



Overweight

Top Picks 및 관심종목

*CP 2023년 11월 24일

SK하이닉스(000660)

BUY | TP 158,000원 | CP 128,000원

삼성전자(005930)

BUY | TP 95,000원 | CP 71,700원



Analyst 김록호 rokokim@hanafn.com
RA 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2023년 11월 27일 | 산업분석_Industry In-depth

반도체

명확한 방향성과 새로운 차별화

메모리 반도체의 명확한 방향성

DRAM은 23년 2분기 고객사 및 공급 업체들의 재고 피크아웃을 기점으로 업황 및 실적의 우상향 방향성을 확보했다. 23년 하반기에도 공급 조절 기조가 유지되고 있어, 선단 공정 투자와는 별개로 2024년에 타이트한 수급 상황이 지속될 전망이다. 아울러 스마트폰, PC, 서버 모두 역성장이 멈출 것으로 예상되어 DRAM의 수요 bit growth는 20% 내외로 추정한다. NAND는 23년 3분기에 가격 하락이 멈추었고, 4분기에는 예상대비 양호한 가격 상황 정황이 포착되었다. 다만, 수요 강도 자체가 양호한 상황은 아닌 것으로 추정되어 DRAM보다는 다소 완만한 가격 흐름이 전개될 것으로 가정한다. DRAM은 이익 가속화, NAND는 적자 축소를 통해 전년대비 실적 개선이 뚜렷하게 나타날 전망이다.

HBM은 기존 싸이클과 확실한 차별화 요인

DRAM 업황의 조기 안정화는 철저한 공급 감소로 인해 가능했지만, 수요 측면에서도 의미 있는 변화가 있었다. 생성형 AI 관련 강한 수요로 인해 HBM 비중이 예상보다 빠른 속도로 확대되었다. 그리고 HBM으로 인해 DRAM 업체들의 가격 가정 및 수익성이 차별화되었다. 이는 과거 전례를 찾아보기 힘든 차별화 요인으로 HBM의 강한 수요는 DRAM 업체들에게 새로운 기회 요인이라 판단한다. NVIDIA발 생성형 AI 관련 수요는 2024년 이후로도 유효할 것으로 전망되며, 과거와는 다른 HBM에 의한 차별화는 DRAM 업체들 입장에서는 밸류에이션 할증 요인이 될 것으로 생각된다.

2024년 체크 포인트: DRAM 공급 증가, HBM4 공급사 선정

메모리 업황 및 업체들의 실적 방향성이 명확한 가운데, 2024년 관심 있게 지켜볼 포인트는 상반기 공급 증가 여부 및 하반기 HBM4 공급사 선정이라 예상된다. DRAM은 24년 1~2분기에 재고 정상화 및 공급 부족으로 인해 공급 증가 가능성이 언급될 가능성이 상존한다. 해당 이벤트는 주가에 미치는 영향이 크기 때문에 핵심 관전 포인트다. 하반기에는 NVIDIA의 차차기 GPU에 탑재 예정인 HBM4 공급 업체 선정이 있을 것으로 예상된다. 해당 이벤트는 현재 SK하이닉스의 고객사 내 입지 및 경쟁력과 관련된 만큼, 향후 삼성전자와 SK하이닉스의 주가 퍼포먼스에 영향을 줄 것으로 판단한다.

최선호주: SK하이닉스, 삼성전자

반도체 업종 내 최선호주로 SK하이닉스와 삼성전자를 유지한다. 메모리 업황의 명확한 방향성과 HBM이라는 새로운 차별화 요인이 있기 때문에 2024년 편안한 실적 및 주가 흐름이 기대된다. 상반기 중에는 SK하이닉스의 주가 우세가 유지될 것으로 예상되고, 하반기에 HBM4 관련 변화가 생기면 삼성전자에게 기회가 올 것으로 판단한다.

목차

1. 명확한 방향성: 공급 감소 효과	4
1) DRAM 실적 개선 가속화 전망	4
2) NAND 적자 축소의 해	6
2. 새로운 차별화: HBM	8
1) HBM은 실적 차별화의 핵심	8
2) 공급 및 수요 전망	10
Appendix. 메모리 수요 및 공급 전망	12
1) DRAM	12
2) NAND	14
기업분석	16
SK하이닉스(000660)	17
삼성전자(005930)	20

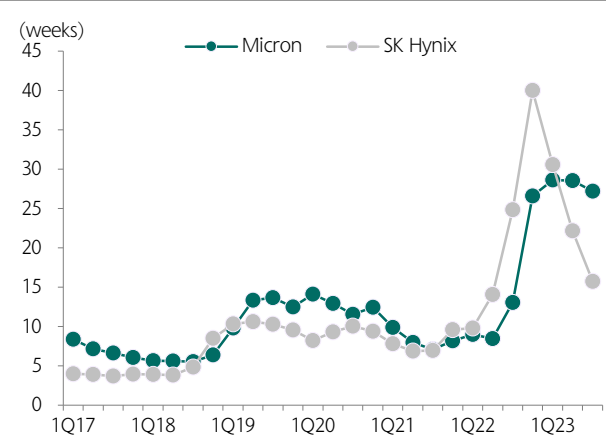
1. 명확한 방향성: 공급 감소 효과

1) DRAM 실적 개선 가속화 전망

DRAM 이익 가속화

2024년 DRAM 업황은 본격적인 이익 증대 구간으로 진입할 전망이다. 23년 2분기에 고객사 및 DRAM 업체들의 재고 피크아웃이 확인되었고, 이후에 23년 하반기는 DRAM 중심으로 실적이 완연하게 개선중에 있다. 스마트폰과 PC 고객사들의 재고가 상당 부분 완화되면서, 2~3분기 출하량도 기존 예상대비 양호했다. 이를 통해 DRAM 업체들의 재고 수준이 상당 부분 낮아진 것으로 추정된다. SK하이닉스는 HBM 매출 극대화도 경쟁 업체들보다 양호한 가격을 기반으로 23년 3분기 흑자 전환에 성공했다. 삼성전자도 23년 4분기에는 흑자 전환이 가능할 전망이다.

도표 1. SK하이닉스, Micron의 재고일수 추이 및 전망



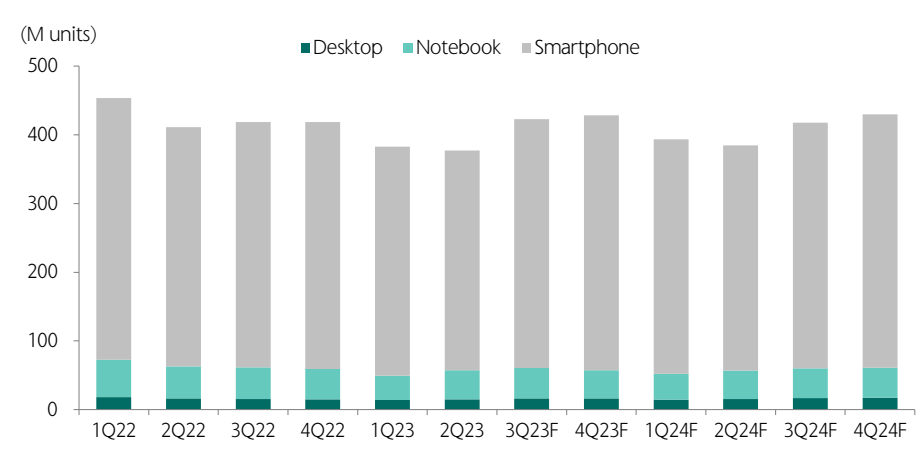
자료: 각사, 하나증권

도표 2. DRAM 분기별 생산능력 vs 출하 증감



자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 3. 스마트폰, 노트북, 데스크톱 출하량 추이 및 전망



자료: DRAMeXchange, Counterpoint, 하나증권

공급 제한과 가격 믹스

DRAM은 2024년에도 철저한 공급 제한 및 HBM에 의한 Blended ASP 상승 등으로 인해 이익 개선이 가속화될 전망이다. 23년 3분기는 기존대비 주요 3사의 CAPA가 20% 이상 축소된 상황이며, 선단공정 투자를 제외하면 CAPA 증설은 제한될 것으로 예상된다. 기존 레거시 공정을 선단 공정으로 전환하는 것을 감안하면 실질 CAPA는 현재 추정대비 축소될 가능성도 상존한다. 삼성전자, SK하이닉스 모두 업계 평균보다 양호한 가격 기반으로 2024년 12조원 이상의 영업이익을 전망한다.

타이트한 수급 상황 지속 예상

DRAM의 재고가 정상 수준으로 낮아지는 시기를 24년 상반기 정도로 예상하고 있는데, 해당 시기부터는 공급 증가에 대한 가능성 및 우려가 생겨날 수 있다. 하나증권은 금번 사이클에서 공급 증가에 대한 개선성이 상대적으로 낮을 것으로 예상한다. NAND가 내년 연간으로 적자이기 때문에 DRAM 선단 공정 투자를 위한 현금 및 Free cash flow를 고려하면 DRAM의 수익성을 극대화할 필요가 높기 때문이다. 아울러 HBM으로 인한 실적 차별화가 가능하기 때문에 과거와 같은 CAPA 경쟁의 의미가 퇴색되었다고 판단한다.

도표 4. DRAM 주요 3사 CAPA 추이 및 전망

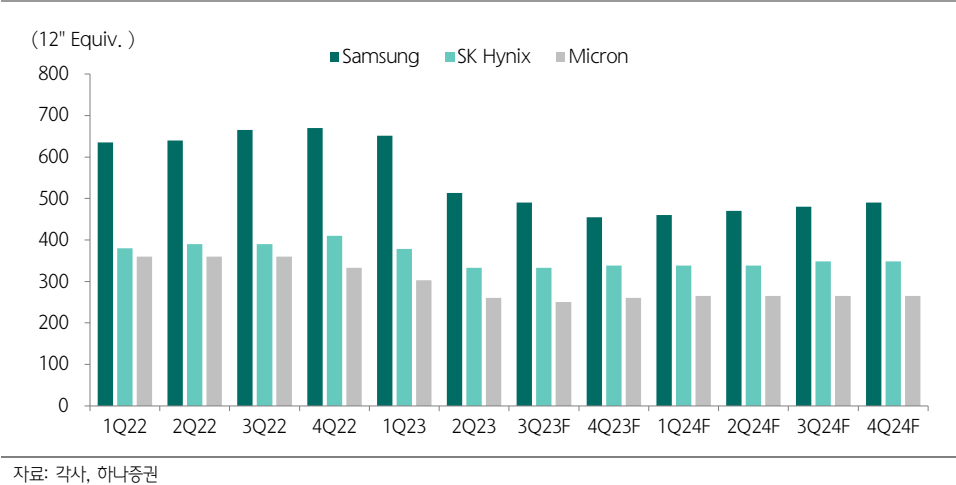
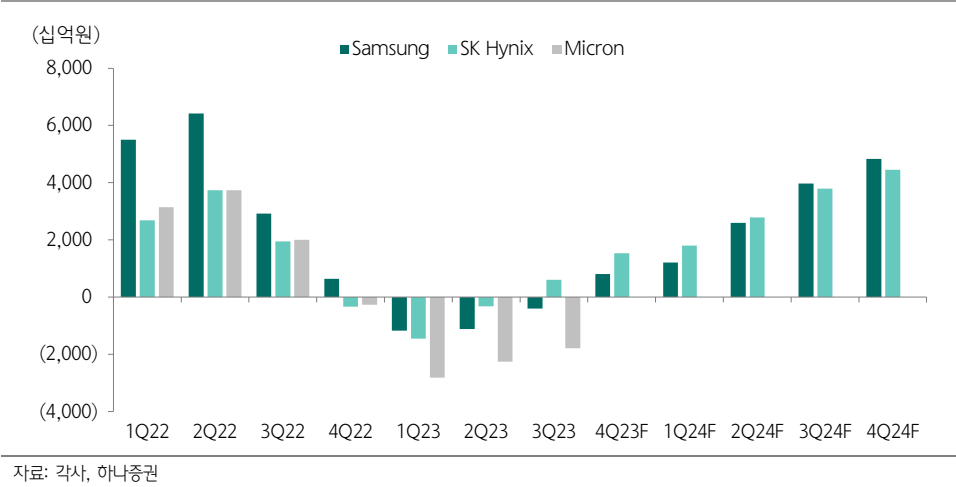


도표 5. DRAM 업체들 영업이익 추이 및 전망

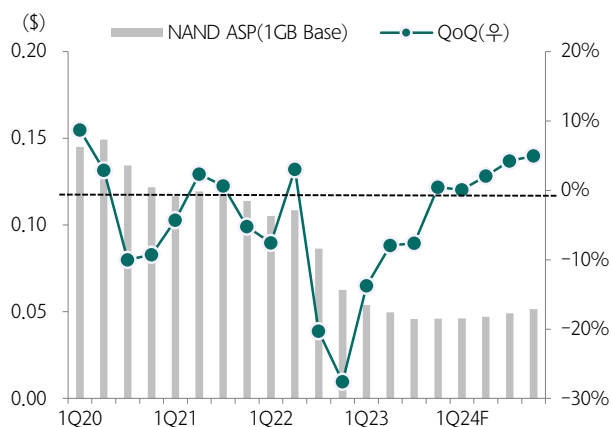


2) NAND 적자 축소의 해

NAND 적자 축소

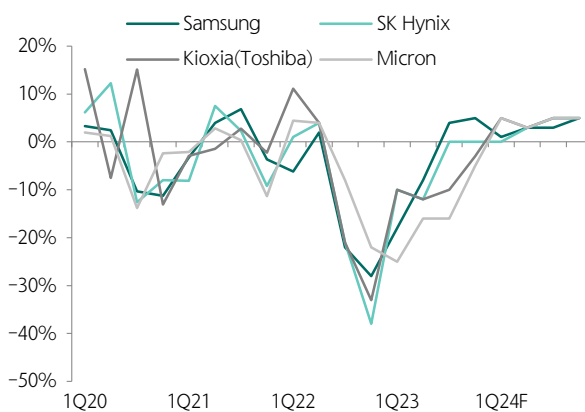
NAND 업황은 상대적으로 바닥 확인이 늦어지고 있다. 고객사들의 재고 수준이 아직은 높은 것으로 관측되는 만큼 DRAM처럼 흑자로 전환되는 시기를 가늠하기 어려운 상황이다. 다만, 23년 3분기에 가격 하락이 멈추었고, 23년 4분기에도 예상보다는 가격 상승폭이 커질 것으로 파악되고 있다. DRAM 보다는 수급 밸런스 상황이 양호하지 못 하지만, 가격 하락이 멈춘 만큼 매출액 증가 및 적자 축소 방향성은 기대할 수 있는 상황이다. 삼성전자, SK하이닉스 모두 연중으로 적자가 전망되지만, 적자폭은 전년대비 상당 부분 축소 가능할 것으로 전망한다.

도표 6. NAND 전분기대비 가격 증감률 추이 및 전망



자료: 각사, 하나증권

도표 7. 업체별 NAND 수익성 추이 및 전망

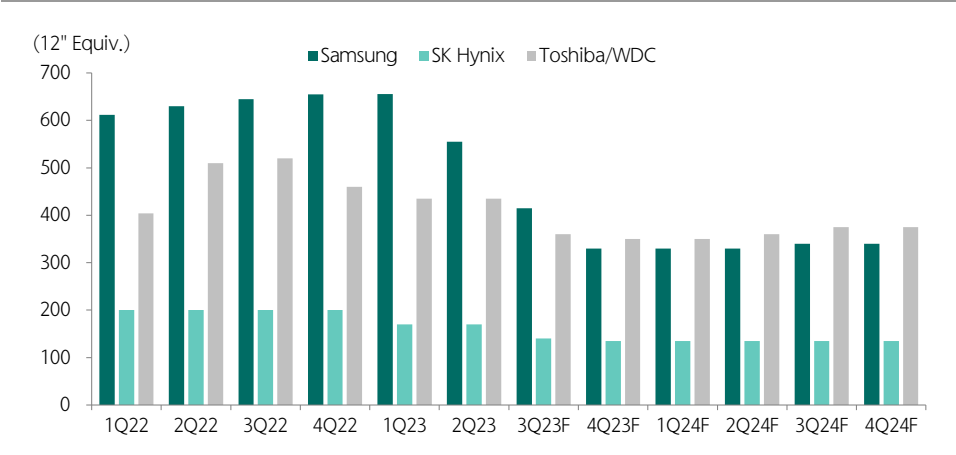


자료: DRAMeXchange, 하나증권

NAND 공급 감소 가속

NAND 업황이 DRAM 업황보다 바닥 확인이 늦어지고 있는 이유는 업체 수가 많고, DRAM과 달리 생성형 AI 관련 수요 강도가 약했기 때문이다. 아울러 업체들의 재고 수준도 DRAM보다 높은 것으로 추정되어 바닥 통과 시그널이 포착되었다고 언급하기 어렵다. 다만, 23년 3분기 이후부터 업계 1위 업체인 삼성전자를 포함한 공급 업체들의 CAPA 축소 효과가 본격화되고 있다. 이에 24년 상반기 중에 NAND 업황 안정화 가능성이 언급될 수 있을 것으로 기대한다.

도표 8. NAND 업체들 CAPA 추이 및 전망



자료: 각사, 하나증권

2. 새로운 차별화: HBM

1) HBM은 실적 차별화의 핵심

Nvidia H100 수요 급증

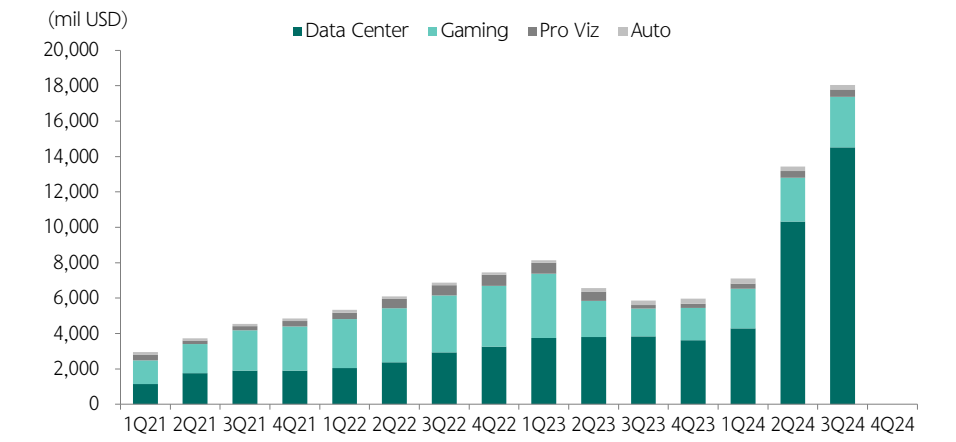
2023년 연초에 Open AI가 공개한 Chat GPT 이후에 생성형 AI에 관한 관심이 높아지며, Nvidia의 GPU 수요가 급증했다. 실제로 Nvidia는 Chat GPT 공개 전 실적 발표 때에 올해 데이터센터 매출액이 감소할 것으로 전망했었는데, 공개 이후에는 상향 가능성을 언급했다. 이후에 5~7월 분기에 수퍼 서프라이즈 수준의 매출액을 시현했고, 8~10월 분기에도 컨센서스를 넉넉하게 상회했다. 8~10월 분기 이후에 성장률 가이드언스가 기존대비 둔화된 것은 이미 관련 CAPA가 차버렸기 때문이다. 사전에 관련 공급업체들과 협의해 놓은 2023년 예상 CAPA의 최대치에 도달해 관련 매출액 증가분이 제한될 수 밖에 없는 상황이다.

HBM으로 Blended ASP 상승

H100의 수요 급증으로 인해 SK하이닉스의 관련 매출액도 급증했다. SK하이닉스 DRAM 매출액에서 Graphic향 매출비중이 급증한 구간이 23년 1~2분기다. 이는 Nvidia의 데이터센터향 매출액 급증 구간과 동일하다. SK하이닉스는 Nvidia의 신제품 또는 고부가 GPU에 탑재되는 HBM 관련 점유율이 독보적인 것으로 추정된다. HBM의 매출비중 확대를 통해 23년 2분기 경쟁업체들과 가격 차별화에 성공했고, 이를 기반으로 23년 3분기 가장 먼저 흑자전환에 성공했다. HBM은 기존 DRAM 싸이클에서는 보지 못한 차별화 요인으로 판단된다.

도표 9. Nvidia의 부문별 매출액 추이

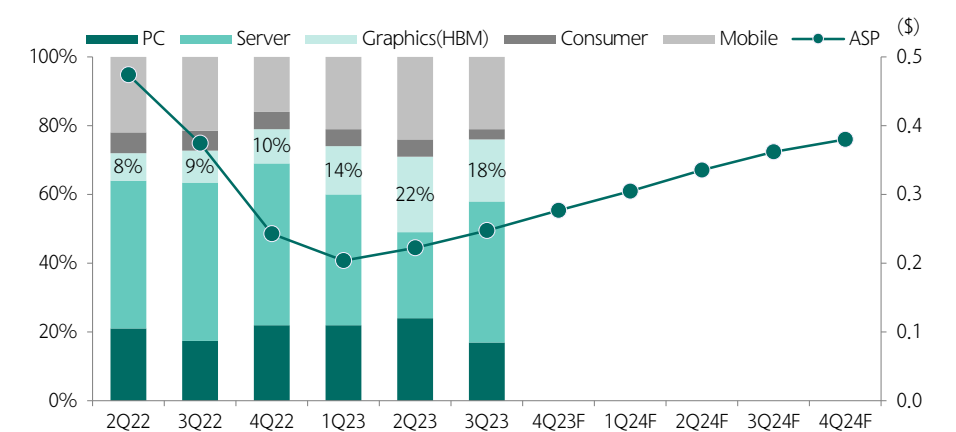
데이터센터 매출 2배 이상 급증



자료: Nvidia, 하나증권

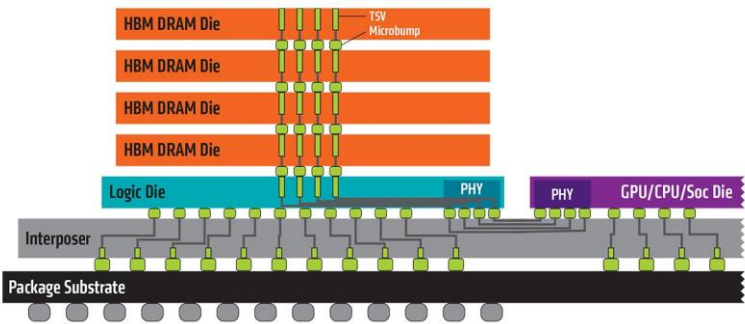
도표 10. SK하이닉스 DRAM의 전방산업별 비중 및 전분기대비 가격 증감 추이 및 전망

HBM 포함 Graphic 매출 급증



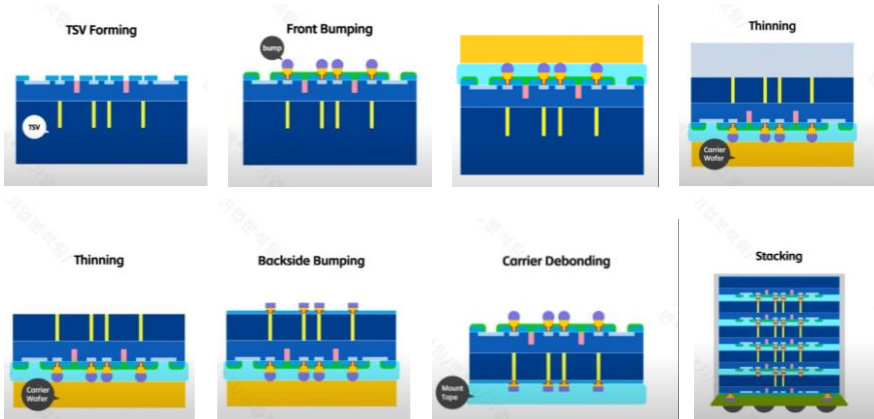
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 11. HBM의 구조



자료: AMD, 하나증권

도표 12. HBM 공정 순서



자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 13. HBM 세대별 스펙 비교

	HBM 2	HBM 2E	HBM 3	HBM 3E (추정)
Pin Data Rate	2.4Gbps	3.6Gbps	6.4Gbps	8.4Gbps
Bandwidth	307GB/s	460GB/s	819GB/s	1075GB/s
Core Die Stack	8-high	8-high	12-high	12-high
Stack Density	8GB	16GB	24GB	36GB

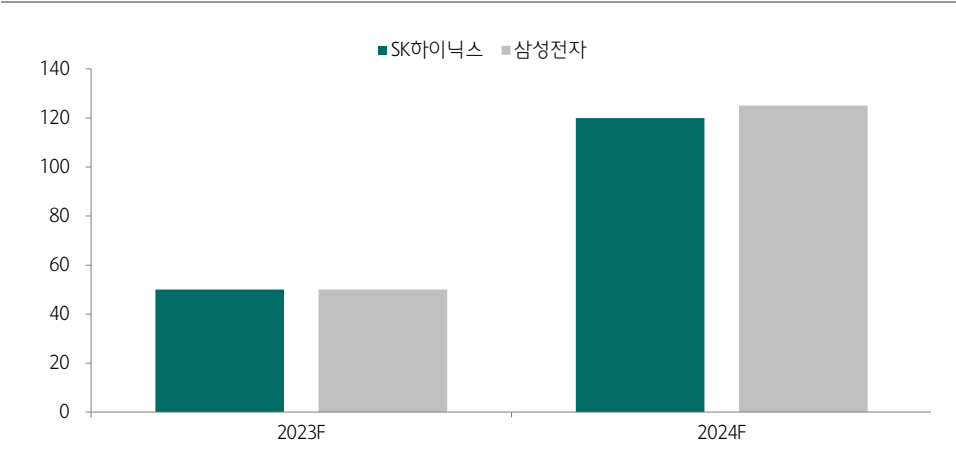
주: 최대 기준
자료: SK하이닉스, 하나증권

2) HBM 공급 및 수요 전망

HBM CAPA 2배 이상 증설

SK하이닉스와 삼성전자는 HBM CAPA를 2배 이상 증설할 전망이다. 현재는 각각 50K/월 내외의 CAPA를 갖고 있는 것으로 추정되는데, SK하이닉스는 120K/월, 삼성전자는 125K/월로 증설할 것으로 추정된다. 새롭게 증설하는 CAPA는 주로 HBM 3e에 대응하기 위한 것으로 Nvidia를 필두로 고객사들이 2024년에는 HBM 3e를 요구하는 것으로 파악된다. 실제로 Nvidia는 24년 2분기 중에 출시할 H200에 HBM 3e를 탑재한다고 언급했다.

도표 14. 삼성전자, SK하이닉스의 HBM CAPA 추이 및 전망



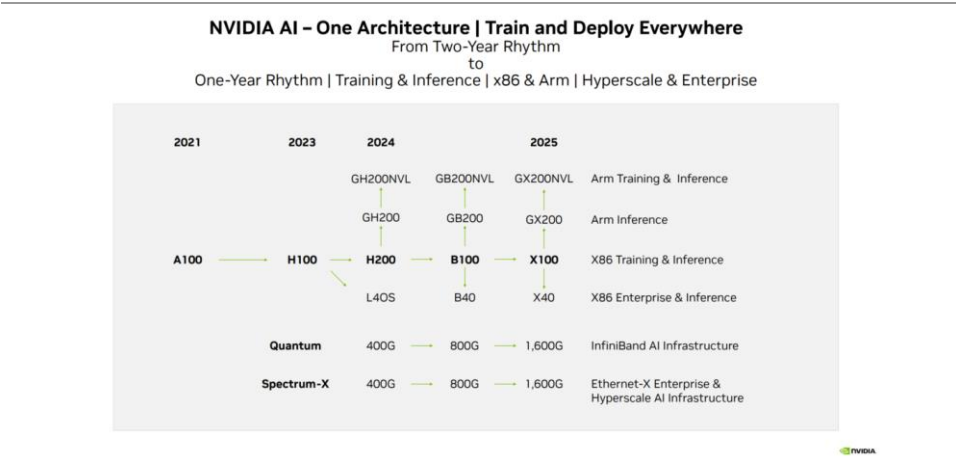
자료: 각사, 하나증권

Nvidia H200 2Q24 출시

HBM 관련 수요에 있어 가장 중요한 고객사인 Nvidia의 H200이 24년 2분기에 출시될 예정이다. HBM 3e 공급사는 SK하이닉스가 유력하며, 점유율 역시 지난 제품과 마찬가지로 독보적인 수준일 것으로 추정된다. 관련해서 수개월 전부터 고객사와 개발 단에서부터 협의하며 제품을 준비해 왔기 때문에 추가 공급 업체가 선정되기 어려운 구조이기 때문이다. 가능성은 희박하지만, 예상보다 고객들의 수요가 강한 상황이기 때문에 이에 대응하기 위해 추가 공급사 선정이 있을 수도 있다.

도표 15. Nvidia의 AI 관련 솔루션

Nvidia의 GPU 라인업



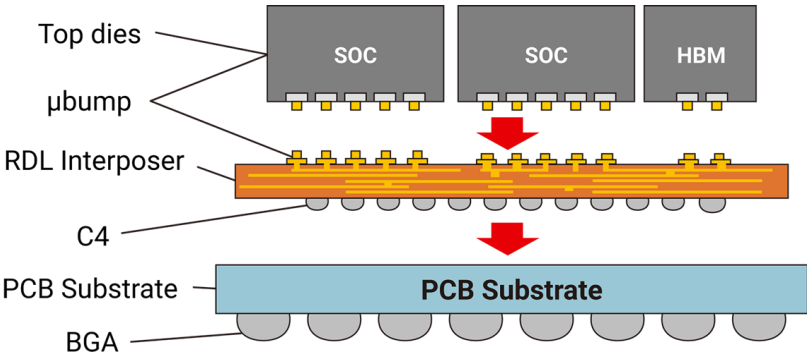
자료: Nvidia, 하나증권

TSMC 패키지 CAPA도 증가

Nvidia의 GPU에 필요한 패키징 기술인 TSMC의 CoWoS CAPA는 월 12K로 파악된다. 23년 9월 경에 TSMC는 해당 CAPA를 24~30K로 증설할 것으로 언급되었다. TSMC의 CoWoS CAPA 중에 Nvidia의 점유율은 60% 내외로 추정된다. 그렇기 때문에 AMD 및 여타 고객사를 위해 추가 CAPA가 필요할 것으로 예상되었는데, 23년 11월에 추가적으로 대략 20% 증가한 35K로 증설될 것으로 언급되고 있다. 2024년에 TSMC의 CAPA가 기존대비 3배 규모로 증설될 것으로 예상되는 만큼 HBM 관련 수요 역시 가속화될 것으로 예상된다.

도표 16. TSMC의 CoWoS는 HBM이 탑재되는 GPU에 필요한 패키징 기술

Chip on Wafer on Substrate

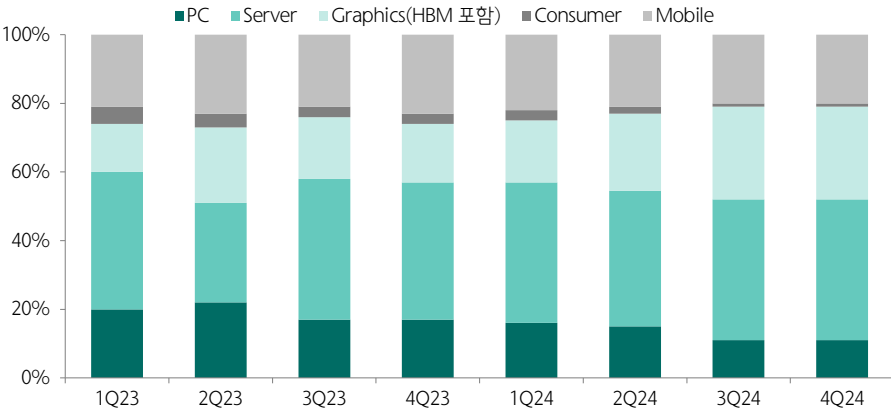


자료: TSMC, 하나증권

2024년 물량, 가격 모두 견조

IT 전체 수요에서 가장 성장 가시성이 높은 생성형 AI 관련 수요의 최대 수혜 아이템 중에 하나인 HBM은 2024년 새로운 형태로 공급될 예정이다. HBM의 가격이 워낙에 높은 상황에서 증설로 인해 가격 하락에 대한 우려가 산존하지만, HBM 3e는 생산 공정 및 수율 난이도 등으로 인해 추가적인 가격 상승이 가능할 것으로 판단된다. 기존 제품인 HBM 3의 가격이 혹여 하락하더라도 HBM 3e 공급으로 인해 상쇄 가능할 것으로 추정된다. SK하이닉스의 HBM 증설 분은 23년 2분기 본격적으로 가동되기 시작해 24년 하반기 가동률 100%에 달할 것으로 추정된다. 아울러 HBM 3e 크로스오버 시기 역시 하반기가 될 전망이다.

도표 17. SK하이닉스의 HBM 관련 매출비중 전망

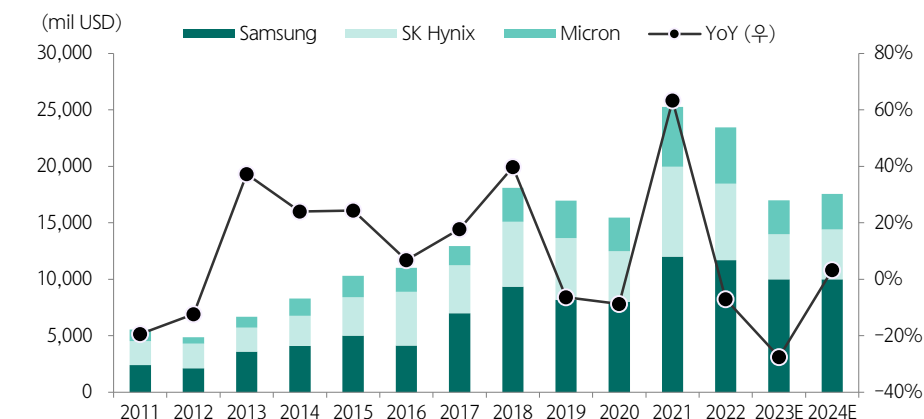


자료: SK하이닉스, 하나증권

Appendix. 메모리 수요 및 공급 전망

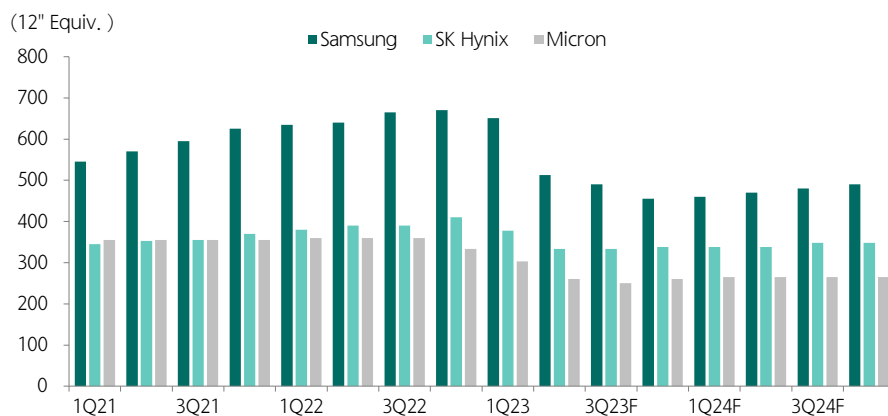
1) DRAM

도표 18. 주요 업체 Capex 전망



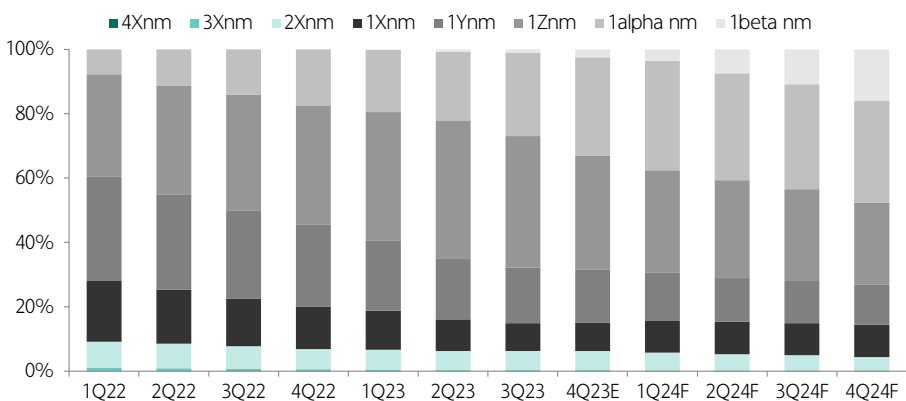
자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 19. 주요 업체별 CAPA 추이 및 전망



자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 20. DRAM 공정전환 추이 및 전망



자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 21. DRAM 공급업체별 CAPA 전망

Company	Fab Name	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Samsung	Line13	65	65	60	60	50	35	35	35	30	30	25	20
	Line15	195	195	200	200	190	150	150	150	150	150	150	150
	Line17	160	160	170	170	170	135	100	70	70	70	70	70
	P1L	105	105	115	115	110	100	100	100	100	100	105	110
	P2L	110	115	120	125	130	90	75	45	45	45	45	45
	P3L					1	3	30	55	65	75	85	95
	합산	635	640	665	670	651	513	490	455	460	470	480	490
SK hynix	M10	10	10	5	5	3	3	3	3	3	3	3	3
	M14	155	150	145	145	135	125	120	110	110	110	110	110
	M16	30	40	50	60	60	65	70	75	75	75	85	95
	Wuxi (C2)	185	190	190	200	180	140	140	150	150	150	150	150
	합산	380	390	390	410	378	333	333	338	338	338	348	358
Micron	Fab6	25	25	25	25	25	20	20	20	20	20	20	20
	Fab15	115	115	115	105	90	80	80	90	95	95	95	95
	Fab11	125	125	125	115								
	Fab16	95	95	95	88								
	OMT					188	160	150	150	150	150	150	150
	합산	360	360	360	333	303	260	250	260	265	265	265	265

자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 22. DRAM 전방산업별 수요 전망

		1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
Demand (GB)	PC	615	709	766	737	665	734	802	850	3,190	2,964	2,828	3,052
	DeskTop	144	157	175	174	153	171	185	198	665	622	649	707
	Notebook	382	455	482	449	414	461	508	538	2,059	1,903	1,768	1,921
	Tablet	90	97	110	114	97	102	108	115	466	439	411	423
	Server	1,928	1,979	2,355	2,588	2,537	2,551	2,707	2,894	7,409	8,311	8,851	10,689
	Mobile	1,956	2,171	2,428	2,646	2,314	2,489	2,687	2,910	8,419	9,401	9,201	10,400
	Graphic	320	302	335	336	328	303	373	388	1,202	1,348	1,293	1,392
	Consumer & Others	359	406	358	435	366	414	365	444	1,489	1,528	1,558	1,589
	Total	5,178	5,567	6,243	6,744	6,210	6,491	6,934	7,486	21,709	23,552	23,732	27,121
증가율 (%)	PC	-17%	15%	8%	-4%	-10%	10%	9%	6%	26%	-7%	-5%	8%
	DeskTop	-5%	9%	11%	-1%	-12%	12%	8%	7%	12%	-6%	4%	9%
	Notebook	-18%	19%	6%	-7%	-8%	11%	10%	6%	33%	-8%	-7%	9%
	Tablet	-25%	8%	13%	4%	-15%	5%	6%	6%	16%	-6%	-6%	3%
	Server	-4%	3%	19%	10%	-2%	1%	6%	7%	23%	12%	7%	21%
	Mobile	-20%	11%	12%	9%	-13%	8%	8%	8%	18%	12%	-2%	13%
	Graphic	-7%	-6%	11%	0%	-3%	-7%	23%	4%	20%	12%	-4%	8%
	Consumer & Others	-16%	13%	-12%	22%	-16%	13%	-12%	22%	4%	3%	2%	2%
	Total	-13%	7%	12%	8%	-8%	5%	7%	8%	20%	8%	1%	14%
비중 (%)	PC	12%	13%	12%	11%	11%	11%	12%	11%	15%	13%	12%	11%
	DeskTop	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	Notebook	7%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	9%	8%	7%	7%
	Tablet	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	Server	37%	36%	38%	38%	41%	39%	39%	39%	34%	35%	37%	39%
	Mobile	38%	39%	39%	39%	37%	38%	39%	39%	39%	40%	39%	38%
	Graphic	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%
	Consumer & Others	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	7%	6%	7%	6%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: DRAMeXchange, 하나증권

2) NAND

도표 23. 주요 업체 Capex 전망

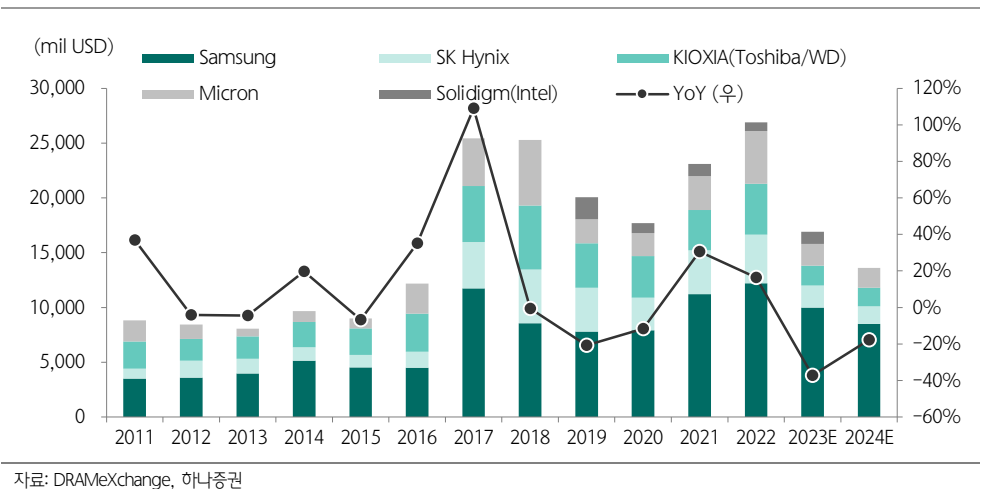


도표 24. 주요 업체별 CAPA 추이 및 전망

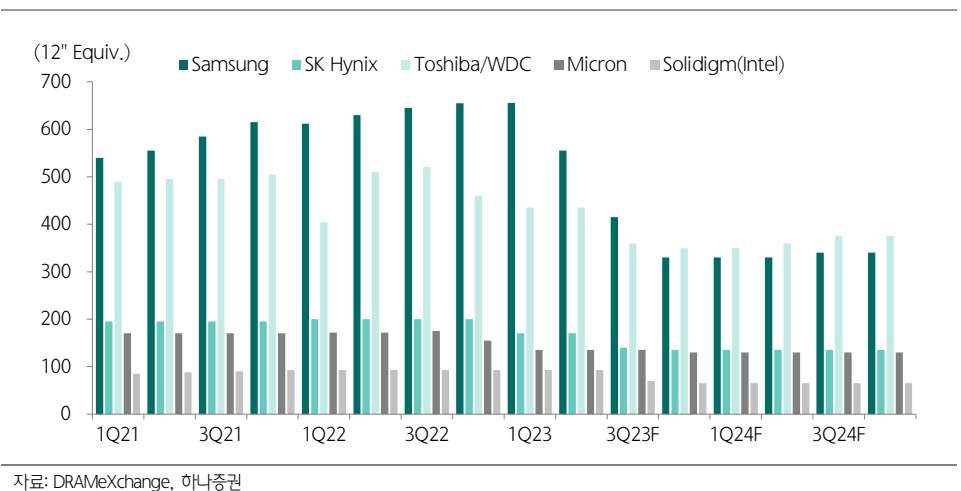


도표 25. NAND 공정전환 추이 및 전망

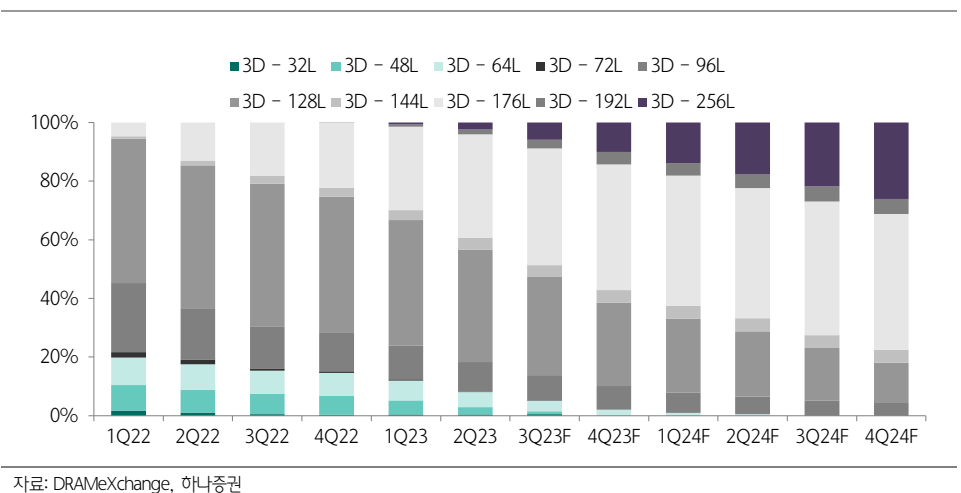


도표 26. NAND 공급업체별 CAPA 전망

Company	Fab Name	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
Samsung	Fab 12	145	145	145	145	145	130	100	100	100	100	100	100
	Xian	115	120	125	125	125	105	80	50	50	50	50	50
	Xian 2	142	145	145	145	145	120	80	50	50	50	50	50
	P1L	185	185	185	185	185	135	85	60	60	60	60	60
	P2L	25	35	45	55	55	60	60	60	60	60	70	70
	P3L					1	5	10	10	10	10	10	10
	합산	612	630	645	655	656	555	415	330	330	330	340	340
SK Hynix	M11	40	40	35	35	28	28	23	23	23	23	23	23
	M12	50	50	50	45	33	33	33	33	33	33	33	33
	M14	30	30	30	30	29	29	24	24	24	24	24	24
	M15	80	80	85	90	80	80	60	55	55	55	55	55
	합산	200	200	200	200	170	170	140	135	135	135	135	135
Toshiba/ WDC	Fab2(New)	90	115	110	110	95	95	80	80	80	80	80	80
	Fab3(Patners)	75	85	85	75	75	75	60	60	60	60	60	60
	Fab4(Alliance)	95	115	115	80	80	80	50	50	50	50	50	50
	Fab5	50	70	70	70	65	65	60	60	60	60	65	65
	Fab6	60	75	75	75	70	70	60	50	50	60	70	70
	Fab1 (K1)	34	50	65	50	50	50	50	50	50	50	50	50
	합산	404	510	520	460	435	435	360	350	350	360	375	375
Micron	Manassas	35	35	35	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	Fab10	80	80	80	70	57	57	57	52	52	52	52	52
	Fab7	25	25	25	25	23	23	23	23	23	23	23	23
	Fab 10(Alpha)	32	32	35	28	23	23	23	23	23	23	23	23
	합산	172	172	175	155	135	135	135	130	130	130	130	130
YMTC	Wuhan 1	90	95	95	95	95	95	95	95	85	85	85	85
	Wuhan 2			5	10	25	25	25	25	25	25	25	25
	합산	90	95	100	105	120	120	120	120	110	110	110	110

자료: DRAMExchange, 하나증권

도표 27. NAND 전방산업별 수요 전망

		1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023F	2024F
Demand (GB)	Mobile	54,253	53,615	55,254	62,854	63,355	66,099	68,843	71,587	196,968	214,952	225,976	269,883
	Tablet	2,344	2,621	2,941	3,297	2,473	2,742	3,121	3,447	10,482	11,274	11,203	11,782
	Memory Card	10,990	11,903	12,974	13,089	13,743	14,430	15,152	15,909	31,232	38,769	48,956	59,234
	USB	6,267	6,380	6,444	6,508	6,866	7,278	7,715	8,178	13,037	18,667	25,600	30,038
	SSD	83,676	94,373	98,497	97,317	102,417	108,490	111,982	108,937	274,556	332,432	373,863	431,825
	Game Console	5,691	7,321	7,424	9,982	7,487	8,609	9,901	12,871	22,713	27,905	30,418	38,868
	Others	4,716	5,432	5,618	6,434	4,588	5,312	5,438	6,284	18,354	17,664	22,201	21,622
	Total	167,937	181,646	189,152	199,480	200,927	212,960	222,152	227,213	567,341	661,664	738,216	863,252
증가율 (%)	Mobile	-10%	-1%	3%	14%	1%	4%	4%	4%	31%	9%	5%	19%
	Tablet	-25%	12%	12%	12%	-25%	11%	14%	10%	24%	8%	-1%	5%
	Memory Card	-6%	-5%	9%	1%	5%	5%	5%	5%	38%	24%	26%	21%
	USB	-8%	5%	1%	1%	6%	6%	6%	6%	39%	43%	37%	17%
	SSD	8%	18%	9%	0%	7%	19%	7%	-1%	45%	21%	12%	16%
	Game Console	-18%	35%	18%	-3%	-25%	15%	15%	30%	79%	23%	9%	28%
	Others	2%	15%	-9%	4%	-3%	15%	-5%	8%	35%	-4%	26%	-3%
	Total	-4%	8%	4%	5%	1%	6%	4%	2%	40%	17%	12%	17%
비중 (%)	Mobile	32%	30%	29%	32%	32%	31%	31%	32%	35%	32%	31%	31%
	Tablet	1%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	1%
	Memory Card	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	7%	7%
	USB	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	2%	3%	3%	3%
	SSD	50%	52%	52%	49%	51%	51%	50%	48%	48%	50%	51%	50%
	Game Console	3%	4%	4%	5%	4%	4%	4%	6%	4%	4%	4%	5%
	Others	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	3%	3%
	Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: DRAMExchange, 하나증권

기업분석

SK하이닉스(000660)	17
삼성전자(05930)	20

2023년 11월 27일 | 기업분석_Update

SK하이닉스(000660)

New Paradigm

BUY (유지)

목표주가(12M) 158,000원

현재주가(11.24) 128,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,496.63
52주 최고/최저(원)	134,100/75,000
시가총액(십억원)	93,184.3
시가총액비중(%)	4.67
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,349.3
60일 평균 거래대금(십억원)	412.2
외국인지분율(%)	52.67
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	7.90

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	31,720.7	50,126.5
영업이익(십억원)	(8,422.1)	8,380.3
순이익(십억원)	(8,096.6)	5,564.2
EPS(원)	(11,059)	7,630
BPS(원)	79,347	86,285

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	42,997.8	44,621.6	31,692.5	49,752.6
영업이익	12,410.3	6,809.4	(8,650.8)	6,317.3
세전이익	13,416.0	4,002.8	(10,696.4)	5,463.7
순이익	9,602.3	2,229.6	(8,442.8)	4,075.6
EPS	13,190	3,063	(11,597)	5,598
증감율	101.93	(76.78)	적전	흑전
PER	9.93	24.49	(11.04)	22.87
PBR	1.48	0.83	1.66	1.56
EV/EBITDA	4.59	3.48	14.60	5.27
ROE	16.84	3.56	(14.40)	7.33
BPS	88,543	90,064	77,333	81,797
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

HBM으로 기존과 다른 새로운 영역 진입

SK하이닉스 22년 하반기에서 23년 상반기에 이르는 DRAM 다운 사이클에서 경쟁업체대비 선제적인 실적 턴어라운드에 성공했다. 이를 기반으로 23년 하반기 이후 업황 안정화 구간에서 경쟁업체보다 우월한 수익성을 시현할 것으로 전망된다. 예상보다 강한 HBM 수요로 인해 기존과는 다른 가격 흐름이 시현되었고, 이는 확실한 차별화 요소이기도 하다. 물론 공급이 철저히 제한된 덕분이기도 하지만, 이는 모두에게 동일한 상황이기도 하다. 동일한 환경 및 조건 안에서 특정 제품으로 인한 실적 차별화는 충분히 새로운 영역으로 해석해야 한다고 판단한다.

HBM의 경쟁력 입증 완료. 선점 효과 기대

HBM의 전방산업 및 고객사는 다양하지만, 현재 특정 영역의 특정 고객사의 수요가 워낙에 강한 상황이기 때문에 해당 고객사향 HBM 공급은 유의미하다. SK하이닉스는 Nvidia와의 오랜 협업을 통해 HBM 내에서의 입지 및 경쟁력이 입증되었다. 금번 생성형 AI 관련 폭발적인 수요에 SK하이닉스 수혜가 유독 강한 이유도 해당 고객사 내 독보적인 점유율 때문이다. 현재 주력 제품인 HBM 3는 물론 HBM 3e도 SK하이닉스의 입지 및 점유율이 흔들릴 가능성은 낮은 것으로 추정된다. 수개월에서 1년여 전부터 고객사와 개발해온 제품이라는 특성상 추가 공급업체 선정에 진입장벽이 있을 것으로 예상된다. 24년 2분기에 출시되는 Nvidia의 H200 수혜 역시 SK하이닉스의 수혜 강도가 가장 강할 전망이다.

밸류에이션 할증을 위한 실적 차별화 대기중

SK하이닉스는 경쟁업체보다 높은 HBM 매출비중을 통해 23년 3분기 흑자 전환에 성공했다. 24년 2분기부터는 추가 증설 분이 반영되기 시작하고, 하반기에는 CAPA 증설분이 온전히 돌아가야 하는 상황이 전망된다. 이를 통해 재차 실적 차별화가 가능할 것으로 기대된다. HBM 매출 비중의 추가 확대와 그를 통한 실적 차별화는 밸류에이션 할증의 근거가 될 것으로 판단한다.

새로운 시대에 걸맞는 밸류에이션 기대

SK하이닉스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 158,000원을 유지한다. 하나증권의 현재 추정치에는 HBM 추가 증설에 의한 가격 상승 요인을 포함하지 않았기 때문에 실적 상향 가능성이 높다. 현재 주가는 2024년 기준 PBR 1.56배로 과거 6~8년 PBR 밴드 상단 수준인데, 실적 상향 가능성과 HBM에 의한 밸류에이션 할증 가능성을 감안한 투자 전략이 필요하다. 실적, 밸류에이션 모두 상향 여력 높다고 판단한다.

도표 1. SK하이닉스의 HBM 관련 매출비중 전망

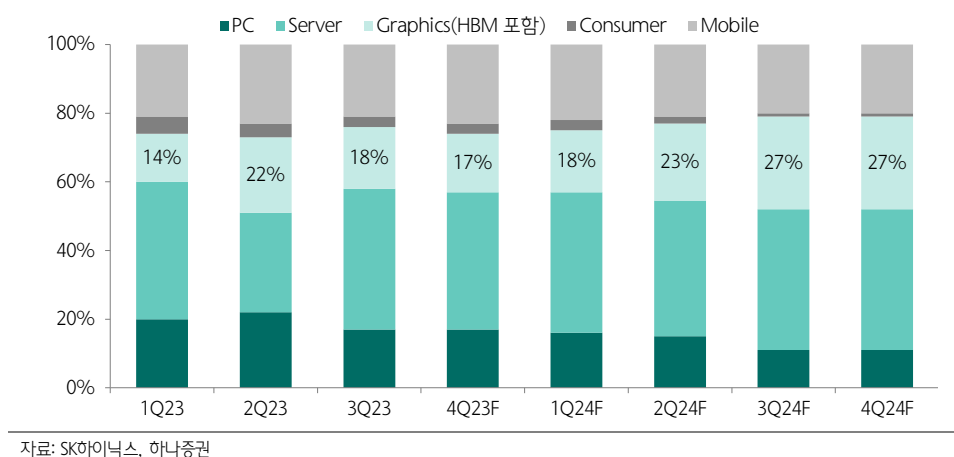


도표 2. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
원/달러 평균		1,276	1,315	1,311	1,317	1,290	1,290	1,285	1,280	1,293	1,305	1,286
Bit Growth	DRAM	-19%	36%	21%	8%	-3%	5%	6%	3%	2%	17%	27%
	NAND	-14%	46%	9%	-13%	1%	6%	10%	5%	47%	18%	15%
ASP Growth	DRAM	-16%	9%	11%	12%	10%	10%	8%	5%	-19%	-38%	43%
	NAND	-10%	-12%	0%	0%	0%	3%	5%	5%	-17%	-51%	4%
매출액 (십억원)	DRAM	2,951	4,530	6,075	7,359	7,681	8,831	10,028	10,833	28,291	20,914	37,373
	NAND	1,679	2,221	2,402	2,108	2,091	2,275	2,629	2,893	14,103	8,410	9,887
	Others	458	555	589	765	496	583	618	796	2,227	2,368	2,492
	합계	5,088	7,306	9,066	10,233	10,267	11,689	13,275	14,521	44,621	31,692	49,753
매출비중	DRAM	58%	62%	67%	72%	75%	76%	76%	75%	63%	66%	75%
	NAND	33%	30%	26%	21%	20%	19%	20%	20%	32%	27%	20%
	Others	9%	8%	6%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	7%	5%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-36%	53%	34%	21%	4%	15%	14%	8%	-8%	-26%	79%
	NAND	-27%	32%	8%	-12%	-1%	9%	16%	10%	35%	-40%	18%
	Others	-40%	21%	6%	30%	-35%	18%	6%	29%	33%	6%	5%
	합계	-34%	44%	24%	13%	0%	14%	14%	9%	4%	-29%	57%
영업이익 (십억원)	DRAM	-1,450	-326	599	1,537	1,805	2,781	3,795	4,449	8,012	361	12,830
	NAND	-1,918	-2,582	-2,416	-2,217	-1,987	-1,817	-1,504	-1,350	-1,382	-9,133	-6,658
	Others	-34	26	25	105	-36	28	12	142	180	121	146
	합계	-3,402	-2,882	-1,792	-574	-218	992	2,303	3,241	6,810	-8,651	6,317
영업이익률	DRAM	-49%	-7%	10%	21%	24%	31%	38%	41%	28%	2%	34%
	NAND	-114%	-116%	-101%	-105%	-95%	-80%	-57%	-47%	-10%	-109%	-67%
	Others	-8%	5%	4%	14%	-7%	5%	2%	18%	8%	5%	6%
	합계	-67%	-39%	-20%	-6%	-2%	8%	17%	22%	15%	-27%	13%

자료: SK하이닉스, 하나증권

주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	42,997.8	44,621.6	31,692.5	49,752.6	57,215.5
매출원가	24,045.6	28,993.7	32,775.7	34,157.6	39,281.3
매출총이익	18,952.2	15,627.9	(1,083.2)	15,595.0	17,934.2
판매비	6,541.9	8,818.4	7,567.5	9,277.7	4,774.7
영업이익	12,410.3	6,809.4	(8,650.8)	6,317.3	13,159.5
금융손익	907.7	(1,377.3)	(283.2)	(103.3)	(300.5)
중속/관계기업손익	162.3	131.2	(870.3)	(653.9)	157.0
기타영업외손익	(64.3)	(1,560.5)	(892.1)	(96.4)	(1,172.4)
세전이익	13,416.0	4,002.8	(10,696.4)	5,463.7	11,843.7
법인세	3,799.8	1,761.1	(2,207.8)	1,365.9	2,960.9
계속사업이익	9,616.2	2,241.7	(8,488.6)	4,097.8	8,882.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9,616.2	2,241.7	(8,488.6)	4,097.8	8,882.8
비지배주주지분 손이익	13.9	12.1	(45.9)	22.1	48.0
지배주주순이익	9,602.3	2,229.6	(8,442.8)	4,075.6	8,834.8
지배주주지분포괄이익	10,669.3	2,802.4	(8,429.2)	4,069.1	8,820.6
NOPAT	8,895.4	3,813.5	(6,865.3)	4,738.0	9,869.7
EBITDA	23,067.1	20,960.9	7,201.6	19,342.4	25,601.3
성장성(%)					
매출액증가율	34.79	3.78	(28.97)	56.99	15.00
NOPAT증가율	132.58	(57.13)	적전	흑전	108.31
EBITDA증가율	56.02	(9.13)	(65.64)	168.58	32.36
영업이익증가율	147.58	(45.13)	적전	흑전	108.31
(지배주주)순이익증가율	101.94	(76.78)	적전	흑전	116.77
EPS증가율	101.93	(76.78)	적전	흑전	116.79
수익성(%)					
매출총이익률	44.08	35.02	(3.42)	31.35	31.35
EBITDA이익률	53.65	46.97	22.72	38.88	44.75
영업이익률	28.86	15.26	(27.30)	12.70	23.00
계속사업이익률	22.36	5.02	(26.78)	8.24	15.53

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	13,190	3,063	(11,597)	5,598	12,136
BPS	88,543	90,064	77,333	81,797	92,798
CFPS	32,925	29,909	7,631	25,788	33,869
EBITDAPS	31,685	28,792	9,892	26,569	35,167
SPS	59,063	61,293	43,533	68,341	78,593
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	9.93	24.49	(11.04)	22.87	10.55
PBR	1.48	0.83	1.66	1.56	1.38
PCFR	3.98	2.51	16.77	4.96	3.78
EV/EBITDA	4.59	3.48	14.60	5.27	3.65
PSR	2.22	1.22	2.94	1.87	1.63
재무비율(%)					
ROE	16.84	3.56	(14.40)	7.33	14.42
ROA	11.46	2.23	(8.87)	4.47	8.72
ROIC	15.85	5.52	(9.77)	7.25	15.21
부채비율	54.92	64.12	60.28	67.71	63.29
순부채비율	16.84	29.03	32.97	25.55	9.31
이자보상배율(배)	47.74	12.77	(15.53)	12.29	25.51

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	26,907.1	28,733.3	19,182.1	31,488.7	43,812.4
금융자산	8,683.7	6,423.3	3,332.1	6,614.9	15,209.6
현금성자산	5,058.0	4,977.0	2,010.4	5,119.2	13,642.0
매출채권	8,267.1	5,186.1	3,683.4	5,782.4	6,649.8
재고자산	8,950.1	15,664.7	11,125.9	17,466.0	20,085.9
기타유동자산	1,006.2	1,459.2	1,040.7	1,625.4	1,867.1
비유동자산	69,439.5	75,138.2	67,328.9	64,511.8	62,812.5
투자자산	8,459.4	7,482.7	6,975.9	7,683.9	7,976.4
금융자산	7,049.0	6,129.9	6,015.1	6,175.5	6,241.8
유형자산	53,225.7	60,228.5	53,531.7	50,477.0	48,850.7
무형자산	4,797.2	3,512.1	2,906.5	2,436.1	2,070.6
기타비유동자산	2,957.2	3,914.9	3,914.8	3,914.8	3,914.8
자산총계	96,346.5	103,871.5	86,511.0	96,000.5	106,624.9
유동부채	14,735.4	19,843.7	12,856.7	17,601.9	19,562.7
금융부채	3,183.4	7,704.7	4,033.2	4,147.1	4,194.2
매입채무	1,359.2	2,186.2	1,552.8	2,437.6	2,803.3
기타유동부채	10,192.8	9,952.8	7,270.7	11,017.2	12,565.2
비유동부채	19,420.1	20,737.3	19,681.0	21,156.5	21,766.2
금융부채	15,971.4	17,091.9	17,091.9	17,091.9	17,091.9
기타비유동부채	3,448.7	3,645.4	2,589.1	4,064.6	4,674.3
부채총계	34,155.5	40,581.0	32,537.7	38,758.3	41,328.8
지배주주지분	62,157.1	63,266.3	53,998.0	57,247.9	65,256.9
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2	4,336.2
자본조정	(2,294.6)	(2,311.4)	(2,311.4)	(2,311.4)	(2,311.4)
기타포괄이익누계액	675.3	898.7	898.7	898.7	898.7
이익잉여금	55,784.1	56,685.3	47,416.9	50,666.8	58,675.8
비지배주주지분	34.0	24.2	(24.8)	(5.7)	39.2
자본총계	62,191.1	63,290.5	53,973.2	57,242.2	65,296.1
순금융부채	10,471.1	18,373.3	17,792.9	14,624.1	6,076.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	19,797.6	14,780.5	8,576.0	15,342.7	20,698.8
당기순이익	9,616.2	2,241.7	(8,488.6)	4,097.8	8,882.8
조정	13,199.8	15,228.5	15,845.4	12,948.0	12,519.8
감가상각비	10,656.7	14,151.5	15,852.4	13,025.1	12,441.8
외환거래손익	61.1	1,056.6	35.7	(15.9)	141.7
지분법손익	(162.3)	(131.2)	0.0	0.0	0.0
기타	2,644.3	151.6	(42.7)	(61.2)	(63.7)
영업활동 자산·부채변동	(3,018.4)	(2,689.7)	1,219.2	(1,703.1)	(703.8)
투자활동 현금흐름	(22,392.3)	(17,883.7)	(7,957.4)	(10,369.1)	(10,959.2)
투자자산감소(증가)	(1,115.3)	976.6	503.7	(711.1)	(295.6)
자본증가(감소)	(12,406.7)	(18,686.5)	(8,550.0)	(9,500.0)	(10,450.0)
기타	(8,870.3)	(173.8)	88.9	(158.0)	(213.6)
재무활동 현금흐름	4,492.3	2,821.8	(4,497.1)	(711.8)	(778.7)
금융부채증가(감소)	6,170.8	5,641.8	(3,671.5)	113.9	47.1
자본증가(감소)	190.9	1.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,064.4)	(1,140.6)	(0.0)	0.0	(0.1)
배당지급	(805.0)	(1,680.9)	(825.6)	(825.7)	(825.7)
현금의 증감	2,082.0	(81.0)	(2,966.6)	3,108.7	8,522.9
Unlevered CFO	23,969.8	21,773.6	5,555.2	18,773.5	24,656.9
Free Cash Flow	7,311.0	(4,229.7)	26.0	5,842.7	10,248.8

2023년 11월 27일 | 기업분석_Update

삼성전자(005930)

돈보이는 밸류에이션 매력

BUY (유지)

목표주가(12M) 95,000원
현재주가(11.24) 71,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,496.63
52주 최고/최저(원)	73,400/55,300
시가총액(십억원)	428,033.4
시가총액비중(%)	21.45
발행주식수(천주)	5,969,782.6
60일 평균 거래량(천주)	13,994.8
60일 평균 거래대금(십억원)	972.6
외국인지분율(%)	53.54
주요주주 지분율(%)	
삼성생명보험 외 15 인	20.71
국민연금공단	7.68

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	260,899.6	
영업이익(십억원)	7,217.0	
순이익(십억원)	11,253.0	
EPS(원)	1,561	
BPS(원)	51,620	

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022F	2023F
매출액	236,807.0	279,604.8	302,231.4	258,535.9
영업이익	35,993.9	51,633.9	43,376.6	6,509.3
세전이익	36,345.1	53,351.8	46,440.5	10,289.2
순이익	26,090.8	39,243.8	54,730.0	9,012.7
EPS	3,841	5,777	8,057	1,327
증감율	21.32	50.40	39.47	(83.53)
PER	21.09	13.55	6.86	54.03
PBR	2.06	1.80	1.09	1.39
EV/EBITDA	6.75	4.99	3.35	8.37
ROE	9.99	13.92	17.07	2.59
BPS	39,406	43,611	50,817	51,556
DPS	2,994	1,444	1,444	1,444



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김민경 minkyung.kim@hanafn.com

DRAM 업황 방향성 감안하면 아쉬운 주가 움직임

삼성전자의 연초 이후 주가 상승률은 30%로 동종업체인 SK하이닉스 71%, Micron 54% 대비 열위에 있다. 전반적인 IT 수요 부진으로 인해 반도체 외의 사업부에 대한 우려 및 불확실성을 감안해도 아쉬운 주가 흐름이다. DRAM의 철저한 공급 제한으로 재고 피크아웃이 확인된 만큼, HBM으로 확실하게 차별화되어 있는 SK하이닉스는 차치하고 Micron보다도 주가 상승률이 낮은 것은 밸류에이션을 가혹하게 적용하고 있다고 판단한다. 역사적 PBR 밴드 평균을 하회하고 있는 만큼 향후 주가 상승폭을 감안한 투자 전략이 필요하다.

든든한 현금을 기반으로 인프라 및 차세대 투자 진행

삼성전자는 메모리 업황의 다운 사이클에도 불구하고 평택 및 미국 등에 인프라 및 부지 관련 Capex를 지속 집행했다. 아울러 선단 공정 투자 및 차세대 기술을 위한 EUV 장비 구매 등에도 가장 적극적이다. 23년 3분기 누적으로 반도체 Capex는 33.5조원에 달하고, 연간 47.5조원으로 추정된다. 인프라 관련 투자금액이 상당 부분을 차지하지만, 다운 사이클에도 미래를 위한 투자를 집행한 것은 향후에 경쟁업체대비 우위에 설 수 있는 가능성을 내포하고 있다. 금번 사이클에서 HBM 등이 경쟁업체보다 다소 지연된 부분이 있었지만, 향후 2~3년 정도를 보면 재차 경쟁력이 회복될 가능성은 상존한다.

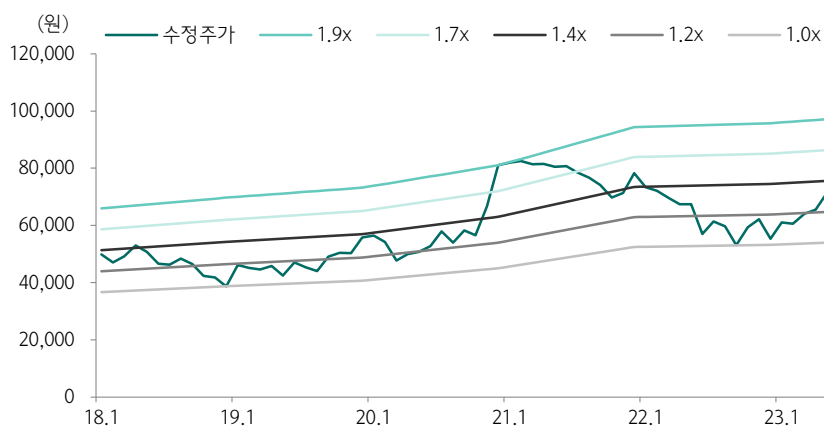
비메모리 사업은 히트 카드

삼성전자가 SK하이닉스와 Micron과 차별화될 수 있는 또 하나의 포인트는 비메모리 영역이다. 메모리, 비메모리 모두 수요 부진으로 인해 어려운 구간을 보내고 있지만, 전반적인 반도체 업황의 회복 시기에는 메모리 뿐만 아니라 비메모리 사업도 영위하는 것이 투자포인트로 작용할 수 있다. 특히, 최근에 관심이 높아지고 있는 온디바이스 시는 물론 어드밴스 패키지의 영역 확대는 삼성전자에게 기회 요인이 될 수 있다. 2024년에 출시되는 엑시노스도 퍼포먼스 및 수율 등이 상당 부분 개선되었을 것으로 언급되는 만큼 현재 추정치대비 새로운 실적 개선 요인도 상존한다.

주가 상승폭에 대한 기대감 유효

삼성전자에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 95,000원을 유지한다. DRAM 업황을 감안했을 때에 역사적 PBR 밴드 평균을 하회하고 있어 주가 상승폭에 대한 기대감이 유효하다. 또한 인프라 및 선단 공정에 대한 투자도 경쟁업체대비 잘 진행되고 있어, 업 사이클에서 기회 요인이 많을 것으로 기대된다. 아울러 비메모리 부문도 현재 추정치대비 실적 상향 여력 있는 만큼 밸류에이션 매력이 돋보이는 주가 수준이라 판단한다.

도표 1. PBR 밴드



자료: 삼성전자, 하나증권

도표 2. 삼성전자 사업부문별 실적 전망

(단위: 조원)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
반도체	매출액	13.7	14.7	16.4	18.1	18.9	21.7	24.9	27.1	98.5	63.0	92.6
	영업이익	-4.6	-4.4	-3.7	-2.2	-1.3	1.1	3.5	4.7	23.8	-14.9	8.0
	영업이익률	-33%	-30%	-23%	-12%	-7%	5%	14%	17%	24%	-24%	9%
	Memory											
	매출액	8.9	9.0	10.5	12.0	12.2	14.1	16.2	18.3	68.5	40.4	60.8
	영업이익	-3.7	-3.7	-3.1	-1.7	-1.1	0.8	2.9	4.1	19.5	-12.3	6.7
	영업이익률	-41%	-42%	-29%	-14%	-9%	6%	18%	23%	28%	-30%	11%
	DRAM											
	매출액	4.6	4.8	6.2	7.4	7.6	9.0	10.4	11.7	38.6	22.8	38.8
	영업이익	-1.1	-1.1	-0.4	0.8	1.2	2.6	4.0	4.8	15.5	-1.9	12.6
	영업이익률	-25%	-23%	-6%	11%	16%	29%	38%	41%	40%	-8%	32%
	NAND											
	매출액	4.4	4.2	4.4	4.6	4.6	5.1	5.8	6.6	29.9	17.6	22.0
디스플레이	영업이익	-2.5	-2.6	-2.7	-2.5	-2.3	-1.8	-1.1	-0.7	4.0	-10.4	-5.9
	영업이익률	-58%	-63%	-62%	-53%	-51%	-35%	-19%	-11%	13%	-59%	-27%
	non-Memory											
	매출액	4.8	5.8	5.9	6.1	6.7	7.6	8.7	8.8	29.9	22.6	31.8
	영업이익	-1.3	-1.0	-0.7	-0.7	-0.4	0.1	0.4	0.4	2.9	-3.8	0.4
	영업이익률	-28%	-18%	-13%	-11%	-6%	1%	4%	4%	10%	-17%	1%
	디스플레이											
	매출액	6.6	6.5	8.2	8.4	6.1	5.8	8.7	9.1	35.4	29.7	29.7
	영업이익	0.8	0.8	1.9	2.0	0.7	0.7	2.0	2.0	6.1	5.5	5.4
	영업이익률	12%	13%	24%	24%	12%	11%	23%	22%	17%	19%	18%
	MX/NW											
	매출액	31.8	25.6	30.0	26.5	32.4	27.8	30.6	28.0	120.8	113.9	118.8
VD/가전	영업이익	3.9	3.0	3.3	2.3	4.0	3.1	3.5	2.5	11.4	12.6	13.0
	영업이익률	12%	12%	11%	9%	12%	11%	11%	9%	9%	11%	11%
	매출액	14.1	14.4	13.7	14.4	14.1	14.6	14.0	14.0	60.6	56.6	56.7
	영업이익	0.2	0.7	0.4	0.1	0.6	0.7	0.4	0.1	1.4	1.5	1.7
	영업이익률	1%	5%	3%	1%	4%	4%	3%	1%	2%	3%	3%
	Harman											
	매출액	3.2	3.5	3.8	4.0	3.8	4.2	4.4	4.3	13.2	14.5	16.7
	영업이익	0.1	0.2	0.4	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.9	1.2	1.4
	영업이익률	4%	7%	12%	10%	6%	7%	10%	10%	7%	8%	8%
	Total											
	매출액	63.8	60.0	67.4	67.4	70.1	69.8	77.9	78.5	302.2	258.5	296.3
	영업이익	0.6	0.67	2.43	2.8	4.3	6.0	9.9	9.9	43.5	6.5	30.1
	영업이익률	1%	1%	4%	4%	6%	9%	13%	13%	14%	3%	10%

자료: 삼성전자, 하나증권

도표 3. 주요 가정

			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
반도체													
DRAM	Shipment(1Gb Eq.)		16,334	18,236	21,589	23,311	22,273	23,920	25,797	27,671	76,487	79,469	99,661
	bit growth		-12%	12%	18%	8%	-4%	7%	8%	7%	-4%	4%	25%
	ASP (\$)		0.22	0.20	0.22	0.24	0.26	0.29	0.31	0.33	0.40	0.22	0.30
	QoQ / YoY		-16%	-8%	8%	10%	10%	10%	8%	5%	-15%	-44%	36%
NAND	Shipment(16Gb Eq.)		35,254	36,212	36,007	36,050	35,683	38,649	42,656	46,746	132,603	143,524	163,734
	bit growth		3%	3%	-1%	0%	-1%	8%	10%	10%	8%	8%	14%
	ASP (\$)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.18	0.09	0.10
	QoQ / YoY		-18%	-8%	4%	5%	1%	3%	3%	5%	-18%	-47%	10%
디스플레이													
Large	Shipment(000m²)		-	0	0	0	0	0	0	0	237	0	0
	QoQ / YoY		-	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-94%	-100%	0%
	ASP (\$)		917.70	900.43	855.41	812.64	815.95	815.82	775.03	736.28	1,024.81	-	-
	QoQ / YoY		0%	-2%	-5%	-5%	0%	0%	-5%	-5%	128%	-	0%
Mobile	Shipment(Mn)		103	102	128	131	105	99	147	152	494	464	503
	QoQ / YoY		-17%	-1%	25%	3%	-20%	-6%	48%	3%	3%	-6%	8%
	ASP (\$)		52.15	52.39	53.56	53.51	50.81	50.91	51.50	52.00	54.83	52.98	51.00
	QoQ / YoY		-6%	0%	2%	0%	-5%	0%	1%	1%	-3%	-3%	-4%
MX/NW													
Mobile Total	Shipment(Mn)		67	61	67	63	67	66	69	70	295	258	272
	QoQ / YoY		2%	-10%	9%	-5%	5%	-1%	5%	0%	-7%	-13%	5%
Smart Phone	Shipment(Mn)		59	53	59	55	59	59	62	62	256	226	241
	QoQ / YoY		4%	-9%	11%	-6%	6%	0%	5%	0%	-6%	-12%	7%
	Portion/Total		97%	97%	98%	97%	98%	98%	98%	98%	97%	97%	98%
	ASP (\$)		335.16	271.61	297.10	267.37	334.86	274.94	294.69	265.48	269.68	292.81	292.49
	QoQ / YoY		41%	-19%	9%	-10%	25%	-18%	7%	-10%	10%	9%	0%
VD													
LCD TV	Shipment(Mn)		9	8	9	11	10	9	10	10	40	38	39
	QoQ / YoY		-15%	-11%	11%	17%	-10%	-5%	2%	10%	-6%	-4%	3%
	ASP (\$)		617.78	662.88	599.58	569.60	586.68	604.29	598.24	568.33	653.92	609.47	588.78
	QoQ / YoY		10%	5%	-11%	-4%	9%	9%	-8%	-5%	0%	-7%	-3%

자료: 삼성전자, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서			(단위:십억원)		
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	236,807.0	279,604.8	302,231.4	258,535.9	296,260.7
매출원가	144,488.3	166,411.3	190,041.8	180,172.7	192,589.7
매출총이익	92,318.7	113,193.5	112,189.6	78,363.2	103,671.0
판매비	56,324.8	61,559.6	68,813.0	71,853.8	73,526.7
영업이익	35,993.9	51,633.9	43,376.6	6,509.3	30,144.3
금융손익	949.5	838.6	1,801.3	2,893.6	3,102.7
종속/관계기업손익	506.5	729.6	1,090.6	758.6	856.9
기타영업외손익	(1,104.8)	149.7	171.9	127.7	(1,089.9)
세전이익	36,345.1	53,351.8	46,440.5	10,289.2	33,014.0
법인세	9,937.3	13,444.4	(9,213.6)	234.5	8,608.0
계속사업이익	26,407.8	39,907.5	55,654.1	10,054.7	24,406.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	26,407.8	39,907.5	55,654.1	10,054.7	24,406.0
비배주주지분 순이익	317.0	663.7	924.1	1,042.0	2,500.0
지배주주순이익	26,090.8	39,243.8	54,730.0	9,012.7	21,906.0
지배주주지분포괄이익	22,374.4	49,037.9	58,745.1	14,837.3	21,947.4
NOPAT	26,152.6	38,622.4	51,982.4	6,361.0	22,284.5
EBITDA	66,329.5	85,881.2	82,484.3	43,936.6	66,438.7
성장성(%)					
매출액증가율	2.78	18.07	8.09	(14.46)	14.59
NOPAT증가율	31.84	47.68	34.59	(87.76)	250.33
EBITDA증가율	15.62	29.48	(3.96)	(46.73)	51.21
영업이익증가율	29.62	43.45	(15.99)	(84.99)	363.10
지배주주순이익증가율	21.32	50.41	39.46	(83.53)	143.06
EPS증가율	21.32	50.40	39.47	(83.53)	143.03
수익성(%)					
매출총이익률	38.98	40.48	37.12	30.31	34.99
EBITDA이익률	28.01	30.72	27.29	16.99	22.43
영업이익률	15.20	18.47	14.35	2.52	10.17
계속사업이익률	11.15	14.27	18.41	3.89	8.24

투자지표						
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	
주당지표(원)						
EPS	3,841	5,777	8,057	1,327	3,225	
BPS	39,406	43,611	50,817	51,556	53,337	
CFPS	10,015	13,097	13,062	7,065	9,614	
EBITDAPS	9,765	12,643	12,143	6,468	9,781	
SPS	34,862	41,163	44,494	38,061	43,615	
DPS	2,994	1,444	1,444	1,444	1,444	
주기지표(배)						
PER	21.09	13.55	6.86	54.03	22.23	
PBR	2.06	1.80	1.09	1.39	1.34	
PCFR	8.09	5.98	4.23	10.15	7.46	
EV/EBITDA	6.75	4.99	3.35	8.37	5.61	
PSR	2.32	1.90	1.24	1.88	1.64	
재무비율(%)						
ROE	9.99	13.92	17.07	2.59	6.15	
ROA	7.14	9.75	12.51	2.01	4.73	
ROIC	16.97	22.61	25.81	2.77	8.97	
부채비율	37.07	39.92	26.41	24.47	26.84	
순부채비율	(37.85)	(34.69)	(29.57)	(23.91)	(22.41)	
이자보상배율(배)						
	61.74	119.65	56.85	5.37	24.90	

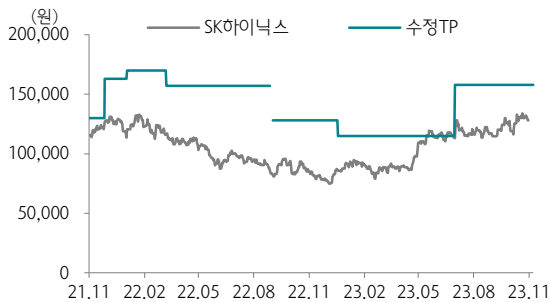
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F	
유동자산	198,215.6	218,163.2	218,470.6	195,059.4	209,197.2	
금융자산	124,652.8	124,150.2	115,227.3	96,327.2	94,195.4	
현금성자산	29,382.6	39,031.4	49,680.7	34,043.6	21,652.6	
매출채권	30,965.1	40,713.4	35,721.6	34,160.7	39,789.9	
재고자산	32,043.1	41,384.4	52,187.9	49,907.6	58,131.6	
기타유동자산	10,554.6	11,915.2	15,333.8	14,663.9	17,080.3	
비유동자산	180,020.1	208,458.0	229,953.9	254,070.2	266,992.5	
투자자산	21,855.0	24,423.4	23,696.3	22,299.5	24,016.2	
금융자산	13,778.2	15,491.2	12,802.5	11,881.6	11,881.6	
유형자산	128,952.9	149,928.5	168,045.4	182,875.9	196,998.2	
무형자산	18,468.5	20,236.2	20,217.8	29,386.2	26,469.4	
기타비유동자산	10,743.7	13,869.9	17,994.4	19,508.6	19,508.7	
자산총계	378,235.7	426,621.2	448,424.5	449,129.6	476,189.7	
유동부채	75,604.4	88,117.1	78,344.9	73,241.4	83,934.8	
금융부채	17,269.5	15,017.8	6,236.5	5,746.8	5,746.8	
매입채무	9,739.2	13,453.4	10,644.7	10,179.6	11,857.0	
기타유동부채	48,595.7	59,645.9	61,463.7	57,315.0	66,331.0	
비유동부채	26,683.4	33,604.1	15,330.1	15,060.3	16,830.5	
금융부채	2,947.9	3,374.4	4,096.8	4,317.9	4,317.9	
기타비유동부채	23,735.5	30,229.7	11,233.3	10,742.4	12,512.6	
부채총계	102,287.7	121,721.2	93,674.9	88,301.7	100,765.3	
지배주주지분	267,670.3	296,237.7	345,186.1	350,202.6	362,299.1	
자본금	897.5	897.5	897.5	897.5	897.5	
자본잉여금	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	4,403.9	
자본조정	26.7	86.8	86.6	99.5	99.5	
기타포괄이익누계액	(8,726.0)	(2,215.2)	1,851.7	5,330.9	5,330.9	
이익잉여금	271,068.2	293,064.8	337,946.4	339,470.8	351,567.3	
비지배주주지분	8,277.7	8,662.2	9,563.5	10,625.3	13,125.3	
자본총계	275,948.0	304,899.9	354,749.6	360,827.9	375,424.4	
순금융부채	(104,435.5)	(105,758.0)	(104,894.0)	(86,262.5)	(84,130.7)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	65,287.0	65,105.4	62,181.3	45,065.2	59,810.4
당기순이익	26,407.8	39,907.5	55,654.1	10,054.7	24,406.0
조정	38,756.8	41,484.8	23,526.1	37,193.7	35,258.7
감가상각비	30,335.6	34,247.4	39,107.7	37,427.3	36,294.4
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(506.5)	(729.6)	(1,090.6)	(910.6)	(1,000.6)
기타	8,927.7	7,967.0	(14,491.0)	677.0	(35.1)
영업활동 자산부채변동	122.4	(16,286.9)	(16,998.9)	(2,183.2)	145.7
투자활동 현금흐름	(53,628.6)	(33,047.8)	(31,602.8)	(51,886.0)	(58,475.4)
투자자산감소(증가)	(3,787.1)	(1,838.9)	1,817.7	2,307.4	(716.1)
자본증가(감소)	(37,215.3)	(46,763.8)	(49,212.6)	(51,000.9)	(47,500.0)
기타	(12,626.2)	15,554.9	15,792.1	(3,192.5)	(10,259.3)
재무활동 현금흐름	(8,327.8)	(23,991.0)	(19,390.0)	(10,739.4)	(9,809.4)
금융부채증가(감소)	1,805.3	(1,825.2)	(8,058.9)	(268.5)	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(456.3)	(1,655.4)	(1,516.7)	(661.5)	0.0
배당지급	(9,676.8)	(20,510.4)	(9,814.4)	(9,809.4)	(9,809.4)
현금의 증감	2,496.6	9,648.8	10,649.3	(16,131.8)	(12,391.0)
Unlevered CFO	68,026.4	88,963.1	88,727.5	47,989.6	65,305.0
Free Cash Flow	27,695.0	17,983.3	12,750.9	(6,003.5)	12,310.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

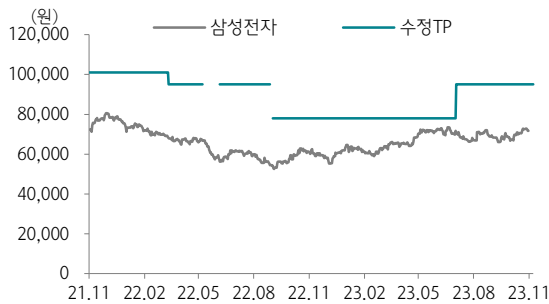
SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.26	BUY	158,000		
23.1.13	BUY	115,000	-15.61%	3.91%
22.9.27	BUY	128,000	-33.48%	-25.16%
22.5.6	담당자 변경		-	-
22.4.3	BUY	157,000	-29.04%	-25.48%
22.1.28	BUY	170,000	-27.34%	-21.76%
21.12.22	BUY	163,000	-23.12%	-19.63%
21.8.11	BUY	130,000	-17.27%	-4.23%

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼성전자



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.28	BUY	95,000		
22.9.27	BUY	78,000	-18.73%	-5.90%
22.7.1	BUY	95,000	-37.94%	-34.84%
22.6.3	Not Rated	-	-	-
22.5.6	담당자 변경		-	-
22.4.7	BUY	95,000	-29.42%	-27.68%
21.5.18	BUY	101,000	-25.15%	-17.92%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2023년 11월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2023년 11월 26일 현재 해당회사의 유가증권 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.44%	5.09%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 11월 23일