발간일자 2023. 11. 10

교보증권 리서치

2024 연간전망

운증용변 雲蒸龍變

IT / 반도체

My Precious! 반도체

최보영
수석연구원

KYOBO 교보증권

Summary

My Precious! 반도체

- 불확실한 경제 상황과 미·중 패권분쟁으로 반도체의 국가 안보 및 경제적 가치가 부각되고 있으며 미국의 반도체 지원정책 강화로 반도체 저변 확대가 예상
- 한국 반도체산업은 독과점의 산업구조이며 반도체 밸류체인의 업종 전문화로 가격 경쟁력의 강점을 보유하나, 이해관계가 점점 더 복잡해지고 있는 지금 한국의 반도체 산업을 지키는 노력이 필요

2023년 되돌아보기

- 상반기 높은 재고와 가격 하락으로 인해 반도체 업체들의 실적은 대규모 적자를 기록했으나 적극적인 감산으로 주가의 저점을 확인
- 챗GPT의 베타 버전이 출시되면서 생성형 AI에 대한 본격적인 붐이 형성되며 엔비디아의 주가 상승과 HBM에 대한 수요 증가에 대한 기대감이 높아지며 주요 메모리 업체들의 주가도 동반 상승

2024년 전망

- 글로벌 경기는 '연착륙' 과 '저성장'을 전망, 누적된 고물가 및 고금리 영향으로 인한 경제 활동 둔화
- 2024년에는 PC(+3.7%)와 스마트폰(+2.2%) AI서버(+8.8%)증가를 통한 완만한 수요 회복을 전망
- 글로벌 DRAM 시장은 663억 달러로 YoY +41.0% 증가, NAND 시장은 475억 달러로 YoY +25.3% 증가할 것
- 메모리 업체들은 수요가 확인되는 HBM에 설비투자 규모를 늘리고 있으며 On-device로 확대를 기대

기업분석: 삼성전자(005930), SK하이닉스(006600)

- 삼성전자(005930) :수요회복과 메모리 실적 개선 전망
- SK하이닉스(006600) :가장 확실한 성장의 대안

Contents

IT/반도체

Ⅰ **My Precious! 반도체**
글로벌 패권 경쟁의 전략무기 반도체 · · · 4pg

Ⅱ **2023년 되돌아보기**
반도체 산업 및 기업별 이슈 · · · 12pg

Ⅲ **2024년 전망**
글로벌 경기 및 IT 산업 전망 · · · 21pg

Ⅳ **기업분석**
삼성전자, SK하이닉스 · · · 60pg

IT/반도체 최보영 책임연구원

Ⅰ. My Precious! 반도체

My Precious! 반도체

▶ 전략자원! My precious 반도체

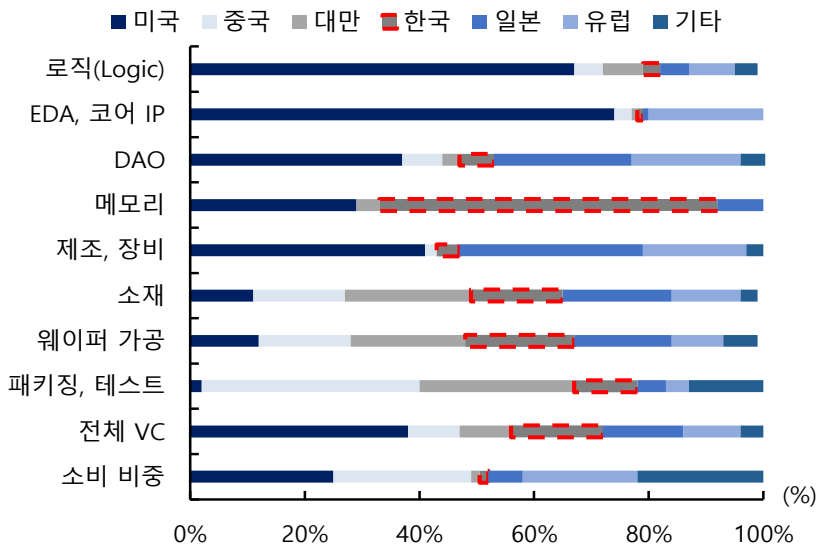
- **세계 각국의 반도체 패권 자원의 핵심 '반도체 '**

각 국 정부들은 반도체 산업의 발전에 지원을 아끼지 않고 있으며 미국, 중국 뿐 아닌 일본 베트남 등 반도체 육성 위해 노력 중
반도체는 무역분쟁과 군사적 대립에 따라 전략적 자원으로 인식되고 있으며 나아가 국가 체제간 패권 전쟁의 무기화로도 인식
불확실한 경제 상황과 미·중 패권분쟁으로 반도체의 국가 안보 및 경제적 가치가 부각되고 있으며 미국의 반도체 지원정책 강화로 반도체 저변 확대가 예상

- **독과점 구조의 메모리 반도체 산업**

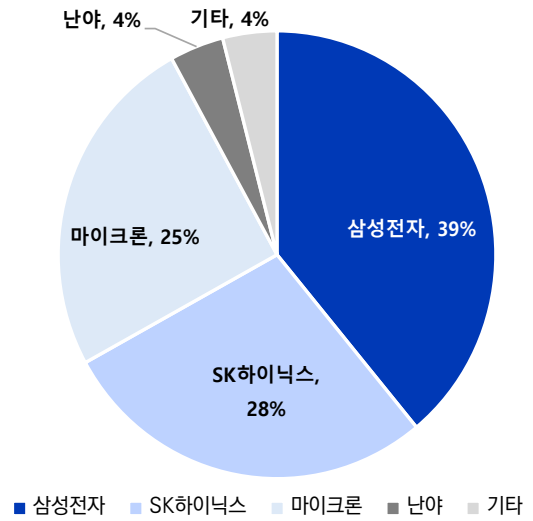
한국 반도체산업은 독과점의 산업구조이며 반도체 밸류체인의 업종 전문화로 가격 경쟁력을 갖고 있으며
신규 진입자가 진입하기 기술적 높은 진입장벽을 지녔으며 높은 수율로 생산해내는 공정기술 및 생산능력을 보유
이해관계가 점점 더 복잡해지고 있는 지금 한국의 메모리 반도체 산업을 지키는 노력이 필요

반도체시장 국가별 점유율



자료: BCG-SIA, 교보증권 리서치센터

DRAM 기업별 점유율



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

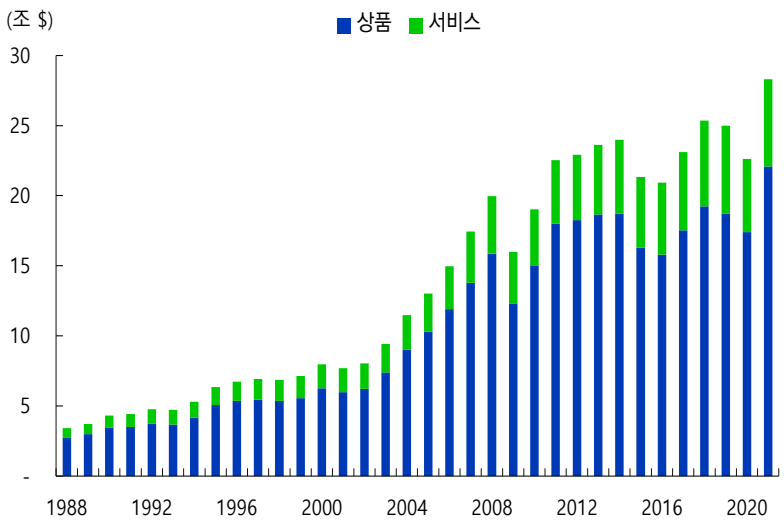
My Precious! 반도체

▶ 세계화, 찬란했던 그 시절

- **세계대전과 냉전 이후 찾아온 성장의 시대**: 미국을 축으로 한 자유민주주의 진영과 소련의 사회주의 진영의 격돌은 결국 미국의 승리로 끝남. 이후 미국의 단극 체제로 이어졌으며, 미국은 강력한 힘을 기반으로 글로벌 공급망과 세계안보, 그리고 최종 소비자 역할 등을 책임졌음. 세계화는 미국이 세계 질서를 유지하기 위한 수단이었지만, 무역과 자본 자유화를 통해 각국의 경제는 한층 성장할 수 있었음

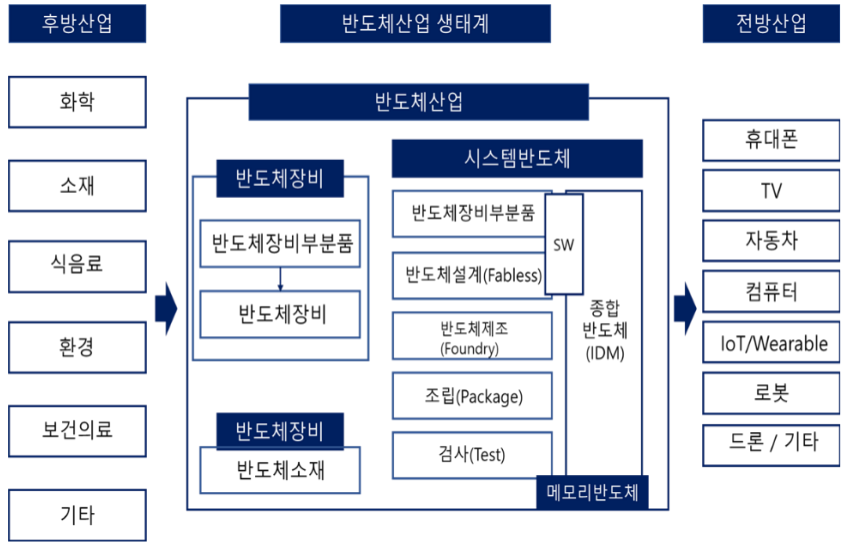
- **분업화와 SCM의 중요성 증가**: 세계화가 확대됨에 따라 다국적 기업 또한 증가하였는데, 이들은 가장 효율적(cost-efficient)으로 제품을 생산하고자 하였음. 이로 인해 각국별 가장 잘하는 것을 하는 '분업화 체제'가 등장했으며, 길어진 리드타임에 대응하기 위해 SCM(Supply Chain Management) 개념이 접목되었음. 중국은 1990년대 개혁개방 정책을 펼쳤으며 2001년 WTO 가입으로 '세계의 공장(the world's factory)'으로 변모

■ 세계 무역 수출액 규모 추이



자료: WITS(World Integrated Trade Solution), 교보증권 리서치센터

■ 전후방산업이 긴밀하게 연결되어 있는 반도체 산업



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

My Precious! 반도체

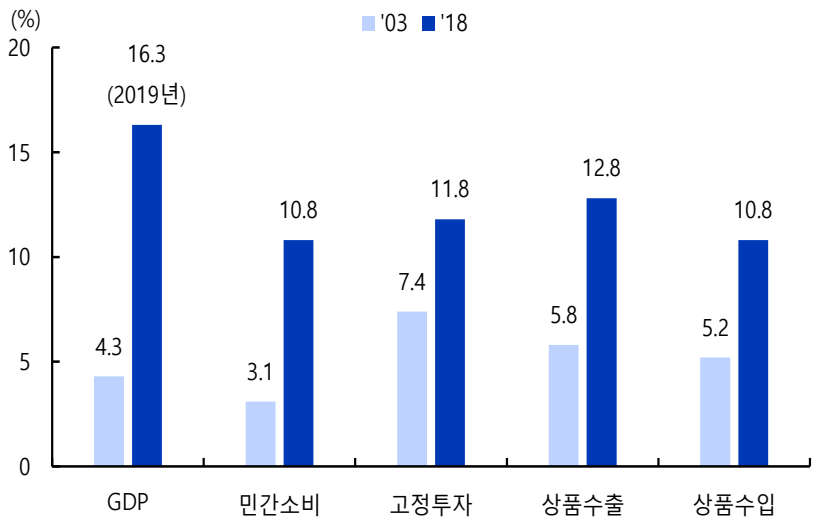
▶ 탈세계화의 시작

- **중국의 영향력 강화**: '세계의 공장'이라는 지위를 확보한 중국은 글로벌 경제에서 차지하는 비중이 점차 증가. 전세계 제조업에서 중국이 차지하는 비중은 2000년 8%에서 2022년 29.4%로 확대된 반면, 기존의 선진공업국(미국·일본·독일·영국)의 비중은 나날이 축소

- **새로운 양극체제의 가능성**: 냉전 이후 지속돼온 미국의 단극 체제에 균열이 가는 조짐이 보이기 시작. 처음에는 양적 성장에만 집중해 오던 중국의 제조업은 질적 성장도 이룩하기 시작하였고, 이는 첨단 기술에 대한 접근 및 개발로 이어졌으며 '중국제조 2025'를 앞세워 노골적으로 미국의 패권에 도전장을 내밀었음

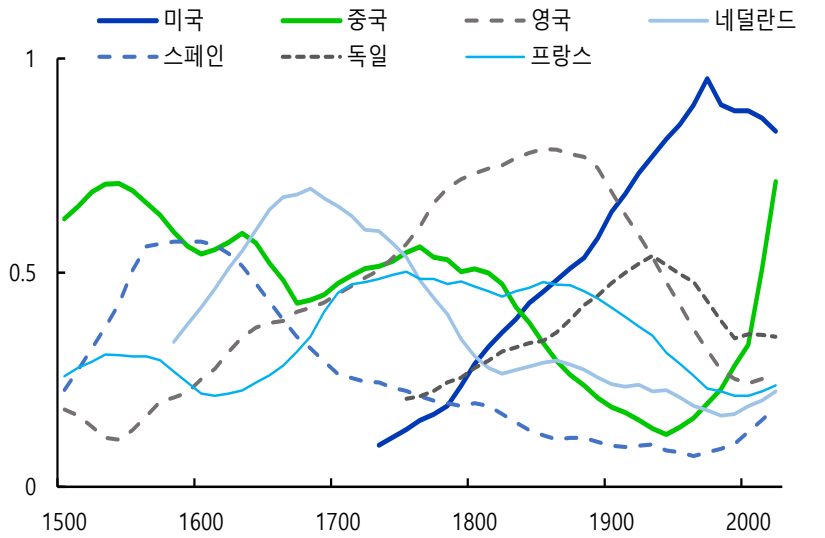
- **피할 수 없는 미국과의 마찰**: 시진핑 체제 이후 중국은 내부 결속력을 도모하여 다시 과거 중화 시대의 영광을 재현하는 '중국몽' 이라는 핵심 사상을 내세우고 있음. 이는 현대의 미 패권주의인 '팍스 아메리카나'를 뛰어넘어 과거 통일왕조 시절 중국의 '팍스 시니카' 를 재현하겠다는 것. 이는 2018년 출범한 트럼프 행정부의 '자국 우선주의'와 정면으로 부딪혔으며 마찰이 가시화되기 시작함

■ 세계 경제에서 중국이 차지하는 비중



자료: IMF, World Bank, WTO, 교보증권 리서치센터

■ 레이 달리오의 500년간 제국의 상대적 위치



자료: 산업 자료, 교보증권 리서치센터

My Precious! 반도체

▶ 두 개의 태양은 없다

- **본격적인 패권 경쟁의 시작**: 미국도 중국의 도전에 응하여 패권 경쟁에 뛰어들었으며, 첫 번째 전장을 '무역'으로 설정. 2018년 7월 6일, 340억 달러 규모의 중국산 수입품 818종에 25%의 보복관세를 부과하였으며, 9월에는 160억 달러 규모의 관세 부과가 추가로 이루어짐. 중국 또한 이에 상응하는 조치(동일 규모의 25% 보복관세)를 취함

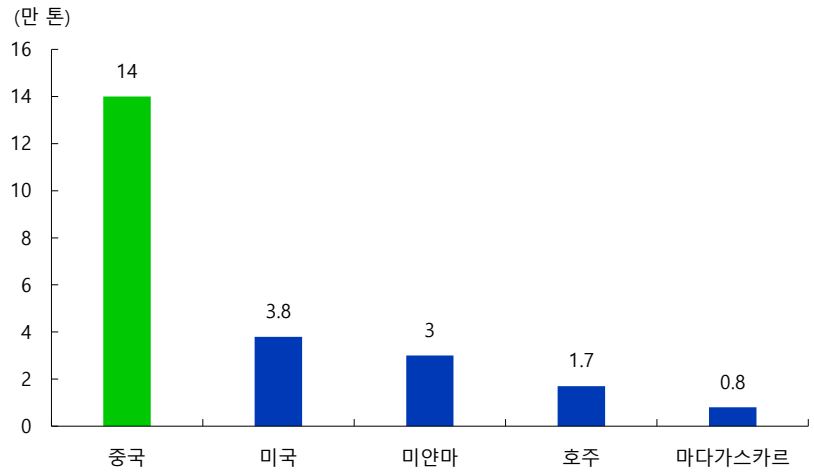
- **미국, 기술과 제조능력 확대**: 트럼프 행정부의 '자국 우선주의' 주요 정책 중 하나는 '리쇼어링(re-shoring)'. 과거 미국이 패권을 유지할 수 있었던 주요 경쟁력은 첨단 기술(국방 및 반도체 분야)에 대한 제조 능력을 보유했다는 점. 미국의 제조업 비중은 1960년대 국내총생산의 25%를 차지했지만, 2000년대에는 이 비중이 11%까지 감소. 유출됐던 공장의 복귀와 중국의 대미 직접투자 확대를 견제하기 위해 1)세금을 감면(법인세율 35%→21%, 이전비용 20% 지원)하고 2)'외국인 투자위험 심사 현대화법(FIRRMA)'을 도입

- **중국의 반격**: 중국은 풍부한 희토류 매장량을 바탕으로 수출 통제로 대응하려는 모습. 중국은 반도체 등 전자부품 제조에 필수적인 갈륨·게르마늄의 주요 공급 국가이며, 전체 희토류 채굴의 60%, 가공의 87%를 담당하고 있음. 기술 발전에 필수적인 업스트림(up-stream) 광물 단에서의 통제는 글로벌 경제에 악영향을 미칠 것

■ 아웃소싱과 인소싱 간 변화 스펙트럼 (미국 기준)

자료: Kainuma et al(2019)., 교보증권 리서치센터

■ 2020년 국가별 희토류 생산량



자료: 한국지질자원연구원, 교보증권 리서치센터

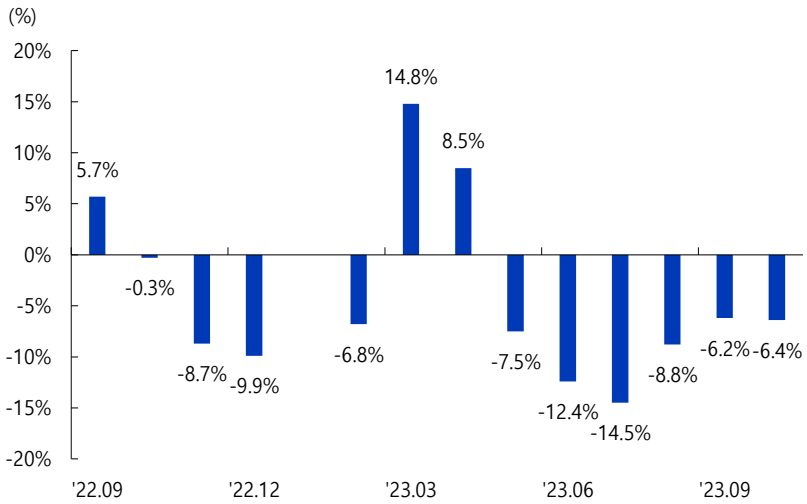
▶ 코로나 이후 중국의 더딘 회복

- **요원한 코로나로부터의 완전회복**: 2020년 초, 중국에서 코로나19가 처음 발병한 이후 중국은 '제로 코로나' 달성을 위해 고강도의 봉쇄 정책을 시행하였음. 이로 인해 포스트-코로나 시대로의 전환이 늦어졌고, 주요 공장의 셧다운(shut-down)으로 인해 중국 경제 성장의 원동력인 '글로벌 수출'이 제한되어 경제적인 타격으로도 이어졌음.

- **고금리에 발목 잡힌 중국의 부동산 시장**: 현재 미국을 필두로 진행되고 있는 고금리의 장기화도 중국 경제의 회복에 악영향. 1980년대 시작된 개혁·개방 이후 중국의 경제 성장에 가장 핵심적인 역할을 해온 것은 부동산 시장. 대규모 건설을 통해 일자리의 창출 및 주택을 보유한 서민들의 자산 마련이 가능했기 때문. 하지만 이는 주요 건설 업체들과 지방 정부의 부채 증가로 이어졌으며, 금리가 상승하면서 시작된 당국의 '디레버리징' 정책과 맞물려 부동산 위기로까지 이어지고 있음

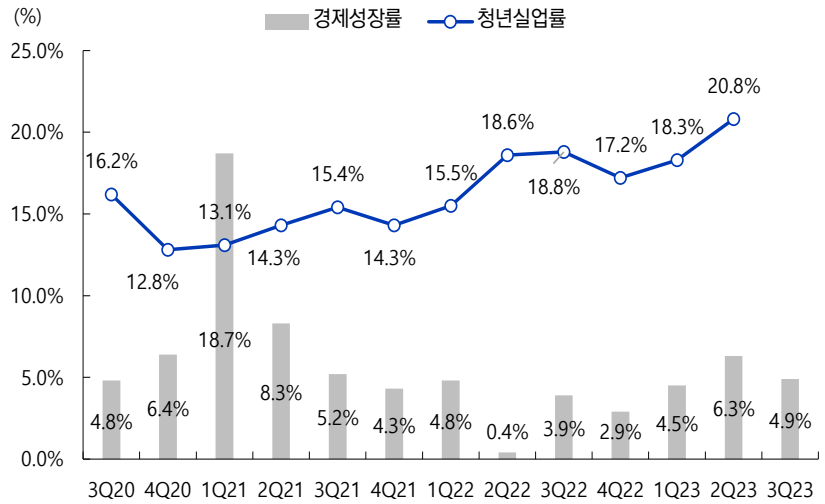
- **원동력 없는 성장은 없다**: 2023년 3분기 기준, 중국의 경제성장률은 YoY +4.9%를 기록. 2분기(YoY +6.3%)보다 하락하였고, 전망치인 4.4%는 상회하였음. '위드 코로나'로의 전환은 이루어졌지만, 수출 및 투자 분야별로 여전히 회복세가 더딘 모습. 추가적으로, 청년 실업률 또한 21.3%(6월)로 전고점을 경신하면서 향후 경제 성장에 악영향으로 작용할 것

■ 중국 수출 증가율 추이



자료: investing.com, 교보증권 리서치센터

■ 중국의 경제성장률 및 청년 실업률



자료: 인민은행, 교보증권 리서치센터

My Precious! 반도체

▶ 패권유지를 위한 전략자원, 마이 프레셔스 반도체

- **아슬아슬한 줄타기**: 우리나라 기업들은 패권 경쟁을 진행 중인 중국과 미국 사이에 갇혀 있음. 미국은 '디리스킹' 기조 하에 'IRA 법안'과 '반도체 및 과학법(CHIPS and Science Act)'을 통해 새로운 공급망을 구축하고 있으며, 이에 반발하는 중국은 막대한 규모의 중국 내수 시장으로의 접근과 원자재의 무기화를 진행 중. 어느 한 쪽을 선택(배제)하더라도 국내 기업에게 미치는 영향은 막대할 것

- **미국에 거는 도박**: 그럼에도 불구하고 우리나라의 주요 산업(반도체, 2차전지, 바이오)에 속한 기업들은 미국을 선택하여 투자를 이미 진행 중에 있음. 특히 반도체 산업의 경우, 대표주자인 삼성전자가 약 252조원에 달하는 투자를 통해 미국의 텍사스 주에 11개의 반도체 생산공장을 설립하는 계획을 발표했으며, SK하이닉스도 현재 미국 내 150억 달러 규모의 패키징 공장을 준공하는 계획을 진행 중에 있음

- **중국의 반격**: 미국이 대(對)중국 반도체 및 반도체 장비의 수출통제에 들어감에 따라 중국은 더 이상 수입하는 장비를 통해 선단 공정의 반도체를 제조하는 것이 불가능해짐. 이에 중국은 인공지능(AI) 반도체용 HBM 및 5G칩의 자급화 달성을 위해 노력하고 있으며, 최근 출시된 화웨이의 '메이트 60'에는 SMIC가 자체적으로 제조한 7나노 '기린 9000s'가 탑재되는 등 일부 결실을 맺고 있음

■ 삼성전자의 미국 투자 계획

국가	기업명	규모 (달러)	위치	투자유형	일자리창출(명)
대한민국	삼성전자	250억	텍사스	신설	10,000
		1,676억	텍사스	신설(공장9)	
		245억	텍사스	신설(공장2)	
	SK하이닉스	150억	미정	신설	-
대만	TSMC	400억	애리조나	신설(공장2)	4,500
미국	마이크론	1,350억	뉴욕 및 아이다호	메가팹 및 신설 공장	55,000
	인텔	535억	애리조나, 오하이오, 뉴멕시코	기존 공장 확장 및 신설	3,700 이상

자료: 미국 텍사스주 감사관실, 교보증권 리서치센터

■ Chip4 동맹 주요 참여대상 기업

자료: 교보증권 리서치센터

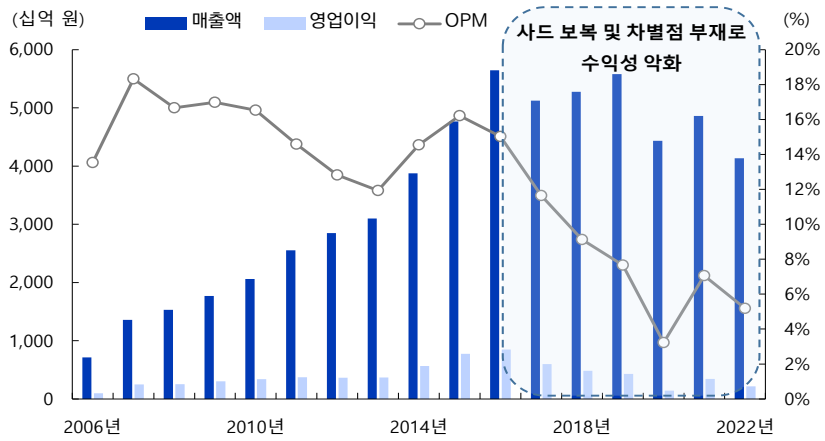
▶ 약육강식과 각자도생의 시대, 초격차 달성은 숙제

- **화장품 산업으로부터 얻을 수 있는 교훈**: 과거 중국 시장에서 승승장구하던 한국의 주요 화장품 업체들은 최근 고전을 면치 못하고 있음. 중국과의 사드 문제로 인한 관계 악화 등의 외부 요인들도 작용했지만, 궁극적으로는 중국 화장품 브랜드들의 화장품 제조 역량이 상승함에 따라 차별화를 이끌어내지 못한 점도 주요 원인

- **위기가 곧 기회**: 현재 중국과 미국 사이에서 벌어지는 패권 경쟁은 한국 반도체 기업들에게는 위기이자 기회로 작용할 것. 정책 리스크와 같은 불확실성이 증가하는 것은 불가피하지만, 미국의 규제 덕분에 빠른 속도로 추격해오던 중국의 '반도체 굴기'에 일시적이나마 제동이 걸린 상황.

- **초격차를 달성해야 하는 국내 반도체 산업**: 중국의 tech-migration이 지연되는 지금, 국내 반도체 기업들은 기술 격차를 더욱 벌려놓아야 할 필요가 있음. 현재 국내 메모리 반도체 업체들도 신규공정으로의 전환과 개발의 난이도가 높아지며 어려움에 봉착. 정치 및 기술 패권 장악을 위한 경쟁이 심화되고 있는 글로벌 환경속에서 기술의 바틀넥을 뚫어내는 하이테크의 가치는 빛을 발하게 될 것

■ 우리나라 화장품 월별 수출 증감률



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

■ 시나리오별 글로벌 반도체 시장의 전망

	2018 기준	중국제조 2025 반영	현상 지속	디커플링 발생
미국 반도체 기업들의 중국 시장에서의 매출액 타격	-	-15% ~ -40%	-55%	-100%
미국 기업들의 글로벌 시장 점유율	48%	43% ~ 46%	40%	30%
미국 기업들의 글로벌 매출액 (십억 달러)	226	205 ~ 220	190	143
미국 R&D 투자 (십억 달러)	40	36 ~ 39	30 ~ 35	16 ~ 28
글로벌 마켓 리더	미국	미국	미국	단기: 한국 장기: 중국

자료: Financial Times, 교보증권 리서치센터

IT 최보영 책임연구원

Ⅱ. 2023년 되돌아보기

2023년 되돌아보기

▶ 2023년 경기 저점을 확인하며 바닥을 다졌던 반도체 주가

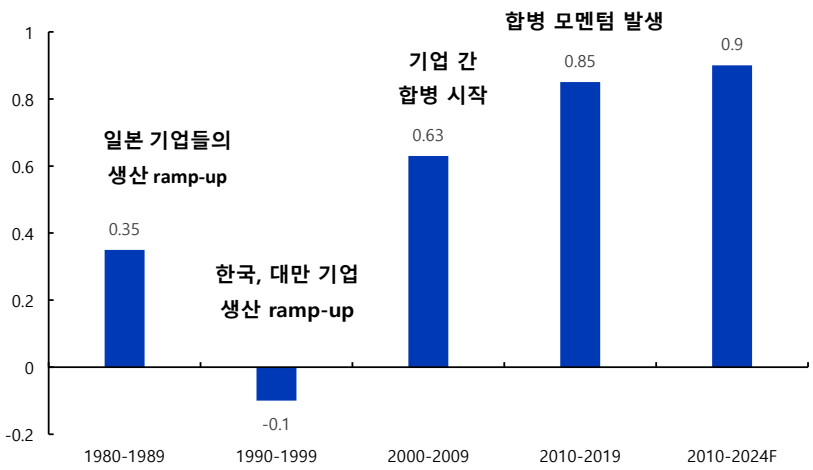
• **글로벌 경기와 높은 상관관계를 보여왔던 반도체**

서버, 스마트폰, PC, 자동차 등 다양한 전방시장에 활용되어 반도체의 수요는 글로벌 경제의 방향을 가늠하는 중요한 지표
실제로 반도체 시장과 글로벌 GDP와의 상관관계가 깊어지고 있으며 2010년~2024F 상관관계는 0.88로 집계
따라서 반도체의 사이클은 경기의 순환과도 자연스럽게 동행(1970년대부터 반도체 산업의 경기사이클 주기를 살펴보면 경기상승 국면은 약 3년, 경기 하강 국면은 약 1년 동안 지속)

• **경기 선행지표를 통한 경기 저점(bottom) 확인**

반도체 업종의 주가 수익률은 반도체 출하-재고 지표에 동행하며 5월 이후 점진적인 개선세
미국 ISM제조업 지수도 2008년 금융위기, 2019년 코로나19 이후로 평균수준을 밑돌고 있어 역사적 저점을 확인

■ 글로벌 GDP와 반도체의 상관관계



자료: IC Insights, 교보증권 리서치센터

■ 경기사이클과 반도체의 상승 하강기

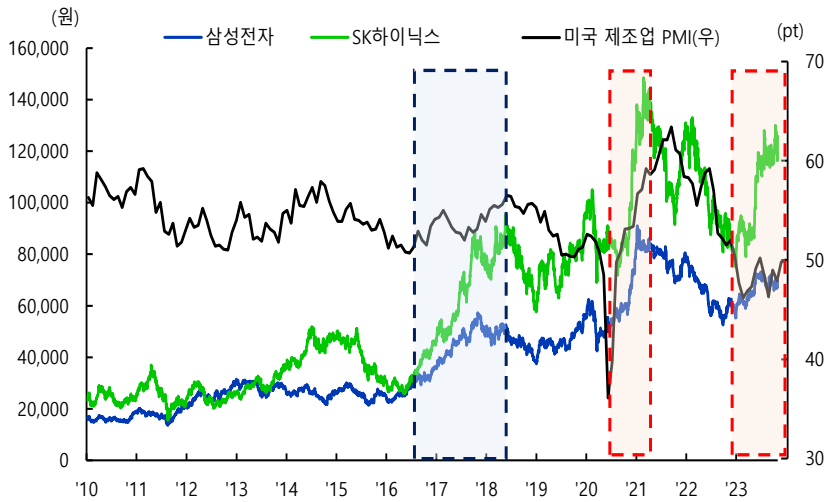
Cycle	Years	기간	수요	공급
상승	'12.12~'15.07	32	IT세트 수요확대	엘피다 파산
하락	'15.08~'16.08	13	스마트폰 침체	
상승	'16.09~'19.01	29	스마트폰,, 서버수요 폭증	투자감소, 일본 지진
하락	'19.02~'19.12	7	서버수요 급감	과잉증설 후유증
상승	'20.01~'22.03	26	코로나19 이후 수요증가	
하락	'22.03~현재	14	인플레이션발 경기침체	투자감소, 감산발표

자료: 산업 자료, 교보증권 리서치센터

2023년 되돌아보기

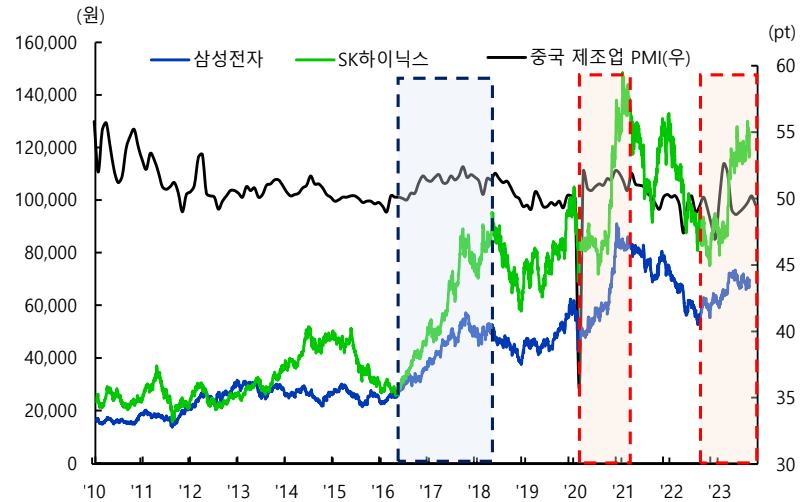
▶ 반도체 가격 및 주요 매크로 지수

■ 반도체 주가와 미국 제조업 PMI 지수



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

■ 반도체 주가와 중국 제조업 PMI 지수



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

■ 미국 ISM 제조업 지수 추이

자료: Bloomberg 교보증권 리서치센터

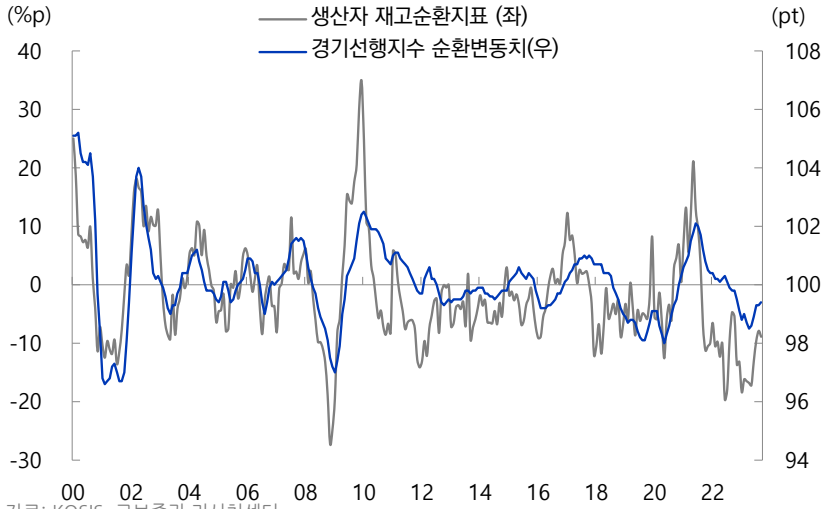
■ 중국 ISM 제조업 지수 추이

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2023년 되돌아보기

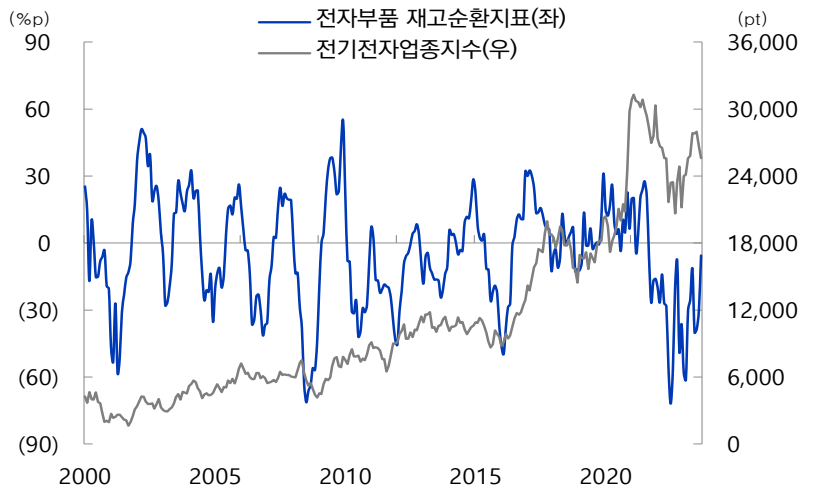
▶ 반도체 가격 및 주요 매크로 지수

■ 경기선행지수 순환 변동치, 생산자 재고 순환 지표 추이



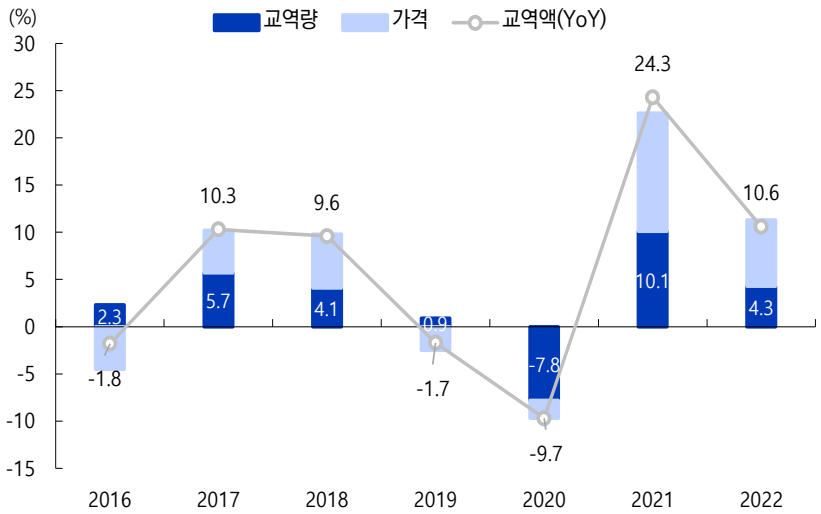
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

■ 반도체 업종지수 및 재고순환지표



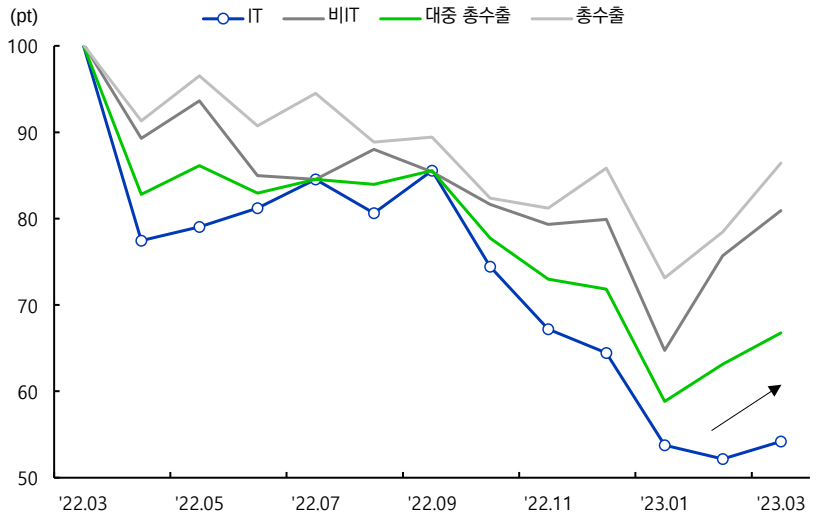
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

■ 글로벌 GDP와 글로벌 교역량



자료: IMF WEO, 교보증권 리서치센터 / 주: 교역은 '상품+서비스 교역'을 의미

■ 중국 봉쇄 이후 부문별 대중국 수출



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2023년 되돌아보기

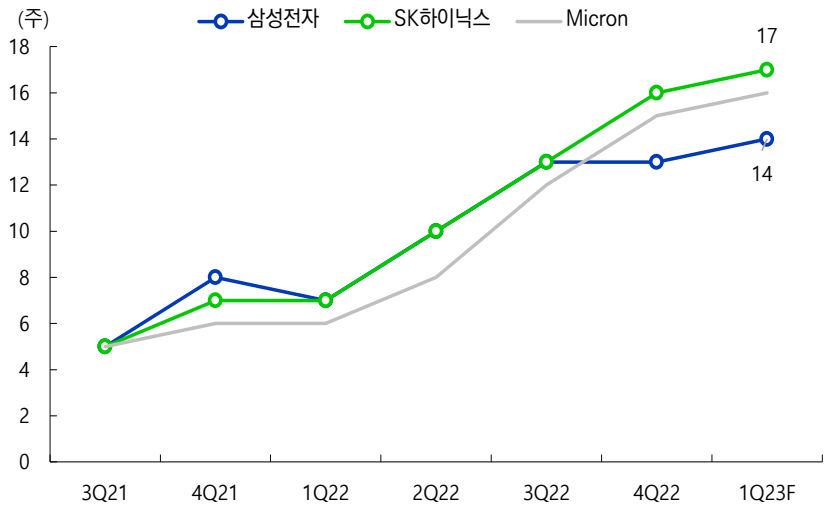
▶ 메모리 업체들의 공격적인 감산 정책

- **메모리 업체들의 적극적인 감산발표:** 코로나19 특수가 끝남에 따라 IT 수요는 하락세를 이어감. 이에 따라 메모리 반도체에 대한 재고가 급증하고 반도체 가격도 하락하며 이는 수익성 악화의 주요 원인으로 작용. 이와 같은 상황을 타개하기 위해 주요 메모리 업체들은 적극적인 감산에 돌입

- DRAM: SK하이닉스와 마이크론은 2H22부터 감산을 시작. SK하이닉스는 기존 감산 규모는 약 20% 수준으로 파악되며, 8~9월 중으로 소재 발주량을 5% 정도 추가로 줄인 것으로 추정. 마이크론 역시 2H22부터 25% 수준의 감산 규모를 유지해왔으며, 3Q23부터 30% 수준으로 감산폭을 늘렸음. 삼성전자는 2Q23부터 감산을 본격화했으며, 감산 규모는 약 25~30% 수준으로 추정

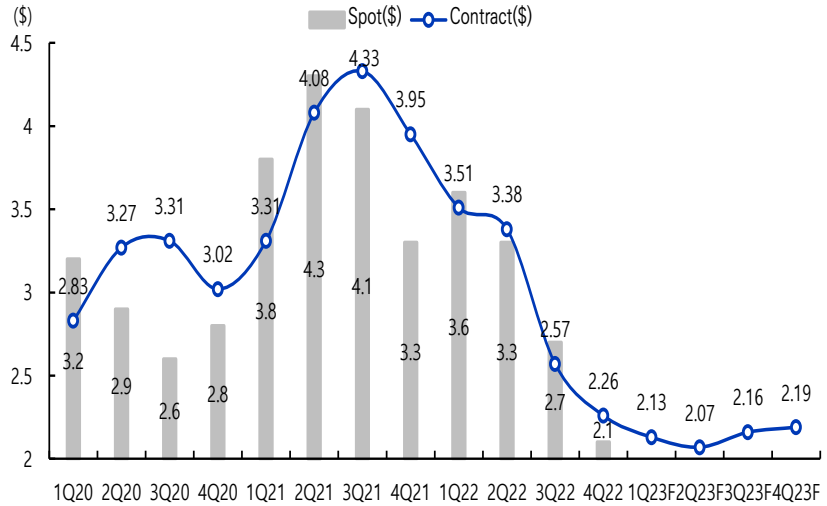
- NAND: 4Q22부터 마이크론과 키옥시아는 각각 30%, 20% 감산에 돌입했으며, 1Q23부터는 SK하이닉스와 웨스턴디지털이 각각 15%씩 감산 시작. 삼성전자는 2Q23부터 감산을 비교적 늦게 시작하였으며, 4분기까지 감산 폭을 35%까지 확대할 것으로 전망됨

■ DRAM 재고일수 추이



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

■ 글로벌 DRAM 현물가격, Contract가격 하락 추이



자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

2023년 되돌아보기

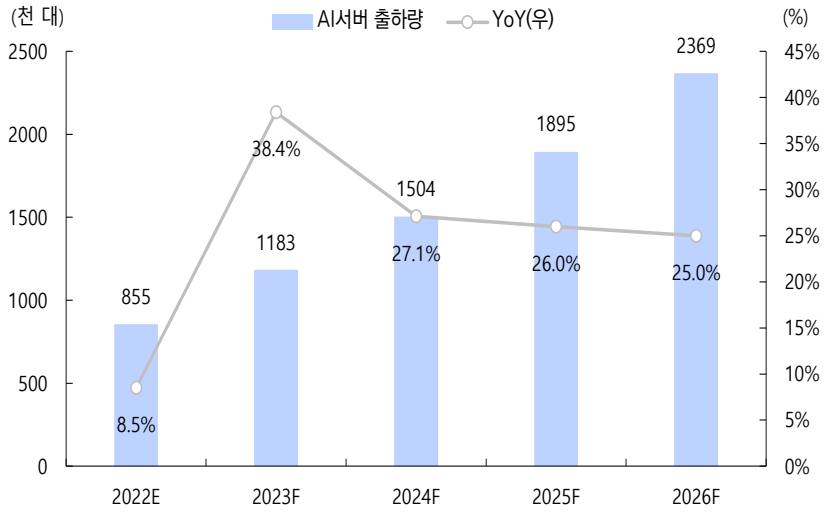
▶ 생성형 AI 기대감으로 불 붙은 반도체

- **인공지능부터 생성형 AI까지:** 인공지능 기술에 대한 관심은 과거 한국에서 열린 Google의 알파고와의 대국에서도 확인할 수 있었음. 이 중 2022년 11월 30일 챗GPT의 베타 버전이 출시되면서 생성형 AI에 대한 본격적인 붐이 일어남. 생성형 AI는 데이터 원본에 대한 학습을 기반으로 새로운 컨텐츠(소설, 시, 이미지 등)를 만들어낼 수 있음.

- **생성형 AI의 산업적 응용**: AI 모델이 하나의 과업을 수행하던 방식을 벗어나 하나의 모델이 여러 과업에 활용할 수 있는 산업의 기반으로 진화.기업 내 필수업무인 판매, 보안, 마케팅 등에서 AI 적용이 가능해지고, 영화 시나리오나 소설, 프로그램의 코딩과 같은 곳에도 생성형 AI가 사용됨에 따라 작업의 효율화가 이루어짐

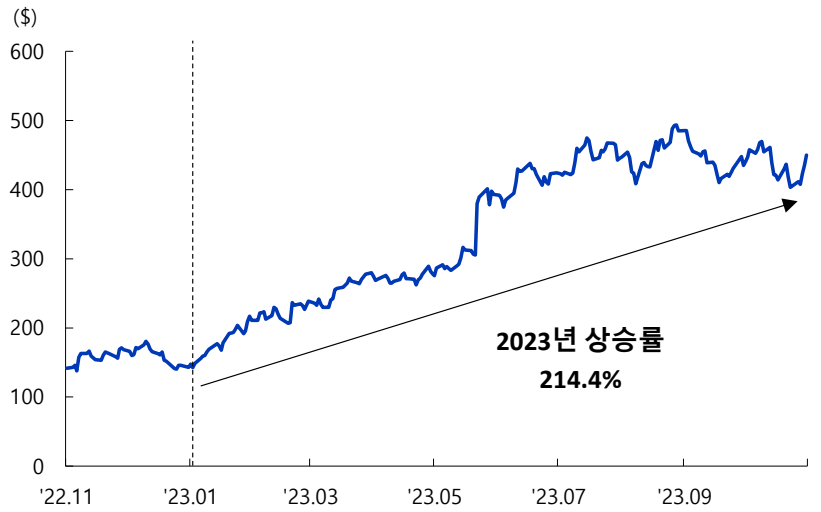
- **생성형 AI와 제조업**: 특히 제조업에서는 제품설계, 제조 프로세스, 품질관리 등의 단계에서 생성형 AI를 사용함에 따라 자동화라는 이점을 더욱 살리는 것이 가능해짐. 생성형 AI는 점차 신약 개발과 반도체 칩 설계와 같은 고부가가치 산업에도 사용될 것으로 전망되며, 이에 따른 첨단 산업의 기술 발전이 더욱 가속화될 것

■ 글로벌 AI서버 출하량 전망 (2022~2026)



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

■ 엔비디아 주가 흐름 (2022.11 ~ 현재)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2023년 되돌아보기

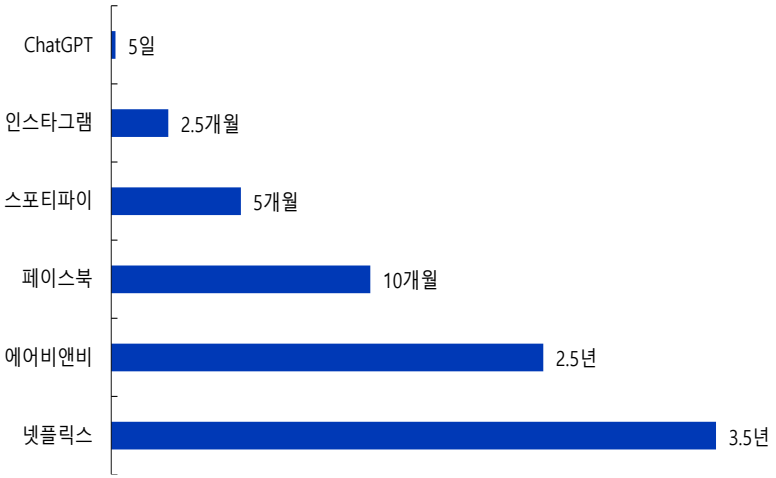
▶ ①생성형 AI 기대감으로 NVIDIA 급등

- **AI용 하드웨어의 필요성:** 앞서 설명한 생성형 AI를 구동하기 위해서는 AI 서버의 필요성이 증가. AI서버는 1)대용량의 데이터를 처리하고 계산 작업을 수행하야 하므로 고성능 하드웨어가 필요하며, 2)동시에 여러 작업을 처리할 수 있는 병렬 처리 능력이 요구되며, 3)대용량의 데이터를 활용할 수 있는 대용량 저장 공간이 필수적.

- **AI용 하드웨어는 NVIDIA**: 현재 AI 서버 시장에서 NVIDIA의 GPU가 60~70%의 높은 시장 점유율을 차지하며 압도적인 우위를 점하고 있음. NVIDIA의 강력한 시장 지배력에는 1)미국 및 중국의 패권 경쟁에 따른 A100 및 A800 모델 수요 증가, 2)A100, H100 모델과 같은 하이엔드 모델의 수익성, 3)챗봇 및 AI 연산에 대한 수요 점진적인 증가가 뒷받침되고 있음

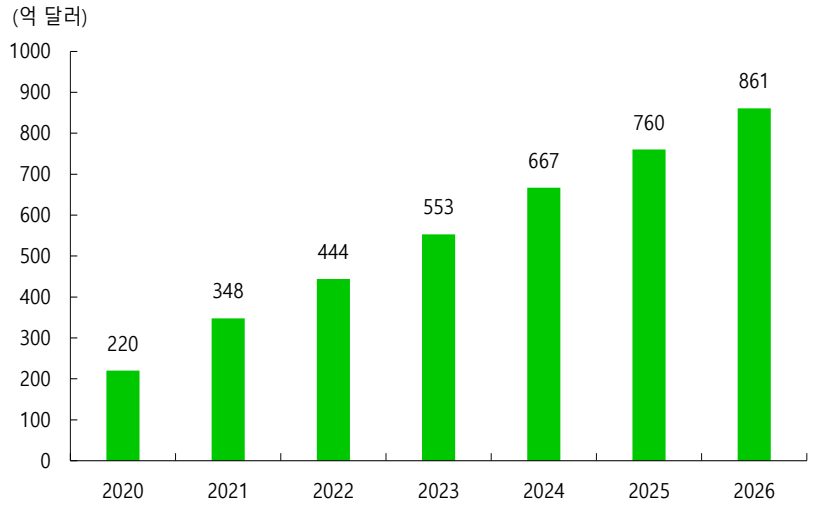
- **NVIDIA로부터 시작된 반도체 랠리:** AI서버에 필요한 NVIDIA의 주요 GPU(A100, H100) 수요가 급증함에 따라 NVIDIA의 '23년 1·2분기 실적은 서프라이즈를 기록. 이로 인해 전반적인 반도체주에 대한 랠리가 시작되었고, HBM에 대한 수요도 증가할 것으로 전망됨에 따라 주요 메모리 업체들의 주가도 동반 상승

■ 서비스별 이용자 100만명 달성 소요기간 비교



자료: 산업 자료, 교보증권 리서치센터

■ 글로벌 AI 반도체 시장 규모 전망



자료: Gartner('23), 교보증권 리서치센터

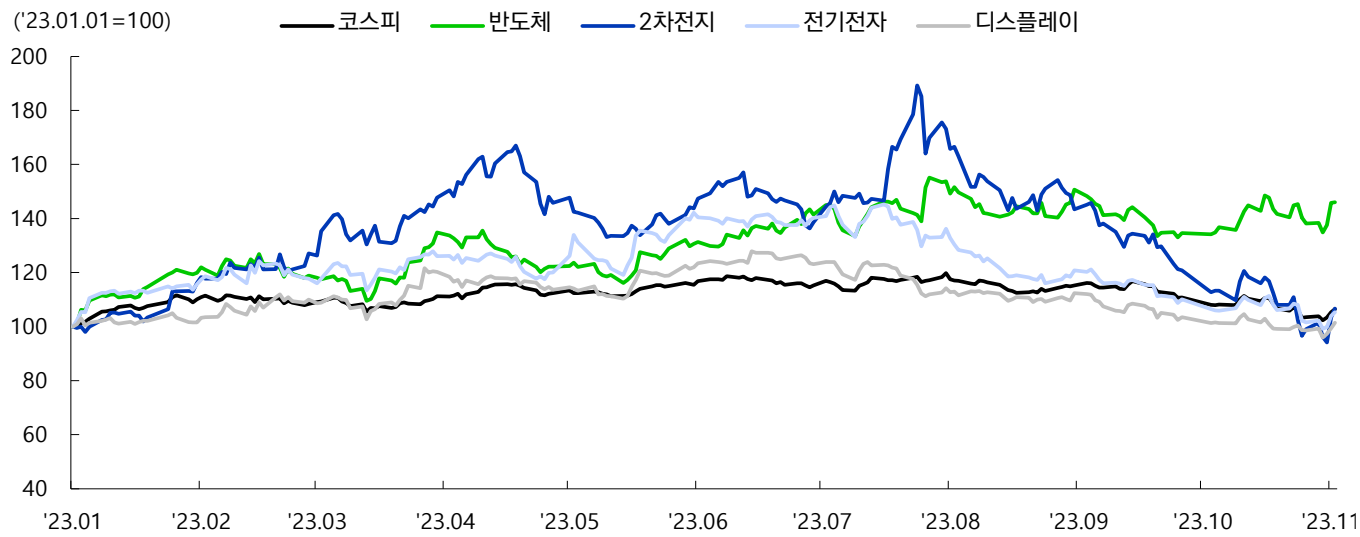
2023년 되돌아보기

▶ 2023년 하반기: 2차전지, 전기전자 vs 반도체 실적 차별화

- **2차전지 주가추이 및 이벤트**: 올해 초 양극재 업체들의 장기공급계약의 발표와 IRA 법안 수혜에 대한 기대감으로 상승
하반기부터 전방 수요 둔화에 대한 우려 및 중국 업체들의 미국 진출 가능성이 대두되면서 주가 흐름이 약세로 전환. 전방 수요 둔화로 인한 Q의 감소와 메탈 시세 하락으로 인한 P의 감소는 2차전지 업체들의 실적 하향세로 이어짐

- **전기·전자 주가추이 및 이벤트**: 연초 주요 업체(LG전자, 삼성전기)별 신사업인 전장 분야의 호조에 대한 기대감으로 상승
하반기 LG전자는 선 수요에 따른 생활가전과 TV 판매 둔화, 삼성전기는 엔화 절하에 따른 경쟁력, LG이노텍은 스마트폰 사이클 성숙에 대한 우려들이 반영. 실적 역시 3분기 대부분의 업체들이 컨센서스에 부합하지 못하였으며 4분기 실적 가이던스도 기대치 하회

■ 주요 섹터별 2023년 YTD 수익률



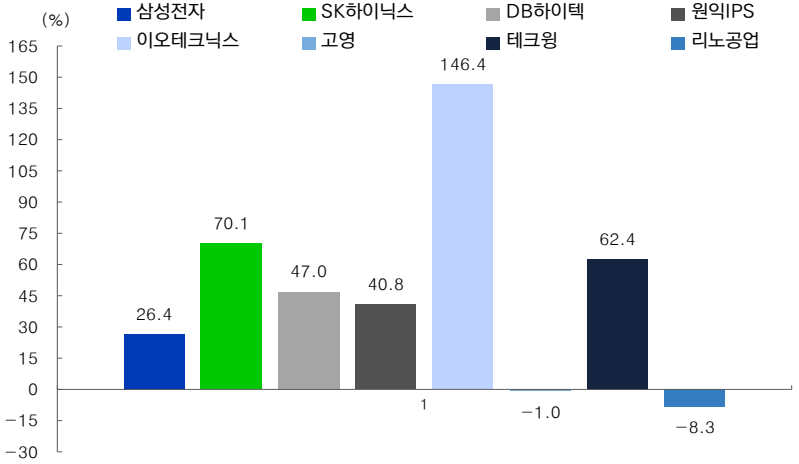
자료 Quantiwise, 교보증권 리서치센터

2023년 YTD 수익률	
KOSPI	6.4%
반도체	46.0%
2차전지	6.7%
전기전자	5.3%
디스플레이	1.4%

2023년 되돌아보기

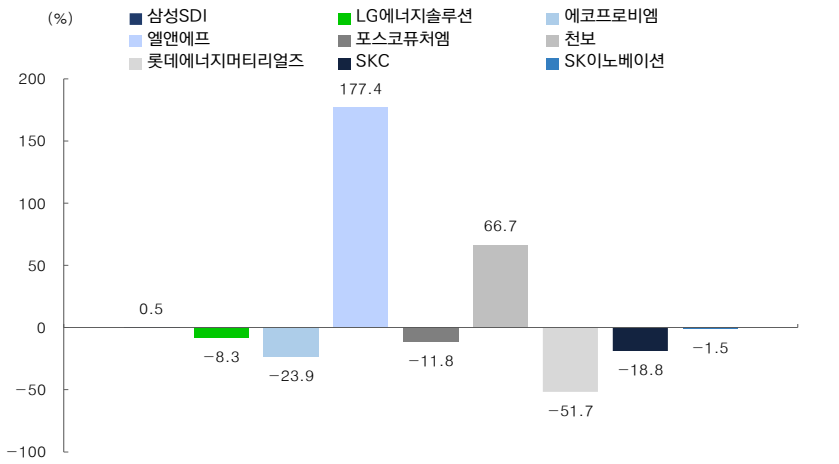
▶ 2023년 하반기: 2차전지, 전기전자 vs 반도체 실적 차별화

반도체 주요 종목 2023년 YTD 수익률 비교



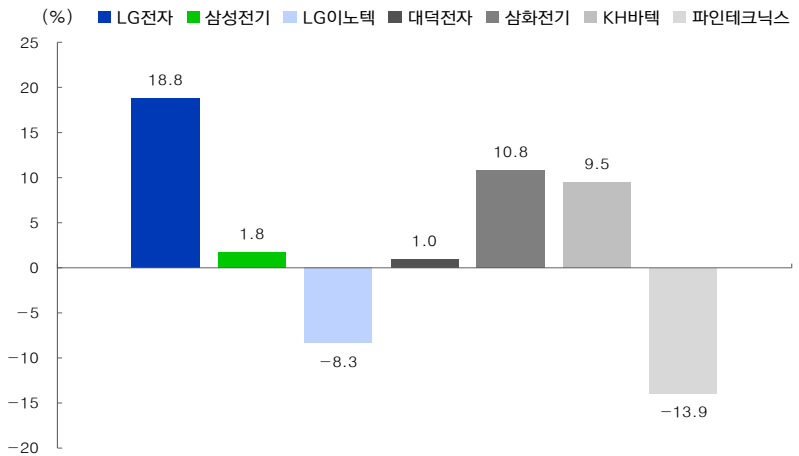
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

2차전지 주요 종목 2023년 YTD 수익률 비교



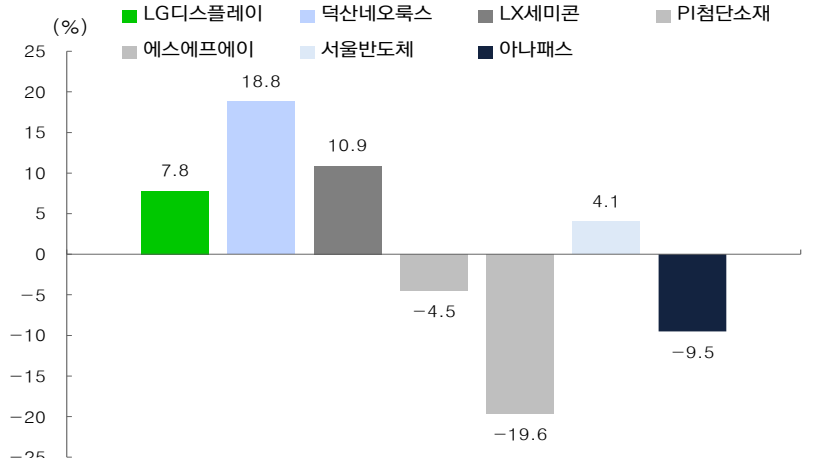
자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

전기/전자 주요 종목 2023년 YTD 수익률 비교



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

디스플레이 주요 종목 2023년 YTD 수익률 비교



자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

IT 최보영 책임연구원

Ⅲ. 2024년 전망

2024년 전망_①Macro

▶ 주요 매크로 지표_연착륙, 저성장

- **2024년 글로벌 경기 '연착륙' 과 '저성장'을 전망**

견조한 미국 경제와 경제지표들의 정상화 움직임, 글로벌 중앙은행들의 통화정책 변화전망으로 경기침체 우려 완화

누적된 고물가 및 고금리 영향으로 인한 경제 활동 둔화에 따라 추세 이하의 저성장을 기록할 것

글로벌 유동성은 연준의 양적 긴축(QT)이 시작된 이후 하락, 미국 명목 GDP의 20%까지 연준의 자산축소 지속될 것

- **국가별**

미국: 소비 여력의 한계와 및 대선 등의 변수로 정부 지출에 대한 기대감 크지 않을 것

중국 :정부의 디레버리징 정책으로 부동산 경기부진 지속되나 중국의 경기 부양에 대한 의지는 기대

유럽 : 고금리, 고물가와 에너지 가격 고공행진에 따른 제조업 경기 침체 지속될 것

■ 글로벌 경제 지표 전망

	2023				2024				'22	'23	'24
	1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	연간	연간(E)	연간(E)
한국 GDP	0.9	0.9	1.4	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1	2.6	1.4	2.0
한국 CPI	4.7	3.2	3.1	3.1	2.6	2.5	2.2	2.1	5.1	3.5	2.4
미국 GDP	2.2	2.1	4.9	1.0	0.3	0.8	1.2	1.7	1.9	2.4	1.4
미국 CPI	5.8	4.0	3.5	3.4	3.2	2.9	2.6	2.3	8.0	4.2	2.8
달러 인덱스	102	103	106	104	103	100	102	100	104	104	101
원/달러	1,302	1,318	1,348	1,320	1,290	1,270	1,260	1,240	1,260	1,310	1,240

자료: 교보증권 리서치센터 추정

■ 연준 지준 및 명목 GDP대비 연준 자산비중 추이 및 전망

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_①Macro

▶ 주요 매크로 지표_연착륙, 저성장

■ 2023~2024년 전세계 및 주요국 경제성장률 전망 변화

구분	기간	IMF		세계은행		OECD		Bloomberg 컨센서스		
		이전	수정	이전	수정	이전	수정	최고	중간	최저
전세계	2023	3	3	1.7	2.1	2.7	3	3.8	2.8	0.4
	2024	3	2.9	2.7	2.4	2.9	2.7	4.1	2.6	-0.4
미국	2023	1.8	2.1	0.5	1.1	1.6	2.2	2.5	2.3	0.9
	2024	1	1.5	1.6	0.8	1	1.3	3.1	1.0	-0.1
유로	2023	0.9	0.7	0	0.4	0.9	0.6	1	0.5	0.2
	2024	1.5	1.2	1.6	1.3	1.5	1.1	1.5	0.7	-0.4
일본	2023	1.4	2	1	0.8	1.3	1.8	2.4	2.9	1.1
	2024	1	1	0.7	0.7	1.1	1	1.6	1.0	0.3
중국	2023	5.2	5	4.3	5.6	5.4	5.1	5.6	5.2	4.5
	2024	4.5	4.2	5	4.6	5.1	4.6	5.5	4.5	3.9
한국	2023	1.4	1.4			1.5	1.5	1.5	1.3	1.0
	2024	2.4	2.2			2.1	2.1	2.6	2.1	1.2

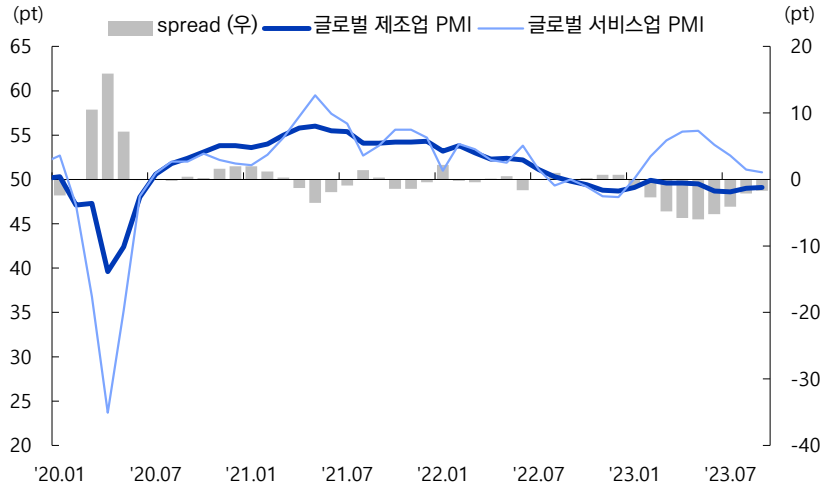
자료: IMF, 세계은행, OECD, Bloomberg, 교보증권 리서치센터 추정

2024년 전망_①Macro

미국 장단기 금리 추이

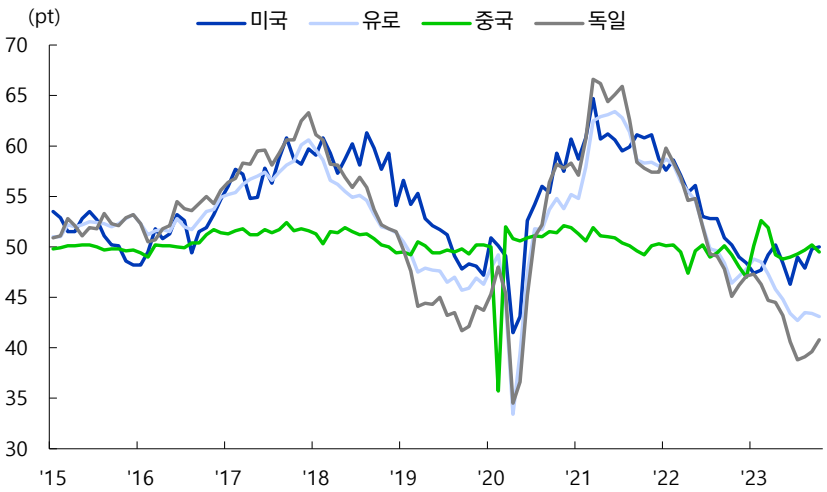
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 제조업 서비스업 PMI와 스프레드



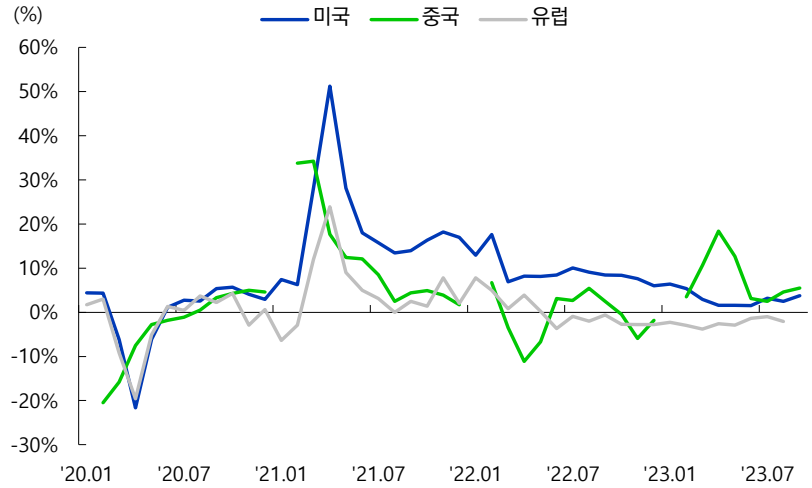
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 ISM 제조업 지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 소매매출 지수 (미국, 중국, 유럽)

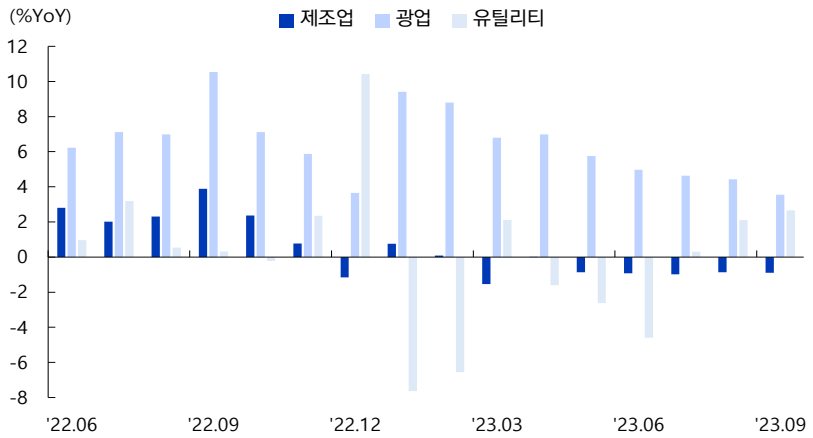


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

▶ 제조업 업황에 따라 전반적으로 둔화될 기업 활동

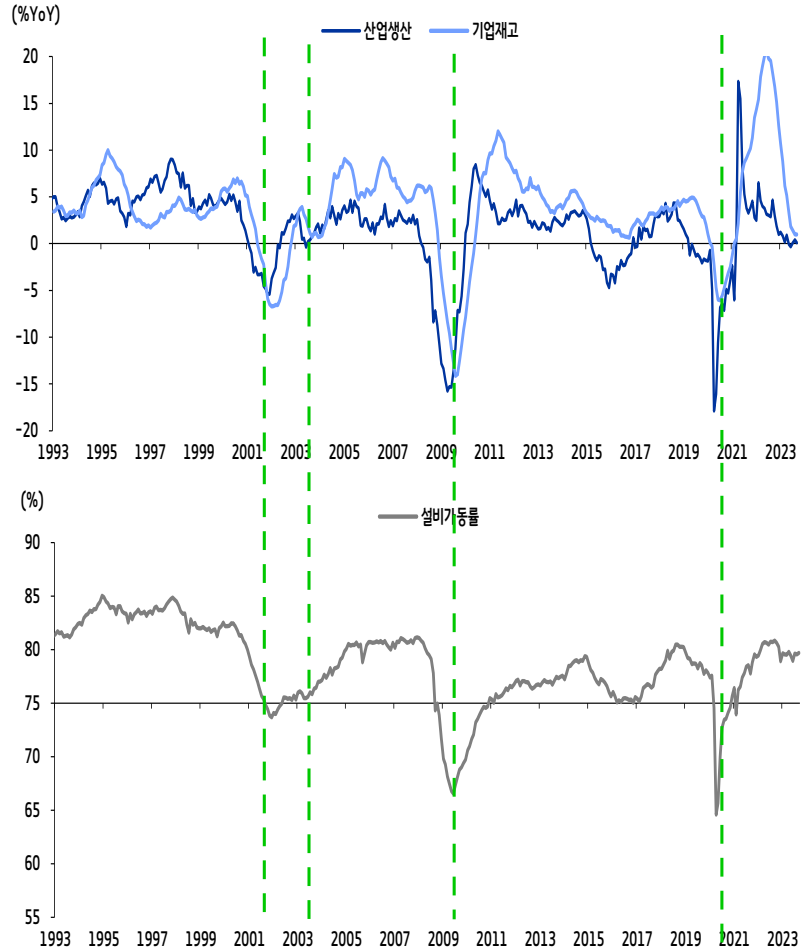
- 서비스업을 중심으로 경제 회복이 진행되고 중국과 주요 선진국의 수요 둔화가 지속되면서 제조업 업황 둔화는 장기화
- 산업생산은 2023년 7월 플러스 전환한 이후(YoY +0.1%), 플러스를 유지. 다만 제조업 부문은 5월 -0.9%를 기록한 이후 5개월 연속 마이너스 지속
- 재고가 감소세를 보이고 신규 주문이 2023년 8월 이후 플러스 전환한 점은 긍정적이나 업황 개선에 기대감을 가지기에는 제한적

■ 주요 산업별 산업생산 증가율



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

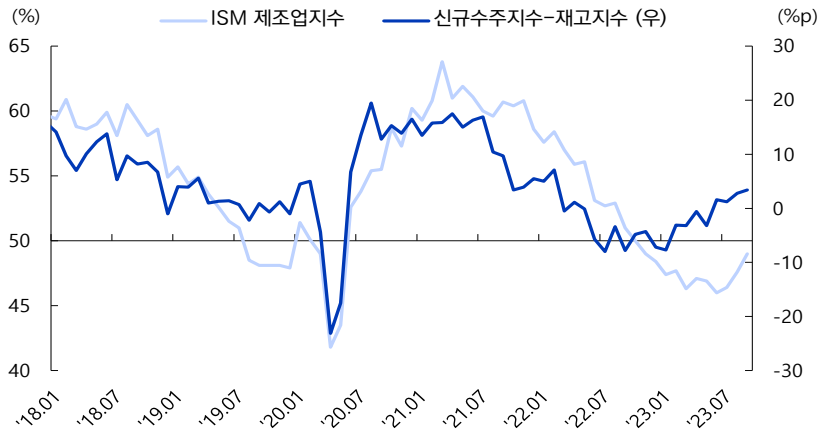
■ 산업생산 및 기업재고 증가율과 설비가동률 추이



자료: CEIC, 교보증권 리서치센터

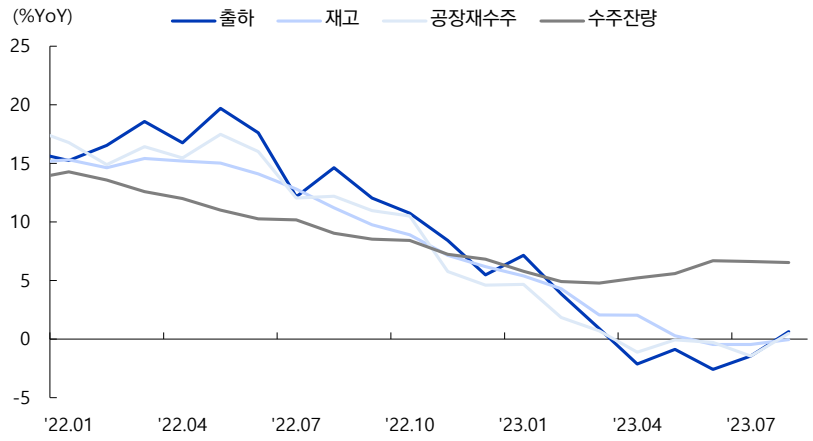
▶ 기저 효과는 기대되지만, 모멘텀 회복까지는 시간이 필요

ISM 제조업 지수와 세부항목



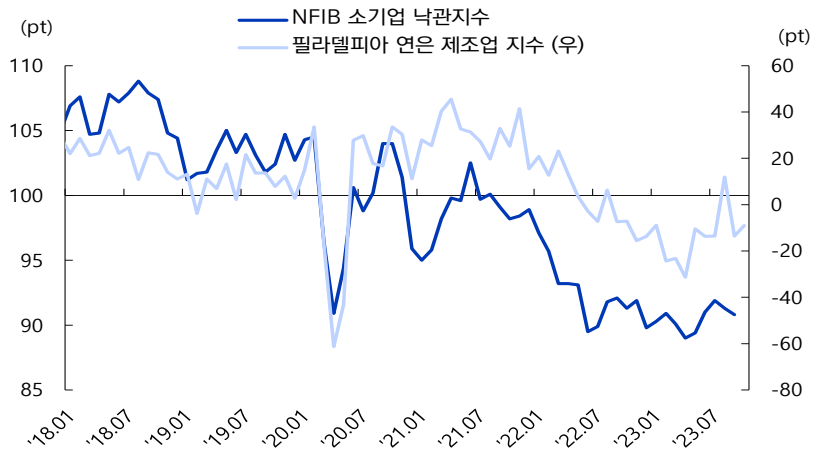
자료: Philadelphia FED, CEIC, 교보증권 리서치센터

제조업 세부항목 증가율



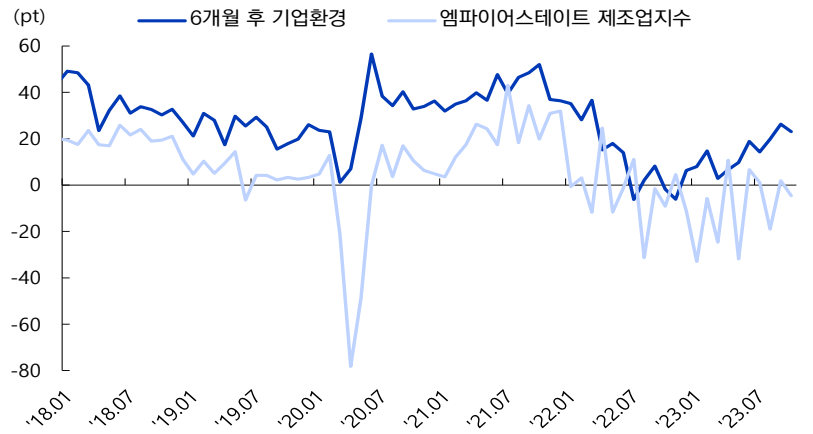
자료: Philadelphia FED, CEIC, 교보증권 리서치센터

필라델피아 연은 제조업지수와 소기업 낙관지수



자료: Philadelphia FED, CEIC, 교보증권 리서치센터

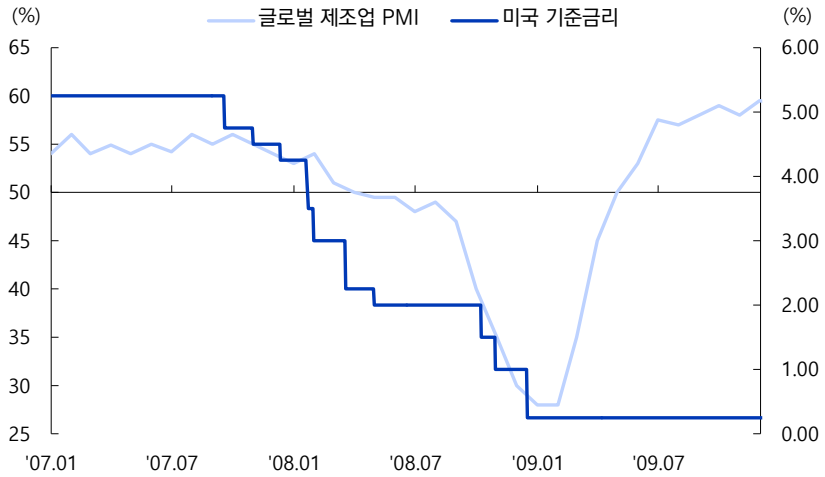
엠파이어스테이트 제조업 지수와 6개월 경기 전망



자료: Philadelphia FED, CEIC, 교보증권 리서치센터

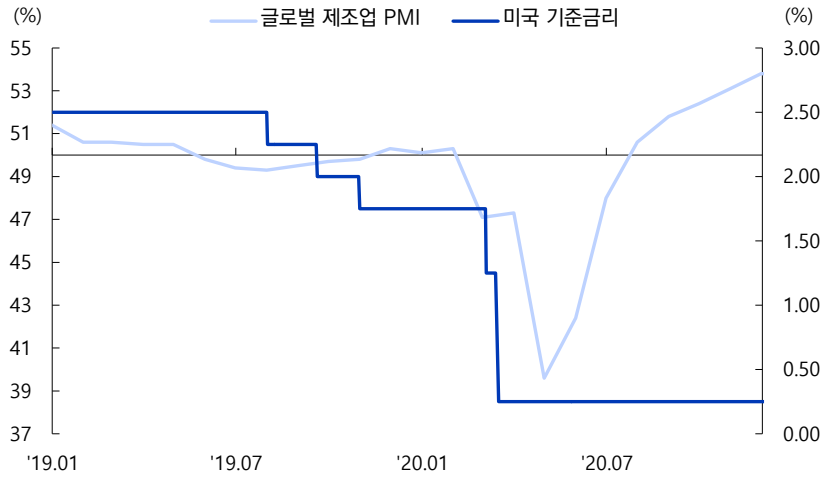
2024년 전망_①Macro

기간별 글로벌 제조업 PMI와 미국 기준금리 (2007 ~ 2009)



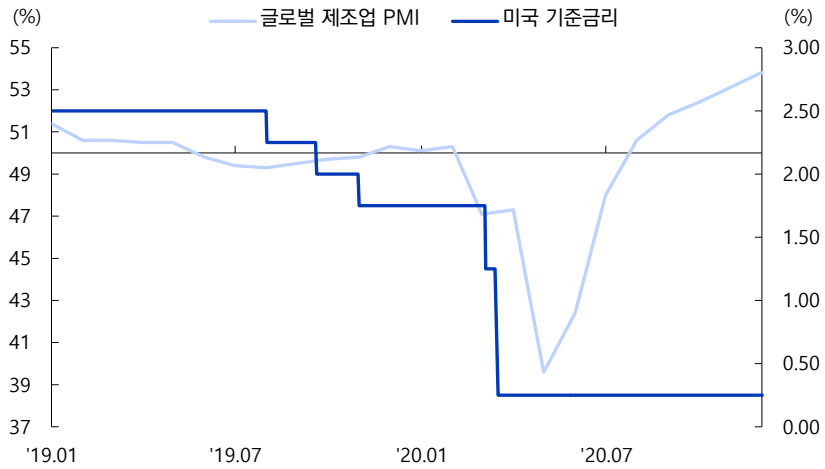
자료: IMF, OECD, CEIC, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

기간별 글로벌 제조업 PMI와 미국 기준금리 (2019 ~ 2020)



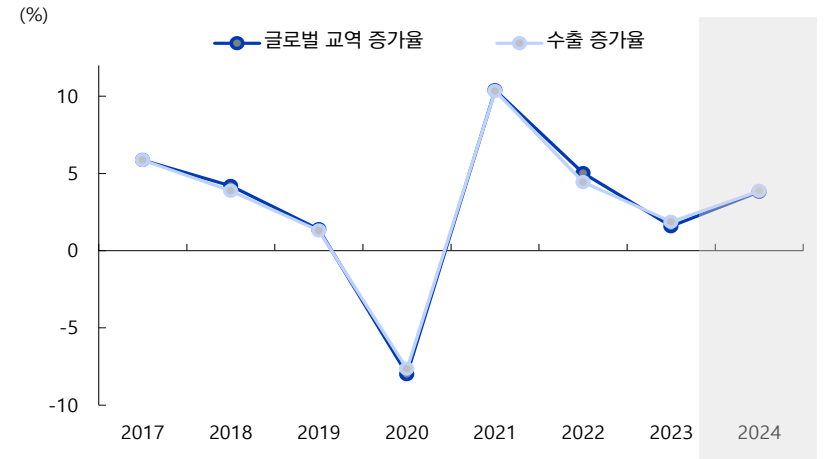
자료: IMF, OECD, CEIC, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

기간별 글로벌 제조업 PMI와 미국 기준금리 (2022 ~ 2023)



자료: IMF, OECD, CEIC, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 수출 및 교역 증가율



자료: IMF, OECD, CEIC, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

▶ 미국_ 고금리와 고물가로 누적된 피로감에 소비 및 투자 모멘텀 위축으로 경제 성장이 둔화될 것

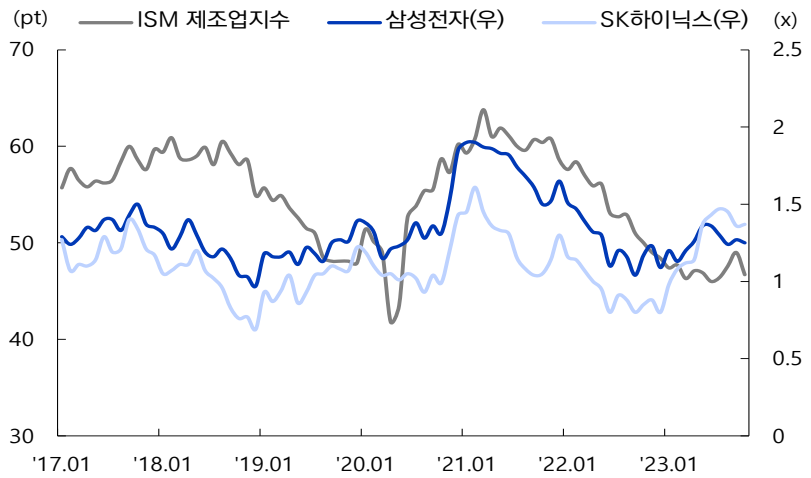
- **미국 물가 하락 속도의 둔화는 고금리 장기화로 연결되며 미국 IT 소매매출 상승 여력은 제한적일 것**

3Q23 우려와 달리 미국 경제는 견조한 모습을 보이고 있으나 소비 중심의 내수 성장이 주요 성장의 동력
완화되는 고용시장과 함께 높아진 가계부채로 낮아진 현금가용성은 점진적으로 가계소비에 부담요인으로 작용
서비스업 중심의 경제회복, 중국과 주요 선진국의 수요 둔화로 제조업 업황 반등은 제한적
미국 정부부채는 법정 한도를 초과하는 수준으로 증가하고 있으나 2024년 총선을 앞두고 적극적인 지출 감소는 어려움

- **미국 ISM 제조업지수**

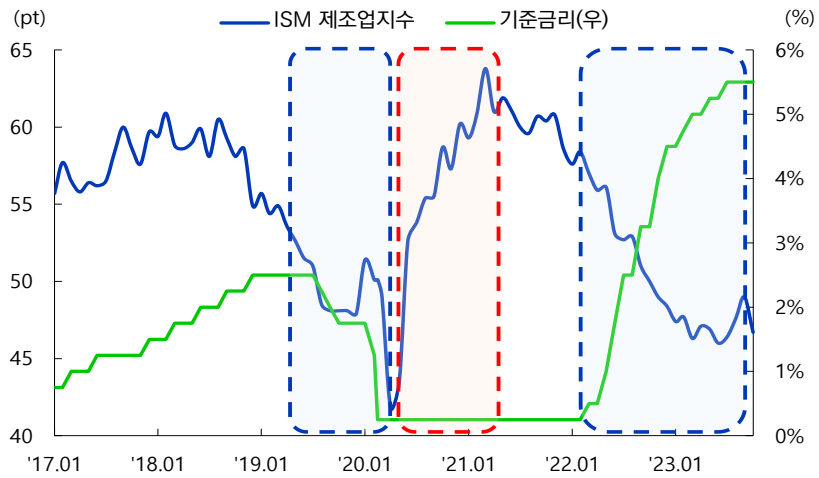
미국의 IT 소매 매출은 23년 5~6월 두 달 연속 상승을 뒤로하고 7월 다시 전월 대비 2.3% 감소
제조업지수는 47.6 (MoM+1.2%p) 여전히 기준선인 50 이하로 10개월 연속 침체 상태를 유지

■ 미국 ISM 제조업 지수와 삼성전자, SK하이닉스 P/B 배수



자료:Bloomberg, 교보증권 리서치센터

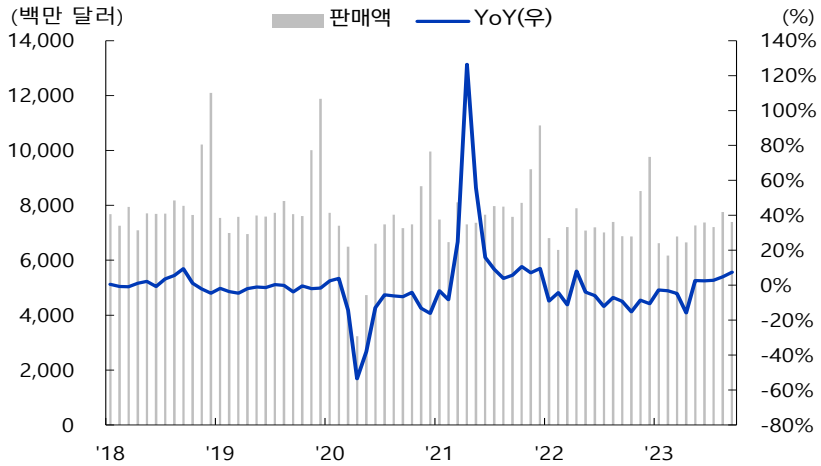
■ 미국 기준금리와 제조업 ISM 지수 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

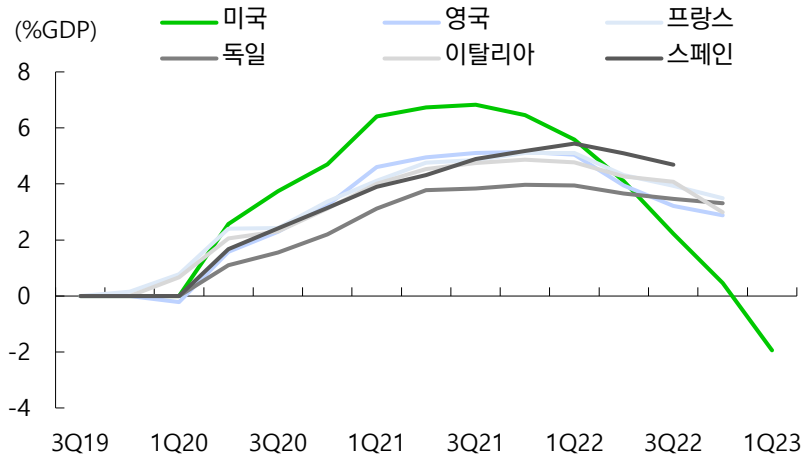
2024년 전망_①Macro

미국 IT 소매 매출 추이



자료: U.S. Census Bereau, 교보증권 리서치센터

미국 GDP대비 누적 초과 저축액



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

미국 ISM 제조업 지수 추이

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

반도체 주가와 미국 제조업 PMI 지수

자료: Quantiwise, 교보증권 리서치센터

▶ 중국_여전히 더딘 회복세를 보이는 부동산 경기, 그러나 정부의 경기부양의지 전달

- **중국 부동산 경기위축으로 기업들의 유동성 악화**

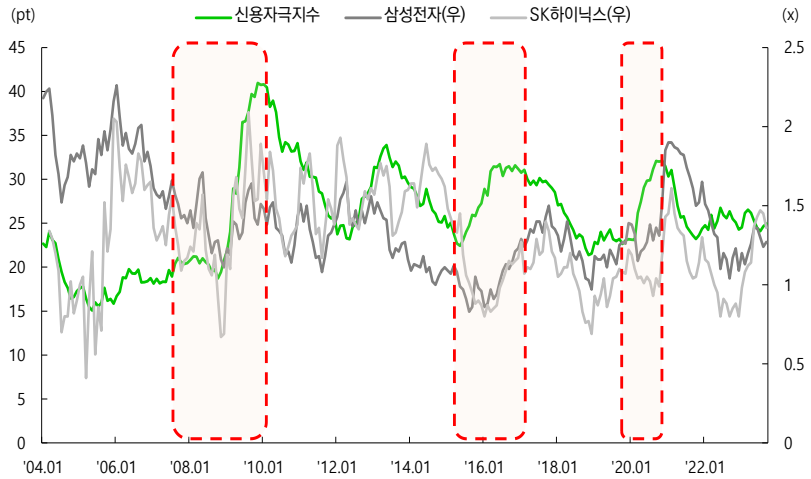
중국 경제의 25%를 차지하는 핵심산업이었던 부동산은 정부의 디레버리징 정책을 통해 지방중심의 부동산 경기 위축
글로벌 제조업 업황 부진과 선진국들의 니어쇼어링(near-shoring) 움직임으로 중국 수출 위축

- **중국 경기 부양에 대한 의지 전달로 기대감 확대**

2024년 당국 정치회의를 앞두고 부양책 발표 및 부양 의지 전달에 대한 기대감 지속
가계 역시 늘려오던 저축을 줄이고 소비 지출 확대 움직임이 감지되면서 소비 활동 개선이 점진적으로 나타날 것

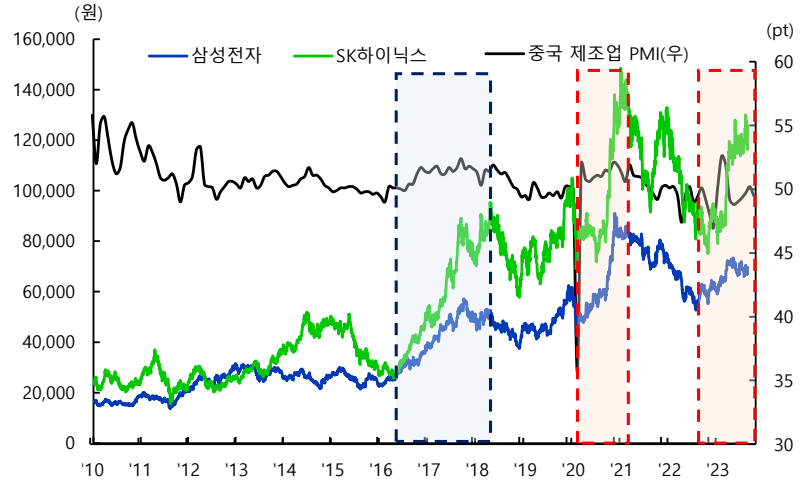
중국 제조업 PMI지수는 49.5로 YOY +0.6%, 신용자극지수 24.94로(9월 기준) YOY -5%
가전 및 AV(Audio & Visual) 제품, 통신기기(Communication Appliances) 제품도 YoY -5%로 부진

■ 중국 신용자극지수와 삼성전자, SK하이닉스 12MF PBR 추이



자료:Bloomberg, 교보증권 리서치센터

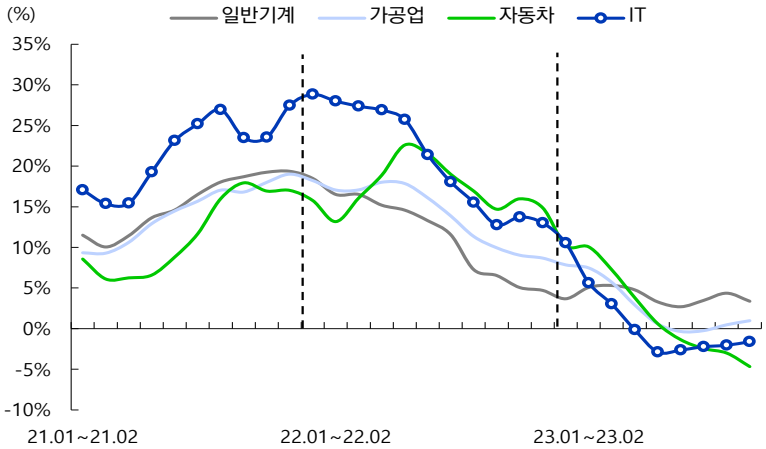
■ 중국 제조업 PMI 지수와 삼성전자, SK하이닉스 주가



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

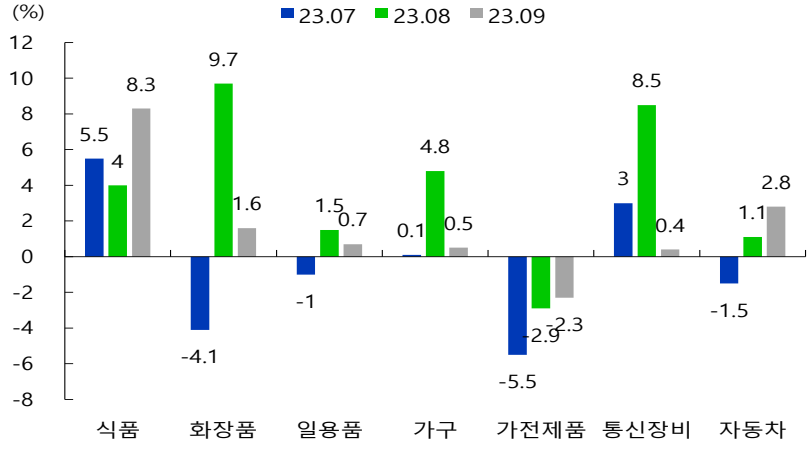
▶ 중국_여전히 더딘 회복세를 보이는 부동산 경기, 그러나 정부의 경기부양 의지 전달

■ 중국 산업별 재고 현황(전년 대비 %)



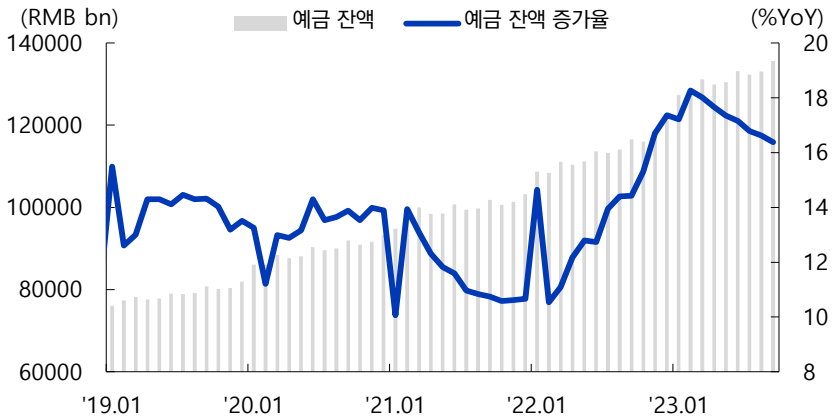
자료: 중국 국가통계국, 교보증권 리서치센터

■ 중국품목별 소매판매(YoY 성장률)



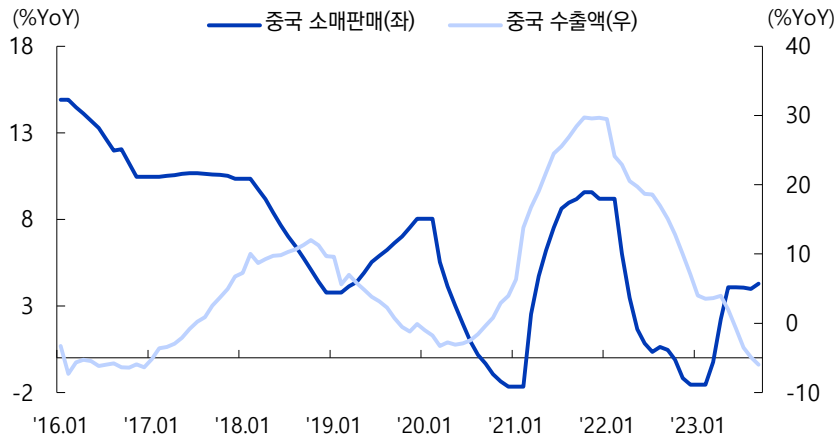
자료: 중국 국가통계국, 교보증권 리서치센터

■ 중국 예금 잔액과 증가율



자료: 중국 인민은행, 교보증권 리서치센터

■ 중국 소매판매와 수출액 증가율



자료: 중국 국가통계국, 교보증권 리서치센터

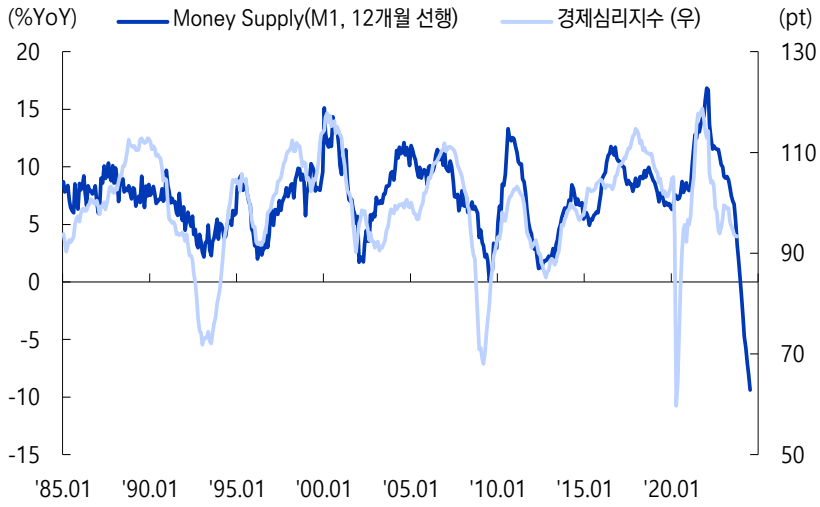
▶ 유럽, 경기회복에 대한 낮은 기대

- **유로존 낮은 성장 모멘텀 지속**

유로존 경제도 낮은 성장 모멘텀을 바탕으로 유로화 실질 실효환율은 2015년 이후 장기평균선 하회
미국보다 약 1개 분기 정도 기준금리 인하에 나설 것으로 전망되는 만큼 고금리 영향을 지속적으로 받을 것으로 전망
유로존의 물가 둔화 속도가 빨라지고 있지만, 아직 전반적으로 높은 수준으로 고물가의 장기화에 따른 소비 침체 지속
높은 수준의 변동금리와 에너지 및 고물가에 따른 소비 부진으로 제조업 경쟁력 약화

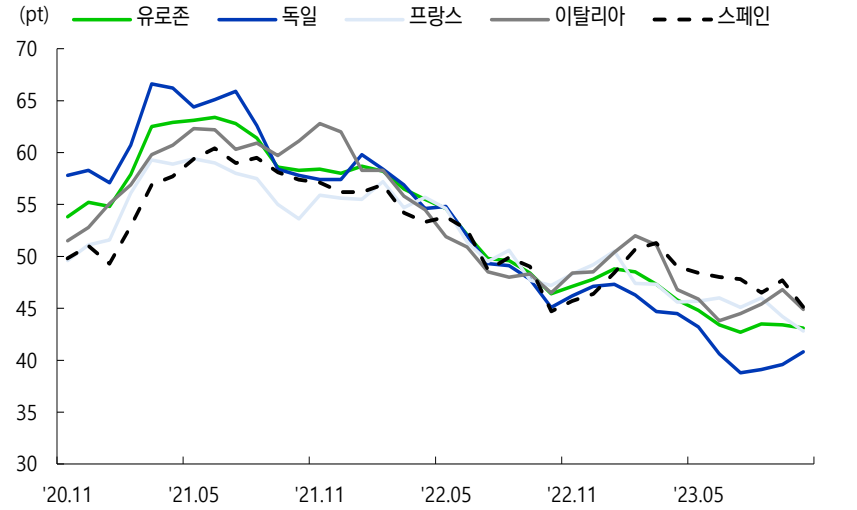
- **유로존 제조업 PMI 등을 살펴보면, 경기 하방 압력이 매우 높은 것을 확인**

■ 유로존 경제심리지수와 M1 증가율



자료:Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ 유로존 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

▶ 전방 IT업황 : 글로벌 스마트폰, PC, 서버 수요 전망

- **2024년에는 PC와 스마트폰 AI서버 증가를 통한 완만한 수요 회복을 전망**

2022년 러·우 전쟁, 중국 봉쇄, 글로벌 물가 상승이 유발한 유례없는 수요 절벽, 2023년 중국의 수요의 부진과 유럽 고금리 고물가로 경기부진 지속, 2024년 낮은 기저로 인한 완만한 수요회복 전망

✓ 스마트폰 출하량: 12.01억대로 전년대비 +2.2%의 성장을 전망

✓ PC 판매량: 2.6억 만 대로 YoY +3.7%의 성장을 전망

✓ 서버 판매대수: 1,625만대로 YoY +8.8% 의 성장을 전망

■ IT 기기별 분기·연도 판매대수 추이 및 전망

IT 기기별	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
스마트폰 판매대수(억대)	**3.14**	**2.88**	**3.03**	**3.01**	**2.69**	**2.68**	**2.95**	**3.18**	**12.06**	**11.50**	**12.01**
YoY	*-12.6%*	*-9.4%*	*-11.4%*	*-18.9%*	*-14.6%*	*-7.8%*	*-4.8%*	*4.2%*	*-13.2%*	*-5.8%*	*2.2%*
QoQ	*-14.6%*	*-7.6%*	*5.6%*	*-2.7%*	*-10.1%*	*-0.2%*	*8.9%*	*6.6%*			
GB/Smartphone(Mil.unit)	10,290.4	9,490.1	8,621.2	8,505.4	8,967.6	9,846.3	10,487.1	11,384.9	40,286.4	36,907.1	40,685.8
YoY	*7.2%*	*-4.2%*	*-16.4%*	*-18.7%*	*-12.9%*	*3.8%*	*21.6%*	*33.9%*	*15.3%*	*-8.4%*	*10.2%*
QoQ	*-1.7%*	*-7.8%*	*-9.2%*	*-1.3%*	*5.4%*	*9.8%*	*6.5%*	*8.6%*			
서버 판매대수(만대)	**335**	**385**	**396**	**378**	**331**	**368**	**384**	**410**	**1495**	**1493**	**1625**
YoY	*14.3%*	*14.1%*	*13.1%*	*1.4%*	*-1.1%*	*-4.5%*	*-3.1%*	*8.4%*	*10.4%*	*-0.1%*	*8.8%*
QoQ	*-10.3%*	*14.9%*	*3.0%*	*-4.5%*	*-12.5%*	*10.9%*	*4.5%*	*6.8%*			
GB/Server(Mil.unit)	10,124	9,542	8,835	8,889	9,220	10,181	11,114	12,414	36,602	37,391	42,928
YoY	*18.3%*	*7.7%*	*-5.0%*	*-10.1%*	*-8.9%*	*6.7%*	*25.8%*	*39.7%*	*22.8%*	*2.2%*	*14.8%*
QoQ	*2.4%*	*-5.7%*	*-7.4%*	*0.6%*	*3.7%*	*10.4%*	*9.2%*	*11.7%*			
PC 판매대수(억대)	**0.57**	**0.61**	**0.67**	**0.67**	**0.60**	**0.62**	**0.69**	**0.70**	**2.92**	**2.52**	**2.61**
YoY	*-28.8%*	*-13.9%*	*-9.5%*	*0.0%*	*4.5%*	*1.7%*	*4.1%*	*4.5%*	*-16.6%*	*-13.7%*	*3.7%*
QoQ	*-15.0%*	*7.4%*	*9.1%*	*0.4%*	*-11.2%*	*4.5%*	*11.6%*	*0.8%*			
GB/PC(Mil.unit)	3,380.5	3,204.0	2,968.0	2,977.0	3,127.0	3,469.2	3,686.0	3,917.9	13,838.0	12,529.5	14,200.1
YoY	*-0.4%*	*-6.9%*	*-15.6%*	*-14.6%*	*-7.5%*	*8.3%*	*24.2%*	*31.6%*	*18.9%*	*-9.5%*	*13.3%*
QoQ	*-3.0%*	*-5.2%*	*-7.4%*	*0.3%*	*5.0%*	*10.9%*	*6.3%*	*6.3%*			

자료: IDC, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_②전방 IT 업황

▶ 스마트폰 시장: 12.01억대로 전년대비 +2.2%의 성장을 전망

- **2024년 스마트폰 시장 YoY +2.2%로 반등 전망**

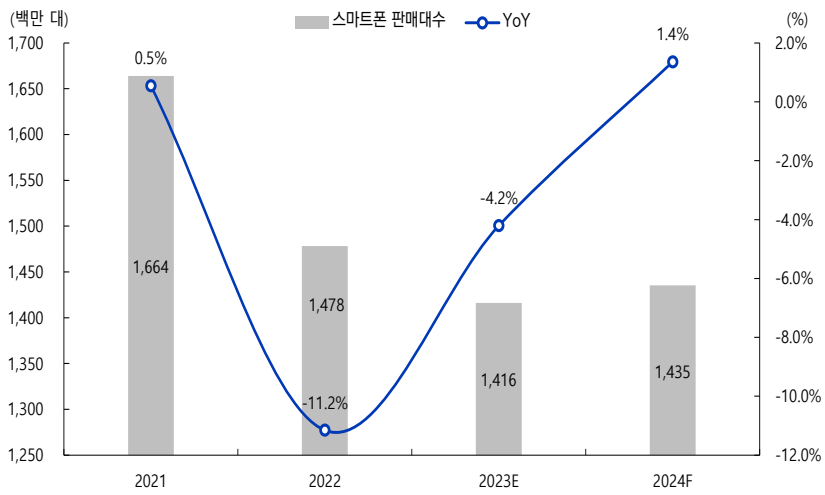
7월 글로벌 스마트폰 판매량 8,998만대(YoY -5.0%,MoM +1.9%)로 1Q23 저점을 찍고 역성장 폭 감소

애플 Pro 시리즈, 폴더블폰 등 고가 프리미엄 폰의 비중이 20% 수준으로 ASP강세

중국 8월 스마트폰 1,793만대(YoY -1%, MoM +4%), 핸드셋 1,899만대(YoY 0%, MoM +2%)

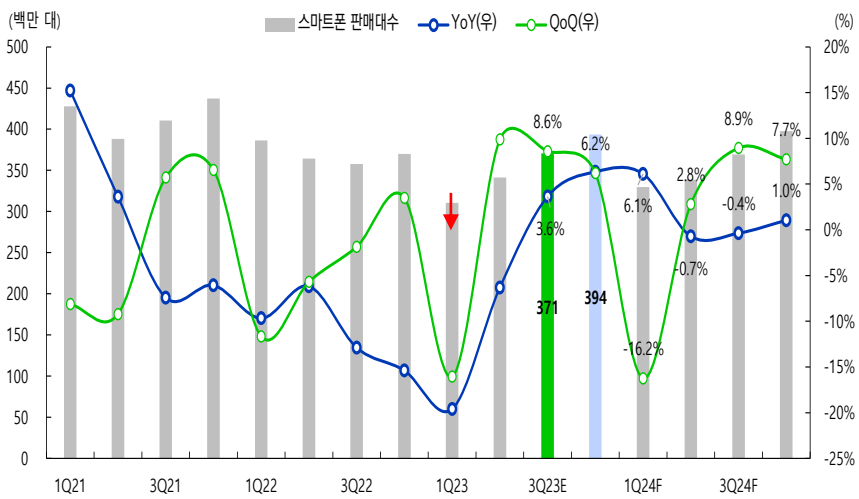
제조업체들의 타이트한 운영으로 건전한 수준의 재고 레벨로 파악되며 광군제(11월)등의 이벤트로 하반기 계절성 기대

■ 연도별 스마트폰 판매량 추이 및 전망



자료:Bloomberg, 교보증권 리서치센터

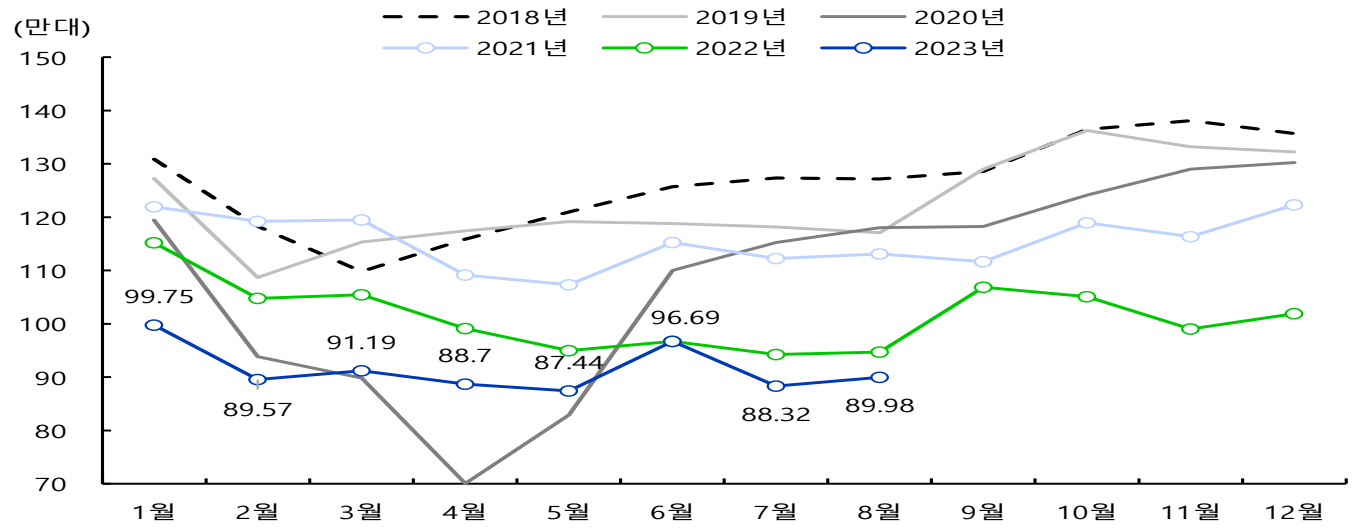
■ 분기별 스마트폰 판매량 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

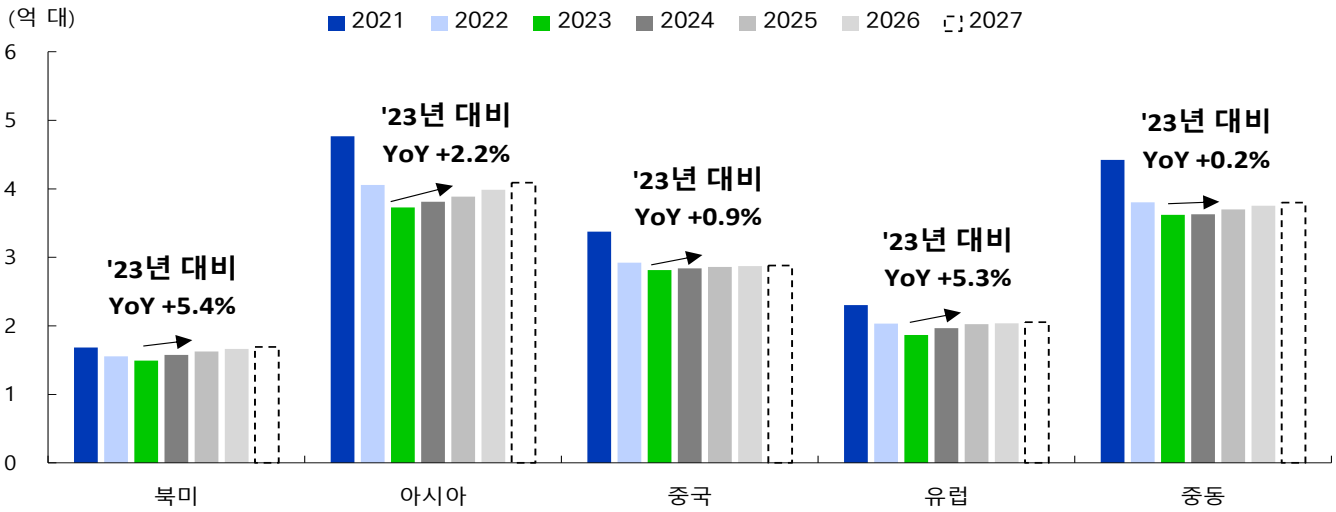
2024년 전망_②전방 IT 업황

■ 월별 글로벌 스마트폰 판매량 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

■ 지역별 글로벌 스마트폰 판매량 추이 및 전망 (2023년 VS 2024년)



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_②전방 IT 업황

▶ PC 판매량: 2.6억대로 YoY +3.7%의 성장을 전망

- **2024년 PC 판매량 시장 YoY +3.7%로 반등**

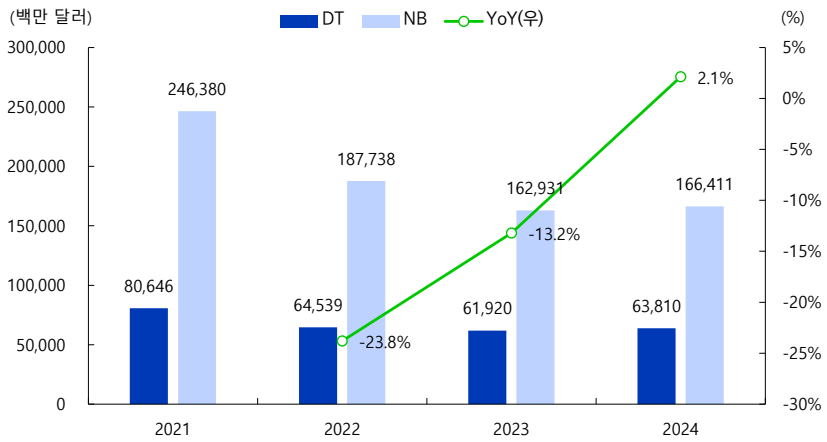
PC 시장은 모바일 기기 보급 이후 갈수록 축소, 2020~2021년 코로나 특수 이후 기고 효과가 소멸되며 판매 절벽

2020년 이후 PC 시장은 중국 내 각종 부품 생산 업체와 완제품 위탁생산(ODM) 업체의 조업 중단, 부품·완제품 수송 등 공급망 문제에 큰 영향

데스크톱PC는 윈도 10 운영체제 종료(25년 10월) 등의 영향으로 제품 교체에 따른 데스크탑 시장 상황이 좋아질 것

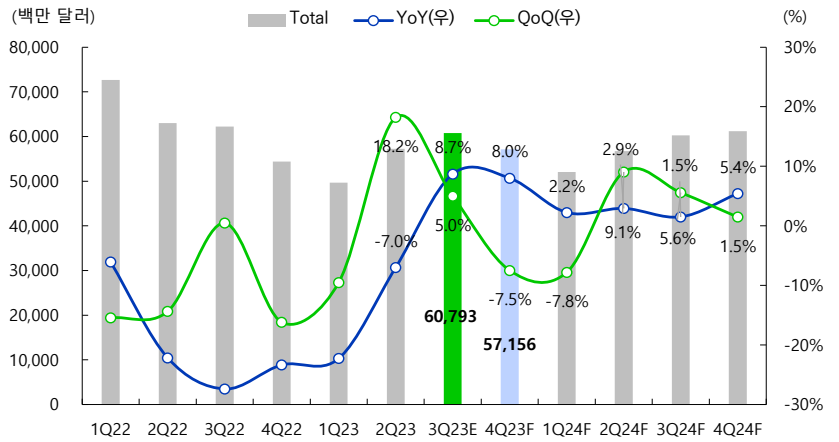
재택근무 대신 사무실로 복귀하는 인력이 늘어 개인용 PC 감소에도 기업용 PC 교체수요는 점진적 증가

연도별 PC 판매량 추이 및 전망



자료:IDC, 교보증권 리서치센터

분기별 PC 판매량 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_②전방 IT 업황

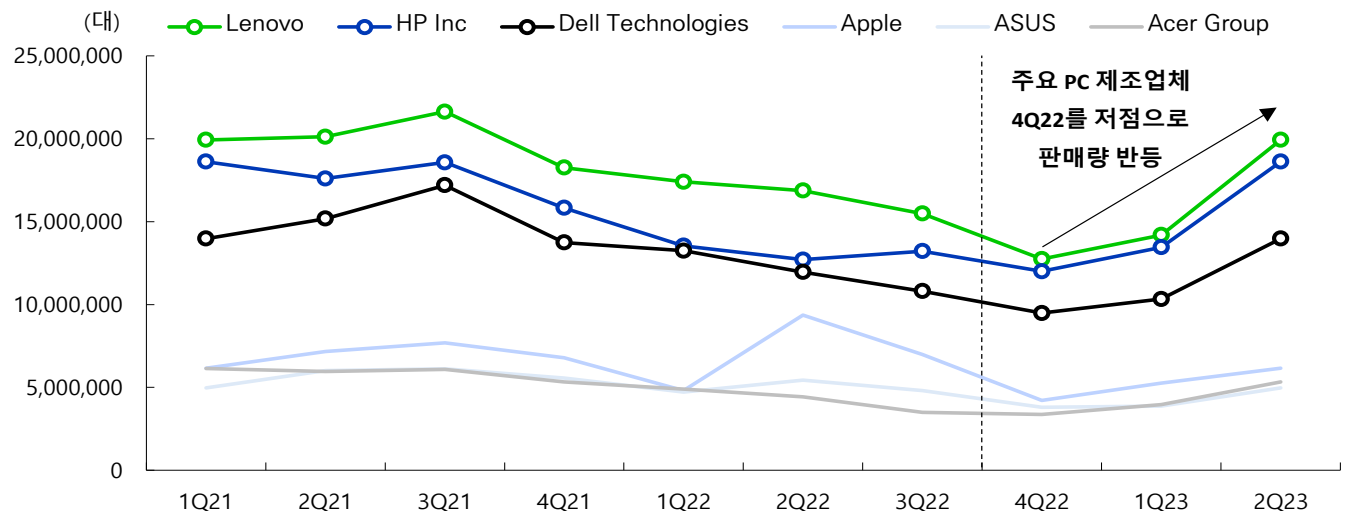
▶ PC 판매량: 2.6억대로 YoY +3.7%의 성장을 전망

주요 PC 제조업체 분기별 판매량 추이

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
Acer Group	6,133,767	5,958,348	6,085,921	5,337,113	4,902,243	4,426,672	3,496,318	3,373,247	3,955,891	5,337,113
Apple	6,153,426	7,161,931	7,687,786	6,783,578	4,800,015	9,362,318	6,981,576	4,203,695	5,257,129	6,153,426
ASUS	4,971,251	6,011,350	6,123,216	5,569,173	4,712,063	5,438,283	4,801,156	3,800,743	3,871,040	4,971,251
Dell Technologies	13,975,936	15,183,658	17,197,362	13,738,688	13,243,672	11,962,601	10,805,885	9,480,461	10,330,457	13,975,936
HP Inc	18,618,444	17,602,589	18,579,291	15,832,817	13,545,015	12,702,091	13,221,472	12,000,156	13,453,258	18,618,444
Huawei	741,114	1,160,873	1,341,658	1,439,990	1,324,918	1,647,040	1,504,034	1,206,635	965,254	741,114
Lenovo	19,931,449	20,128,542	21,637,512	18,261,187	17,404,491	16,873,196	15,485,860	12,737,688	14,194,395	19,931,449
전체 판매량	84,237,645	87,312,148	93,571,227	80,092,982	71,094,965	73,758,784	67,048,168	57,018,143	61,556,618	84,237,645

자료: IDC, 교보증권 리서치센터 / 주: 전체 판매량은 중소형 제조업체들의 판매량까지 합산한 값

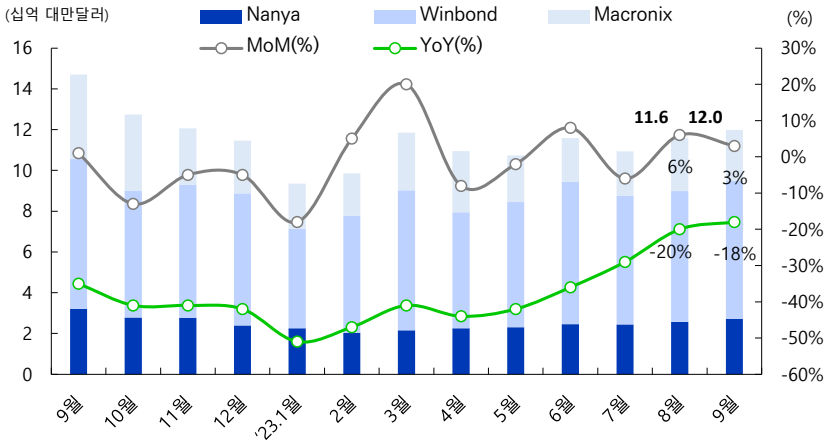
주요 제조업체별 PC 판매량 추이



자료: IDC, 교보증권 리서치센터 / 주: 전체 판매량은 중소형 제조업체들의 판매량까지 합산한 값

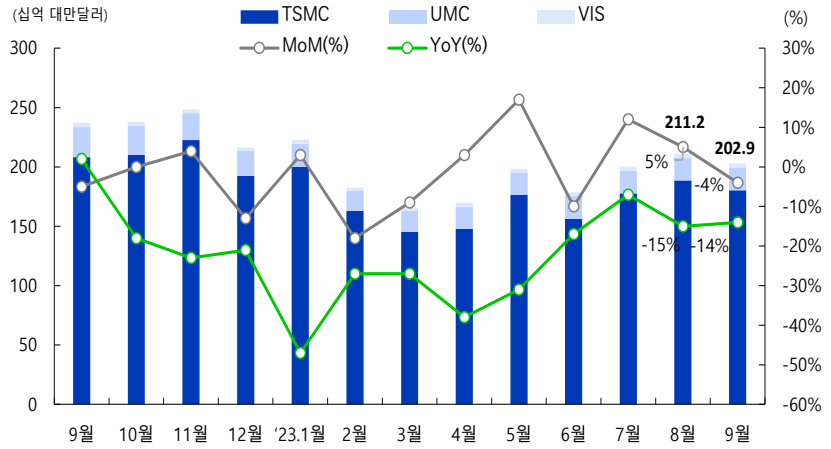
▶ 대만 주요 Tech 업체 실적 추이

Memory 업계



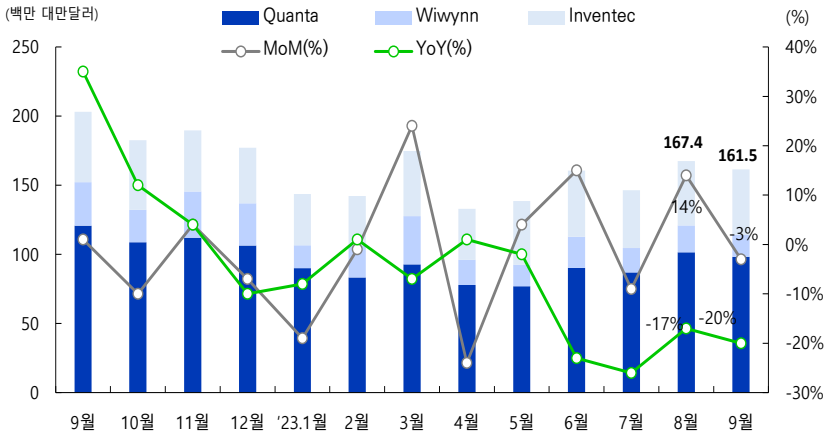
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

Foundry 업계



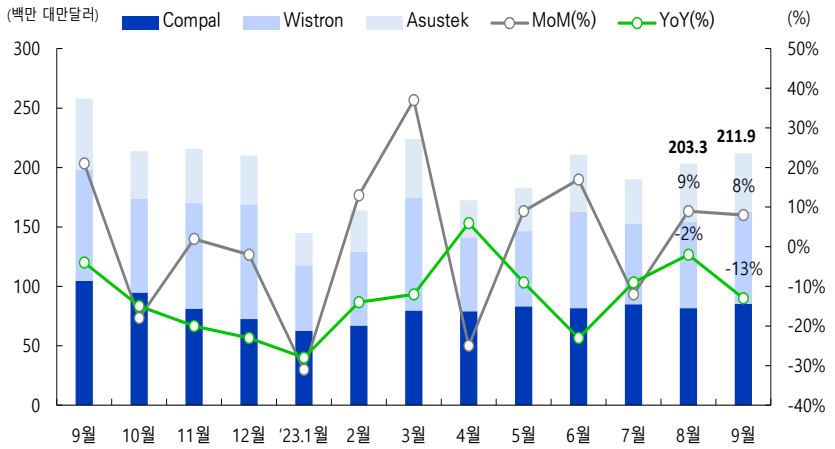
자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

Server 업계



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

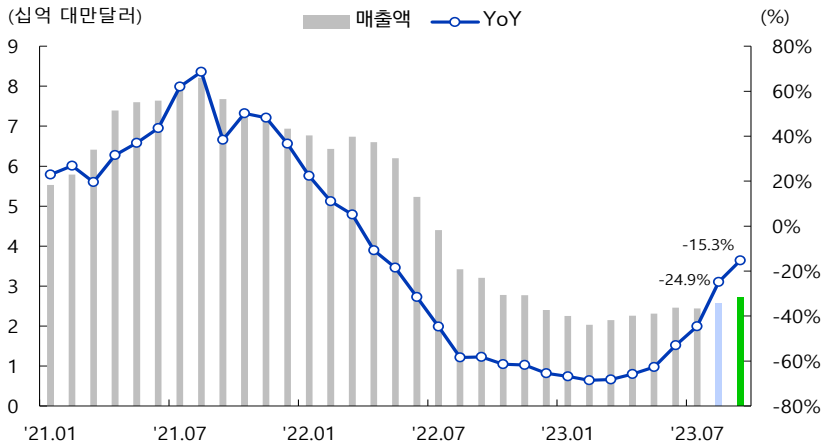
PC 업계



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

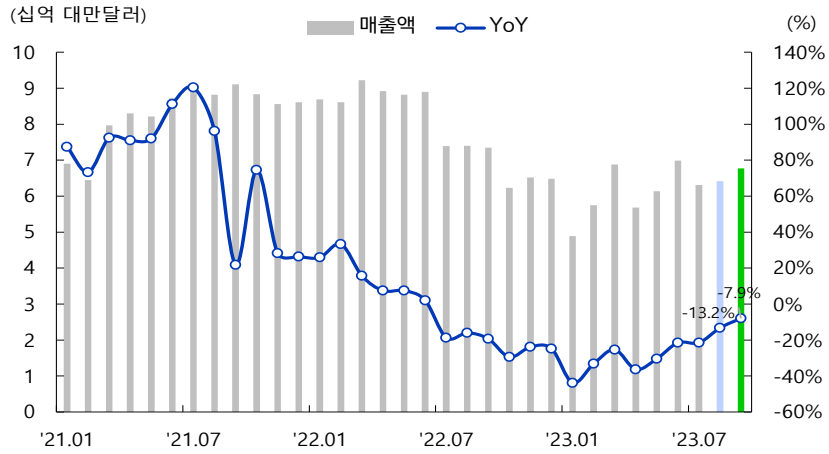
▶ 대만 주요 Tech 업체 실적 추이

Nanya 실적 추이



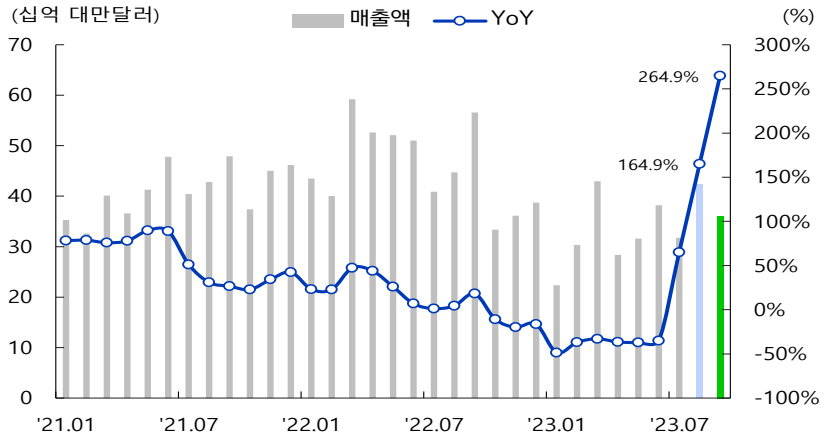
자료: Nanya, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 메모리 반도체 업체

Winbond 실적 추이



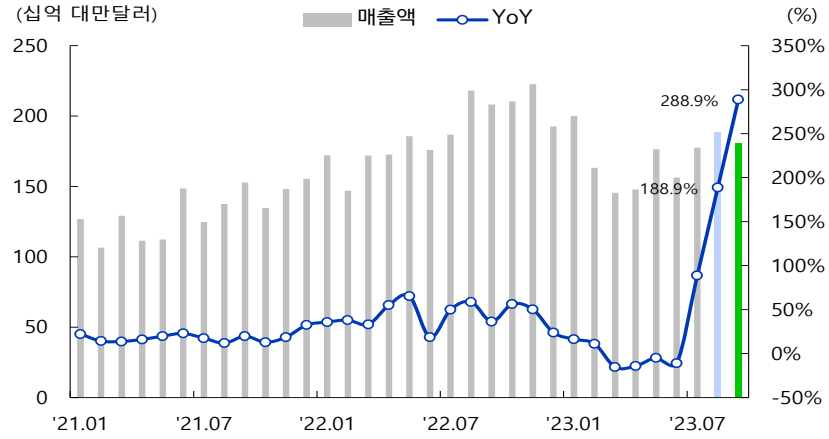
자료: Winbond, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 메모리 반도체 업체

Mediatek 실적 추이



자료: Mediatek, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 LSI 업체

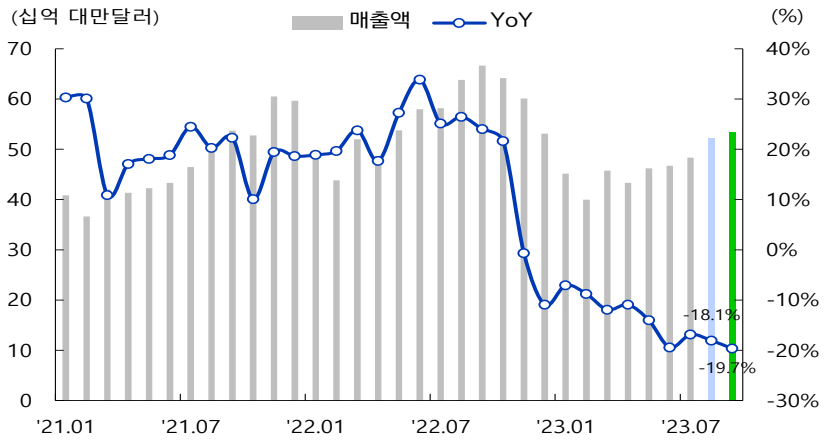
TSMC 실적 추이



자료: TSMC, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 파운드리 업체

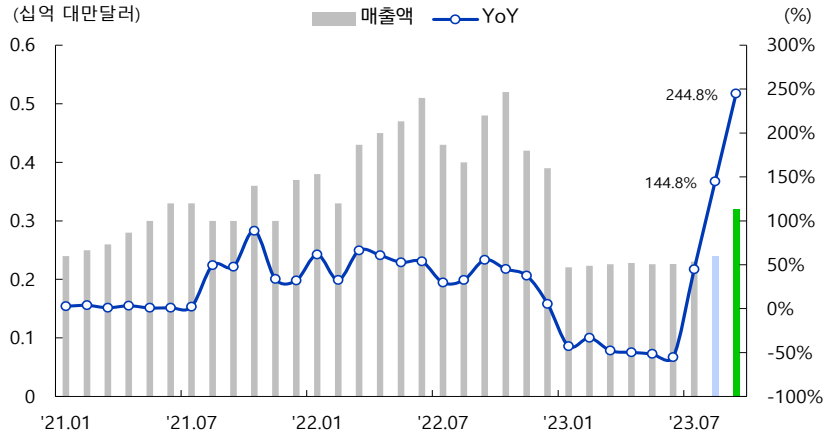
▶ 대만 주요 Tech 업체 실적 추이

ASE 실적 추이



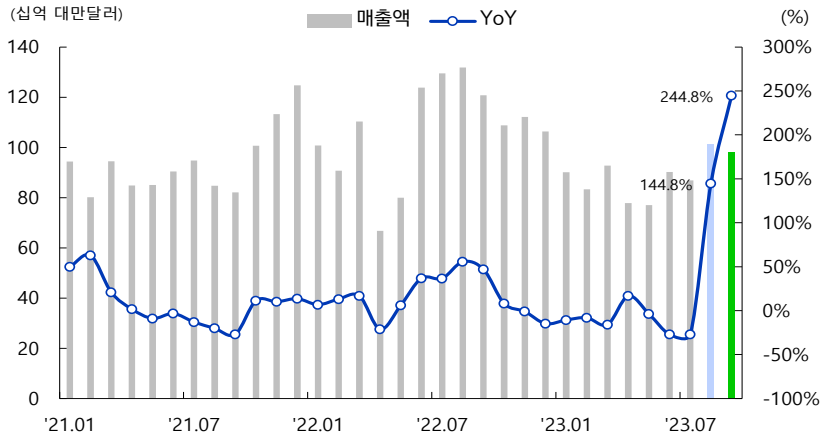
자료: ASE, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 패키징 업체

ASPEED 실적 추이



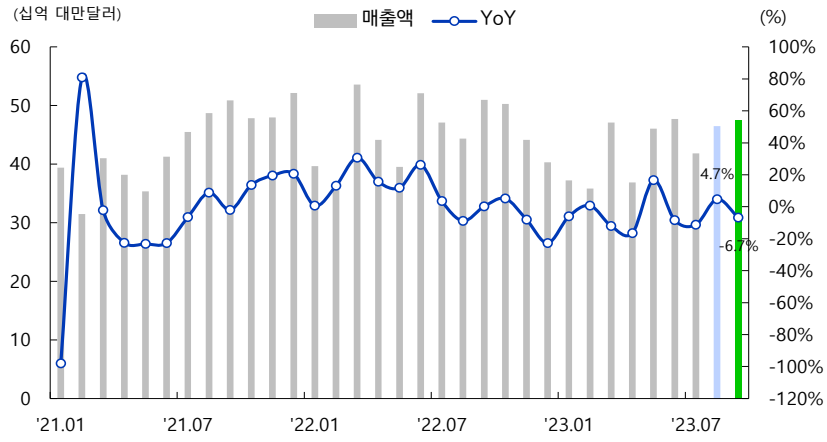
자료: ASPEED, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 서버 업체

Quanta 실적 추이



자료: Quanta, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 서버 업체

Inventec 실적 추이

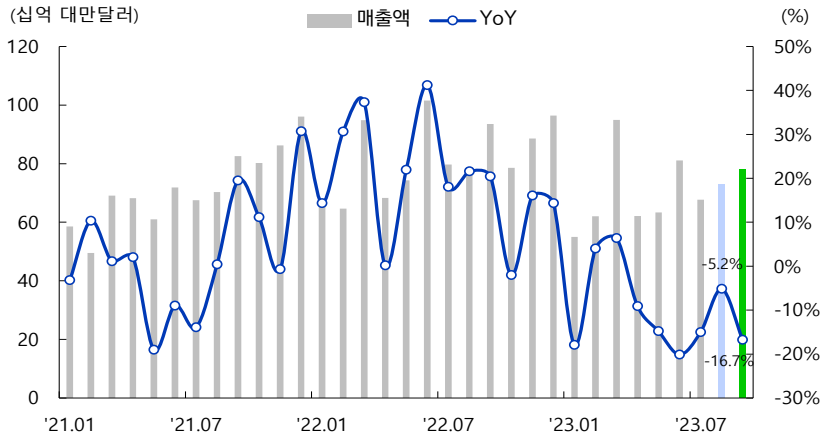


자료: Inventec, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 서버 업체

2024년 전망_②전방 IT 업황

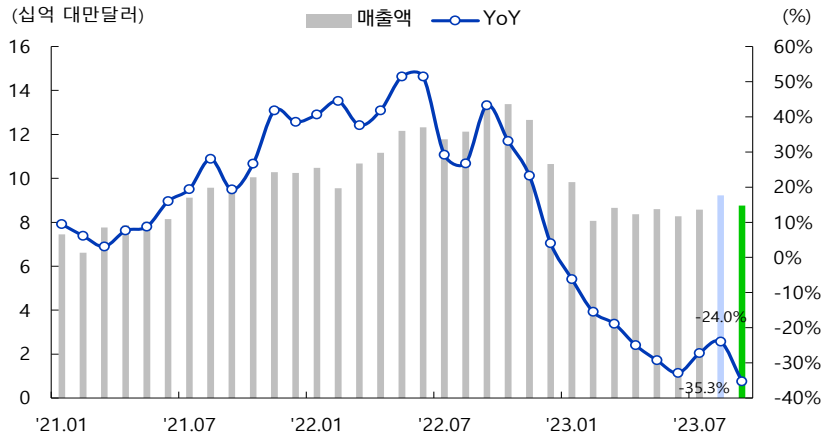
▶ 대만 주요 Tech 업체 실적 추이

Wistron 실적 추이



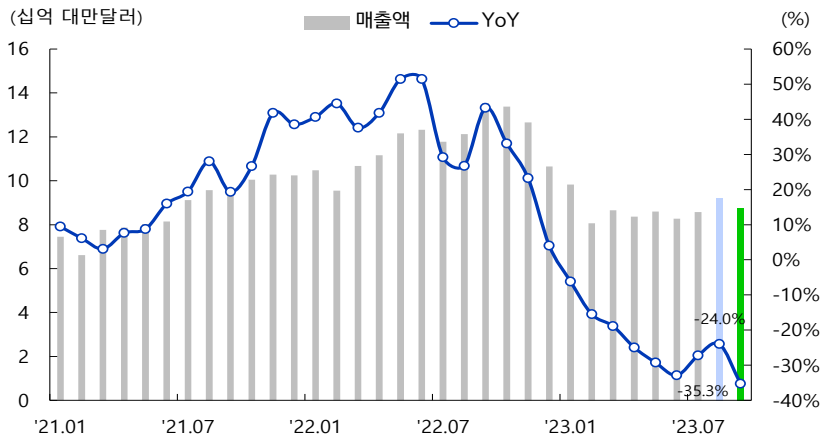
자료: Wistron, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 PC제조업체

Unimicron 실적 추이



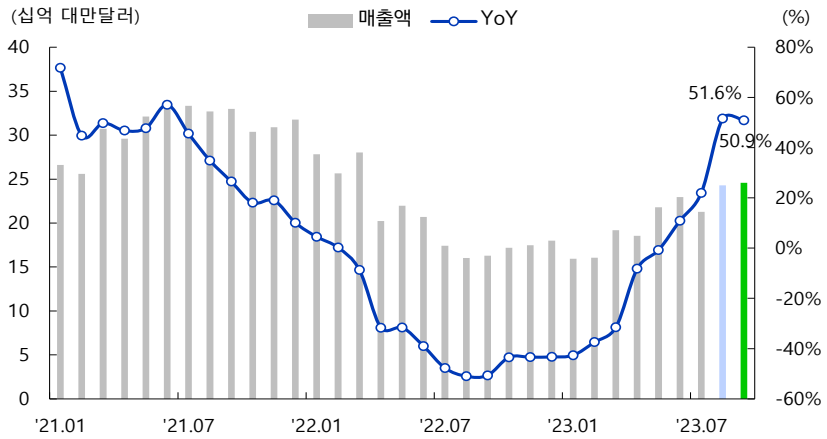
자료: Unimicron, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 PCB 제조업체

Yageo 실적 추이



자료: Yageo, 교보증권 리서치센터 / 대만의 MLCC 제조업체

AUO 실적 추이



자료: AUO, 교보증권 리서치센터 / 주: 대만의 LCD 패널업체

2024년 전망_②전방 IT 업황

▶ 서버 판매대수: 1,625만대로 YoY +8.8% 의 성장을 전망

- **전체 서버 판매대수 1,625만대 YoY +8.8%, AI서버 YoY +27%**

빅테크 기업들의 서버 투자가 공격적으로 확대될 수 있는 거시경제 환경은 아니나 AI서버 시장의 성장 잠재력이 부각

AI서버의 현재 침투율은 10% 수준이나 고가의 GPU(비용의 70%)로 일반 서버 대비 약 12~27배 높은 투자비용 소요

2024년 AI서버 시장 규모는 약 150만 대(올해 대비 +27%) 수준을 형성할 것으로 예상되는데 전체 서버 시장 규모가 올해와 유사한 수준을 유지한다면 일반 서버 수요는 역성장이 불가피할 우려의 시각도 존재

■ 주요 하이퍼스케일러 기업들의 연간 CAPEX 추이 및 전망

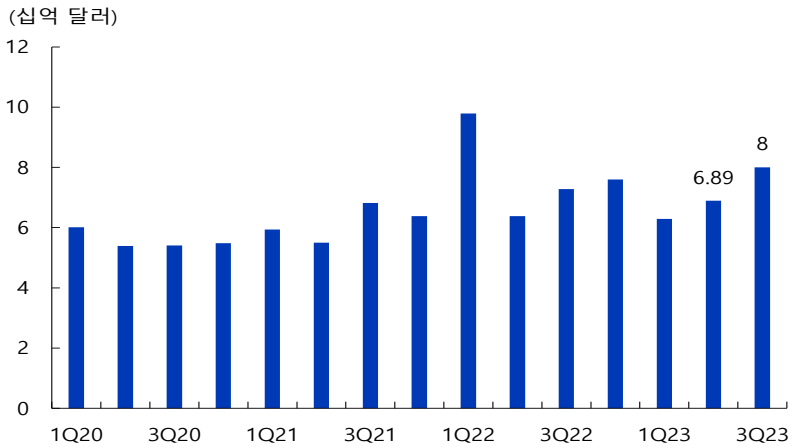
(단위: 백만 달러)	CY16	CY17	CY18	CY19	CY20	CY21	CY22	2023F	2024F
Google	10,212	13,184	5,139	23,548	22,281	24,640	31,485	31,429	33,021
Apple	12,437	11,801	13,858	9,247	8,702	10,388	11,692	11,933	12,290
Meta	4,491	6,732	13,980	15,102	15,115	8,628	31,431	31,608	31,749
Amazon	7,794	11,955	13,426	16,861	40,141	61,053	63,645	60,091	62,495
Microsoft	9,114	8,696	4,223	13,546	17,592	23,216	24,768	26,035	28,900
IBM	3,567	3,249	3,395	2,286	2,618	2,062	1,346	2,135	2,343
Oracle	1,604	2,037	1,468	1,977	1,833	3,118	6,678	9,215	8,054
Paypal	669	667	823	704	866	908	706	981	1,093
Ebay	626	666	651	538	463	444	449	488	516
Salesforce	464	534	595	643	710	717	798	838	907
Alibaba	1,509	3,439	5,094	4,525	5,145	6,846	7,323	7,425	8,209
총합	**54,826**	**65,629**	**97,779**	**94,383**	**122,805**	**159,532**	**188,992**	**189,264**	**196,309**
YoY		*19.7%*	*49.0%*	*-3.5%*	*30.1%*	*29.9%*	*18.5%*	*0.1%*	*3.7%*

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_②전방 IT 업황

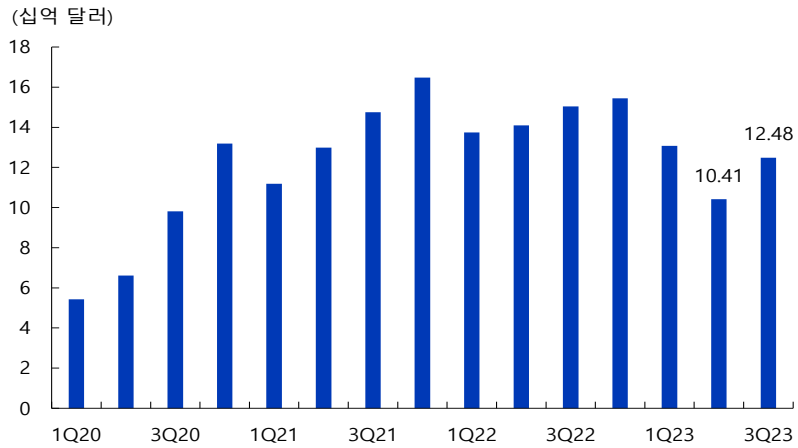
▶ Server : 미국 하이퍼스케일러 AI VS normal

Google CAPEX 추이



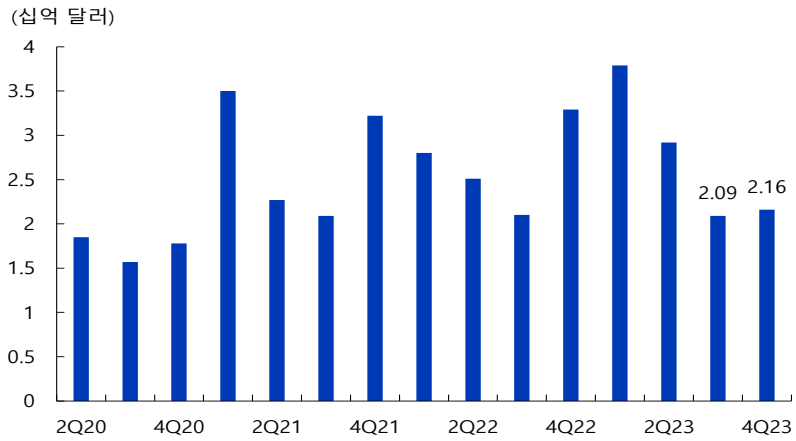
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Amazon CAPEX 추이



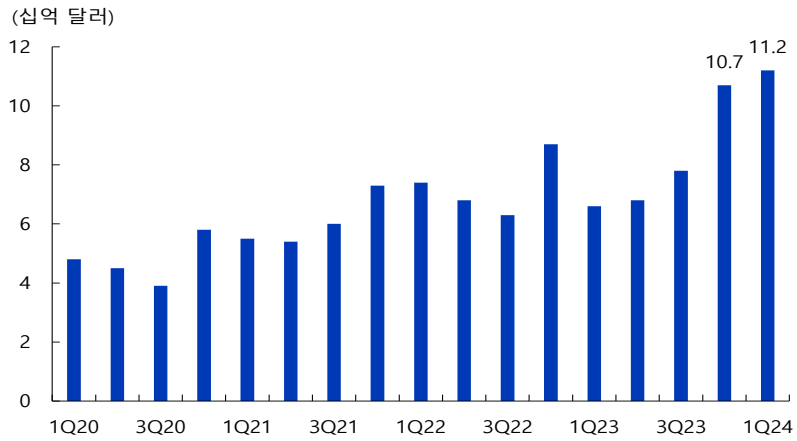
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Apple CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Microsoft CAPEX 추이

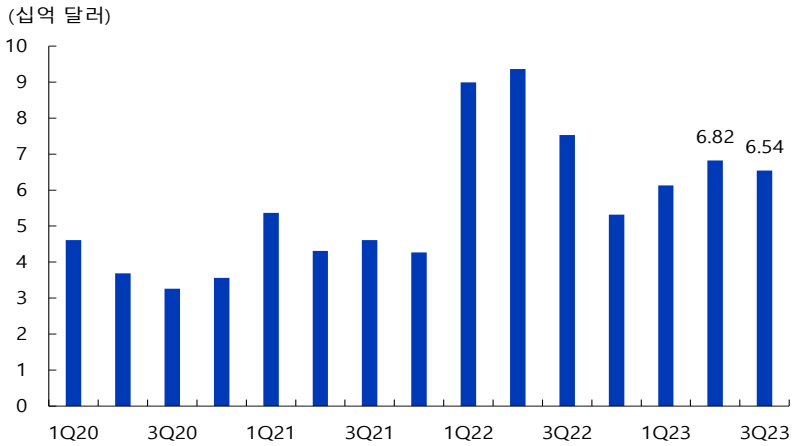


자료: 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_②전방 IT 업황

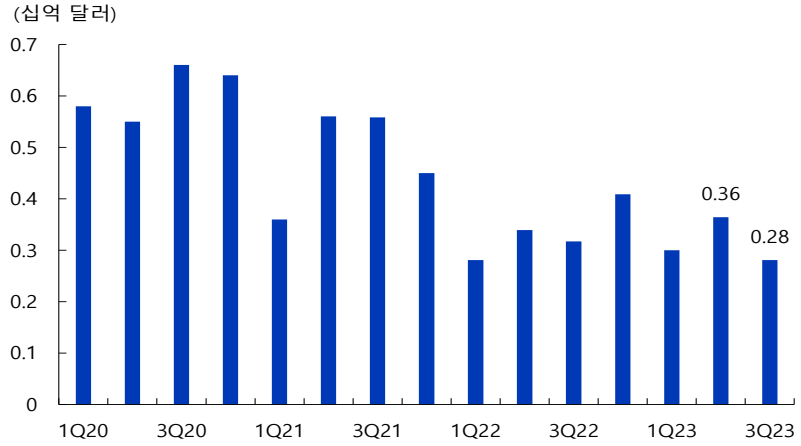
▶ Server : 미국 하이퍼스케일러 AI VS normal

Meta CAPEX 추이



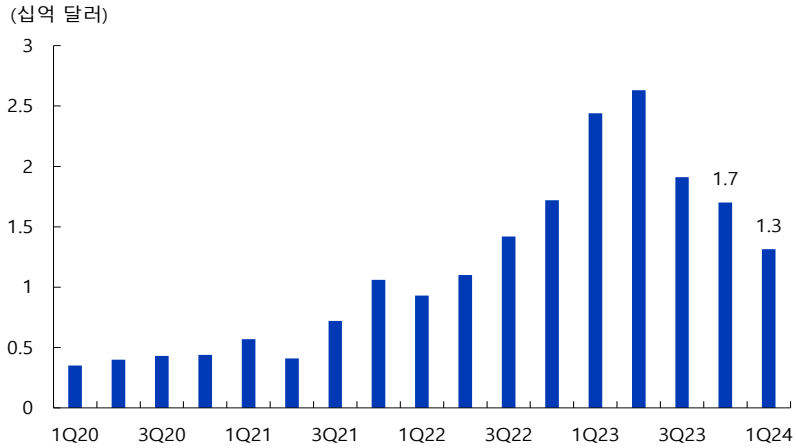
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

IBM CAPEX 추이



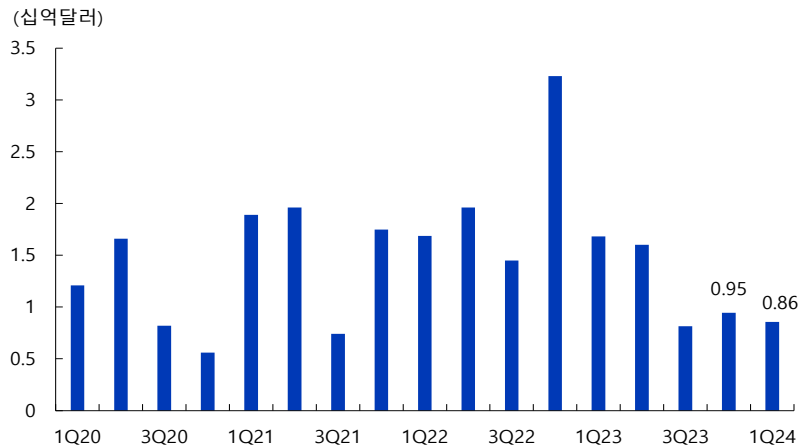
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Oracle CAPEX 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Alibaba CAPEX 추이



자료: 자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_③메모리반도체 전망

▶ 메모리 업계 시장 현황 및 전망

- **2024년 글로벌 DRAM 시장은 663억 달러로 YoY+41.0% 증가, NAND 시장은 475억 달러로 YoY+25.3% 증가할 것**

앞서 살펴본 매크로 연착륙에 따라 급격한 수요의 반등은 제한적일 것

다만 셋트 고객들은 지난 1년여 간 재고 정상화를 단행하여 건전화를 이루어 간 것으로 판단

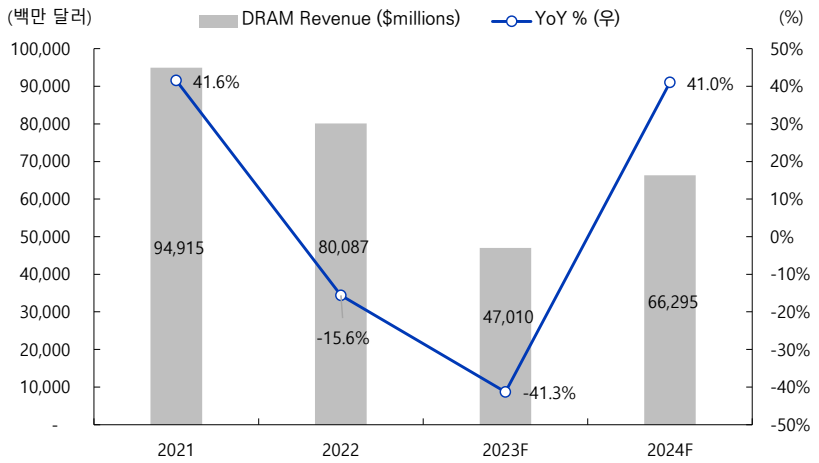
낮은 기저를 바탕으로 수요 회복이 전망되며 고객사들의 Re-stocking 수요가 회복될 것으로 전망

- **메모리 수요는 주요 전방 IT 수요 회복과 고객사 재고 확보에 따라 성장을 전망**

DRAM 수요는 PC의 회복과 서버수요 증가에 따라 2023년 YoY -4.1%를 감소에서 24년 YoY +13.2%의 개선

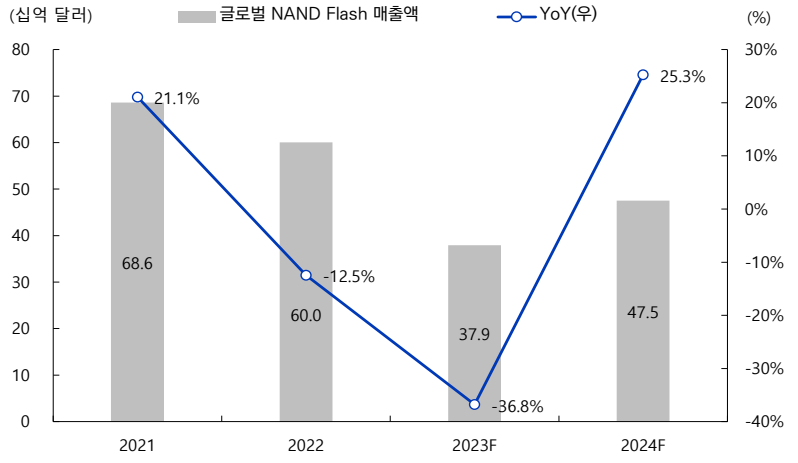
NAND 수요는 핸드셋과 PC SSD의 높은 수요로 인해 2024년 YoY +14.1%로 증가할 것으로 전망

■ DRAM 매출액 추이 및 전망



자료: IDC, 시장 취합, 교보증권 리서치센터

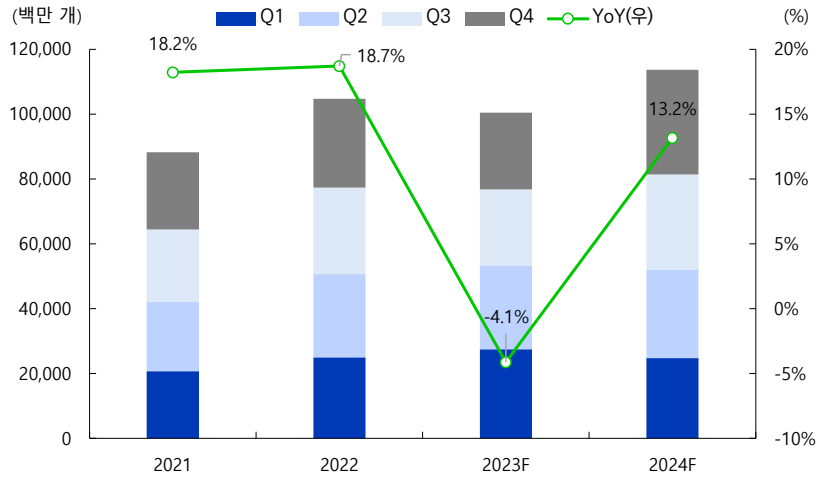
■ NAND Flash 매출액 추이 및 전망



자료: IDC, 시장취합, 교보증권 리서치센터

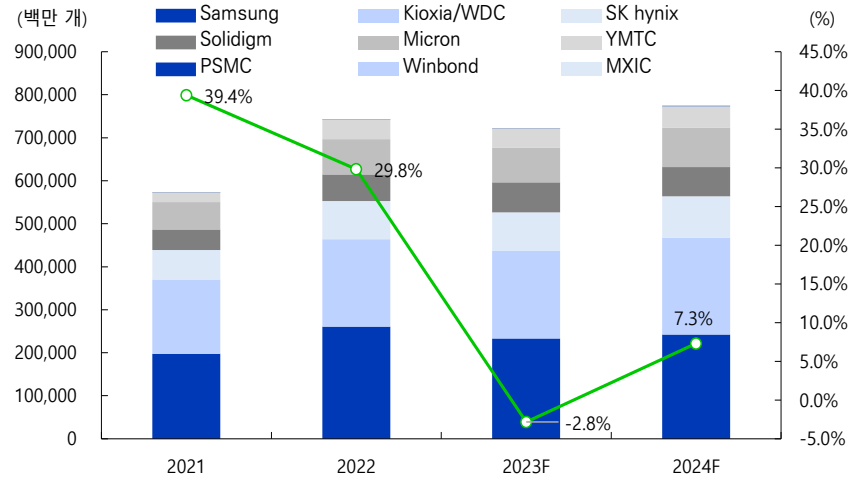
2024년 전망_③메모리반도체 전망

글로벌 DRAM 매출액 추이 및 전망



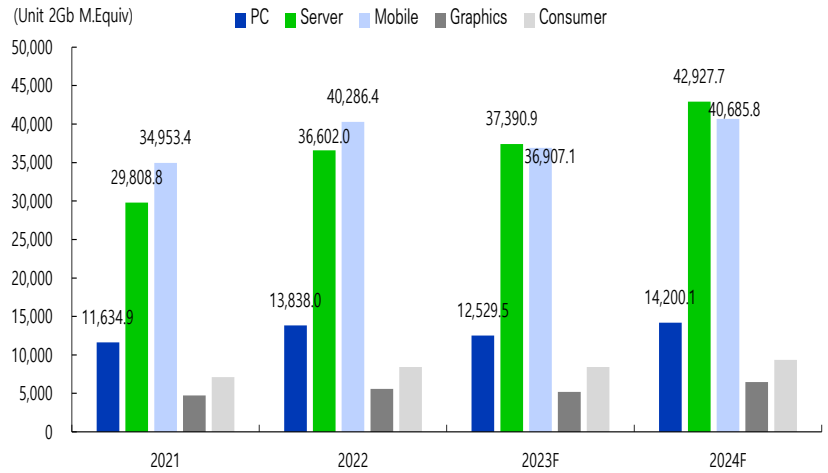
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

글로벌 NAND Flash 매출액 추이 및 전망



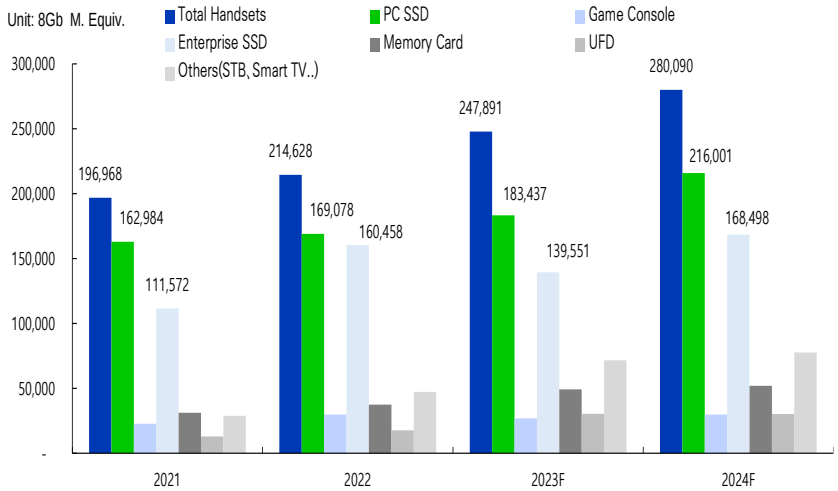
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

용도별 DRAM 수요 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

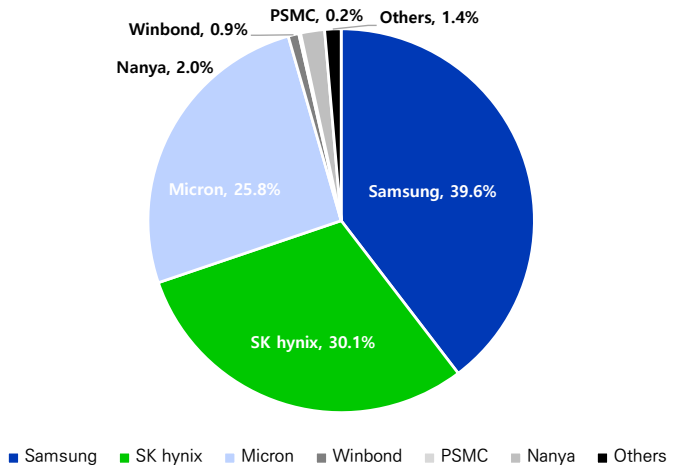
용도별 NAND Flash 수요 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

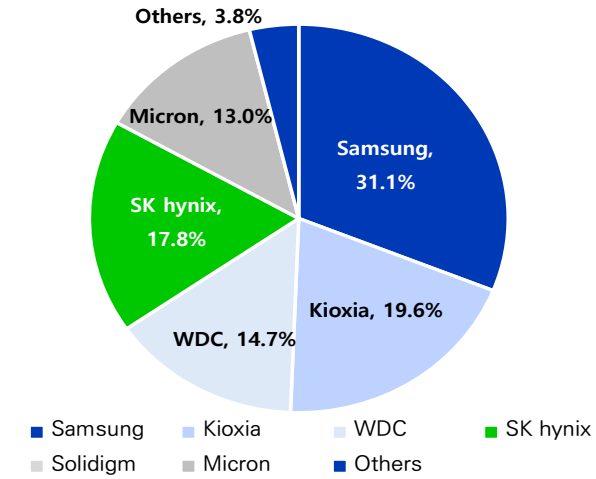
2024년 전망_③메모리반도체 전망

2Q23 기준 DRAM 시장점유율 추이



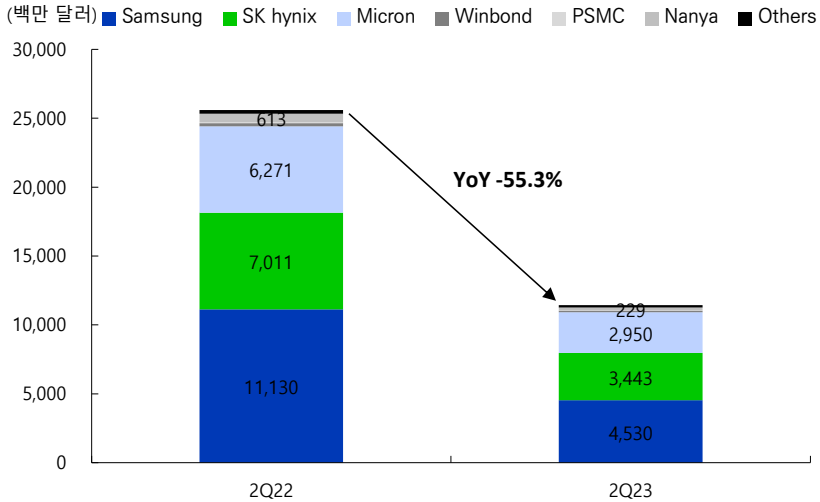
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

2Q23 기준 NAND Flash 시장점유율 추이



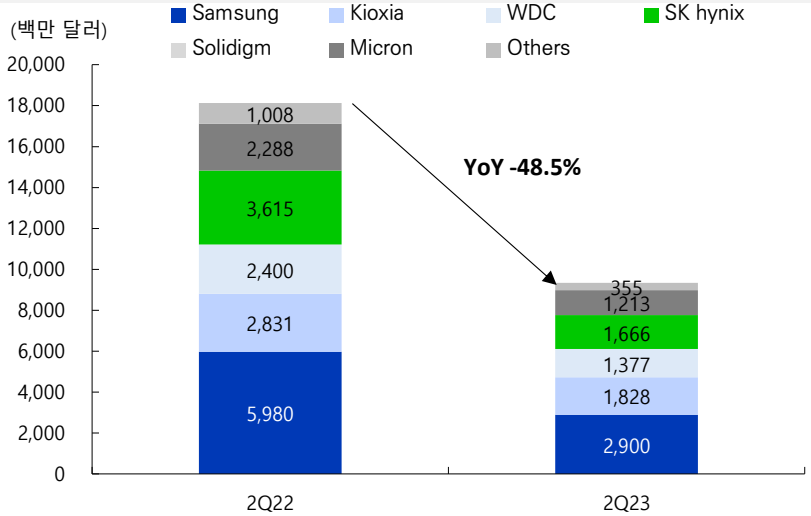
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

주요 DRAM 공급업체들의 YoY 실적변화



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

주요 NAND Flash 공급업체들의 YoY 실적변화



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_③메모리반도체 전망

▶ 주요 메모리 업체들의 CAPEX

- **신규 Capa 증설을 위한 장비, 인프라 투자에 대한 감지는 없어**

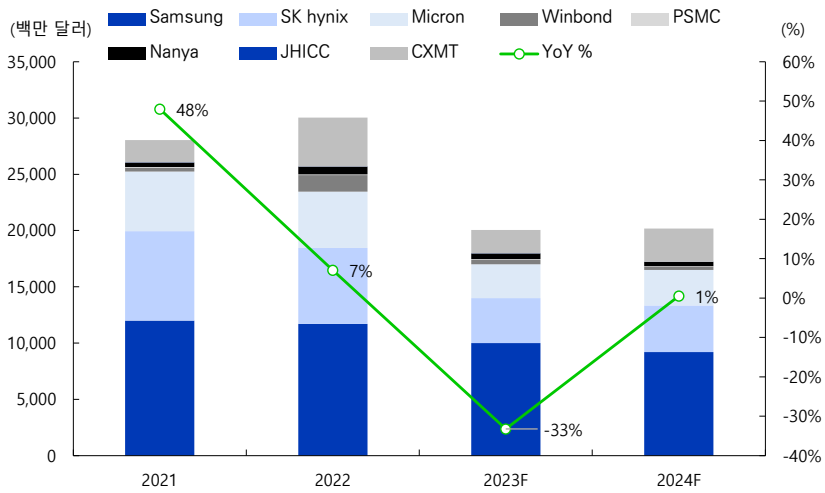
- DRAM CAPEX는 2022년 +7.1%, 2023년 YoY -33.2%의 감소를 끝으로 2024년에는 YoY +0.6% 증가
- NAND CAPEX는 2022년 +9.4%, 2023년 YoY -43.8%, 2024년에는 YoY -16.5%로 감소 지속될 것
- DRAM Wafer input은 2023년 -15.4%에서 2Q24부터 YoY로 개선되어 2024년에는 +13.4%의 투입량 증가를 전망
- NAND Wafer input은 2023년 -17.6%에서 3Q24부터 개선될 것으로 보이나 2024년 -4.9%로 감소폭 축소에 그칠 것

- **셋트업체들의 구매요인 자극에 따라 고정가격 상승 전망**

주요 공급사들의 대대적인 감산효과로 인한 공급조절로 3Q23 DRAM가격 반등세가 포착되고 있음. 공급업체들의 감산과 더 이상의 가격인하를 용인하지 않을 것임에 따라 셋트 업체들의 구매 요인을 자극시켜 2024년 지속적인 가격 상승을 전망.

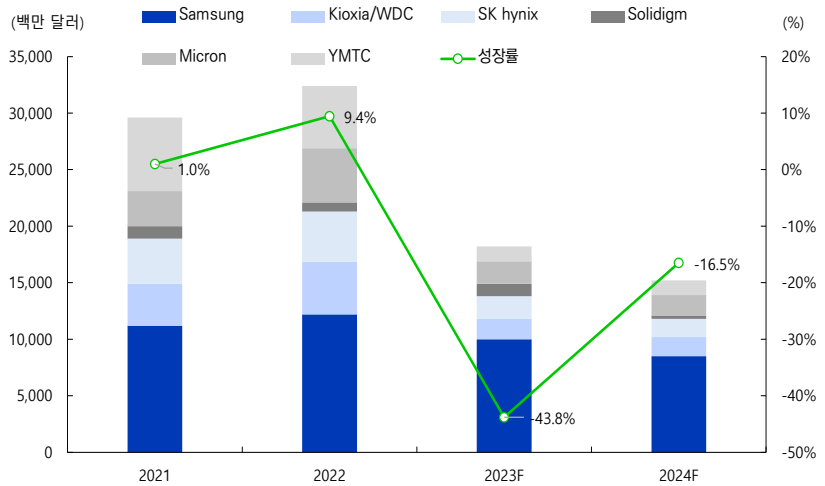
NAND 3Q23 가격은 하락세를 멈추었으며 아직 구조조정의 우려가 있으나 일부 고객 위주의 빌드업 수요로 2H24 가격상승을 기대

■ 주요 DRAM 업체들의 CAPEX 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

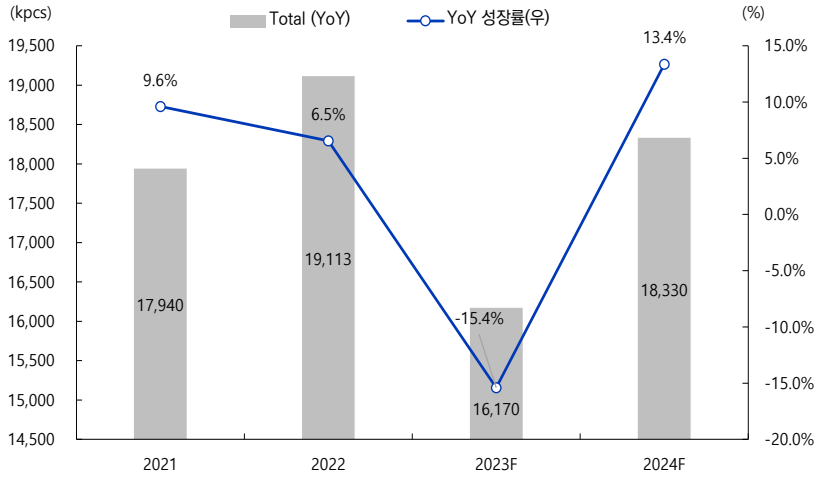
■ 주요 NAND Flash 업체들의 Capex 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

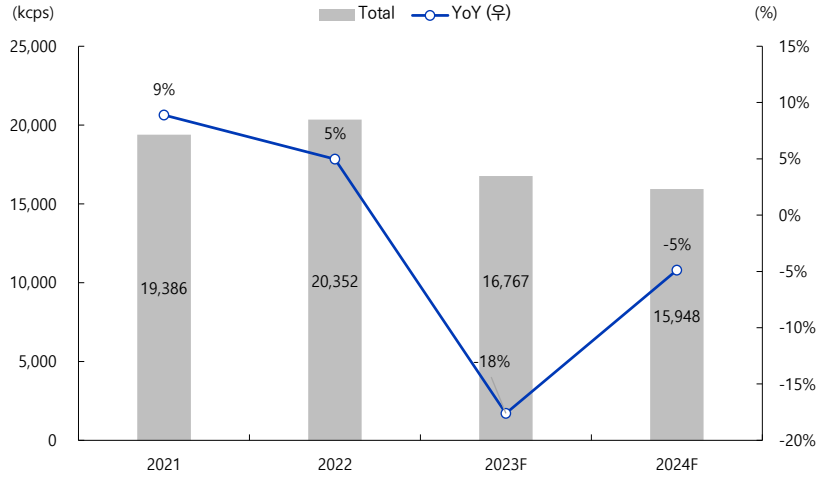
2024년 전망_③메모리반도체 전망

글로벌 DRAM 웨이퍼 투입량 추이 및 전망



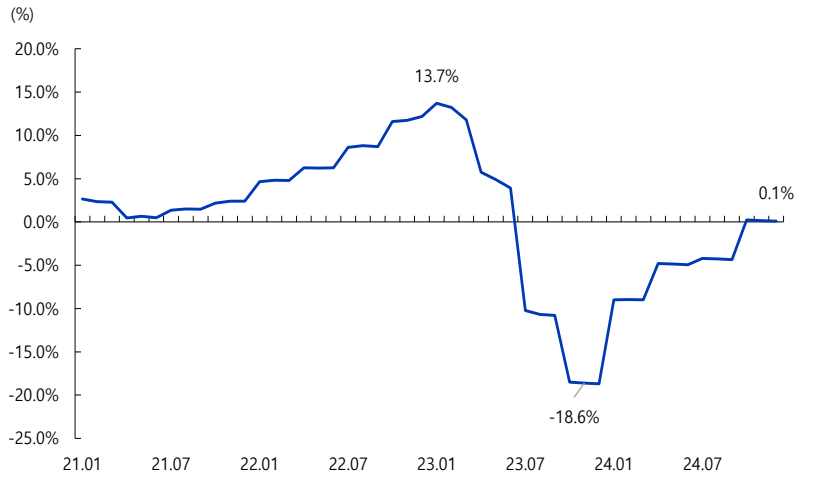
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

글로벌 NAND Flash 웨이퍼 투입량 추이 및 전망



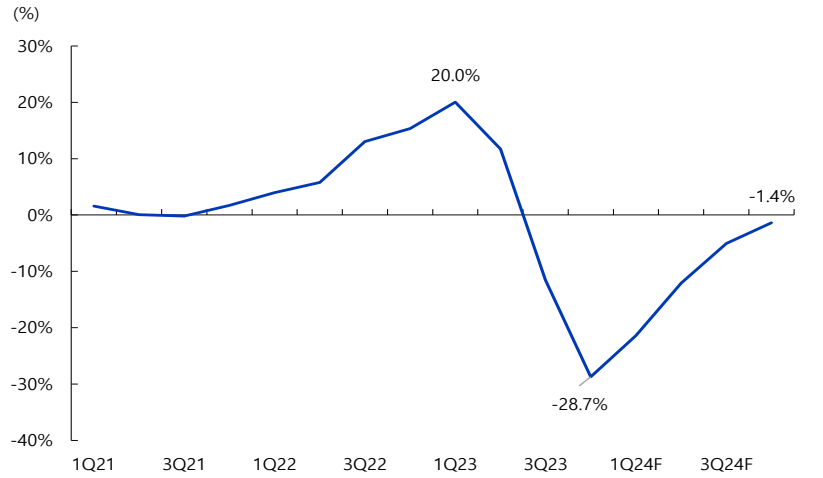
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

DRAM 수요-공급 Balance 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

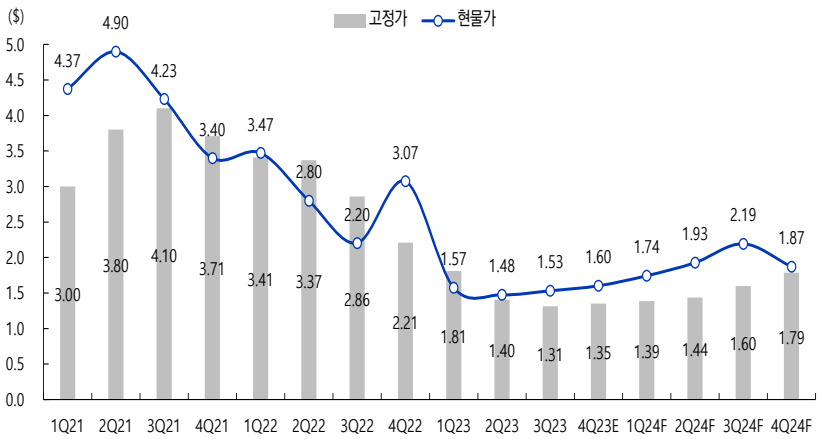
NAND Flash 수요-공급 Balance 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

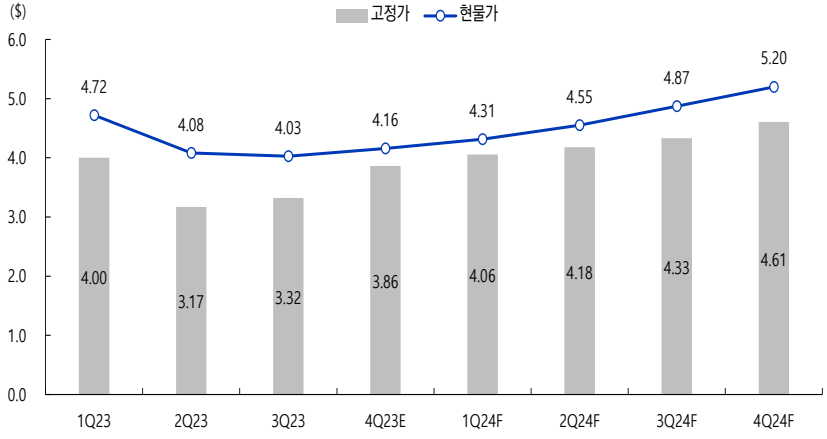
2024년 전망_③메모리반도체 전망

DDR4 8Gb 기준 고정가 및 현물가 추이 및 전망



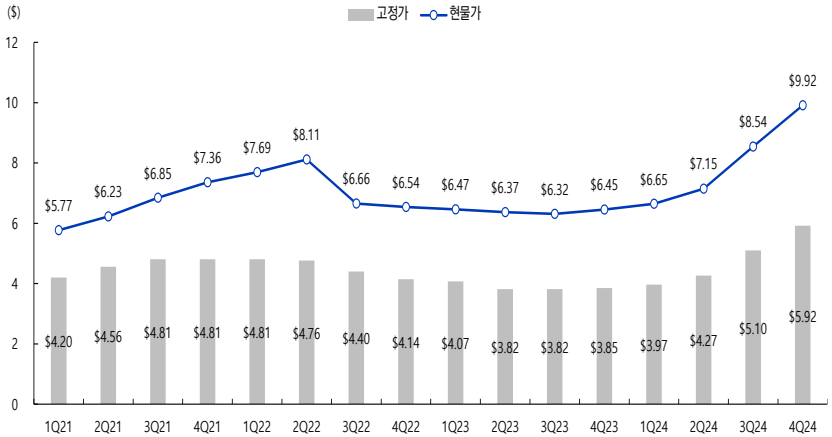
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

DDR5 16Gb 기준 고정가 및 현물가 추이 및 전망



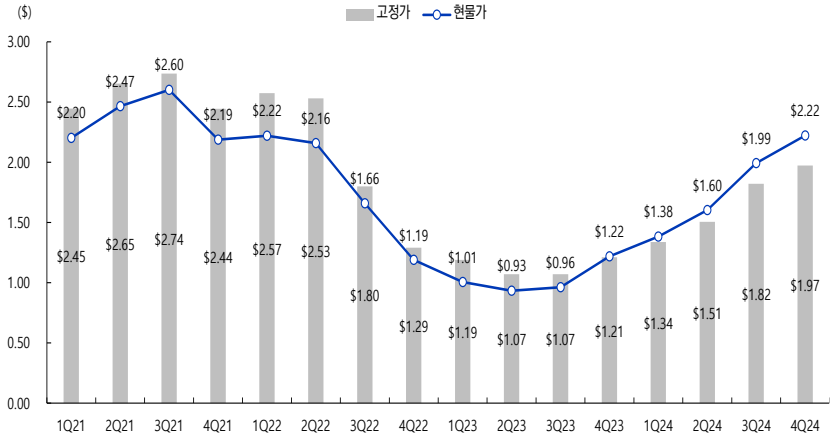
자료: IDC, 교보증권 리서치센터

NAND Flash 128Gb MLC 고정가 및 현물가 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

NAND 256Gb TLC Wafer 고정가 및 현물가 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_③메모리반도체 전망

▶ 주요 메모리 업체들의 CAPEX

- **Sufficiency Ratio 수요 증가세로 전환**

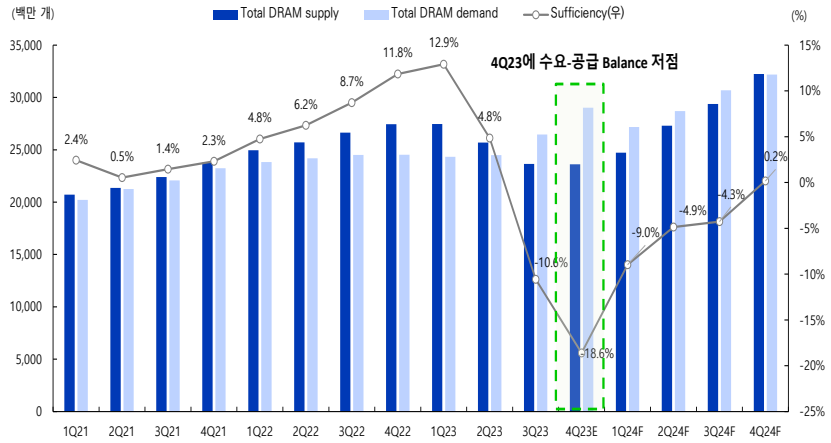
2024년 DRAM은 -4.29%로 추정하며, 분기별로는 1Q24 -8.97%→2Q24 -4.87% →3Q24 -4.27% →4Q24 +0.16%을 전망
2024년 NAND는 -9.4%로 추정하며, 분기별로는 1Q24 -21.4%→2Q24 -12.1% →3Q24 -5.0% →4Q24 -1.4%를 전망

- **메모리 반도체, IT수요 회복에 따른 점진적인 회복+ 생성형 AI 수요 지속으로 고부가가치의 비중확대 = 실적 지속 성장**

반도체 섹터의 고민은 2H23 예상보다 빠른 속도로 반도체 업황개선에 따른 추가적인 상승에 대한 의문
2024년 완만한 수요 회복을 바탕으로 지속되는 AI서버의 투자 증가로 인한 국내 업체들의 수혜가 지속될 것으로 전망

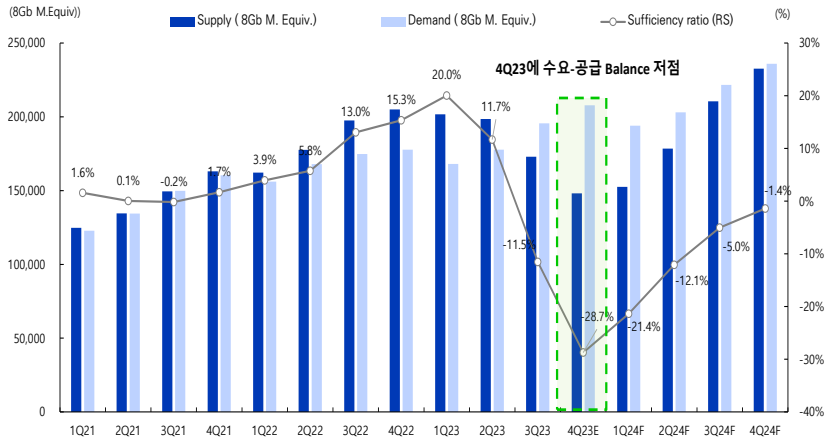
① **높은 재고**에 따른 공급업체들의 **감산발표** 이후 메모리 업체들의 재고는 10주 이하로 축소될 것
② 고객들의 구매요인이 자극되고 있으며 이에 따른 메모리 **현물가격의 상승**을 전망
③ 낮은 기저에 따른 2024년 **IT수요 회복**이 예상

■ DRAM 전체 수요 및 공급과 Sufficiency 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

■ NAND Flash 전체 수요 및 공급과 Sufficiency 추이 및 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

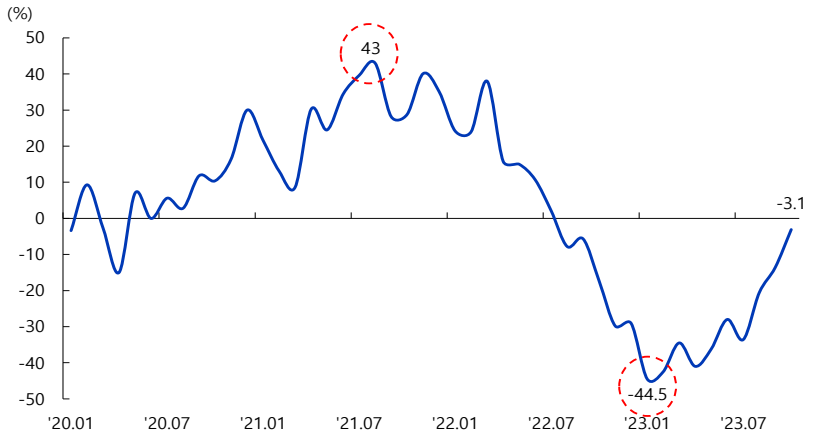
2024년 전망_③메모리반도체 전망

▶ 한국 반도체 매출액 및 출하-재고지수

- **10월 한국 반도체 매출액 증감률: YoY -3.1%**
  - 반도체 가격의 반등으로 반도체 매출액 증감률 점차 개선 중

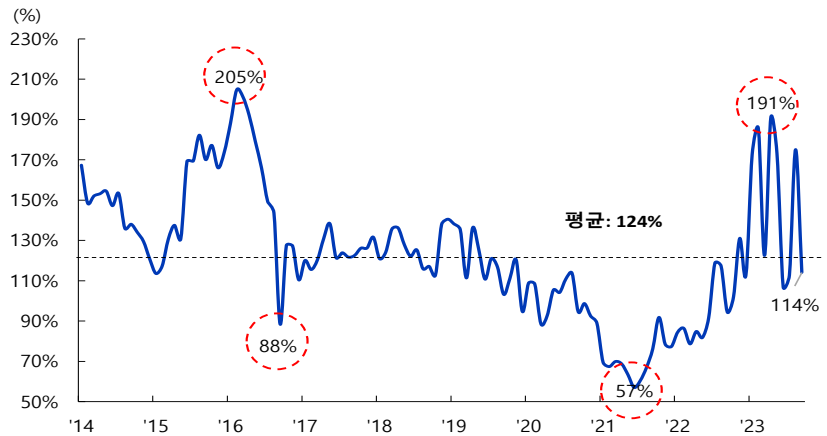
- **반도체 출하-재고지수**
  - 반도체 출하지수(계절조정): '23.08월 120.9 → '23.09월 177.6 (MoM +46.9%)
  - 반도체 재고지수(계절조정): '23.08월 211.7 → '23.06월 202.7 (MoM -4.3%)
  - 반도체 재고/출하지수: '23.08월 175% → '23.09월 114% (MoM -61%p)

■ 한국 전년 동기 대비 반도체 매출액 증감률(%)



자료:KOSIS, 교보증권 리서치센터

■ 한국 반도체 재고/출하 지수

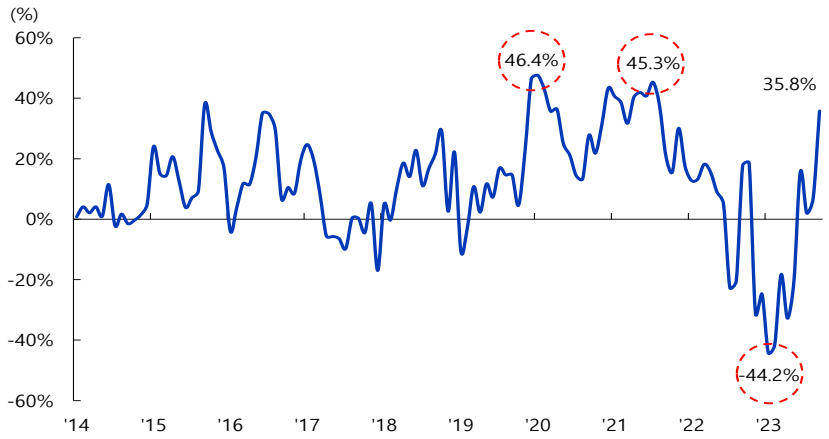


자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_③메모리반도체 전망

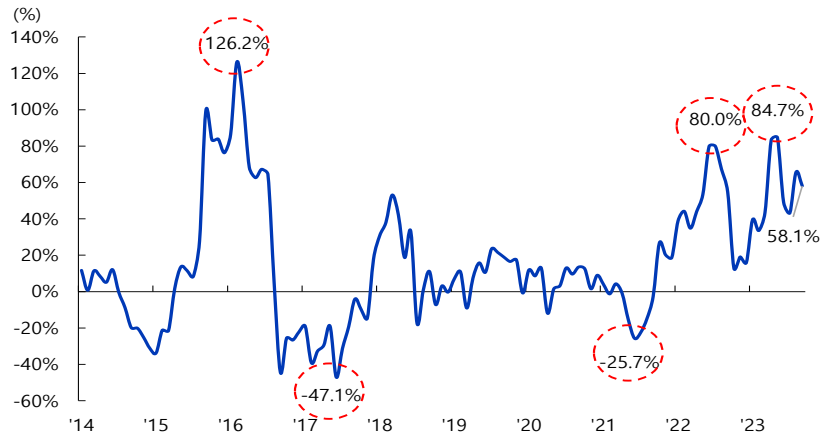
▶ 반도체 수출 관련 자료

■ 한국 반도체 출하 YoY



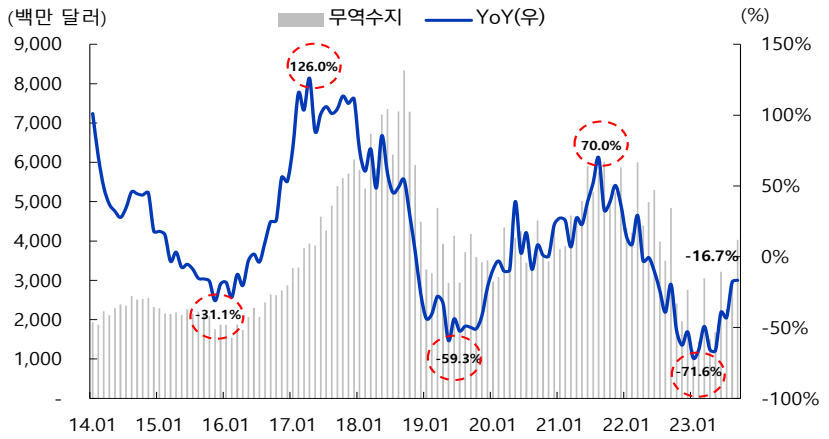
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

■ 한국 반도체 재고 YoY



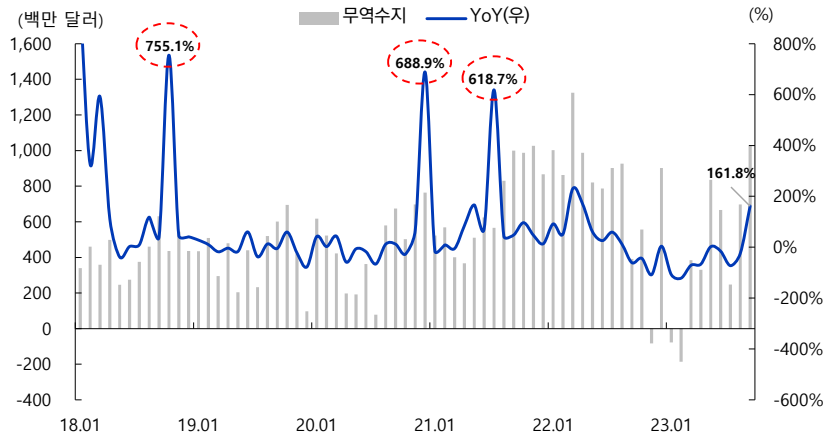
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

■ 한국 메모리반도체 무역수지



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

■ 한국 시스템반도체 무역수지



자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_④기술 트렌드

▶ 반도체 기술 트렌드 - 수요가 강한 HBM 후공정 증설투자

01

DRAM: HBM의 확대

내년 4월부터 공급될 HBM3E, 선단공정에서 마음이 더 급한 SK하이닉스

02

NVIDIA

NVIDIA Hopper 아키텍처를 기반으로 한 AI 인프라 구축 지속될 것

03

On-device AI

노트북, 컴퓨터에 이어 핸드폰에도 불어오는 AI칩 열풍

2024년 전망_④기술 트렌드

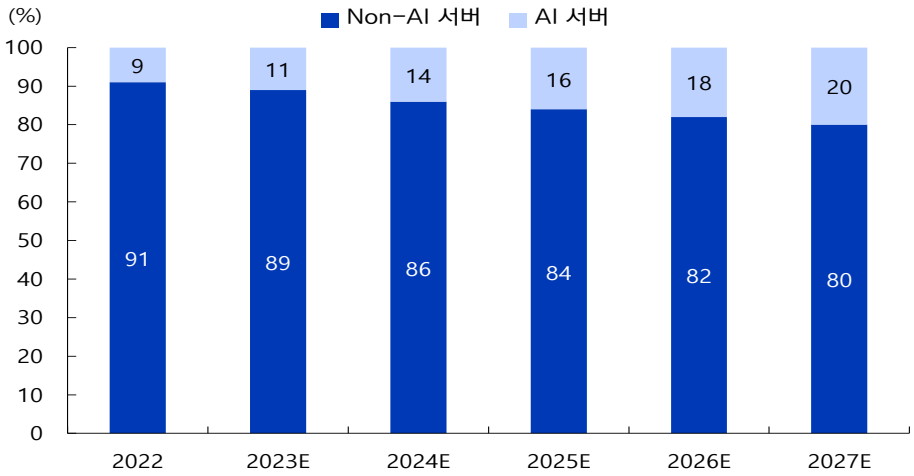
▶ 기술 트렌드_1. AI서버 증가에 따른 HBM의 중요성 지속

- **챗GPT 열풍으로 인해 많은 빅테크 기업들이 AI서버에 사활을 걸기 시작함**

2023년 39억 달러(약 5조원)였던 HBM 시장은 2024년 89억 달러(약 12조) 규모로 성장할 것으로 전망
AI시장은 현재 Chat GPT이외에 추가적인 서비스 영역이 없으나 빅테크 업체들의 AI 데이터센터 구축과 학습을 통한 모델링 및 신규 서비스 영역 확대를 통해 대중화 단계로 이어질 것으로 전망

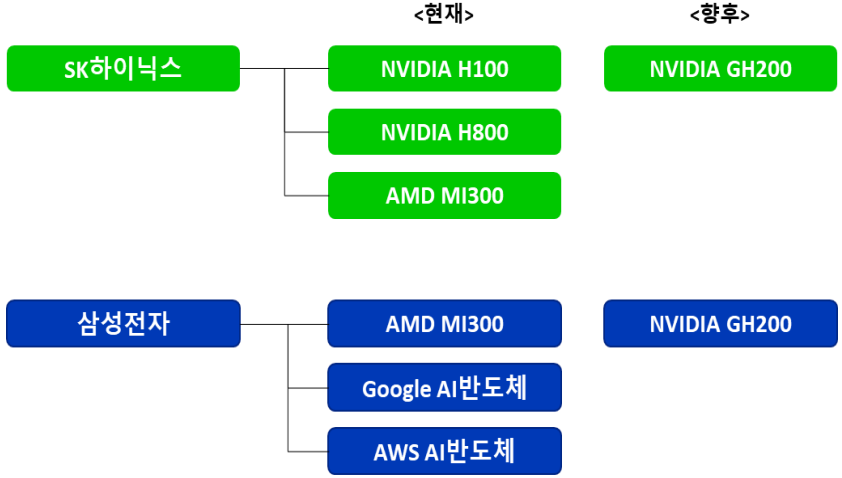
전체 서버대비 AI서버의 비중은 지속적으로 확대되며 엔비디아의 H100공급부족은 TSMC의 및 후공정 업체들의 생산능력 확대 노력에 따라 GPU의 성장과 HBM 수요도 증가 될 것으로 전망

■ 전체 서버 내 AI 서버의 비중 변화



자료: IDC, 시장자료, 교보증권 리서치센터

■ SK하이닉스, 삼성전자의 HBM 고객사 요약



자료: IDC, 시장자료, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_④기술 트렌드

▶ 기술 트렌드_1. AI서버 증가에 따른 HBM의 중요성 지속

- **메모리 업체들은 수요가 확인되는 HBM에 설비투자 규모를 늘리고 있음**

2022년 기준 글로벌 HBM 시장 점유율은 SK하이닉스 50%, 삼성전자 40%, 마이크론 10% 순이며 올해는 국내 양가 약 95% 수준의 물량을 가져갈 것으로 전망 (TF)
삼성전자 시설투자 10조원, HBM 2.5배 ,SK하이닉스는 시설투자보다 공정전환 등 신기술 개발에 주력
SK하이닉스와 삼성전자는 HBM3e 샘플을 1Q24까지 고객사에게 제공할 것으로 추정되며 마이크론은 HBM3를 건너뛰고 2024년 HBM3e 양산을 목표

- **HBM은 기존 DRAM대비 Low Latency, 저전력, Small Form factor의 장점, 일반 제품 대비 5~8배 높은 단가**

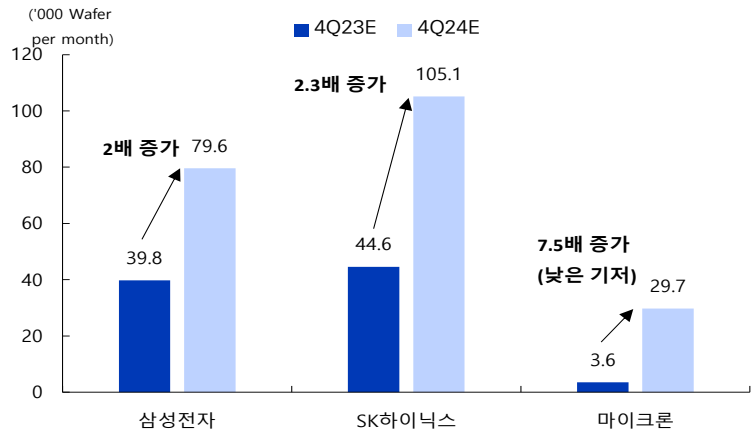
AI서버는 병렬 데이터를 처리할 수 있는 GPU의 중요도가 급격히 상승되며 개별 GPU당 HBM의 탑재량 증가
2024년에도 HBM의 평균 탑재량은 점진적으로 증가할 것이며, 메인스트림은 HBM2e→ HBM3·HBM3e로 이동할 것
NVIDIA의 A100에는 80GB의 HBM2e, H100에는 120GB의 HBM3, 차세대 GH200 AI 슈퍼칩에는 141GB의 HBM3e가 탑재될 예정

■ 2022년 주요 업체 HBM 시장점유율 전망

(단위 %)	2022년	2023F	2024F
SK하이닉스	50%	46~49%	47~49%
삼성전자	40%	46~49%	47~49%
마이크론	10%	4~6%	3~5%

자료: Trendforce, 교보증권 리서치센터

■ DRAM 업체들의 HBM Capa 전망



자료: 교보증권 리서치센터

2024년 전망_④기술 트렌드

▶ 기술 트렌드_1. AI서버 증가에 따른 HBM의 중요성 지속

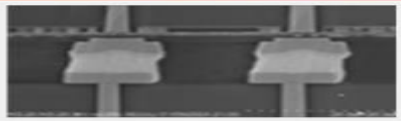
- **공정 난이도가 높은 HBM, 핵심은 TSV와 MR-MUF**

칩을 수직으로 쌓는 TSV 기술로 기존 대비 40% 얇은 D램 단품 칩 12개를 쌓아 16GB 제품과 같은 높이로 제품을 구현
칩 사이에 필름 소재 대신 액체를 주입하는 MR-MUF 기술 향상을 통해 공정 효율성과 제품 성능 안정성을 강화

- **향후 HBM는 어드밴스드 패키지에서 패키징 인터커넥션(Interconnection) 기술이 핵심**

HBM이 지금보다 더 높은 대역폭과 더 큰 용량을 구현하기 위해서는 더 많은 칩을 쌓아야 함
시스템 반도체와 메모리 반도체, 메모리 반도체 내부 기능 안에서도 모든 기능이 해체되고 다시 합쳐지는 이종 집적이 일어날 것
어드밴스드 패키징 : 하이브리드 본딩 (Hybrid bonding) 을 이용한 수직 적층 방식, 수평으로 칩을 연결하는 팬아웃 방식을 활용한 이종 칩 집적이나 칩렛 연결 방식

SK하이닉스의 인터커넥션 기술 유형별 대표적인 제품의 사양

인터커넥션	와이어 (Wire) 본딩	플립 칩 (Flip Chip) 본딩	TSV (Through-Silicon Via) 본딩	하이브리드 (Hybrid) 본딩*
이미지				
메모리 애플리케이션	D램 (모바일), 낸드	D램 (컴퓨팅, 그래픽)	D램 (HPC/서버, 그래픽)	D램 (HPC/서버, 그래픽)
데이터 출입구 (I/O) 수	× 4, × 8, × 16	× 4, × 8, × 16	× 1,024	× 1,024
물리적 인터커넥션 수	50-150 개	150-200 개	하단 다이 : 5,000-8,000 개 상단 다이 : 3,500-10,000 개 (최대 200,000개. 더미 범프 포함)	하단 다이 : 5,000-8,000 개 상단 다이 : 3,500-10,000 개 (최대 200,000개. 더미 범프 포함)
인터커넥션 길이	200 μm-2,000 μm	50 μm	20 μm	5 μm
스택 수	2 / 4 / 6 / 8 (D램)	1 / 2 (평면)	4 / 8 / 12	4 / 8 / 12 / 16
최대 용량/패키지	16 GB	4 GB	24 GB	32 GB

자료: SK하이닉스, 교보증권 리서치센터

2024년 전망_④기술 트렌드

▶ 기술 트렌드_2. NVDIA 신제품을 통해 AI구축에 용이

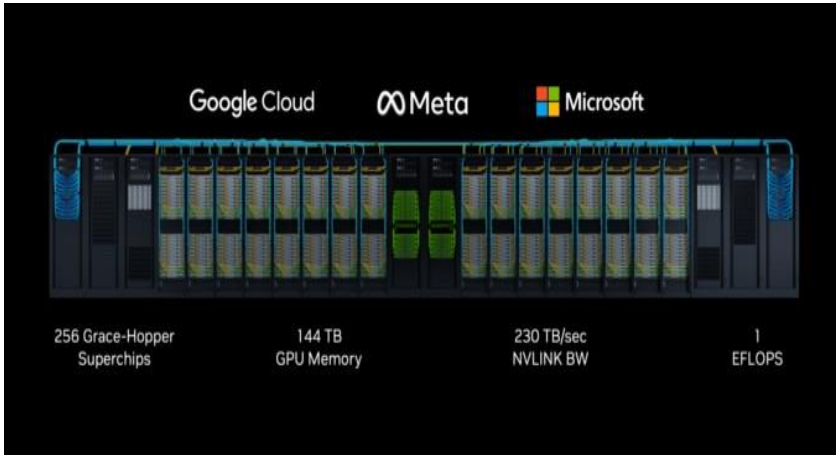
• **NVIDIA는 'COMPUTEX 2023'에서 생성형 AI 모델에 대응한 신제품 공개로 급증하는 수요에 대응할 것**

1)DGX GH200: 주요 클라우드 서비스 업체에 4Q23부터 제공할 예정

대표적인 GH200을 사용할 경우, 1)거대 언어 모델에 대응할 때 기존 X86+Hopper GPU 대비 성능이 높아지며(4.5배), 2)에너지 효율(GH200에 사용되는 연결방식인 NVlink는 기존 연결방식인 Pcle GEN 5 대비 에너지 효율 5배 높음)이 높아지는 장점이 존재.

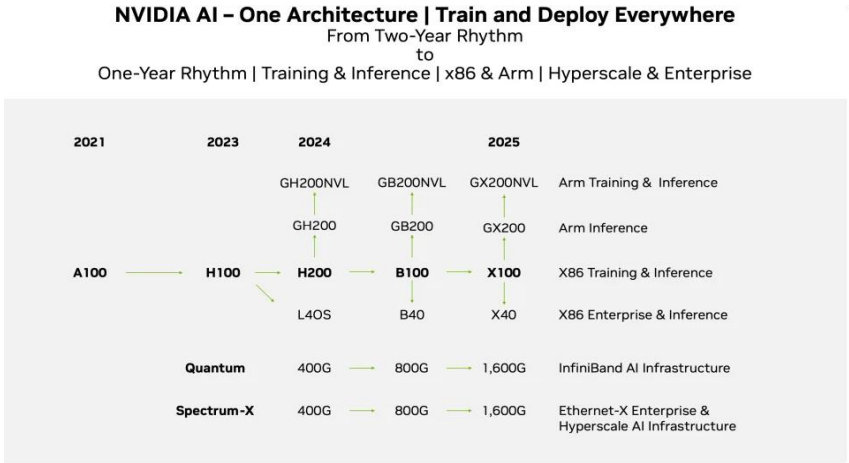
2)NVIDIA MGX: 시스템 제조사에 모듈식 참조 아키텍처를 제공, 다양한 서버의 변형을 빠르고 경제적으로 진행할 수 있도록 도움을 줌. 기본 시스템 아키텍처부터 GPU, DPU, CPU를 선택할 수 있으며, 적절한 비용으로 AI 훈련 및 5G에 적합한 인프라를 구축하는 것이 가능해짐. ASRock, ASUS, GIGABYTE는 MGX를 도입하여 차세대 가속 컴퓨터를 구축하는 것으로 알려졌음

■ NVIDIA DGX GH200 AI 슈퍼컴퓨터



자료: NVIDIA, 교보증권 리서치센터

■ NVIDIA AI 제품 로드맵 2021-2025



자료: NVIDIA, 교보증권 리서치센터

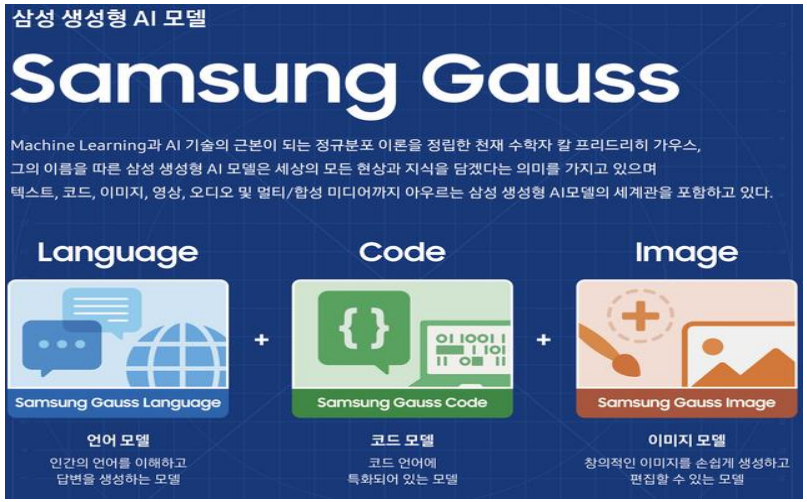
2024년 전망_④기술 트렌드

▶ 기술 트렌드_3.On-device AI

- **2024년부터 OPEN AI의 챗GPT 스마트폰 생태계로 확대**
- **삼성전자, 삼성형 AI 가우스 :**머신 러닝 기술을 기반으로 언어 모델,코드 모델, 이미지 모델로 구성되었으며 내부 업무에 적용된 이후 스마트폰, 가전 등의 제품에 단계적으로 탑재될 계획. 차세대 AP인 '엑시노스 2400'은 전작인 엑시노스 2200 대비 AI 성능이 14.7배 향상되었으며, 생성형 AI를 기반으로 문자를 이미지로 변환하는 기술이 탑재되어 2024년 '갤럭시 S24' 시리즈 중 일부 모델에 탑재될 것으로 전망됨

- **애플**: AI를 기반으로 한 유료 건강 관리앱인 'Quartz' 출시 예정. 향후 생성형 AI 개발을 위해 내부적으로 기계학습 전담 팀을 설립하여 '에이잭스(Ajax, 가명)'로 불리는 거대언어모델(LLM)과 이를 이용한 '애플 GPT'를 개발하고 있는 것으로 알려짐. 애플의 생성형 AI는 iOS 18 및 iPad OS 18부터 적용될 것으로 추정되며, 내년 초 베타 테스트를 거쳐 공식 출시할 것으로 전망됨

■ 삼성형 AI모델 가우스



자료: 삼성전자, 교보증권 리서치센터

■ 애플의 AI 기반 건강관리 어플리케이션 'Quartz'

자료: Apple, 교보증권 리서치센터

기업분석

- 삼성전자 (005930)
- SK하이닉스 (000660)

KYOBO 교보증권

삼성전자 (005930) 수요회복과 메모리 실적개선 전망

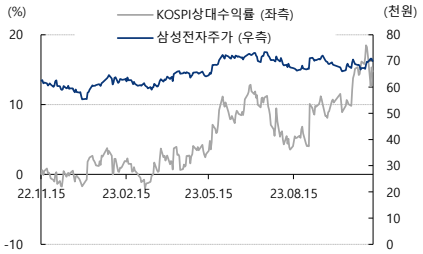
2023. 11. 10

Buy 유지

TP 95,000원 유지

Company Data	
현재가(11/09)	70,300 원
액면가(원)	100 원
52주 최고가(보통주)	73,600 원
52주 최저가(보통주)	54,500 원
KOSPI (11/09)	2,427.08p
KOSDAQ (11/09)	802.87p
자본금	8,975 억원
시가총액	4,196,757 억원
발행주식수(보통주)	596,978 만주
발행주식수(우선주)	82,289 만주
평균거래량(60일)	1,412.6 만주
평균거래대금(60일)	10,059 억원
외국인지분(보통주)	53.02%
주요주주	삼성생명보험 외 15인 42.16%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.9	6.1	13.1
상대주가	5.3	10.1	12.1

▶ 4Q23 Preview

- 4Q23 매출액 71조원(YoY +0.7 %, QoQ +5.3%), 영업이익 4조원(YoY -7.4%, QoQ +67.9%)
- 2023년 연간_매출액 262.1조원(YoY -13.3%), 영업이익 7.7조원(YoY -82.3%)를 전망
- **[Memory]** 수요 저점 국면 통과에 따른 출하량 증가 **DRAM** B/G +10%, ASP +10%, OPM 3.1%, **NAND** 선단공정 확대 및 모바일向 수요 대응 B/G +14%, ASP +10%, OPM -39.2%
- **[S.LSI&파운드리]** 주요 고객에 추가적인 수주를 받고 있음
- **[SDC]** 고부가가치 OLED 패널 공급확대를 통해 실적 개선 이어갈 것
- **[MX]** 스마트폰 비수기 돌입하나 20%이상의 프리미엄 비중이 유지되며 높은 수준의 수익성 지속
- **[VD&DA]** 계절성 및 글로벌 가전 수요 약세 영향이 지속되는 가운데 원자재 가격 상승 부담

▶ 투자의견 BUY, 목표주가 95,000원 유지

- 1Q24내 메모리 정상재고 수준을 달성할 것으로 전망하며 PC와 스마트폰의 수요 개선의 징조를 확인 중
- HBM3의 출하와 매출이 시작되고 있으며 2024년 2.5배 이상 확대계획을 발표
- HBM3E의 내년 양산을 시작하고 있으며 On Divice AI 확대를 통한 메모리 산업의 추가적인 성장을 기대

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	279,605	18.1	51,634	18.5	39,907	6,375	61.1	12.3	5.3	1.8	5.0	13.9
2022.12	302,231	8.1	43,377	14.4	55,654	8,969	40.7	6.2	3.8	1.1	3.4	17.1
2023.12E	265,310	-12.2	6,968	2.6	6,654	897	-90.0	79.9	9.4	1.4	10.5	1.9
2024.12E	302,875	14.2	30,198	10.0	27,146	4,273	376.4	16.8	6.8	1.4	7.7	7.6
2025.12E	322,875	6.6	38,000	11.8	33,936	5,391	26.2	13.3	6.4	1.3	7.6	9.0

삼성전자 (005930) 수요회복과 메모리 실적개선 전망

■ 삼성전자 부문별 실적 추이 및 전망 (단위: 조 원)

IT 기기별	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023F
매출액	77.8	77.2	76.8	70.5	63.8	60.0	67.4	71.0	302.2	262.1
% YoY	*19.0%*	*21.3%*	*3.8%*	*-8.0%*	*-18.0%*	*-22.3%*	*-12.2%*	*0.7%*	*8.1%*	*-13.3%*
% QoQ	*1.6%*	*-0.7%*	*-0.5%*	*-8.2%*	*-9.5%*	*-5.9%*	*12.3%*	*5.3%*		
DS	26.9	28.5	23.0	20.1	13.7	14.7	16.4	19.5	98.5	64.4
Memory	20.1	21.1	15.3	12.0	9.0	9.1	10.5	12.3	68.5	41.0
S.LSI & Foundry	6.8	7.4	7.7	7.9	4.7	5.6	5.9	7.2	29.8	23.4
SDC	8.0	7.7	9.4	9.3	6.6	6.5	8.2	9.0	34.4	30.3
MX / Networks	32.4	29.3	32.2	26.9	31.8	25.6	30.0	27.6	120.8	115.0
VD/DA	15.5	14.8	14.8	15.6	14.1	14.4	13.7	15.7	60.6	57.8
Harman	2.7	3.0	3.6	3.9	3.2	3.5	3.8	3.9	13.2	14.4
영업이익	14.1	14.1	10.9	4.3	0.6	0.7	2.4	4.0	43.4	7.7
% YoY	*50.5%*	*12.2%*	*-31.4%*	*-68.9%*	*-95.5%*	*-95.2%*	*-78.1%*	*-7.4%*	*-16.0%*	*-82.3%*
% QoQ	*1.8%*	*-0.2%*	*-23.0%*	*-60.3%*	*-85.1%*	*4.7%*	*254.4%*	*67.9%*		
DS	8.5	10.0	5.1	0.3	-4.7	-4.3	-3.7	-0.6	23.8	-13.3
Memory	7.5	8.7	4.0	-0.5	-4.4	-3.7	-3.3	-1.6	19.7	-12.9
S.LSI & Foundry	0.7	0.9	0.9	0.6	-0.3	-0.6	-0.8	0.5	3.1	-1.2
SDC	1.1	1.1	2.0	1.8	0.8	0.8	1.9	1.8	6.0	5.4
MX/Networks	3.8	2.6	3.2	1.7	4.0	2.8	3.3	2.1	11.3	12.1
VD/DA	0.8	0.4	0.3	-0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	1.2
Harman	0.1	0.1	0.3	0.4	0.1	0.3	0.4	0.4	0.9	1.2
OPM	18.2%	18.3%	14.1%	6.1%	1.0%	1.1%	3.5%	5.6%	14.4%	2.9%
DS	31.5%	35.0%	22.2%	1.3%	-34.2%	-29.2%	-22.5%	-3.2%	24.2%	-20.7%
Memory	37.3%	41.4%	25.9%	-4.3%	-48.3%	-40.9%	-30.9%	-12.9%	28.7%	-31.5%
S.LSI & Foundry	9.8%	12.8%	11.2%	8.0%	-6.4%	-10.5%	-13.0%	6.5%	10.4%	-5.1%
SDC	13.7%	13.7%	21.1%	19.6%	11.8%	13.0%	23.6%	20.0%	17.3%	17.7%
MX/Networks	11.8%	8.9%	10.0%	6.3%	12.5%	10.8%	11.0%	7.6%	9.3%	10.5%
VD / DA	5.2%	2.4%	1.7%	-0.4%	1.4%	2.0%	2.8%	2.1%	2.2%	2.1%
Harman	3.8%	3.4%	8.6%	9.3%	4.1%	7.1%	11.8%	9.6%	6.7%	8.4%

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**279,605**	**302,231**	**262,125**	**310,424**	**356,198**
매출원가	166,411	190,042	194,363	204,626	227,105
매출총이익	**113,193**	**112,190**	**67,761**	**105,799**	**129,094**
매출총이익률 (%)	40.5	37.1	25.9	34.1	36.2
판매비와관리비	**61,560**	**68,813**	**60,091**	**70,156**	**81,371**
영업이익	**51,634**	**43,377**	**7,670**	**35,643**	**47,723**
영업이익률 (%)	18.5	14.4	2.9	11.5	13.4
EBITDA	**85,881**	**82,484**	**37,723**	**58,936**	**65,786**
EBITDA Margin (%)	30.7	27.3	14.4	19.0	18.5
영업외손익	**1,718**	**3,064**	**2,198**	**1,937**	**2,049**
관계기업손익	730	1,091	662	687	743
금융수익	8,543	20,829	4,266	4,334	4,608
금융비용	-7,705	-19,028	-2,466	-2,714	-3,133
기타	150	172	-264	-369	-169
법인세비용차감전순손익	53,352	46,440	9,868	37,580	49,772
법인세비용	13,444	-9,214	2,679	5,756	7,447
계속사업순손익	39,907	55,654	7,189	31,824	42,325
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**39,907**	**55,654**	**7,189**	**31,824**	**42,325**
당기순이익률 (%)	14.3	18.4	2.7	10.3	11.9
비지배지분순이익	**664**	**924**	**119**	**528**	**703**
지배지분순이익	**39,244**	**54,730**	**7,069**	**31,296**	**41,622**
지배순이익률 (%)	14.0	18.1	2.7	10.1	11.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	10,002	4,006	5,975	5,975	5,975
포괄순이익	**49,910**	**59,660**	**13,164**	**37,799**	**48,300**
비지배지분포괄이익	**872**	**915**	**202**	**579**	**740**
지배지분포괄이익	**49,038**	**58,745**	**12,962**	**37,220**	**47,559**

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**65,105**	**62,181**	**47,923**	**43,172**	**57,110**
당기순이익	39,907	55,654	7,189	31,824	42,325
비현금항목의 가감	49,056	33,073	34,868	31,561	28,296
감가상각비	31,285	35,952	27,686	21,321	16,419
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-730	-1,091	-662	-687	-743
기타	18,500	-1,788	7,844	10,927	12,620
자산부채의 증감	-16,287	-16,999	6,975	-15,626	-6,903
기타현금흐름	-7,571	-9,547	-1,109	-4,587	-6,608
투자활동 현금흐름	**-33,048**	**-31,603**	**-55,395**	**-47,636**	**-59,029**
투자자산	1,606	2,634	-895	-895	-895
유형자산	-47,122	-49,430	-46,959	-51,655	-56,820
기타	12,468	15,194	-7,541	4,914	-1,314
재무활동 현금흐름	**-23,991**	**-19,390**	**-9,103**	**-9,238**	**-8,885**
단기차입금	-2,617	-8,339	257	540	892
사채	-895	-1,508	29	31	33
장기차입금	58	272	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-20,510	-9,814	-9,809	-9,809	-9,809
기타	-27	0	419	0	0
현금의 증감	**9,649**	**10,649**	**-14,141**	**-15,120**	**-11,048**
기초 현금	29,383	39,031	49,681	35,540	20,420
기말 현금	39,031	49,681	35,540	20,420	9,372
NOPLAT	38,622	51,982	5,587	30,183	40,582
FCF	9,461	24,661	-4,343	-13,804	-5,078

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**218,163**	**218,471**	**200,730**	**196,445**	**193,508**
현금및현금성자산	39,031	49,681	35,540	20,420	9,372
매출채권 및 기타채권	45,211	41,871	36,304	42,426	47,630
재고자산	41,384	52,188	45,262	53,603	53,430
기타유동자산	92,537	74,731	83,623	79,997	83,077
비유동자산	**208,458**	**229,954**	**246,209**	**276,981**	**317,032**
유형자산	149,929	168,045	187,318	217,652	258,053
관계기업투자금	8,932	10,894	12,451	14,033	15,670
기타금융자산	15,491	12,802	12,802	12,802	12,802
기타비유동자산	34,106	38,212	33,637	32,493	30,506
자산총계	**426,621**	**448,425**	**446,938**	**473,426**	**510,540**
유동부채	**88,117**	**78,345**	**77,609**	**79,851**	**82,354**
매입채무 및 기타채무	58,260	58,747	57,334	59,035	60,648
차입금	13,688	5,147	5,405	5,945	6,837
유동성채무	1,330	1,089	1,508	1,508	1,508
기타유동부채	14,839	13,362	13,362	13,362	13,362
비유동부채	**33,604**	**15,330**	**17,396**	**19,560**	**21,477**
차입금	2	34	35	35	35
사채	508	536	565	596	629
기타비유동부채	33,094	14,760	16,796	18,929	20,813
부채총계	**121,721**	**93,675**	**95,004**	**99,411**	**103,831**
지배지분	**296,238**	**345,186**	**342,446**	**363,932**	**395,745**
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	293,065	337,946	335,206	356,693	388,505
기타자본변동	87	87	87	87	87
비지배지분	**8,662**	**9,563**	**9,488**	**10,083**	**10,964**
자본총계	**304,900**	**354,750**	**351,934**	**374,015**	**406,709**
총차입금	18,392	10,333	11,393	12,391	13,832

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	6,375	8,969	985	5,043	6,773
PER	12.3	6.2	71.0	13.9	10.3
BPS	43,611	50,817	50,414	53,577	58,261
PBR	1.8	1.1	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	12,643	12,143	5,554	8,676	9,685
EV/EBITDA	5.0	3.4	10.0	6.7	6.2
SPS	46,837	50,627	43,909	51,999	59,667
PSR	1.7	1.1	1.6	1.3	1.2
CFPS	1,393	3,630	-639	-2,032	-748
DPS	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	18.1	8.1	-13.3	18.4	14.7
영업이익 증가율	43.5	-16.0	-82.3	364.7	33.9
순이익 증가율	51.1	39.5	-87.1	342.7	33.0
수익성					
ROIC	21.8	25.3	2.5	12.2	14.0
ROA	9.8	12.5	1.6	6.8	8.5
ROE	13.9	17.1	2.1	8.9	11.0
안정성					
부채비율	39.9	26.4	27.0	26.6	25.5
순차입금비율	4.3	2.3	2.5	2.6	2.7
이자보상배율	119.7	56.8	9.4	41.6	51.6

KYOBO 교보증권

SK하이닉스(000660) 가장 확실한 성장의 대안

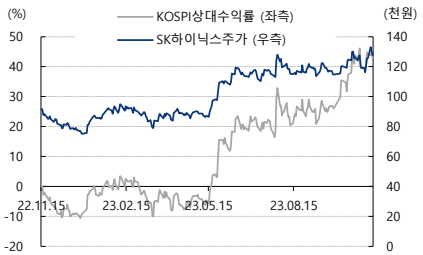
2023. 11. 10

Buy 유지

TP 160,000원 유지

Company Data	
현재가(11/09)	128,000 원
액면가(원)	5,000 원
52주 최고가(보통주)	119,500 원
52주 최저가(보통주)	75,000 원
KOSPI (11/09)	2,427.08p
KOSDAQ (11/09)	802.87p
자본금	36,577 억원
시가총액	931,843 억원
발행주식수(보통주)	72,800 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60일)	300.5 만주
평균거래대금(60일)	3,462 억원
외국인지분(보통주)	51.82%
주요주주	에스케이스퀘어 외 7인 20.07%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.0	43.9	45.5
상대주가	5.4	49.3	44.1

▶ 4Q23 Preview

- 4Q23 매출액 11조 1,186억원(YoY +44.9%, QoQ+22.6%), 영업이익 -1,583억원(YoY 적지, QoQ 적지)으로 전망
- 2023년 연간 매출액 32.5조원(YoY -27.0%), 영업이익 -8.5조원(YoY 적전)을 전망
- **[DRAM]** B/G +10%, ASP +15%, 영업이익 1조 2861억원 전망. 고부가가치의 기술적 우위로 시장을 선점하여 매축 믹스의 및 이익 개선이 지속될 것. 2024년 주력인 HBM3에 이어 8월 HBM3e 1bnm 기반 샘플 공급 시작할 것.
- **[NAND]** B/G -10%, ASP +6% 영업적자 -2조 4944억원 전망. 아직 높은 수준의 재고레벨과 AI 수요 증가에 대한 영향이 제한적이며 솔리다임과의 제품 최적화 및 효율성 증대와 업황 회복에 시간이 소요될 것

▶ 투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

- 예상보다 회복이 더딘 NAND사업부의 실적에도 불구하고 DRAM의 B/G와 ASP는 경쟁사 대비 압도적인 수준.
- 프리미엄 고부가 제품의 믹스 개선과 2024년 신제품 효과를 통한 시장선점이 이미 가시화 단계
- IT섹터내 가장 안정적인 대안

12결산 (십억원)	매출액 (십억원)	YoY (%)	영업이익 (십억원)	OP마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	YoY (%)	PER (배)	PCR (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2021.12	42,998	34.8	12,410	28.9	9,616	13,190	101.9	9.9	4.0	1.5	4.6	16.8
2022.12	44,622	3.8	6,809	15.3	2,242	3,063	-76.8	24.5	2.5	0.9	3.5	3.6
2023.12E	30,705	-31.2	-8,083	-26.3	-7,866	-10,746	적전	-10.5	15.3	1.5	32.5	-13.3
2024.12E	40,549	32.1	7,002	17.3	6,645	9,079	흑전	12.4	3.7	1.3	6.3	11.1
2025.12E	49,523	22.1	11,005	22.2	8,999	12,295	35.4	9.2	3.4	1.2	5.3	13.4

SK하이닉스(000660) 가장 확실한 성장의 대안

2023. 11. 10

■ SK하이닉스 부문별 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

IT 기기별	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E
매출액	12,155.7	13,811.0	10,982.9	7,672.0	5,088.0	7,306.0	9,066.2	11,118.6	44,621.6	32,578.8
% QoQ	*-1.8%*	*13.6%*	*-20.5%*	*-30.1%*	*-33.7%*	*43.6%*	*24.1%*	*22.6%*		
% YoY	*43.1%*	*33.8%*	*-7.0%*	*-38.0%*	*-58.1%*	*-47.1%*	*-17.5%*	*44.9%*	*3.8%*	*-27.0%*
DRAM	7,857.6	8,781.7	6,954.3	4,575.2	3,187.6	4,804.3	6,403.4	8,038.0	28,168.8	22,433.2
NAND	3,913.4	4,517.9	3,388.2	2,364.5	1,756.1	2,355.9	2,428.6	2,299.1	14,183.9	8,839.8
영업이익	**2,859.6**	**4,192.6**	**1,655.6**	**-1,898.4**	**-3,402.0**	**-3,228.6**	**-1,791.0**	**-158.3**	**6,809.4**	**-8,579.9**
%QoQ	*-32.2%*	*46.6%*	*-60.5%*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*		
%YoY	*115.9%*	*55.6%*	*-60.3%*	*적전*	*적전*	*적전*	*적전*	*적지*	*-45.1%*	*적전*
DRAM	2,603.4	3,565.3	2,174.1	140.4	-1,115.7	-480.4	57.6	1,286.1	8,483.2	-252.4
NAND	197.7	590.0	-574.9	-878.3	-2,218.0	-2,685.0	-2,428.6	-1,494.4	-953.3	-8,826.1
영업이익률	***23.5%***	***30.4%***	***15.1%***	***-24.7%***	***-66.9%***	***-44.2%***	***-19.8%***	***-1.4%***	***15.3%***	***-26.3%***
DRAM	*33.1%*	*40.6%*	*31.3%*	*3.1%*	*-35.0%*	*-10.0%*	*0.9%*	*16.0%*	*30.1%*	*-1.1%*
NAND	*5.1%*	*13.1%*	*-17.0%*	*-37.1%*	*-126.3%*	*-114.0%*	*-100.0%*	*-65.0%*	*-6.7%*	*-99.8%*
세전이익	**2,774.3**	**3,966.7**	**1,683.3**	**-4,421.4**	**-3,600.3**	**-3,671.4**	**-1,853.1**	**-1,376.5**	**4,002.8**	**-10,501.3**
지배순이익	**1,978.8**	**2,871.5**	**1,106.7**	**-3,727.6**	**-2,668.3**	**-2,722.1**	**-1,367.2**	**-1,025.4**	**2,229.6**	**-7,783.1**

자료: 교보증권 리서치센터

포괄손익계산서

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	**42,998**	**44,622**	**32,579**	**56,526**	**71,320**
매출원가	24,046	28,994	34,291	36,720	42,021
매출총이익	**18,952**	**15,628**	**-1,713**	**19,807**	**29,299**
매출총이익률 (%)	44.1	35.0	-5.3	35.0	41.1
판매비와관리비	**6,542**	**8,818**	**6,867**	**11,955**	**15,101**
영업이익	**12,410**	**6,809**	**-8,580**	**7,852**	**14,198**
영업이익률 (%)	28.9	15.3	-26.3	13.9	19.9
EBITDA	**23,067**	**20,961**	**2,587**	**16,728**	**21,252**
EBITDA Margin (%)	53.6	47.0	7.9	29.6	29.8
영업외손익	**1,006**	**-2,807**	**1,505**	**1,641**	**1,484**
관계기업손익	162	131	70	82	111
금융수익	2,378	3,714	2,731	3,031	3,127
금융비용	-1,470	-5,092	-815	-877	-1,027
기타	-64	-1,561	-481	-595	-726
법인세비용차감전순손익	13,416	4,003	-7,075	9,493	15,682
법인세비용	3,800	1,761	1,415	2,293	4,447
계속사업순손익	9,616	2,242	-8,489	7,200	11,235
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	**9,616**	**2,242**	-8,489	**7,200**	**11,235**
당기순이익률 (%)	22.4	5.0	**-26.1**	12.7	15.8
비지배지분순이익	**14**	**12**	-46	**39**	**61**
지배지분순이익	**9,602**	**2,230**	**-8,444**	**7,161**	**11,174**
지배순이익률 (%)	22.3	5.0	**-25.9**	12.7	15.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1,071	580	193	294	354
포괄순이익	**10,688**	**2,822**	-8,296	**7,494**	**11,589**
비지배지분포괄이익	**18**	**20**	**-58**	**52**	**81**
지배지분포괄이익	10,669	2,802	-8,238	7,442	11,508

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**19,798**	**14,781**	**5,929**	**4,372**	**21,902**
당기순이익	9,616	2,242	8,489	7,200	11,235
비현금항목의 가감	14,354	19,532	12,169	11,311	11,046
감가상각비	9,861	13,372	10,624	8,442	6,707
외환손익	61	1,057	-1,963	-2,168	-2,328
지분법평가손익	-162	-131	-70	-82	-111
기타	4,594	5,235	3,577	5,118	6,777
자산부채의 증감	-3,018	-2,690	4,139	-11,254	4,579
기타현금흐름	-1,154	-4,303	-1,890	-2,885	-4,958
투자활동 현금흐름	**-22,392**	**-17,884**	**-14,405**	**-14,804**	**-17,823**
투자자산	-74	198	169	169	169
유형자산	-12,487	-19,010	-9,505	-11,406	-13,687
기타	-9,831	928	-5,069	-3,567	-4,305
재무활동 현금흐름	**4,492**	**2,822**	**1,217**	**2,640**	**1,783**
단기차입금	0	0	0	77	39
사채	0	0	520	561	606
장기차입금	5,613	4,793	1,361	1,356	2,830
자본의 증가(감소)	0	0	0	790	-1,500
현금배당	-805	-1,681	-825	-826	-826
기타	-315	-290	161	681	634
현금의 증감	**2,082**	**-81**	**1,084**	**-3,281**	**11,224**
기초 현금	2,976	5,058	4,977	6,061	2,779
기말 현금	5,058	4,977	6,061	2,779	14,003
NOPLAT	8,895	3,813	-10,296	5,956	10,171
FCF	4,047	-3,735	-4,494	-7,829	8,118

재무상태표

단위: 십억원

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	**26,907**	**28,733**	**24,713**	**33,904**	**40,252**
현금및현금성자산	5,058	4,977	6,061	2,779	14,003
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	4,979	8,487	10,590
재고자산	8,950	15,665	11,437	19,844	13,715
기타유동자산	4,472	2,647	2,236	2,794	1,943
비유동자산	**69,439**	**75,138**	**73,348**	**75,773**	**80,588**
유형자산	53,226	60,229	59,109	62,074	69,054
관계기업투자금	1,410	1,353	1,184	1,015	845
기타금융자산	7,049	6,130	6,130	6,130	6,130
기타비유동자산	7,754	7,427	6,925	6,355	4,559
자산총계	**96,347**	**103,872**	**98,061**	**109,677**	**120,840**
유동부채	**14,735**	**19,844**	**21,393**	**21,042**	**21,809**
매입채무 및 기타채무	8,379	10,807	10,216	8,595	9,854
차입금	233	3,833	3,833	3,910	3,949
유동성채무	2,648	3,590	4,053	5,036	5,972
기타유동부채	3,476	1,614	3,290	2,600	2,034
비유동부채	**19,420**	**20,737**	**22,828**	**25,051**	**28,966**
차입금	7,529	9,074	10,435	11,791	14,621
사채	7,214	6,498	7,018	7,579	8,185
기타비유동부채	4,677	5,166	5,376	5,681	6,160
부채총계	**34,155**	**40,581**	**44,221**	**45,193**	**50,775**
지배지분	**62,157**	**63,266**	**53,924**	**64,804**	**70,739**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,336	5,126	3,626
이익잉여금	55,784	56,685	47,416	53,752	64,101
기타자본변동	-2,295	-2,311	-2,311	-1,800	-1,300
비지배지분	**34**	**24**	**-84**	**-320**	**-674**
자본총계	**62,191**	**63,291**	**53,840**	**64,484**	**70,065**
총차입금	18,852	24,515	26,905	29,943	34,432

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

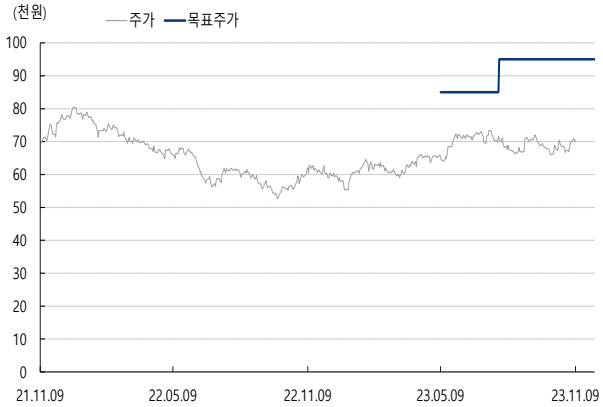
12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	13,190	3,063	-11,598	9,837	15,349
PER	9.9	24.5	-11.0	13.0	8.3
BPS	85,380	86,904	74,071	89,016	97,168
PBR	1.5	0.9	1.7	1.4	1.3
EBITDAPS	91,685	28,792	3,554	22,978	29,192
EV/EBITDA	4.6	3.5	43.4	7.0	5.2
SPS	59,063	61,293	44,751	77,646	97,967
PSR	2.2	1.2	2.9	1.6	1.3
CFPS	5,559	-5,131	-6,174	-10,754	11,151
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	34.8	3.8	-27.0	73.5	26.2
영업이익 증가율	147.6	-45.1	적전	흑전	80.8
순이익 증가율	102.1	-76.7	적전	흑전	56.0
수익성					
ROIC	15.4	5.5	-14.7	8.0	12.2
ROA	11.5	2.2	-8.4	6.9	9.7
ROE	16.8	3.6	-14.4	12.1	16.5
안정성					
부채비율	54.9	64.1	82.1	70.1	72.5
순차입금비율	19.6	23.6	27.4	27.3	28.5
이자보상배율	47.7	12.8	-14.7	12.1	19.1

삼성전자 최근 2년간 목표주가 변동추이

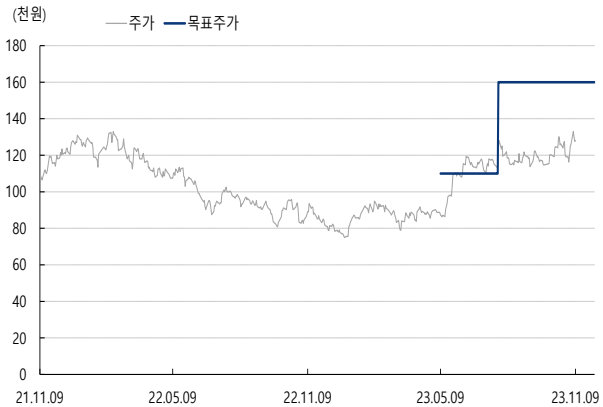


자료: 교보증권 리서치센터

삼성전자 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2023.05.09	매수	85,000	(17.14)	(13.65)					
2023.07.28	매수	95,000	(27.50)	(24.21)					
2023.09.26	매수	95,000	(27.67)	(24.21)					
2023.11.10	매수	95,000							

SK하이닉스 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

SK하이닉스 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2023.05.09	매수	110,000	(0.36)	8.64					
2023.07.27	매수	160,000	(25.83)	(20.00)					
2023.09.26	매수	160,000	(25.08)	(18.75)					
2023.10.27	매수	160,000	(24.66)	(16.88)					
2023.11.10	매수	160,000							

감 사 합 니 다.

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하