5	\$2.2	\$2.1	\$2.1	\$2.1	\$3.8	\$3.3	\$2.1	\$2.3
Chg.	-3%	-3%	-20%	-18%	-12%	-4%	-1%	2%	15%	-15%	-36%	10%
NAND												
Bits Out (TB mil)	29.8	32.0	28.3	28.9	30.9	34.4	39.2	40.6	84.6	119.0	145.1	186.3
B/G	17%	8%	-12%	2%	7%	11%	14%	4%	57%	41%	22%	28%
ASP (\$/TB)	\$112	\$113	\$90	\$72	\$65	\$65	\$66	\$67	\$114	\$97	\$66	\$70
Chg.	1%	1%	-21%	-20%	-10%	0%	2%	2%	-9%	-15%	-32%	6%

자료: 유진투자증권

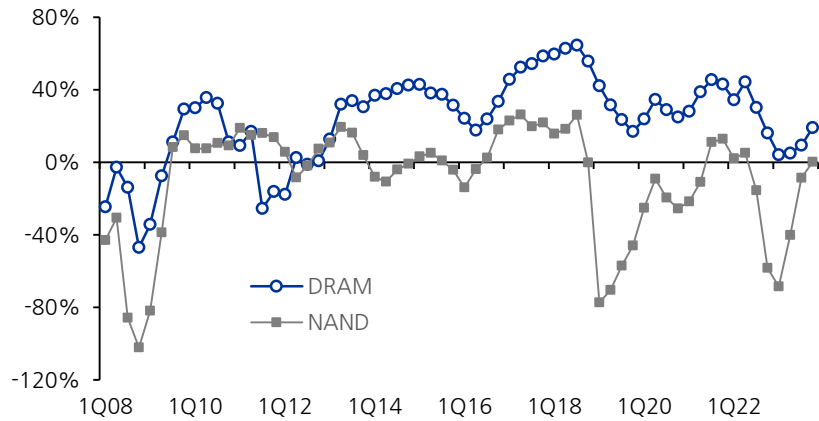
도표 78. SK하이닉스 어닝 모델 요약

SK하이닉스	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
원/달러 (평균)	1,205	1,260	1,338	1,370	1,320	1,300	1,300	1,300	1,144	1,293	1,305	1,300
(기말)	1,212	1,298	1,430	1,323	1,320	1,300	1,300	1,300	1,144	1,293	1,305	1,300
매출액 (백만\$)	10,089	10,965	8,208	6,769	6,171	6,476	7,071	8,029	37,491	36,031	27,747	35,427
Y/Y	32%	19%	-20%	-35%	-39%	-41%	-14%	19%	39%	-4%	-23%	28%
Q/Q	-4%	9%	-25%	-18%	-9%	5%	9%	14%				
매출액 (십억원)	12,156	13,811	10,983	9,273	8,146	8,418	9,193	10,437	42,998	46,223	36,194	46,055
Y/Y	43%	34%	-7%	-25%	-33%	-39%	-16%	13%	35%	8%	-22%	27%
Q/Q	-2%	14%	-20%	-16%	-12%	3%	9%	14%				
DRAM	7,858	8,782	6,954	5,842	4,949	4,889	5,261	6,232	30,600	29,435	21,331	26,820
NAND	3,913	4,518	3,388	2,790	2,584	2,831	3,254	3,437	10,529	14,609	12,106	16,386
SLSI/Foundry	185	263	350	322	384	424	435	444	700	1,121	1,687	1,771
Others	200	248	290	320	229	274	243	324	1,169	1,058	1,070	1,077
총영업코스트	9,296	9,618	9,327	9,818	9,207	9,021	9,461	9,977	30,587	38,059	37,666	39,192
감가상각비	3,404	3,489	3,603	3,707	3,635	3,558	3,484	3,442	10,659	14,204	14,120	13,468
캐시코스트	5,892	6,129	5,724	6,110	5,571	5,463	5,977	6,534	19,929	23,855	23,546	25,724
EBITDA	6,264	7,682	5,259	3,163	2,574	2,955	3,216	3,903	23,069	22,368	12,648	20,331
EBITDA 마진율	51.5%	55.6%	47.9%	34.1%	31.6%	35.1%	35.0%	37.4%	53.7%	48.4%	34.9%	44.1%
영업이익	2,860	4,193	1,656	-544	-1,061	-603	-269	460	12,410	8,164	-1,472	6,863
Y/Y	116%	56%	-60%	-	-	-	~	-	148%	-34%	-	-
Q/Q	-32%	47%	-61%	-	-	-	-	~				
DRAM	2,706	3,877	2,091	1,055	214	159	357	992	12,142	9,729	1,723	6,151
NAND	85	232	-522	-1,660	-1,315	-800	-667	-575	58	-1,866	-3,357	499
SLSI/Foundry	65	82	84	58	37	35	39	40	199	289	150	197
영업이익률	23.5%	30.4%	15.1%	-5.9%	-13.0%	-7.2%	-2.9%	4.4%	28.9%	17.7%	-4.1%	14.9%
DRAM	34.4%	44.1%	30.1%	18.1%	4.3%	3.3%	6.8%	15.9%	39.7%	33.1%	8.1%	22.9%
NAND	2.2%	5.1%	-15.4%	-59.5%	-50.9%	-28.3%	-20.5%	-16.7%	0.6%	-12.8%	-27.7%	3.0%
SLSI/Foundry	35.2%	31.2%	24.0%	18.0%	9.6%	8.2%	9.0%	9.0%	28.4%	25.8%	8.9%	11.1%
세전이익	2,774	3,967	1,683	-746	-1,306	-898	-484	239	13,416	7,679	-2,449	5,290
순이익	1,983	2,877	1,103	-447	-979	-674	-412	215	9,616	5,515	-1,850	4,179
지배주주순이익	1,979	2,872	1,101	-447	-978	-672	-411	215	9,602	5,505	-1,846	4,174
EPS (원)									13,190	7,561	-2,536	5,733

자료: 유진투자증권

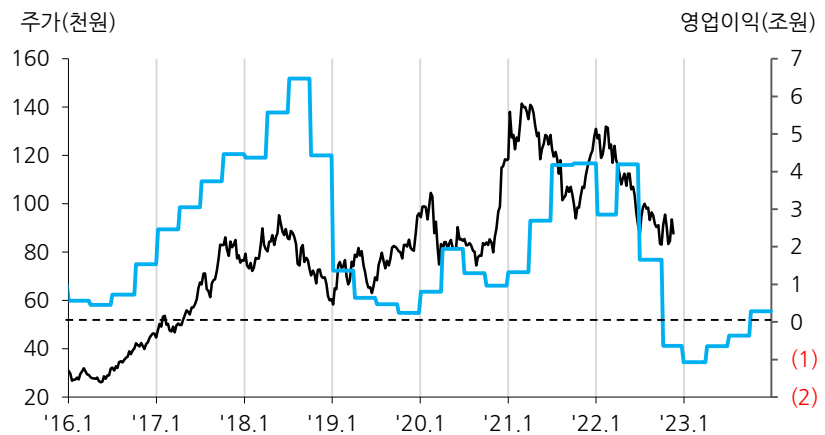
NAND는 큰 폭의 적자가 예상되고, DRAM 마진도 한 자릿수까지 하락할 전망

도표 79. SK 하이닉스 DRAM, NAND 마진 추이



자료: 유진투자증권

도표 80. 분기 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

P/B 1 배 이하라는 점에
서 내년 적자 가능성이
이미 상당 부분 반영

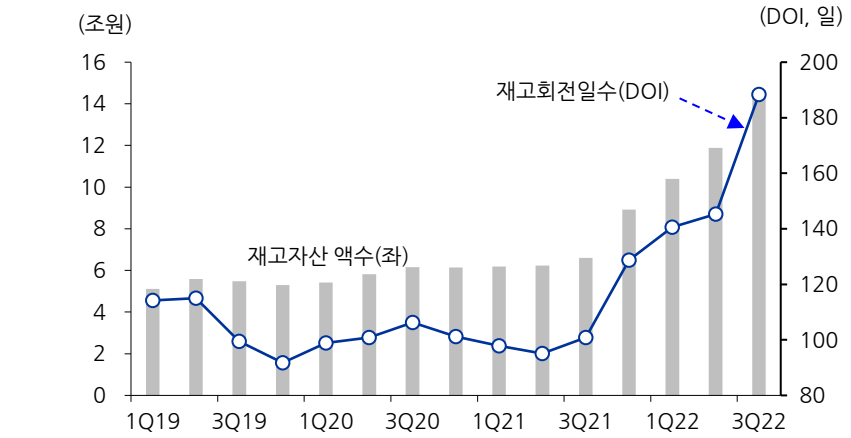
도표 81. P/B 밴드 차트



자료: 유진투자증권

반도체 업계 평균보다
1.5배 이상 높은 재고
회전 기간이 부담이 될
전망

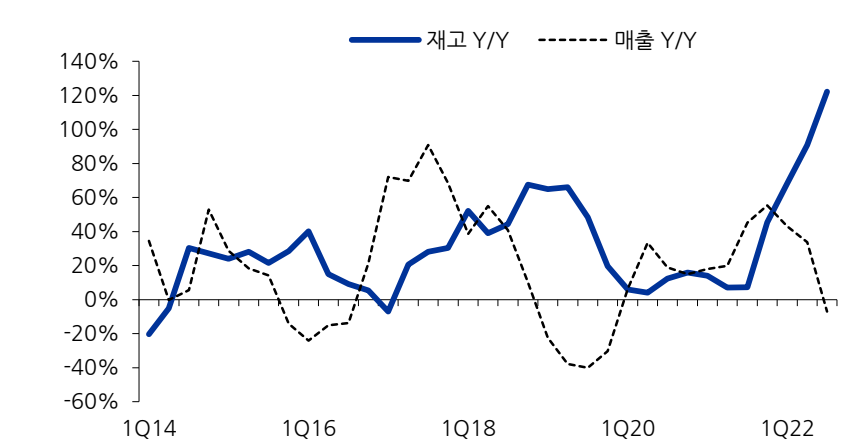
도표 82. SK 하이닉스 재고자산 및 재고회전기간



자료: 유진투자증권

매출 증가율보다 훨씬
높은 재고 증가율

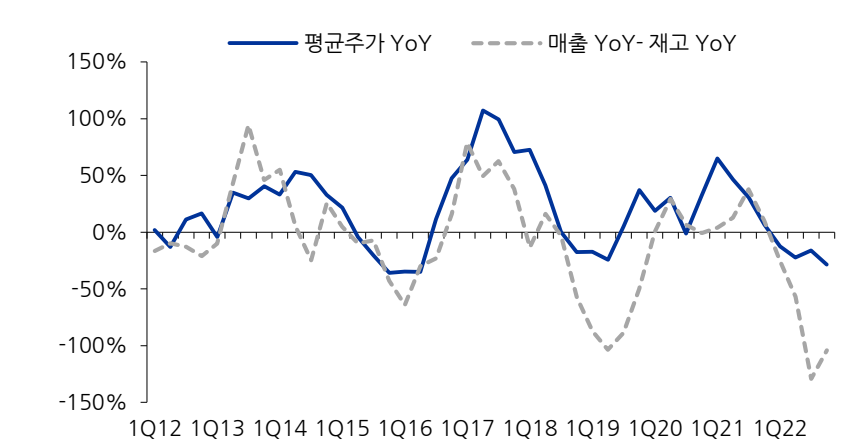
도표 83. 매출증가율 - 재고증가율



자료: 유진투자증권

매출 증가율 - 재고 증
가율이 저점에 근접했
다면 주가 상승률도 저
점에 근접했을 가능성
이 높다

도표 84. 평균 주가상승률(YoY) vs. 매출증가율 - 재고증가율



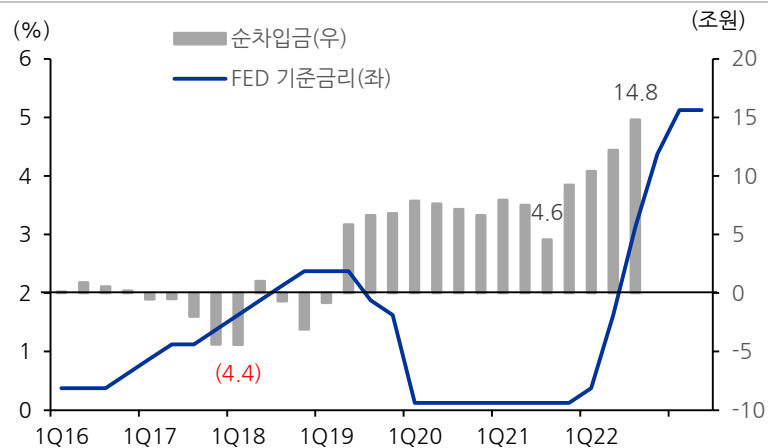
자료: 유진투자증권

메모리 2차 슈퍼사이클이 있었던 2016년과 2017년을 거치면서 SK하이닉스의 재무구조는 극적으로 개선되었다. 2018년 1분기에는 무려 4.4 조원의 순현금 상태를 기록하고 있었다. 이어 낮은 금리를 최대한 활용하며 적극적인 투자에 나서는 전략에 치중해왔다.

하지만, K.K. 판매아를 통한 키옥시아 지분 투자와 인텔 NAND 사업부 인수로 차입금이 빠르게 증가하기 시작했다. 팬데믹 특수가 마무리되면서 메모리 상황이 급격히 악화하기 시작한 가운데 금리가 역대급의 속도로 오르기 시작하면서, 부담을 무시하기 어려운 수준에 진입했다. 결과적으로 2021년 3분기 말 4.6 조원이었던 순차입금은 1년만에 2022년 3분기 14.8 조원으로 급증했다. 금리가 낮으면 큰 문제가 아니지만, 지금은 상황이 그리 간단치 않다.

순차입금이 급증한 가운데 금리가 올라가고 있다는 점에서 유의가 필요해 보임

도표 85. SK하이닉스 순차입금과 기준금리 추이



SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	71,174	96,386	108,931	105,619	108,989
유동자산	16,571	26,870	31,469	31,632	33,227
현금성자산	4,953	8,684	6,605	9,669	9,776
매출채권	4,945	8,267	8,366	8,489	8,750
재고자산	6,136	8,917	15,741	12,668	13,816
비유동자산	54,603	69,516	77,461	73,987	75,761
투자자산	9,972	11,417	12,613	13,208	14,308
유형자산	41,231	53,034	59,294	55,200	55,725
기타	3,400	5,065	5,555	5,578	5,729
부채총계	19,265	34,195	42,790	42,599	42,343
유동부채	9,072	14,769	19,103	17,991	18,462
매입채무	3,395	1,359	2,542	2,172	2,763
유동성이자부채	3,462	3,183	6,126	6,290	4,848
기타	2,215	10,227	10,435	9,529	10,851
비유동부채	10,192	19,426	23,687	24,608	23,880
비유동이자부채	9,522	14,743	18,000	19,000	18,000
기타	671	4,683	5,687	5,608	5,880
자본총계	51,909	62,191	66,141	63,021	66,646
지배지분	51,889	62,157	66,094	62,976	66,595
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,335	4,336	4,336	4,336
이익잉여금	46,996	55,784	59,586	56,917	60,281
기타	(2,909)	(1,619)	(1,485)	(1,934)	(1,679)
비지배지분	21	34	47	45	51
자본총계	51,909	62,191	66,141	63,021	66,646
총차입금	12,984	17,926	24,126	25,290	22,848
순차입금	8,031	9,243	17,522	15,621	13,072

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	12,315	19,798	12,617	13,157	17,940
당기순이익	4,759	9,616	5,515	(1,850)	4,179
자산상각비	9,772	10,659	14,204	14,120	13,468
기타비현금성손익	0	2,541	(3,014)	(2,628)	(802)
운전자본증감	(1,650)	(3,018)	(4,088)	3,515	1,095
매출채권감소(증가)	(935)	(2,526)	135	136	173
재고자산감소(증가)	(844)	(697)	(6,124)	4,000	89
매입채무증가(감소)	215	176	1,902	(622)	834
기타	(86)	28	0	0	0
투자현금	(11,840)	(22,392)	(18,004)	(11,382)	(14,114)
단기투자자산감소	(256)	(1,576)	1,064	(1,332)	29
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	10,069	12,487	18,073	9,000	13,000
유형자산처분	59	80	0	0	0
무형자산처분	(800)	(972)	(995)	(1,050)	(1,143)
재무현금	252	4,492	4,422	17	(3,592)
차입금증가	932	5,613	6,200	1,164	(2,442)
자본증가	(684)	(805)	(1,436)	(821)	(821)
배당금지급	684	805	1,436	821	821
현금 증감	670	2,082	(1,016)	1,733	136
기초현금	2,306	2,976	5,058	4,042	5,775
기말현금	2,976	5,058	4,042	5,775	5,911
Gross Cash flow	14,567	23,970	21,557	11,046	18,407
Gross Investment	13,234	23,834	23,156	6,535	13,048
Free Cash Flow	1,332	136	(1,599)	4,511	5,359

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	31,900	42,998	46,223	36,194	46,055
증가율(%)	(21.1)	34.8	7.5	(21.7)	27.2
매출원가	21,090	24,046	28,888	29,058	27,586
매출총이익	10,811	18,952	17,334	7,136	18,469
판매 및 일반관리비	5,798	6,542	9,170	8,608	11,606
기타영업손익	31	13	40	(6)	35
영업이익	5,013	12,410	8,164	(1,472)	6,863
증가율(%)	(76.0)	147.6	(34.2)	적전	흑전
EBITDA	14,785	23,069	22,368	12,648	20,331
증가율(%)	(45.8)	56.0	(3.0)	(43.5)	60.7
영업외손익	1,224	1,006	(483)	(978)	(1,573)
이자수익	29	22	40	60	126
이자비용	253	260	528	1,060	1,138
지분법손익	(36)	162	143	61	71
기타영업손익	1,485	1,081	(138)	(39)	(632)
세전순이익	6,237	13,416	7,679	(2,449)	5,290
증가율(%)	(70.8)	115.1	(42.8)	적전	흑전
법인세비용	1,478	3,800	2,164	(600)	1,111
당기순이익	4,759	9,616	5,515	(1,850)	4,179
증가율(%)	(69.4)	102.1	(42.6)	적전	흑전
지배주주지분	4,755	9,602	5,505	(1,846)	4,174
증가율(%)	(69.4)	101.9	(42.7)	적전	흑전
비지배지분	4	14	10	(3)	5
EPS(원)	6,532	13,190	7,561	(2,536)	5,733
증가율(%)	(69.4)	101.9	(42.7)	적전	흑전
수정EPS(원)	6,532	13,190	7,561	(2,536)	5,733
증가율(%)	(69.4)	101.9	(42.7)	적전	흑전

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	6,532	13,190	7,561	(2,536)	5,733
BPS	71,275	85,380	90,788	86,505	91,477
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	18.1	9.9	11.7	n/a	15.4
PBR	1.7	1.5	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA	6.4	4.5	3.7	6.3	3.8
배당수익률	0.8	0.9	1.4	1.4	1.4
PCR	5.9	3.9	3.0	5.8	3.5
수익성(%)					
영업이익률	15.7	28.9	17.7	(4.1)	14.9
EBITDA이익률	46.3	53.7	48.4	34.9	44.1
순이익률	14.9	22.4	11.9	(5.1)	9.1
ROE	9.5	16.8	8.6	(2.9)	6.4
ROIC	6.7	14.6	8.5	(1.5)	7.8
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	15.5	14.9	26.5	24.8	19.6
유동비율	182.7	181.9	164.7	175.8	180.0
이자보상배율	19.8	47.7	15.5	(1.4)	6.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4
매출채권회전율	6.9	6.5	5.6	4.3	5.3
재고자산회전율	5.6	5.7	3.7	2.5	3.5
매입채무회전율	9.4	18.1	23.7	15.4	18.7

편집상의 공백페이지입니다

DB 하이텍(000990)

더할 나위 없이 좋은 실적이지만

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **65,000**원(하향)

현재주가: 48,100원(11/18)

시가총액: 2,136(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

좋은 실적과 상반되는 주가치 증대 노력

3 분기 웨이퍼 생산량은 39 만장으로 2 분기 대비 2.3% 감소. 팹 가동률도 전분기비 약 2.1%p 하락한 것으로 추정됨. ASP 도 웨이퍼당 858 달러로 전분기비 1% 하락. 웨이퍼 ASP 가 하락한 것은 여덟 분기 만에 처음.

하지만 달러 강세의 영향(2 분기 1,260 원 → 3 분기 1,338 원)으로 3 분기 실적은 매출 4,474 억원, 영업이익 2,204 억원으로 7 분기 연속 이익 증가 행진을 지속. 올해 3 분기까지 누적 실적의 전년동기비 증가율은 매출 +51%, 영업이익 +136%, 순이익 +146%를 기록.

하지만, 물적분할과 지배구조 이슈 등 주가치 훼손 논란이 불거졌고, 8 인치 파운드리에 향후 업황 부진 가능성이 부각되면서 올해 들어 주가는 34% 하락.

실적 둔화 예상되나, 주가에 충분히 반영

매크로 악화와 지정학적 리스크 이슈가 커지면서 IT 수요가 줄어들고 있고, 팹리스와 파운드리 업황도 자유롭지 못한 것이 현실. 결과적으로 3 분기를 피크로 실적은 당분간 하향 트렌드에 진입할 가능성이 높음. 이에 4 분기 실적은 매출 4,381 억원, 영업이익 1,936 원으로 소폭 둔화할 것으로 전망됨. 2023 년 실적은 매출 1.43 조원, 영업이익 5,419 억원으로 각각 17%, 33% 감소할 것으로 추정됨.

투자의견 'BUY', 목표주가 65,000 원

8 인치 파운드리 업황에 대한 우려만 무성했을 뿐 아직까지는 주문 둔화가 구체적화되어 나타나지는 않고 있다. 실적만 놓고 보면 현재 주가는 매우 불만족스러운 수준이다. 주가치 훼손 논란과 관련된 부정적 이미지만 개선돼도 주가는 올라갈 여력이 커 보인다.

하지만, 이런 점들을 고려하더라도 올해 실적 기준 P/E 3 배는 과도하게 낮은 수준으로 판단된다. 투자의견 BUY와 목표주가 65,000 원(P/E 7 배 적용)을 제시한다.

발행주식수(천주)	728,002
52주 최고가(원)	134,000
최저가(원)	80,400
52주 일간 Beta	0.92
60일 일평균거래대금(억원)	273,152
외국인 지분율(%)	50.9
배당수익률(2021F)	1.4

주주구성	
DBInc (외 6인)	17.8%
국민연금공단 (외 1인)	8.6%

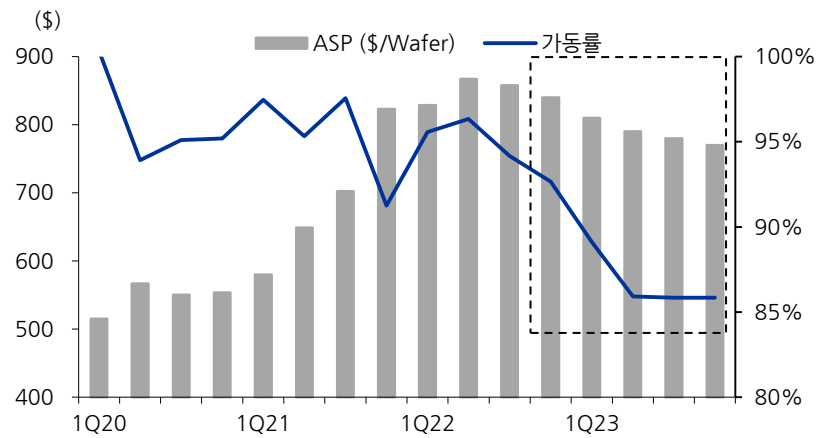
	1M	6M	12M
주가상승률	15.6%	-35.2%	-28.7%
(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	65,000	85,000	▼
영업이익(22)	809	596	▲
영업이익(23)	542	620	▼

결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	936	1,215	1,716	1,433	1,429
영업이익(십억원)	239	399	809	542	521
세전계속사업손익(십억원)	210	420	847	560	564
당기순이익(십억원)	166	317	630	415	417
EPS(원)	3,739	7,137	14,199	9,338	9,398
증감률(%)	58.7	90.9	98.9	-34.2	0.6
PER(배)	13.6	6.7	3.4	5.2	5.1
ROE(%)	23.1	33.3	44.7	21.6	18.0
PBR(배)	2.9	1.9	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	6.4	3.9	1.9	2.1	1.6

자료: 유진투자증권

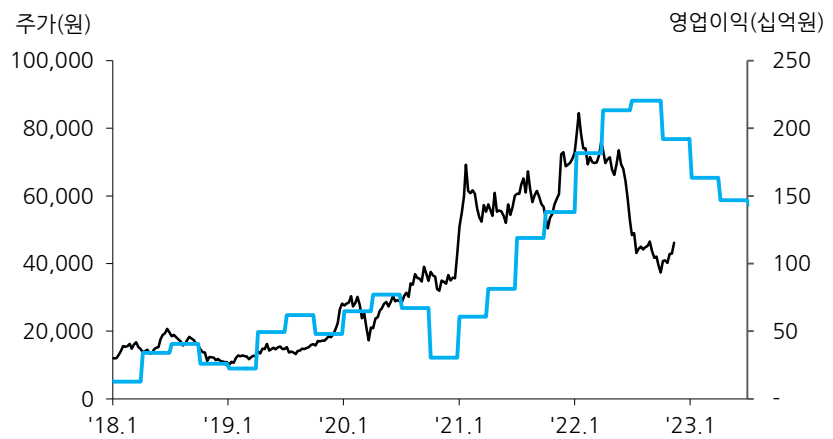


도표 87. 가동률이 다소 떨어지기 시작하고 있다는 점은 부담



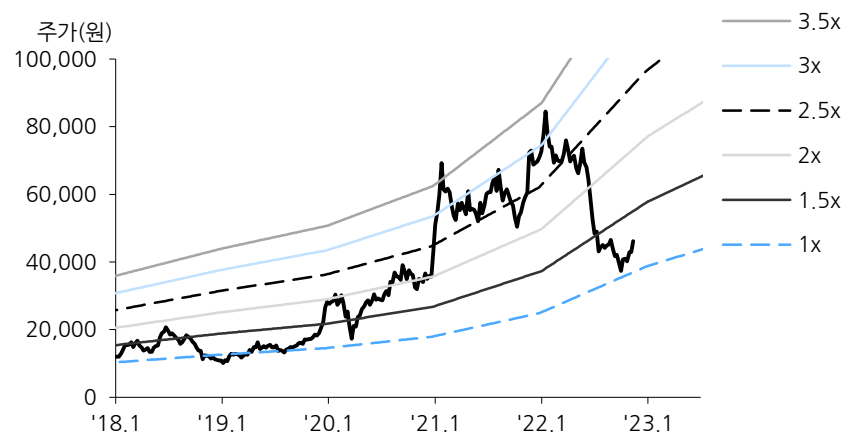
자료: 유진투자증권

도표 88. 분기 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

도표 89. P/B 밴드



자료: 유진투자증권

도표 90. DB 하이텍 어닝 모델 요약

DB하이텍	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
(주요 가정)												
웨이퍼 캐파(K/M, 8" EQ)	129	132	138	138	138	138	138	138	134	138	138	140
가동률	97%	95%	98%	91%	96%	96%	94%	93%	95%	95%	86%	89%
웨이퍼 생산량 (K)	377	378	404	378	396	399	390	384	1,536	1,568	1,422	1,493
YoY	3%	8%	10%	3%	5%	6%	-3%	2%	6%	2%	-9%	5%
웨이퍼 ASP (\$)	580	649	703	823	829	867	858	840	689	849	775	737
YoY	13%	15%	28%	49%	43%	34%	22%	2%	39%	23%	-9%	-5%
(단위: 십억원)												
매출액	243.7	274.7	328.4	367.9	395.0	435.7	447.4	438.1	1,215	1,716	1,433	1,429
YoY	8%	14%	36%	61%	62%	59%	36%	19%	30%	41%	-17%	0%
QoQ	7%	13%	20%	12%	7%	10%	3%	-2%				
EBITDA	98.1	119.0	155.4	171.4	213.0	242.8	249.3	223.9	543.9	928.9	669.9	657.5
Margin	40.3%	43.3%	47.3%	46.6%	53.9%	55.7%	55.7%	51.1%	44.8%	54.1%	46.8%	46.0%
YoY	14%	20%	73%	125%	117%	104%	60%	31%	55%	71%	-28%	-2%
영업이익	60.6	81.4	119.0	138.2	181.5	213.2	220.4	193.6	399.1	808.7	541.9	521.1
OPM	24.9%	29.6%	36.2%	37.6%	46.0%	48.9%	49.3%	44.2%	32.9%	47.1%	37.8%	36.5%
YoY	-6%	6%	77%	354%	200%	162%	85%	40%	67%	103%	-33%	-4%
영업외손익	2.6	0.7	7.3	10.8	23.1	6.0	12.0	-3.2	21.3	37.8	18.3	42.7
세전이익	63.2	82.1	126.3	148.9	204.7	219.2	232.3	190.5	420.4	846.6	560.2	563.8
순이익	63.2	82.1	126.3	148.9	204.7	219.2	232.3	190.5	316.9	630.4	414.6	417.2
NPM	25.9%	29.9%	38.4%	40.5%	51.8%	50.3%	51.9%	43.5%	26.1%	36.7%	28.9%	29.2%
YoY	-4%	21%	106%	906%	224%	167%	84%	28%	91%	99%	-34%	1%
지배순이익	47.8	59.0	92.7	117.4	158.7	160.9	170.8	140.0	316.9	630.4	414.6	417.2
EPS (원)									7,137	14,199	9,338	9,398
YoY									91%	99%	-34%	1%

자료: 유진투자증권

DB하이텍(000990.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	1,179	1,550	2,200	2,590	3,000
유동자산	459	815	1,321	1,657	2,028
현금성자산	220	183	554	922	1,247
매출채권	181	135	197	162	157
재고자산	52	66	86	73	70
비유동자산	719	735	879	933	972
투자자산	23	58	141	174	195
유형자산	675	658	719	740	756
기타	22	19	19	20	21
부채총계	384	444	484	475	481
유동부채	262	335	359	360	376
매입채무	108	44	61	52	53
유동성이자부채	78	74	62	51	42
기타	75	217	236	258	281
비유동부채	122	109	125	114	106
비유동이자부채	102	97	117	105	95
기타	21	12	8	9	11
자본총계	795	1,106	1,717	2,116	2,519
자본지분	795	1,106	1,717	2,116	2,519
자본금	223	223	223	223	223
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	525	832	1,445	1,844	2,247
기타	(81)	(77)	(80)	(79)	(78)
비자본지분	0	0	0	0	0
자본총계	795	1,106	1,717	2,116	2,519
총차입금	180	171	179	156	136
순차입금	(40)	(12)	(376)	(766)	(1,111)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	310	393	773	503	545
당기순이익	166	317	630	415	417
자산상각비	112	145	120	131	136
기타비현금성손익	0	7	134	(48)	23
운전자본증감	(3)	(76)	(112)	5	(32)
매출채권감소(증가)	21	(77)	(82)	21	(21)
재고자산감소(증가)	1	(14)	(19)	13	3
매입채무증가(감소)	6	7	10	(11)	(1)
기타	(31)	8	(21)	(18)	(12)
투자현금	(265)	(253)	(218)	(166)	(164)
단기투자자산감소	10	(145)	(28)	(18)	(16)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	158	134	183	140	140
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(5)	(4)	(8)	(8)	(8)
재무현금	(76)	(5)	(16)	(45)	(41)
차입금증가	(77)	(2)	8	(23)	(20)
자본증가	0	0	(20)	(20)	(20)
배당금지급	0	0	20	20	20
현금 증감	(36)	135	344	349	309
기초현금	85	48	183	527	876
기말현금	48	183	527	876	1,185
Gross Cash flow	363	552	993	710	711
Gross Investment	279	184	302	143	180
Free Cash Flow	85	368	691	567	531

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	936	1,215	1,716	1,433	1,429
증가율(%)	39.8	29.8	41.3	(16.5)	(0.2)
매출원가	577	679	748	719	734
매출총이익	359	535	968	713	695
판매 및 일반관리비	120	136	160	172	174
기타영업손익	17	14	17	8	2
영업이익	239	399	809	542	521
증가율(%)	111.8	66.8	102.6	(33.0)	(3.8)
EBITDA	351	544	929	673	658
증가율(%)	94.9	54.8	70.8	(27.6)	(2.3)
영업외손익	(30)	16	38	18	43
이자수익	2	3	5	18	30
이자비용	7	3	3	7	6
지분법손익	(16)	20	32	17	23
기타영업외손익	(9)	(4)	5	(10)	(5)
세전순이익	210	420	847	560	564
증가율(%)	118.1	100.5	101.4	(33.8)	0.6
법인세비용	44	104	216	146	147
당기순이익	166	317	630	415	417
증가율(%)	91.2	90.9	98.9	(34.2)	0.6
지배주주지분	166	317	630	415	417
증가율(%)	91.2	90.9	98.9	(34.2)	0.6
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	3,739	7,137	14,199	9,338	9,398
증가율(%)	91.2	90.9	98.9	(34.2)	0.6
수정EPS(원)	3,739	7,136	14,199	9,338	9,398
증가율(%)	91.2	90.8	99.0	(34.2)	0.6

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,739	7,137	14,199	9,338	9,398
BPS	17,851	24,849	38,564	47,530	56,595
DPS	230	450	450	450	450
밸류에이션(배, %)					
PER	13.6	10.2	3.4	5.2	5.1
PBR	2.9	2.9	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	6.4	5.9	1.9	2.1	1.6
배당수익률	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9
PCR	6.3	5.9	2.2	3.0	3.0
수익성(%)					
영업이익률	25.6	32.9	47.1	37.8	36.5
EBITDA이익률	37.6	44.8	54.1	47.0	46.0
순이익률	17.7	26.1	36.7	28.9	29.2
ROE	23.1	33.3	44.7	21.6	18.0
ROIC	25.9	33.5	52.7	32.7	31.2
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(5.0)	(1.1)	(21.9)	(36.2)	(44.1)
유동비율	175.5	243.1	367.9	459.9	539.8
이자보상배율	36.8	121.7	237.0	75.9	83.5
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	0.6	0.5
매출채권회전율	4.9	7.7	10.3	8.0	9.0
재고자산회전율	18.1	20.6	22.6	18.0	19.9
매입채무회전율	9.7	15.9	32.6	25.3	27.1

원익 IPS (240810)

임팩트 약해진 장비 대장주

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **33,000원**(하향)

현재주가: 29,000원(11/18)

시가총액: 1,423(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

3분기까지 누적 실적은 기대에 상당히 못 미쳐

3분기 실적은 매출 2,831 억원, 영업이익 305 억원(OPM 10.8%)으로 예상치를 하회. 3분기 매출 부진은 삼성전자 P3 의 NAND 매출 인식이 지연됐고, 선행공정 장비의 셋업이 지연되었기 때문. 이로써 3 분기까지 누적 실적은 매출 6,916 억원, 영업이익 711 억원으로 전년대비 각각 35%, 63%나 감소. 주가는 연초 대비 32% 하락.

23년 실적도 크게 개선되기는 쉽지 않아 보임

2022 년 연간 실적은 매출 9,900 억원(반도체 7,600 억원, 디스플레이 2,300 억원) 영업이익 865 억원(OPM 8.7%)으로 전년대비 20%, 47% 감소할 것으로 예상됨. 연초 제시했던 매출 가이드는 1.4 조원이었으나, 현재 여러 정황을 고려할 때, 연간 매출 1 조원 달성도 만만하지 않은 것으로 보임.

올해 예상됐던 장비 셋업 스케줄이 내년으로 지연되었으나, 기존에 예정됐던 내년 투자도 추가 지연될 가능성을 배제할 수 없음. 삼성전자는 내년 투자를 줄이지 않기로 했지만, 투자 우선 순위는 장비 인스톨이라기 보다는 인프라 투자에 있는 것이 사실. 따라서, 2023 년 실적이 크게 개선되기는 쉽지 않아 보임. 2023 년 실적은 매출 9,600 억원(반도체 7,400 억원, 디스플레이 2,200 억원), 영업이익 835 억원(OPM 7.7%)로 올해 대비 소폭 둔화를 예상.

투자의견 'BUY', 목표주가 33,000 원

반도체 장비 산업의 특성을 감안할 때, 다운턴에서의 실적을 기준으로 밸류에이션하는 것은 적절하다고 보기 어렵다. 따라서, 2023 년과 2024 년 예상 실적의 평균을 기준으로 Target P/E 15 배를 적용하고 목표가를 33,000 원으로 산정한다. 투자의견은 'BUY'를 유지한다. 다만, 한국 반도체 산업을 대표하는 반도체 장비주임에도 불구하고, 최근 수년간의 실적은 시장 대비 언더퍼폼해왔다는 점에서 타 소부장 업체 대비 매력도가 높아 보이지 않는다는 판단이다.

발행주식수(천주)	49,084
52주 최고가(원)	45,600
최저가(원)	21,600
52주 일간 Beta	1.30
60일 일평균거래대금(억원)	7,516
외국인 지분율(%)	16.6
배당수익률(2021F)	1.0

주주구성

원익홀딩스 (외 6인)	33.1%
삼성전자 (외 2인)	7.5%

	1M	6M	12M
주가상승률	14.4%	-29.5%	-23.0%

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	33,000	49,000	▼
영업이익(22)	87	184	▼
영업이익(23)	84	209	▼

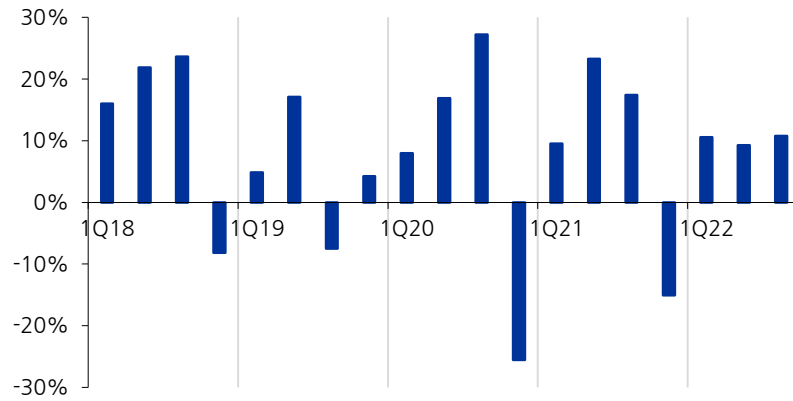
결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,091	1,232	990	960	1,163
영업이익(십억원)	141	164	87	84	141
세전계속사업손익(십억원)	127	189	133	106	165
당기순이익(십억원)	98	145	107	86	132
EPS(원)	1,993	2,957	2,189	1,756	2,683
증감률(%)	123.5	48.4	-26.0	-19.8	52.8
PER(배)	22.2	9.8	13.2	16.5	10.8
ROE(%)	15.9	19.8	12.7	9.2	12.7
PBR(배)	3.3	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	11.3	6.7	10.2	9.9	6.8

자료: 유진투자증권



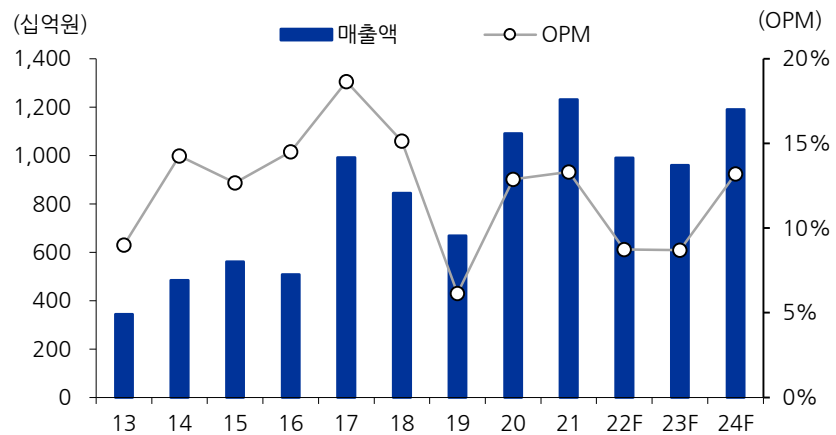
2018년 이후 매년 한
분기씩 영업적자를 기
록해 왔다. 올해는 아직
까지 영업손실을 기록
하지 않고 있다

도표 91. 원익 IPS 영업이익률 추이



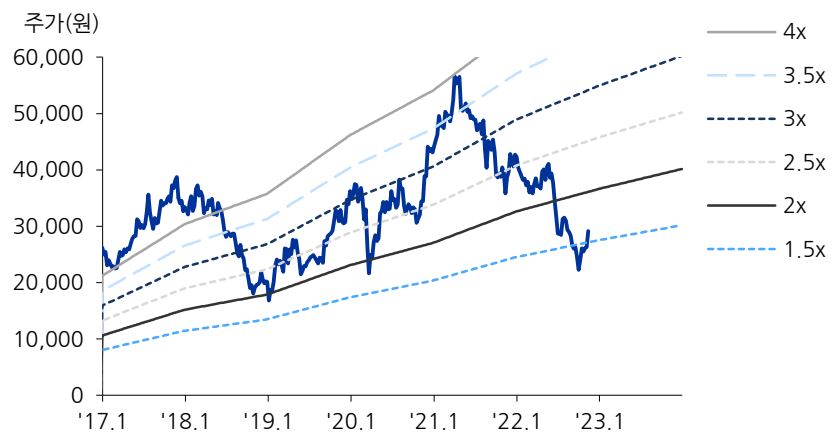
자료: 유진투자증권

도표 92. 장기 매출 및 영업이익률



자료: 유진투자증권

도표 93. 원익 IPS P/B 밴드



자료: 유진투자증권

도표 94. 원익 IPS 어닝 모델 요약

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	255	433	373	172	209	200	283	299	1,232	990	960	1,163
YoY	40%	43%	-14%	1%	-18%	-54%	-24%	74%	13%	-20%	-3%	21%
QoQ	49%	70%	-14%	-54%	21%	-4%	42%	5%				
반도체	147	368	288	125	154	184	209	213	927	760	740	910
디스플레이	108	65	86	47	55	16	74	86	305	231	220	253
매출비중												
반도체	58%	85%	77%	73%	74%	92%	74%	71%	75%	77%	77%	78%
디스플레이	42%	15%	23%	27%	26%	8%	26%	29%	25%	23%	23%	22%
영업이익	24.3	100.8	65.1	-25.9	22.0	18.5	30.5	15.5	164.1	86.5	83.5	140.7
OPM	9.5%	23.3%	17.4%	-15.1%	10.6%	9.3%	10.8%	5.2%	13.3%	8.7%	8.7%	12.1%
YoY	67%	97%	-45%	-41%	-9%	-82%	-53%	-160%	17%	-47%	-3%	68%
QoQ	-137%	144%	-25%	-187%	-170%	-12%	16%	-52%				
영업외손익	7.8	0.1	9.1	8.1	5.5	11.9	27.4	2.1	25.2	46.8	22.9	23.9
세전이익	32.1	100.9	74.2	-17.8	27.5	30.4	57.9	17.6	189.3	133.3	106.4	164.6
순이익	25.7	76.0	54.7	-11.2	21.6	24.4	47.4	14.1	145.1	107.5	86.2	131.7
NPM	10.1%	17.6%	14.7%	-6.5%	10.3%	12.2%	16.8%	4.7%	11.8%	10.9%	9.0%	11.3%
YoY	86%	115%	-37%	-71%	-16%	-68%	-13%	-225%	48%	-26%	-20%	53%
QoQ	-145%	74%	-17%	-145%	-258%	18%	37%	-72%				
지배순이익	25.7	76.0	54.7	-11.2	21.6	24.4	47.4	14.1	145.1	107.5	86.2	131.7
EPS (원)									3,007	2,189	1,756	2,683
YoY									48%	-27%	-20%	53%

자료: 유진투자증권

원익PS(240810.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	1,100	1,168	1,266	1,354	1,492
유동자산	657	675	711	775	895
현금성자산	155	61	39	46	77
매출채권	54	35	29	35	36
재고자산	381	330	347	384	442
비유동자산	443	493	555	579	598
투자자산	73	116	126	130	131
유형자산	273	334	386	408	425
기타	97	43	43	41	42
부채총계	437	367	370	381	397
유동부채	430	359	361	371	385
매입채무	78	52	50	48	55
유동성이자부채	1	1	1	1	1
기타	351	306	311	322	329
비유동부채	7	7	8	10	12
비유동이자부채	1	0	0	0	0
기타	6	7	8	10	12
자본총계	663	801	896	973	1,096
자배지분	663	801	896	973	1,096
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	351	351	351	351	351
이익잉여금	304	442	537	614	736
기타	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	663	801	896	973	1,096
총차입금	2	1	1	1	1
순차입금	(153)	(61)	(38)	(45)	(76)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	225	137	68	89	109
당기순이익	98	145	107	86	132
자산상각비	38	38	49	55	58
기타비현금성손익	0	28	30	118	122
운전자본증감	(9)	(74)	(118)	(171)	(203)
매출채권감소(증가)	13	(17)	7	(6)	(2)
재고자산감소(증가)	(66)	40	(16)	(37)	(58)
매입채무증가(감소)	(6)	(10)	(4)	(2)	7
기타	50	(87)	(104)	(125)	(150)
투자현금	(83)	(224)	(60)	(70)	(71)
단기투자자산감소	(2)	0	16	(1)	(6)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	58	97	70	65	60
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(3)	(3)	(6)	(4)	(5)
재무현금	(16)	(11)	(16)	(15)	(14)
차입금증가	(16)	0	(0)	0	(0)
자본증가	0	(10)	(14)	(14)	(14)
배당금지급	0	10	14	14	14
현금 증감	122	(97)	(7)	6	25
기초현금	14	135	38	31	37
기말현금	135	38	31	37	61
Gross Cash flow	248	256	182	162	223
Gross Investment	91	297	194	240	268
Free Cash Flow	157	(42)	(12)	(78)	(45)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,091	1,232	990	960	1,163
증가율(%)	68.0	13.0	(19.7)	(3.0)	21.1
매출원가	625	761	595	586	706
매출총이익	466	472	395	374	457
판매 및 일반관리비	326	307	308	291	316
기타영업손익	114	(6)	0	(6)	9
영업이익	141	164	87	84	141
증가율(%)	32.8	16.7	(47.3)	(3.5)	68.5
EBITDA	179	202	135	139	199
증가율(%)	44.0	12.9	(33.0)	2.6	43.1
영업외손익	(14)	25	48	23	24
이자수익	2	3	4	5	5
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	(0)	3	0	0	0
기타영업외손익	(15)	19	44	18	19
세전순이익	127	189	133	106	165
증가율(%)	15.6	49.1	(29.6)	(20.2)	54.7
법인세비용	29	44	26	20	33
당기순이익	98	145	107	86	132
증가율(%)	12.6	48.4	(26.0)	(19.8)	52.8
지배주주지분	98	145	107	86	132
증가율(%)	12.6	48.4	(26.0)	(19.8)	52.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	1,993	2,957	2,189	1,756	2,683
증가율(%)	(5.3)	48.4	(26.0)	(19.8)	52.8
수정EPS(원)	1,993	2,957	2,189	1,756	2,683
증가율(%)	(5.3)	48.4	(26.0)	(19.8)	52.8

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,993	2,957	2,189	1,756	2,683
BPS	13,508	16,320	18,252	19,832	22,323
DPS	200	300	300	300	300
밸류에이션(배, %)					
PER	22.2	14.3	13.2	16.5	10.8
PBR	3.3	2.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.3	4.3	10.2	9.9	6.8
배당수익률	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0
PCR	8.8	8.1	7.8	8.8	6.4
수익성(%)					
영업이익율	12.9	13.3	8.7	8.7	12.1
EBITDA이익율	16.4	16.4	13.7	14.5	17.1
순이익율	9.0	11.8	10.9	9.0	11.3
ROE	15.9	19.8	12.7	9.2	12.7
ROIC	21.2	21.8	9.1	7.9	12.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(23.1)	(7.6)	(4.2)	(4.6)	(6.9)
유동비율	152.8	187.8	196.7	208.9	232.6
이자보상배율	2,574.6	2,344.7	360.5	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	1.1	1.1	0.8	0.7	0.8
매출채권회전율	12.0	27.5	31.1	30.4	32.9
재고자산회전율	3.1	3.5	2.9	2.6	2.8
매입채무회전율	13.9	19.0	19.5	19.8	22.7

한미반도체 (042700)

뛰어난 경쟁력이 높은 마진의 원천

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **18,000원**(유지)

현재주가: 13,000원(11/28)

시가총액: 1,286(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

3분기 매출은 부진, 수익성은 역대 최고

3분기 매출은 803억원, 영업이익은 322억원(OPM40.1%)을 기록. 매출은 전분기 대비 35%나 감소했으나, 영업이익률은 역대 최고 수준을 기록.

매출이 감소한 것은 중국 등 일부 고객들의 장비 인스톨이 연기됐기 때문. 그러나, 달러 강세로 제품별 마진은 크게 개선된 효과가 나타남.

경기 둔화 우려와 칩 재고의 급증으로 반도체 업체들이 투자 계획을 전면 수정하고 있음. 심지어 가장 상황이 좋은 TSMC 마저도 올해 투자를 기존 대비 80~100억 달러 줄인다는 계획. 따라서, 반도체 소부장 업체들의 실적은 당분간 개선되기 어려울 전망.

2023년 실적은 소폭 감소

마이크론과 SK하이닉스 등 메모리 업체들이 내년 설비투자를 감축하겠다고 밝혔고, 램리서치도 실적 발표에서 내년 반도체 전공정 장비 시장이 약 20% 가량 감소할 것으로 예상. 정도의 차이는 있겠지만, 이러한 반도체 투자 축소 분위기는 후공정 분야에서도 예외는 아닐 전망. 따라서, 한미반도체의 내년 실적도 올해 대비 소폭 감소할 전망. 2023년 매출은 올해 대비 5% 감소한 3,205억원, 영업이익은 7% 감소한 1,170억원으로 예상됨.

투자의견 'BUY', 목표주가 18,000원

동사의 강점은 경쟁사를 압도하는 MSVP라는 히트작으로 상당히 높은 마진을 유지하고 있다는 점과 TSV TC 본더 등 신제품 라인업을 갖추고 있다는 점이다. 그리고 특정업체보다는 다양한 업체를 고객으로 확보하고 있다는 점도 강점이다. 결과적으로 다운터에서는 상대적으로 충격이 덜하고, 업터에서는 점유율을 늘릴 수 있는 기회가 크다고 판단한다. 반도체 소부장 섹터 종목 중 최선호 종목군으로 분류될 수 있는 업체로 평가된다. 반도체 업체들의 캐패스 하향 조정을 반영한 실적 추정치 하향에 따라 목표주가를 18,000원(23~24년 평균 EPS 기준 타겟 P/E 16배)과 BUY를 유지한다.

발행주식수(천주)	98,920
52주 최고가(원)	39,650
최저가(원)	10,550
52주 일간 Beta	1.03
60일 일평균거래대금(억원)	4,983
외국인 지분율(%)	5.0
배당수익률(2021F)	1.5

주주구성

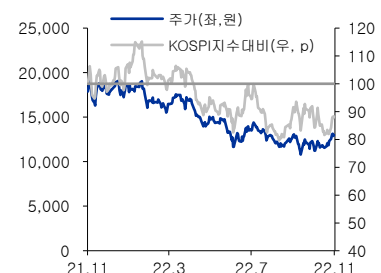
곽동신(외 12인)	55.7%
국민연금공단(외 1인)	6.6%

	1M	6M	12M
주가상승률	7.0%	-13.6%	-26.2%

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	18,000	18,000	-
영업이익(22)	126	135	▼
영업이익(23)	117	156	▼

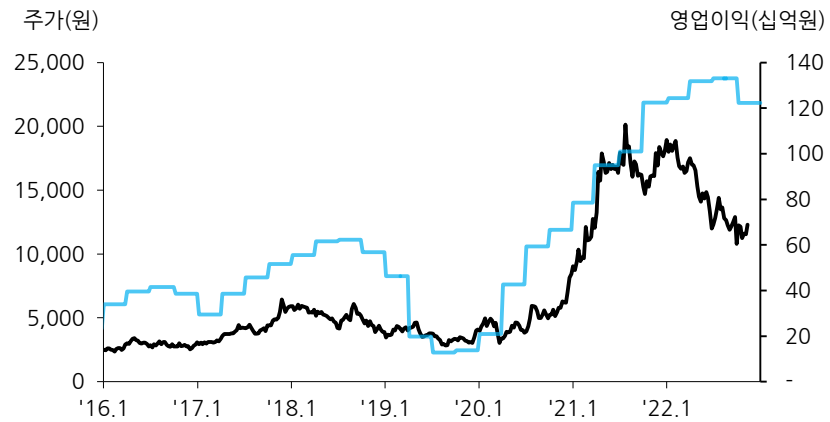
결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	257	373	337	321	373
영업이익(십억원)	67	122	126	117	138
세전계속사업손익(십억원)	66	136	160	135	155
당기순이익(십억원)	50	104	118	105	120
EPS(원)	481	1,056	1,197	1,060	1,211
증감률(%)	185.7	119.6	13.4	-11.5	14.3
PER(배)	18.8	12.3	10.9	12.3	10.7
ROE(%)	21.0	34.6	31.0	23.1	22.8
PBR(배)	3.6	3.7	3.1	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	11.7	9.6	8.8	9.0	7.2

자료: 유진투자증권



탄탄한 실적에도 불구하고
업황 우려로 인해
주가만 하락

도표 95. 분기 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

도표 96. 한미반도체 어닝 모델 요약

한미반도체 (십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	70.9	108.9	91.7	101.6	63.2	123.2	80.3	70.1	373.2	336.8	320.5	373.4
YoY	79%	76%	18%	30%	-11%	13%	-12%	-31%	45%	-10%	-5%	16%
QoQ	-9%	54%	-16%	11%	-38%	95%	-35%	-13%				
영업이익	19.3	36.4	30.9	35.7	21.3	43.9	32.2	24.9	122.4	126.3	117.0	138.2
OPM	27.3%	33.4%	33.7%	35.1%	33.6%	35.6%	40.1%	35.5%	32.8%	37.5%	36.5%	37.0%
YoY	160%	82%	24%	150%	10%	20%	4%	-30%	84%	3%	-7%	18%
QoQ	35%	88%	-15%	15%	-40%	106%	-27%	-23%				
영업외손익	6.8	-1.5	4.4	4.1	4.4	6.3	18.9	4.2	13.8	33.7	17.6	16.8
세전이익	26.1	34.9	35.3	39.9	25.7	50.2	51.1	29.1	136.3	160.0	134.6	155.0
YoY	178%	87%	49%	189%	-2%	44%	45%	-27%	108%	17%	-16%	15%
QoQ	90%	34%	1%	13%	-36%	96%	2%	-43%				
순이익	20.4	27.7	26.7	29.7	19.6	36.8	38.7	23.3	104.4	118.4	104.8	119.8
YoY	168%	94%	46%	197%	-4%	33%	45%	-22%	108%	13%	-11%	14%
QoQ	104%	36%	-4%	11%	-34%	88%	5%	-40%				
EPS (원)									1,048	1,197	1,060	1,211
YoY									117%	14%	-11%	14%

자료: 유진투자증권

한미반도체(042700.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	327	429	502	574	647
유동자산	209	250	313	376	441
현금성자산	81	50	102	163	225
매출채권	79	113	122	123	125
재고자산	48	86	88	89	90
비유동자산	118	180	189	198	207
투자자산	24	67	70	72	75
유형자산	90	108	112	116	119
기타	3	5	7	10	12
부채총계	70	82	84	85	86
유동부채	68	81	82	83	84
매입채무	32	34	35	35	36
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	35	46	47	47	48
비유동부채	2	2	2	2	2
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	2	1	1	2	2
자본총계	257	347	418	490	562
자배지분	257	347	418	490	562
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	48	51	51	51	51
이익잉여금	215	283	354	425	498
기타	(19)	1	1	1	1
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	257	347	418	490	562
총차입금	0	1	1	1	1
순차입금	(81)	(49)	(101)	(163)	(225)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	29	57	73	82	83
당기순이익	50	104	118	0	0
자산상각비	6	6	8	8	9
기타비현금성손익	1	35	(44)	75	76
운전자본증감	(39)	(66)	(10)	(1)	(1)
매출채권감소(증가)	(40)	(32)	(9)	(1)	(1)
재고자산감소(증가)	(12)	(39)	(2)	(1)	(1)
매입채무증가(감소)	12	9	1	0	0
기타	1	(5)	0	0	0
투자현금	11	(68)	(1)	(1)	(1)
단기투자자산감소	(1)	(3)	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	14	14	14
설비투자	7	25	11	11	11
유형자산처분	2	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(2)	(4)	(4)	(4)
재무현금	(6)	(21)	(20)	(20)	(20)
차입금증가	9	(2)	0	0	0
자본증가	(5)	(20)	(20)	(20)	(20)
배당금지급	5	20	20	20	20
현금 증감	33	(32)	52	61	62
기초현금	48	81	50	102	163
기말현금	81	50	102	163	225
Gross Cash flow	75	146	83	84	85
Gross Investment	28	131	11	3	3
Free Cash Flow	47	14	72	81	82

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	257	373	337	321	373
증가율(%)	18.5	45.0	(9.8)	(4.8)	16.5
매출원가	147	193	145	142	172
매출총이익	111	180	192	179	202
판매 및 일반관리비	44	58	66	62	63
기타영업손익	10	31	14	(6)	3
영업이익	67	122	126	117	138
증가율(%)	17.4	83.7	3.2	(7.4)	18.1
EBITDA	73	129	134	125	147
증가율(%)	17.7	77.1	4.1	(6.5)	17.3
영업외손익	(1)	14	34	18	17
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	1	0	2	1	1
기타영업손익	(2)	14	32	17	16
세전순이익	66	136	160	135	155
증가율(%)	5.9	107.5	17.5	(15.9)	15.2
법인세비용	16	32	38	30	35
당기순이익	50	104	118	105	120
증가율(%)	1.7	108.3	13.4	(11.5)	14.3
지배주주지분	50	104	118	105	120
증가율(%)	1.7	108.3	13.4	(11.5)	14.3
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	481	1,056	1,197	1,060	1,211
증가율(%)	19.9	119.6	13.4	(11.5)	14.3
수정EPS(원)	481	1,056	1,197	1,060	1,211
증가율(%)	19.9	119.6	13.4	(11.5)	14.3

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	481	1,056	1,197	1,060	1,211
BPS	2,496	3,506	4,226	4,950	5,679
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배, %)					
PER	18.8	17.9	10.9	12.3	10.7
PBR	3.6	5.4	3.1	2.6	2.3
EV/EBITDA	11.7	14.1	8.8	9.0	7.2
배당수익률	2.2	1.1	1.5	1.5	1.5
PCR	12.6	12.9	15.6	15.4	15.2
수익성(%)					
영업이익율	25.9	32.8	37.5	36.5	37.0
EBITDA이익율	28.3	34.5	39.9	39.1	39.4
순이익율	19.5	28.0	35.2	32.7	32.1
ROE	21.0	34.6	31.0	23.1	22.8
ROIC	31.1	46.0	38.4	34.5	39.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(31.5)	(14.1)	(24.2)	(33.2)	(40.0)
유동비율	309.2	309.6	382.0	455.0	527.4
이자보상배율	985.5	3,060.5	n/a	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	0.9	1.0	0.7	0.6	0.6
매출채권회전율	4.3	3.9	2.9	2.6	3.0
재고자산회전율	5.9	5.6	3.9	3.6	4.2
매입채무회전율	11.1	11.2	9.7	9.1	10.5

편집상의 공백페이지입니다

주성엔지니어링 (036930)

기술에 진심인 기업

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **19,000원**(하향)

현재주가: 12,950원(11/28)

시가총액: 625(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

3분기 매출은 부진했으나, 수익성은 역대 최고

3분기 실적은 매출 1,056억원, 영업이익 311억원(OPM 29.4%)을 기록. 매출은 전분기 대비 11% 감소했으나, 영업이익률은 오히려 0.3%pt 개선됨. 3분기까지 누적 실적은 매출 3,320억원, 영업이익 960억원으로 전년동기 대비 41%, 86% 증가.

그러나, 주가는 올해 들어 38% 하락. 결국, 실적보다는 올해 내내 이어진 반도체 업황에 대한 불안과 중국 의존도(3분기까지 누적 중국 매출비중은 48%)가 높은 동사의 비즈니스에 대한 우려가 더 크게 반영되었기 때문.

2023년 실적은 소폭 감소

내년에는 미국 고객사에 대한 납품도 이루어질 것으로 기대됨. 또한, 오랫동안 회자되어 왔던 솔라셀 장비 매출도 본격화될 전망. 그러나, 주성 매출의 50% 이상을 차지하는 최대 고객인 SK 하이닉스가 내년 장비 투자를 50% 줄이기로 했다는 점에서 2023년 실적은 둔화할 가능성이 높아 보임.

2022년 실적은 매출 4,200억원, 영업이익 1,100억원으로 역대 최고를 기록할 전망. 반면 2023년 실적은 매출 3,752억원, 영업이익 912억원으로 11%, 17% 감소할 것으로 추정됨.

투자의견 'BUY', 목표주가 19,000원

실적은 개선된 반면 주가는 하락해 밸류에이션이 과도할 정도로 낮아졌다. 올해 예상 EPS 기준 현재 주가는 7배, 내년 감익을 감안해도 8배 수준이다. 결국, 중국 매출 비중이 높다는 점이 할인 요인이 되고 있는 것인데, 이를 완전히 무시하기는 어려운 것이 현실이다.

하지만, 중국에 대한 미국의 제재가 최첨단 핵심 분야에만 한정된다고 보면 지금의 낮은 밸류에이션은 재평가될 여지가 있다. 내년 실적 하향 조정과 목표주가를 19,000원(23~24년 평균 EPS 기준 타겟 P/E 11배)으로 하향하나, 투자의견은 BUY를 유지한다.

발행주식수(천주)	48,249
52주 최고가(원)	28,400
최저가(원)	11,050
52주 일간 Beta	1.26
60일 일평균거래대금(억원)	9,212
외국인 지분율(%)	13.6
배당수익률(2021F)	0.0

주주구성

황철주 (외 8인)	29.0%
자사주신탁 (외 1인)	0.7%

	1M	6M	12M
주가상승률	11.3%	-41.9%	-15.5%
(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	19,000	29,000	▼
영업이익(22)	110	123	▼
영업이익(23)	91	127	▼

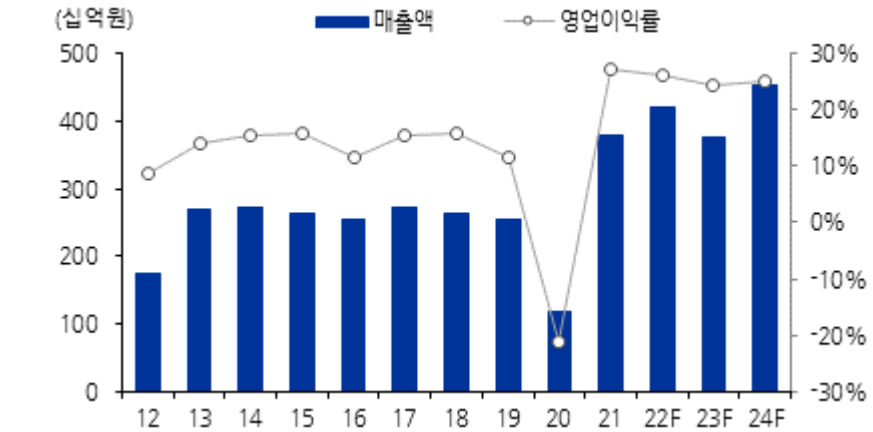
결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	119	377	420	375	453
영업이익(십억원)	-25	103	110	91	114
세전계속사업손익(십억원)	-4	174	115	98	121
당기순이익(십억원)	-8	146	89	78	94
EPS(원)	-170	3,016	1,838	1,606	1,950
증감률(%)	적전	흑전	-39.1	-12.6	21.4
PER(배)	na	4.3	7.0	8.0	6.6
ROE(%)	-3.5	48.7	21.5	15.7	16.3
PBR(배)	1.7	1.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	na	5.7	4.5	4.6	3.3

자료: 유진투자증권



2020년 이후 완전히
달라진 배경에는 결국
기술력이 있는 것

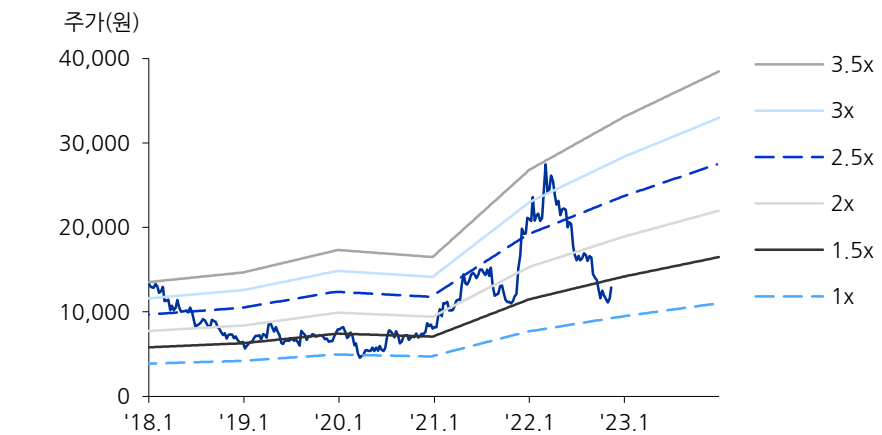
도표 97. 주성엔지니어링 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 유진투자증권

밸류에이션에는 중국
비즈니스 리스크가 다
소 과도하게 반영

도표 98. 주성엔지니어링 P/B 밴드



자료: 유진투자증권

도표 99. 주성엔지니어링 어닝 모델 요약

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	75.3	72.3	88.4	141.3	107.0	119.0	105.6	88.6	377.3	420.1	375.2	452.8
YoY	113%	103%	402%	371%	42%	65%	19%	-37%	218%	11%	-11%	21%
QoQ	151%	-4%	22%	60%	-24%	11%	-11%	-16%				
반도체	73.5	49.3	64.7	128.1	98.5	116.2	90.6	78.1	315.6	383.4	303.2	390.8
디스플레이	1.7	22.9	23.6	13.0	8.4	2.6	14.8	10.3	61.2	36.1	22.0	22.0
솔라/기타	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	50.0	40.0
영업이익	16.1	12.1	23.8	50.7	30.6	34.6	31.1	13.7	102.6	110.0	91.2	113.6
OPM	21.3%	16.7%	26.9%	35.9%	28.6%	29.1%	29.4%	15.4%	27.2%	26.2%	24.3%	25.1%
YoY	흑전	1239%	흑전	흑전	91%	187%	31%	-73%	흑전	7%	-17%	25%
QoQ	흑전	-25%	97%	113%	-40%	13%	-10%	-56%				
영업외손익	0.8	2.5	2.3	66.1	2.2	3.2	0.5	-1.2	71.6	4.7	7.3	7.0
세전이익	16.8	14.6	26.1	116.8	32.8	37.8	31.6	12.5	174.3	114.6	98.5	120.6
YoY	흑전	2810%	흑전	1183%	94%	160%	21%	-89%	흑전	-34%	-14%	23%
QoQ	85%	-14%	79%	348%	-72%	15%	-16%	-61%				
순이익	15.9	11.0	26.4	92.2	24.6	28.8	25.3	10.0	145.5	88.7	77.5	94.1
YoY	흑전	흑전	흑전	901%	55%	162%	-4%	-89%	흑전	-39%	-13%	21%
QoQ	73%	-31%	140%	250%	-73%	17%	-12%	-61%				
EPS (원)									3,016	1,838	1,606	1,950
									흑전	-39%	-13%	21%

자료: 유진투자증권

주성엔지니어링(036930.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	549	712	842	918	1,022
유동자산	130	230	389	445	523
현금성자산	19	119	260	317	358
매출채권	29	24	29	26	30
재고자산	55	59	71	68	91
비유동자산	420	482	452	473	499
투자자산	181	241	194	198	209
유형자산	233	235	251	265	278
기타	5	5	8	10	12
부채총계	322	342	385	388	401
유동부채	150	135	175	166	163
매입채무	34	17	17	15	18
유동성이자부채	77	41	80	70	61
기타	39	78	78	81	84
비유동부채	172	207	210	222	238
비유동이자부채	40	45	50	50	58
기타	131	162	160	172	188
자본총계	227	370	456	530	621
자배지분	227	370	456	530	621
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
이익잉여금	71	215	300	374	465
기타	23	22	23	23	23
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	227	370	456	530	621
총차입금	118	86	130	120	111
순차입금	99	(34)	(130)	(197)	(247)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	2	0	0	0	0
당기순이익	(8)	0	0	0	0
자산상각비	15	0	0	0	0
기타비현금성손익	(1)	0	0	0	0
운전자본증감	13	0	0	0	0
매출채권감소(증가)	(9)	0	0	0	0
재고자산감소(증가)	(17)	0	0	0	0
매입채무증가(감소)	14	0	0	0	0
기타	25	0	0	0	0
투자현금	(85)	0	0	0	0
단기투자자산감소	0	0	0	0	0
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	54	0	0	0	0
유형자산처분	12	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	0	0	0	0
재무현금	88	0	0	0	0
차입금증가	17	0	0	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
현금 증감	5	(19)	0	0	16
기초현금	14	19	0	0	0
기말현금	19	0	0	0	301
Gross Cash flow	(4)	0	0	0	0
Gross Investment	72	0	0	0	0
Free Cash Flow	(76)	0	0	0	0

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	119	377	420	375	453
증가율(%)	(54.9)	218.3	11.4	(10.7)	20.7
매출원가	67	184	189	180	219
매출총이익	51	194	231	195	234
판매 및 일반관리비	76	91	121	104	120
기타영업손익	3	19	33	(14)	15
영업이익	(25)	103	110	91	114
증가율(%)	적전	흑전	7.2	(17.1)	24.6
EBITDA	(10)	103	110	91	114
증가율(%)	적전	흑전	7.2	(17.1)	24.6
영업외손익	21	71	5	7	7
이자수익	0	0	1	5	6
이자비용	4	5	4	7	7
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	25	76	7	10	7
세전순이익	(4)	174	115	98	121
증가율(%)	적전	흑전	(34.2)	(14.1)	22.5
법인세비용	4	29	26	21	27
당기순이익	(8)	146	89	78	94
증가율(%)	적전	흑전	(39.1)	(12.6)	21.4
지배주주지분	(8)	146	89	78	94
증가율(%)	적전	흑전	(39.1)	(12.6)	21.4
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	(170)	3,016	1,838	1,606	1,950
증가율(%)	적전	흑전	(39.1)	(12.6)	21.4
수정EPS(원)	(170)	3,016	1,838	1,606	1,950
증가율(%)	적전	흑전	(39.1)	(12.6)	21.4

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(170)	3,016	1,838	1,606	1,950
BPS	4,713	7,661	9,457	10,992	12,874
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	7.0	7.0	8.0	6.6
PBR	1.7	2.7	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	n/a	9.5	4.5	4.6	3.3
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
수익성(%)					
영업이익률	(21.1)	27.2	26.2	24.3	25.1
EBITDA이익률	(8.6)	27.2	26.2	24.3	25.1
순이익률	(6.9)	38.6	21.1	20.7	20.8
ROE	(3.5)	48.7	21.5	15.7	16.3
ROIC	(5.7)	26.5	26.3	22.4	26.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.6	(9.1)	(28.5)	(37.1)	(39.8)
유동비율	86.4	170.7	222.0	267.6	321.1
이자보상배율	(5.6)	19.7	29.6	12.7	17.2
활동성 (회)					
총자산회전율	0.2	0.6	0.5	0.4	0.5
매출채권회전율	5.5	14.3	15.7	13.5	16.0
재고자산회전율	2.2	6.6	6.5	5.4	5.7
매입채무회전율	4.0	14.9	25.2	23.6	27.3

유진테크 (084370)

역풍 속에서도 개선되는 포트폴리오

2022.11.22

Company Comment

투자의견: **BUY**(유지)목표주가: **40,000**원(하향)

현재주가: 25,750원(11/18)

시가총액: 590(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

3분기 매출 감소에도 수익성 회복

3분기 실적은 매출 625억원, 영업이익 136억원으로 집계됨. 고객사들의 주문 축소로 매출이 전분기 대비 감소. 거시경제 악화에 따른 메모리 수요 약세로 고객사들의 CAPEX가 감소하고 장비 인스톨이 지연되면서 국내 양대 고객사향 매출이 40% 이상 급감. 하지만, 해외 고객사향 매출이 200억원을 넘어섰다는 점은 고무적인 부분.

또한, 전구체 업체인 EGTM의 매출이 일곱 분기 만에 분기 매출 50억원을 넘어서며 수익성이 대폭 개선된 점도 긍정적. 이에 따라, 매출 감소에도 불구하고 영업이익은 136억원(OPM 21.8%)으로 전분기 대비 대폭 개선됨.

매크로 역풍과 주요 고객사들의 캐팩스 축소 부담

메모리업체들의 경우 DRAM은 선단공정 적용 통한 원가 절감 노력을 이어갈 것으로 보이고, NAND는 레이어 수 증가를 위한 업그레이드 투자에 집중할 것으로 예상됨. 동사는 고객 및 애플리케이션 믹스 다각화라는 전략 하에 국산화 프로젝트 및 신공정에 적용하기 위한 인증 절차를 계속 진행 중.

최대 고객사인 SK하이닉스가 내년 설비 투자를 줄일 것이라는 계획을 공식화한 점은 부담. 그러나, 성전전자 P1과 P3 DRAM 공정에 장비가 납품되면서, 삼성전자 매출 비중이 대폭 늘어나고 신규 고객들로의 납품도 증가할 전망이다. 2023년 실적은 매출 3,076억원, 영업이익 587억원으로 올해 대비 소폭 둔화 예상.

투자의견 'BUY', 목표주가 40,000원

내년 상반기까지 실적 둔화의 고비가 있을 것으로 보이나, 신규 장비 라인업이 계속 늘어나고 있고, 테스트 결과도 상당히 우수하다는 점은 여전히 인상적이다. 매크로 및 업황 회복 시 다시 한번 시장의 관심을 받을 수 있는 대표 장비 기업으로 평가한다. 실적 추정치 하향을 반영해 목표주가를 40,000원(23~24년 평균 EPS 기준 타겟 P/E 15배)으로 조정하나, 투자의견은 BUY를 유지한다.

발행주식수(천주)	22,916
52주 최고가(원)	55,100
최저가(원)	19,800
52주 일간 Beta	1.66
60일 일평균거래대금(억원)	5,241
외국인 지분율(%)	25.2
배당수익률(2021F)	1.0

주주구성

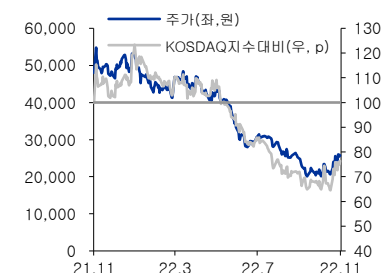
엄평용 (외 1인)	36.4%
자사주 (외 1인)	3.1%

	1M	6M	12M
주가상승률	17.6%	-40.0%	-46.0%

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가(원)	40,000	60,000	▼
영업이익(22)	61	101	▼
영업이익(23)	59	135	▼

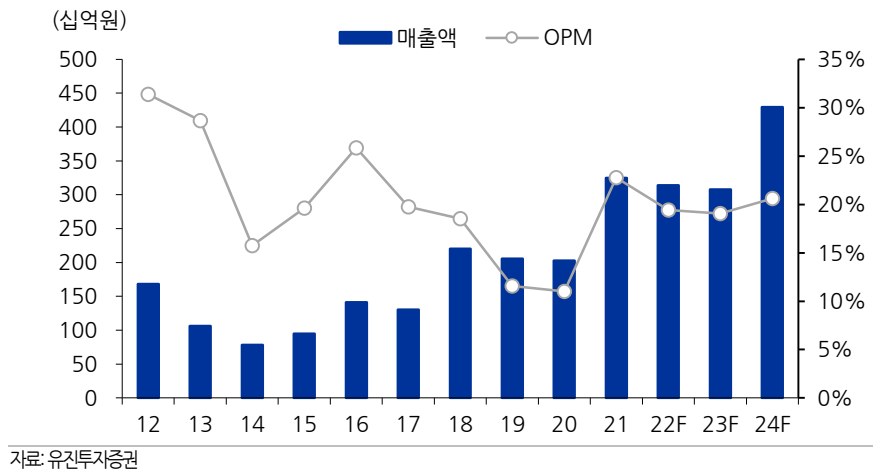
결산기(12월)	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	203	325	314	308	429
영업이익(십억원)	22	74	61	59	89
세전계속사업손익(십억원)	17	84	74	71	102
당기순이익(십억원)	10	63	53	54	78
EPS(원)	152	2,635	2,155	2,186	3,205
증감률(%)	-39.6	1,632.6	-18.2	1.4	46.6
PER(배)	219.3	9.8	11.9	11.8	8.0
ROE(%)	1.5	22.9	15.7	14.0	17.8
PBR(배)	3.3	2.0	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA(배)	20.5	5.3	5.4	4.9	3.1

자료: 유진투자증권



훌륭한 장비 라인업이
준비되어 있어, 중장기
전망은 긍정적

도표 100. 유진테크 매출액, 영업이익률 추이



잠재력에 비해 저평가
되어있는 것으로 판단

도표 101. 유진테크 P/B 밴드

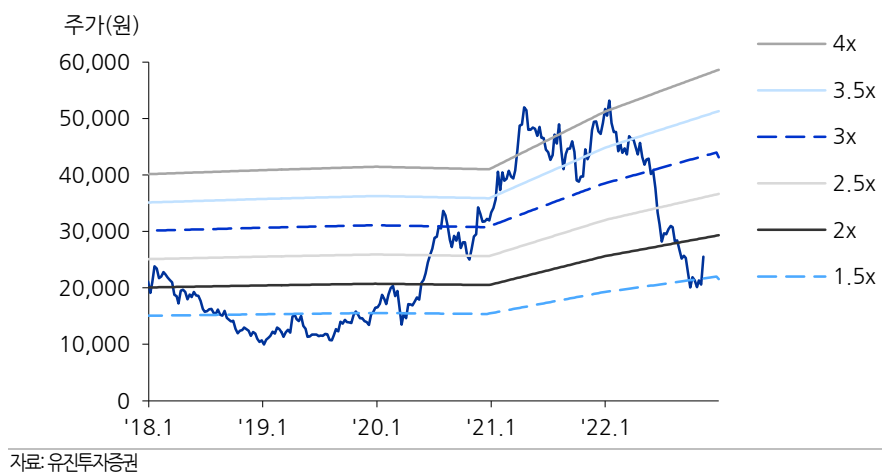


도표 102. 유진테크 실적 요약

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	100.8	52.9	94.3	76.6	114.6	76.2	62.5	60.7	324.6	314.0	307.6	429.3
YoY	139%	16%	62%	35%	14%	44%	-34%	-21%	60%	-3%	-2%	40%
QoQ	78%	-47%	78%	-19%	49%	-33%	-18%	-3%				
장비	92.6	42.4	82.0	65.5	105.1	62.1	49.2	48.9	282.5	265.2	255.1	367.6
부품	4.9	6.0	10.0	10.1	7.0	9.6	7.8	7.5	30.9	31.9	33.4	37.8
EGTM	3.3	4.5	2.3	1.1	2.4	4.6	5.6	4.3	11.2	16.9	19.1	23.9
영업이익	30.8	6.2	27.3	9.6	32.5	6.0	13.6	8.9	73.9	61.0	58.7	88.6
OPM	30.5%	11.8%	28.9%	12.6%	28.3%	7.9%	21.8%	14.7%	22.8%	19.4%	19.1%	20.6%
YoY									232%	-17%	-4%	51%
영업외손익	4.3	0.0	5.0	1.0	1.2	5.5	3.2	2.9	10.3	12.8	12.3	13.1
세전이익	35.1	6.3	32.2	10.6	33.6	11.5	16.8	11.8	84.2	73.8	71.0	101.7
YoY									382%	-12%	-4%	43%
순이익	26.5	3.9	23.1	9.7	24.7	8.2	11.2	9.4	63.2	53.5	53.9	78.0
NPM	26.3%	7.4%	24.5%	12.7%	21.5%	10.8%	17.9%	15.5%	19.5%	17.0%	17.5%	18.2%
YoY									541%	-15%	1%	45%
EPS (원)									2,635	2,155	2,186	3,205
YoY									1630%	-18%	1%	47%

자료: 유진투자증권

유진테크(084370.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	294	383	431	484	565
유동자산	160	241	276	323	393
현금성자산	91	140	183	229	273
매출채권	8	20	17	16	21
재고자산	56	78	72	74	94
비유동자산	134	142	156	161	172
투자자산	8	9	11	12	13
유형자산	86	95	105	109	116
기타	40	38	40	40	42
부채총계	45	72	74	79	88
유동부채	32	62	61	64	72
매입채무	18	22	17	16	21
유동성이자부채	1	6	8	9	9
기타	13	33	37	39	41
비유동부채	13	10	12	15	16
비유동이자부채	5	0	1	1	1
기타	7	10	12	14	15
자본총계	249	311	357	405	477
자배지분	235	294	336	379	447
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	5	6	6	6	6
이익잉여금	226	281	324	367	435
기타	(7)	(5)	(5)	(5)	(5)
비자배지분	14	17	21	25	30
자본총계	249	311	357	405	477
총차입금	6	6	9	10	10
순차입금	(85)	(133)	(174)	(219)	(263)

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	17	72	80	77	92
당기순이익	10	63	53	54	78
자산상각비	11	12	16	17	18
기타비현금성손익	0	32	20	22	33
운전자본증감	(24)	(35)	(10)	(16)	(36)
매출채권감소(증가)	(0)	(15)	1	(2)	(8)
재고자산감소(증가)	(21)	(17)	11	2	(16)
매입채무증가(감소)	9	11	(4)	1	8
기타	(11)	(15)	(17)	(17)	(20)
투자현금	(13)	(66)	(59)	(58)	(63)
단기투자자산감소	4	(42)	(32)	(35)	(36)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	16	15	20	16	18
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(5)	(9)	(7)	(7)	(10)
재무현금	(3)	1	(3)	(2)	(3)
차입금증가	1	0	2	1	0
자본증가	(5)	(5)	(6)	(6)	(7)
배당금지급	5	5	6	6	7
현금 증감	2	7	11	11	8
기초현금	21	23	30	41	53
기말현금	23	30	41	53	61
Gross Cash flow	48	115	107	107	137
Gross Investment	41	60	37	39	64
Free Cash Flow	7	55	71	67	73

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	203	325	314	308	429
증가율(%)	(8.0)	60.2	(3.3)	(2.0)	39.6
매출원가	105	170	156	156	233
매출총이익	98	155	158	152	196
판매 및 일반관리비	76	81	97	93	107
기타영업손익	18	7	21	(5)	16
영업이익	22	74	61	59	89
증가율(%)	(45.4)	231.6	(17.4)	(3.8)	50.9
EBITDA	33	86	77	76	106
증가율(%)	(33.0)	160.6	(10.6)	(1.4)	39.7
영업외손익	(5)	10	13	12	13
이자수익	1	1	2	5	8
이자비용	0	0	0	0	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(6)	10	11	7	6
세전순이익	17	84	74	71	102
증가율(%)	(48.2)	381.7	(12.4)	(3.8)	43.2
법인세비용	8	21	20	17	24
당기순이익	10	63	53	54	78
증가율(%)	(52.4)	541.1	(15.3)	0.8	44.5
지배주주지분	3	60	49	50	73
증가율(%)	(81.8)	1,632.6	(18.2)	1.4	46.6
비지배지분	6	3	4	4	5
EPS(원)	152	2,635	2,155	2,186	3,205
증가율(%)	(81.8)	1,632.6	(18.2)	1.4	46.6
수정EPS(원)	152	2,635	2,155	2,186	3,205
증가율(%)	(81.8)	1,632.6	(18.2)	1.4	46.6

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	152	2,635	2,155	2,186	3,205
BPS	10,252	12,809	14,663	16,543	19,517
DPS	230	270	270	300	300
밸류에이션(배, %)					
PER	219.3	18.3	11.9	11.8	8.0
PBR	3.3	3.8	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	20.5	11.2	5.4	4.9	3.1
배당수익률	0.7	0.6	1.0	1.2	1.2
PCR	15.9	9.6	5.5	5.5	4.3
수익성(%)					
영업이익률	11.0	22.8	19.4	19.1	20.6
EBITDA이익률	16.4	26.6	24.6	24.7	24.8
순이익률	4.9	19.5	17.0	17.5	18.2
ROE	1.5	22.9	15.7	14.0	17.8
ROIC	8.1	33.0	25.0	24.7	34.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(34.1)	(42.9)	(48.8)	(54.1)	(55.1)
유동비율	495.3	389.9	449.0	501.8	547.5
이자보상배율	107.2	211.2	203.4	131.8	163.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	1.0	0.8	0.7	0.8
매출채권회전율	20.6	23.4	17.3	18.9	22.9
재고자산회전율	4.5	4.8	4.2	4.2	5.1
매입채무회전율	15.0	16.3	16.3	18.9	22.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 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: 12개월 (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	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2022.9.30 기준)

