

# 반도체

## 집 나간 수요 돌아오기 직전

### 감산 못하는 속사정

메모리 반도체는 고정비가 높은 산업이다. 매출 대비 감가상각비 비중만 해도 30%에 이른다. 때문에 생산량이 늘어도 비례적으로 비용이 증가하지 않고 단위당 생산비용은 감소하는 영업 레버리지 효과가 발생한다. 그러나 반대의 경우 생산량이 줄어도 고정비 부담이 줄지 않고 오히려 단위당 원가가 오르게 된다. 메모리 공급사들의 추가적인 감산 결정이 쉽지 않은 이유다. 이미 지난 하반기부터 판매량이 감소해 단위당 판매비 부담이 늘어난 데다 재고자산 평가손실이 더해져 원가가 지속 상승하고 있을 것이다. 게다가 하반기 이후 수요 증가가 기대되는 DDR5는 보유 재고가 매우 적다. 평균 120일에서 최대 150일에 이르는 웨이퍼 생산 기간을 고려하면 하반기 수요를 대비해 가동률을 유지할 필요가 있다.

### 2분기 bit growth에 주목하자

이번 메모리 사이클이 어려운 것은 바닥 탈출의 열쇠를 공급이 아닌 수요가 쥐고 있기 때문일 것이다. 감산 효과가 나타나기엔 이른데 수요가 전혀 올라오지 않으면서 공급사 재고가 줄지 않는다. 그러나 고객사 재고가 이미 peak out 후 내려오고 있다는 점에 주목해야 한다. 우리는 공급사 재고보다 고객사 재고 조정이 먼저 완료되면서 2분기부터 분기 bit growth가 증가하고 주가가 추세적 상승을 시작할 것으로 판단한다. 1분기는 계절적 비수기인데다 직전 4분기에 1분기 수요를 미리 당겨 판매한 영향으로 연중 출하량이 가장 낮다. 이에 따른 기저 효과 때문에 DRAM 2분기 출하량이 1분기 대비 줄었던 적은 1992년 이후 한 번도 없었다. 이번 2분기에도 고객사 재고 조정이 가장 먼저 완료되는 모바일을 중심으로 하반기 세트 판매 성수기를 대비한 재고 채우기 수요가 발생하면서 분기 bit growth가 증가할 것이다.

### 저점에서 모아갈 때

4월까지의 실적 회복이 가시화되지 않기 때문에 변동성 장세가 이어질 수 있다. 4월은 메모리 주요 고객사인 미국 회사들의 회계 분기 마지막 달로, 업체들이 재고 자산가액을 줄이기 위해 분기 내 구매를 최소화하기 때문이다. 그러나 5월부터는 출하량이 빠르게 증가하면서 업황 회복을 이끌 것으로 전망한다. 주가 조정은 저점 매수의 기회다.

## 비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
삼성전자	매수	83,000원
SK하이닉스	매수	113,000원

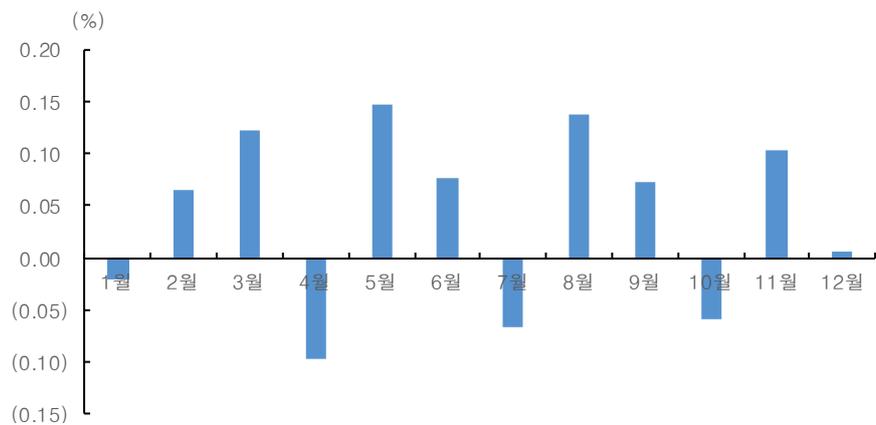
채민숙

minsook@koreainvestment.com

박상수

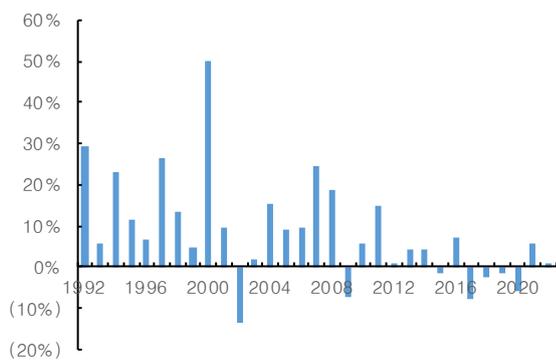
sangsoo94@koreainvestment.com

[그림 1] 평균 MoM bit growth (1992~2022)



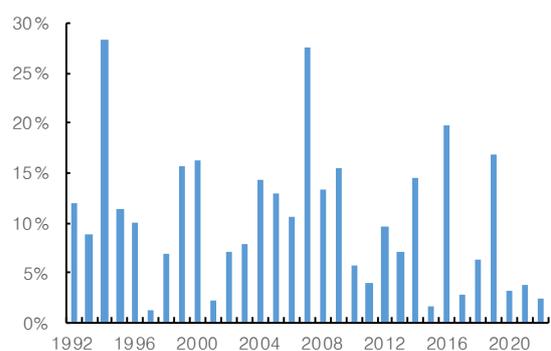
자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 2] 1분기 QoQ bit growth history



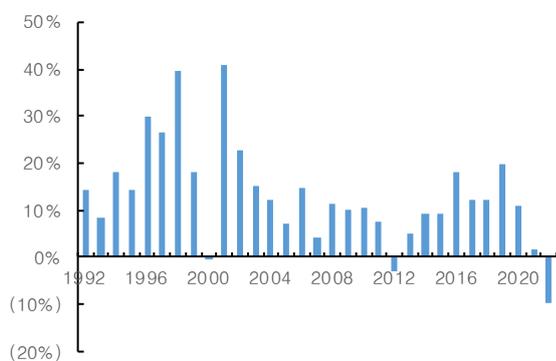
자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 3] 2분기 QoQ bit growth history



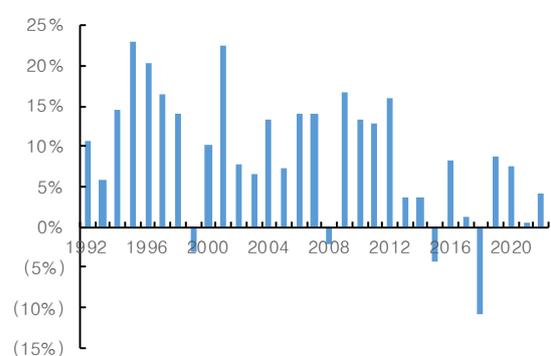
자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 4] 3분기 QoQ bit growth history



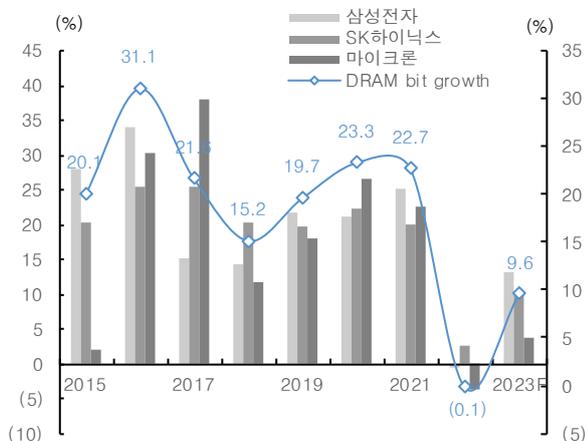
자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 5] 4분기 QoQ bit growth history



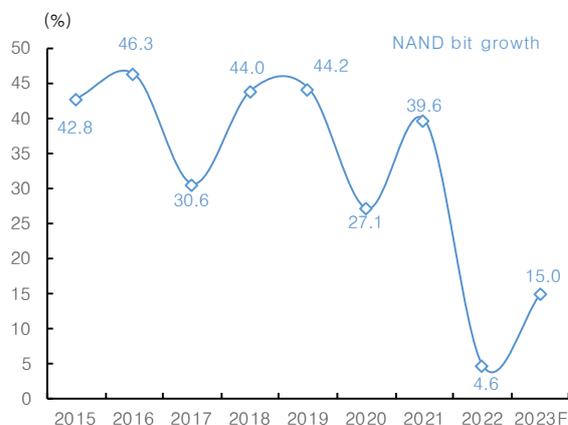
자료: WSTS, 한국투자증권

[그림 6] DRAM Shipment bit growth



자료: 한국투자증권

[그림 7] NAND Shipment bit growth



자료: 한국투자증권

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation									
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
삼성전자 (005930)	투자의견	매수	2021A	279,605	51,634	39,244	5,777	43,611	13.6	1.80	13.9	5.0	1.8
	목표주가(원)	83,000	2022A	302,231	43,377	54,730	8,057	50,817	6.9	1.09	17.1	3.4	2.6
	현재가 (3/27, 원)	62,100	2023F	260,419	11,571	10,218	1,503	50,878	41.3	1.22	3.0	6.1	2.3
	시가총액(십억원)	370,723	2024F	314,444	39,210	30,689	4,476	53,951	13.9	1.15	8.6	3.4	2.3
				2025F	298,722	36,919	29,275	4,271	56,817	14.5	1.09	7.8	3.9
SK하이닉스 (000660)	투자의견	매수	2021A	42,998	12,410	9,602	13,989	88,543	9.4	1.48	16.8	4.5	1.2
	목표주가(원)	113,000	2022A	44,622	6,809	2,230	3,242	90,064	23.1	0.83	3.6	3.4	1.6
	현재가 (3/27, 원)	85,500	2023F	22,325	(11,377)	(12,636)	(18,376)	72,366	(4.7)	1.18	(22.2)	NM	1.4
	시가총액(십억원)	62,244	2024F	32,510	(1,190)	(2,812)	(4,089)	68,164	(20.9)	1.25	(5.8)	12.4	1.4
				2025F	33,738	5,149	2,148	3,124	70,774	27.4	1.21	4.5	5.4

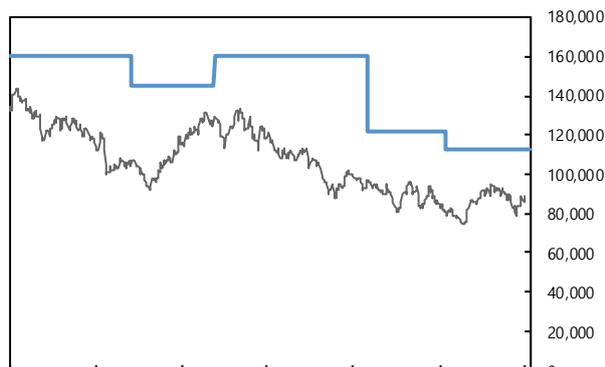
자료: 각 사, 한국투자증권

투자 의견 및 목표주가 변경내역

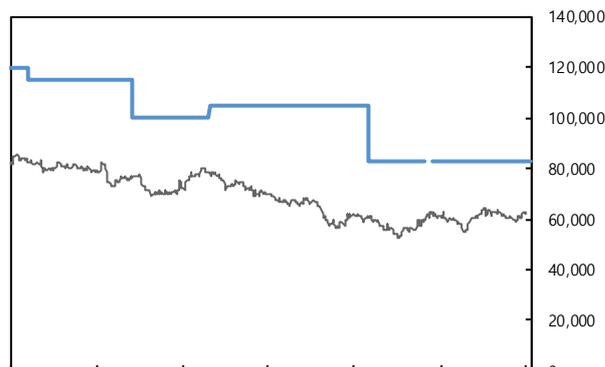
종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SK하이닉스 (000660)	2021.01.07	매수	160,000원	-21.6	-7.2	삼성전자 (005930)	2021.04.22	매수	115,000원	-31.0	-27.4
	2021.09.16	매수	145,000원	-22.5	-9.7		2021.09.16	매수	100,000원	-26.2	-19.5
	2022.01.13	매수	160,000원	-31.2	-16.9		2022.01.04	매수	105,000원	-36.1	-24.9
	2022.08.17	매수	122,000원	-26.9	-21.0		2022.08.17	매수	83,000원	-31.3	-25.9
	2022.12.06	매수	113,000원	-	-		2022.11.04	NR	-	-	-
삼성전자 (005930)	2021.01.11	매수	120,000원	-30.2	-24.5	2022.11.15	매수	83,000원	-	-	-

SK하이닉스(000660)

삼성전자(005930)



Mar-21 Jul-21 Nov-21 Mar-22 Jul-22 Nov-22 Mar-23



Mar-21 Jul-21 Nov-21 Mar-22 Jul-22 Nov-22 Mar-23

Compliance notice

- 당사는 2023년 3월 28일 현재 SK하이닉스, 삼성전자 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 SK하이닉스, 삼성전자 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.