

Near Memory의 확장은 진행형

Analyst 노근창

02-3787-2301 greg@hmsec.com

RA 윤동욱

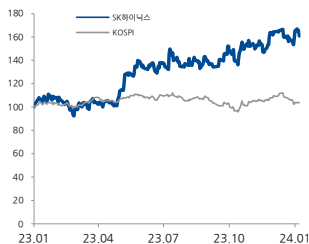
02-3787-2370 donguk.youn@hmsec.com

현재주가 (1/26)	137,400원		
상승여력	20.8%		
시가총액	100,028억원		
발행주식수	728,002천주		
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	142,600원/79,000원		
일평균 거래대금 (60일)	414십억원		
외국인지분율	53.24%		
주요주주	에스케이스퀘어 외 7인 20.07%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-2.3	7.8	21.2
상대주가(%p)	2.8	3.1	29.3

※ KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	-11,477	7,266	154,000
After	-12,547	10,464	166,000
Consensus	-10,852	8,472	163,087
Cons. 차이	15.6%	23.5%	1.8%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 154,000원에서 166,000원 (2024년 예상 BPS에 P/B 2.0배 적용)으로 상향하며 투자 의견 매수를 유지함. 동사의 4분기 매출액은 예상보다 크게 상회하는 NAND ASP 상승에 힘입어 추정치를 9.3% 상회하는 11.3조원을 기록하였고 영업이익은 흑자 전환한 3,460억원을 기록하였음. 특히, NAND의 경우 Premium 제품 위주로 판매하면서 Bit Growth는 QoQ로 Low Single 감소하였지만 ASP는 QoQ로 40% 상승하였음. DRAM Bit Growth는 Low Single 성장하였지만, ASP는 10% 후반 상승하면서 추정치를 상회하였음. 특히, NAND는 가격 급등에 힘입어 재고자산평가손실 총당금이 4,500억원 내외 수준에서 환입되면서 NAND 적자폭도 크게 줄어들었음. 1분기에도 DRAM과 NAND ASP가 QoQ로 15~20% 상승이 예상된다는 점에서 총당금 환입은 지속될 것으로 보임. 한편, 동사의 1분기 DRAM과 NAND Bit Growth는 각각 -15.1%, 5.5% 예상되지만, ASP 상승에 힘입어 1분기 매출액은 QoQ로 3.2% 증가한 11.7조원, 영업이익은 제품 가격 상승과 총당금 환입에 힘입어 QoQ로 251.9% 증가한 1.2조원을 기록할 것으로 전망. 동사는 감산 규모를 점진적으로 조정할 것으로 보이며, HBM과 DDR5 위주로 생산량을 증대시킬 계획. 예상보다 양호한 Memory 반도체 가격을 반영하여 2024년 매출액과 영업이익 전망치를 기존 대비 각각 18.7%, 31.5% 상향한 60.2조원과 13.6조원으로 변경

주요 이슈 및 실적전망

- 동사의 HBM사업은 올해도 순항할 것으로 보이며, HBM3E는 상반기 내에 고객사에 공급할 것으로 보임. 한편, 4분기 TSMC HPC 매출액은 QoQ로 16.2% 증가하였고, Aspeed의 4분기 매출액도 QoQ로 23.5% 증가하는 등 AI Server에 밀려서 투자가 지지부진하였던 일반 Server 수요도 개선되고 있음. 특히, x86대비 전력 효율성이 좋은 ARM기반 Server CPU가 AWS (Graviton), Microsoft (Cobalt 100)를 중심으로 탑재율이 상승할 것으로 보이며, Google과 NVIDIA도 ARM 기반 Server CPU 출시가 예상됨에 따라 하반기로 갈수록 Server DDR5 수요도 크게 증가할 것으로 보임. 여기에 AIPC와 AI스마트폰 수요 증가로 기기당 Memory Content가 크게 상승할 것으로 예상. 한편, Vision Pro의 사전예약 흥행을 감안할 때 다양한 기업들이 신규 XR기기를 출시하면서 새로운 Near Memory 수요를 자극할 것으로 보임. On Device AI 스마트폰은 아직 Near Memory를 탑재하고 있지 않지만 중장기적으로 탑재 가능성이 클 것으로 예상

주가전망 및 Valuation

- Near Memory의 확장 가능성을 감안할 때 저점 분할 매수 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	42,998	12,410	9,602	23,067	13,190	101.9	9.9	1.5	4.5	16.8	1.2
2022	44,622	6,809	2,230	20,961	3,063	-76.8	24.5	0.9	3.4	3.6	1.6
2023F	32,766	-7,730	-9,134	5,989	-12,547	적전	N/A	1.9	21.3	NA	0.8
2024F	60,217	13,519	7,618	26,406	10,464	흑전	13.5	1.7	4.1	13.4	0.8
2025F	72,384	16,860	11,354	29,271	15,596	49.0	9.1	1.5	3.2	17.3	0.8

* KIFRS 연결 기준

〈표1〉 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2024F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2024F
DRAM	Bit Growth	-19.9%	35.9%	20.0%	2.2%	12.5%	19.6%	-19.9%	35.9%	20.0%	10.3%	15.2%	25.8%
	ASP변화(QoQ)	-19.7%	7.9%	10.0%	18.3%	-39.4%	58.6%	-19.7%	7.9%	10.0%	15.1%	-39.7%	46.9%
NAND	Bit Growth	-15.0%	50.0%	5.0%	-2.0%	34.6%	23.6%	-15.0%	50.0%	5.0%	-10.0%	31.6%	8.9%
	ASP변화(QoQ)	-10.4%	-10.0%	-2.0%	40.0%	-51.1%	85.1%	-10.4%	-10.0%	-2.0%	7.0%	-53.5%	30.6%
매출액		5,088	7,306	9,066	11,306	32,766	60,217	5,088	7,306	9,066	10,343	31,804	50,731
영업이익		-3,402	-2,882	-1,792	346	-7,730	13,519	-3,402	-2,882	-1,792	-309	-8,386	10,281
영업이익률		-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	-23.6%	22.5%	-66.9%	-39.4%	-19.8%	-3.0%	-26.4%	20.3%
세전이익		-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	-11,658	9,662	-3,525	-3,788	-2,470	-739	-10,522	6,432
지배주주 순이익		-2,580	-2,991	-2,184	-1,379	-9,134	7,618	-2,580	-2,991	-2,184	-600	-8,355	5,287

자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

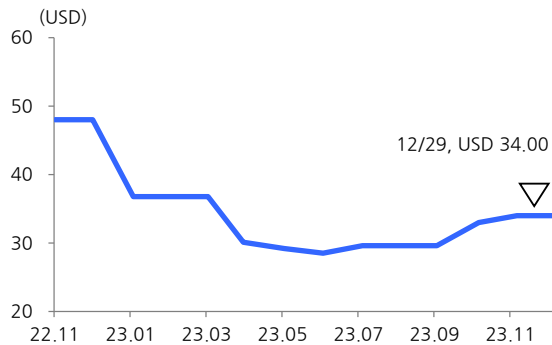
〈표2〉 분기별 실적 전망

(십억원)

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액 (A+B+C)	44,622	5,088	7,306	9,066	11,306	32,766	11,668	13,044	16,393	19,112	60,217
영업이익	6,809	-3,402	-2,882	-1,792	346	-7,730	1,217	2,017	4,220	6,064	13,519
영업이익률	15.3%	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	-23.6%	10.4%	15.5%	25.7%	31.7%	22.5%
EBITDA	20,961	157	628	1,561	3,642	5,989	4,490	5,271	7,429	9,216	26,406
EBITDA Margin	47.0%	3.1%	8.6%	17.2%	32.2%	18.3%	38.5%	40.4%	45.3%	48.2%	43.9%
DRAM 부문											
매출액 (A)	28,372	2,951	4,530	6,074	7,349	20,904	6,563	7,305	9,986	12,305	36,159
Bit Growth (QoQ, YoY)	0.6%	-19.9%	35.9%	20.0%	2.2%	12.5%	-15.1%	3.7%	24.2%	13.1%	19.6%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-18.2%	-19.7%	7.9%	10.0%	18.3%	-39.4%	16.5%	6.5%	10.9%	10.6%	58.6%
영업이익	9,391	-1,020	-478	501	1,903	906	2,036	2,599	4,190	5,720	14,544
영업이익률	33.1%	-34.6%	-10.5%	8.3%	25.9%	4.3%	31.0%	35.6%	42.0%	46.5%	40.2%
NAND 부문											
매출액 (B)	14,256	1,679	2,192	2,448	3,279	9,597	4,616	5,128	5,877	6,137	21,758
Bit Growth (QoQ, YoY)	60.4%	-15.0%	50.0%	5.0%	-2.0%	34.6%	5.5%	5.0%	5.0%	1.0%	23.6%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-22.5%	-10.4%	-10.0%	-2.0%	40.0%	-51.1%	20.0%	5.0%	10.0%	5.0%	85.1%
영업이익	-1,642	-2,253	-2,550	-2,468	-1,548	-8,819	-848	-624	4	291	-1,177
영업이익률	-11.5%	-134.2%	-116.3%	-100.8%	-47.2%	-91.9%	-18.4%	-12.2%	0.1%	4.7%	-5.4%
Others(C)											
매출액	1,993	458	584	544	678	2,265	490	611	529	670	2,301
영업이익	-939	-129	146	175	-9	183	29	43	26	54	152
영업이익률	-47.1%	-28.1%	24.9%	32.1%	-1.3%	8.1%	6.0%	7.0%	5.0%	8.0%	6.6%
세전 계속사업이익	4,003	-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	-11,658	345	747	3,174	5,397	9,662
법인세	1,761	-940	-800	-285	-495	-2,520	74	150	631	1,186	2,041
지배주주 순이익	2,230	-2,580	-2,991	-2,184	-1,379	-9,134	271	596	2,541	4,209	7,618

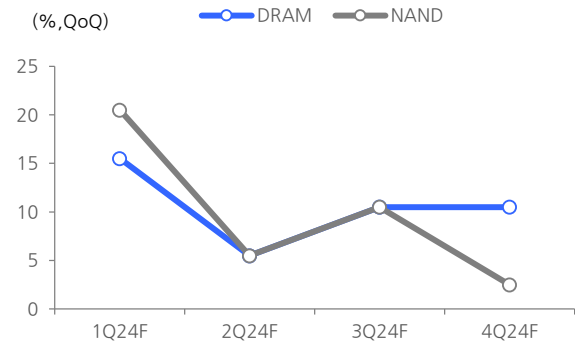
자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

〈그림1〉 PC DDR5 16GB DIMM 고정가격 추이



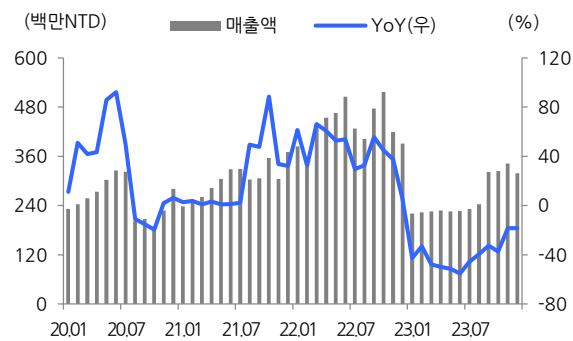
자료: Trend Force

〈그림2〉 DRAM과 NAND Blended ASP 변화율 전망



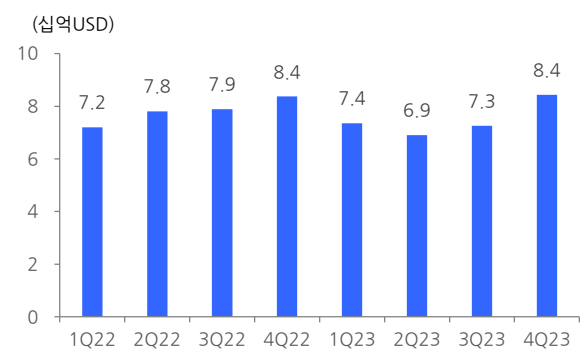
자료: Trend Force, 현대차증권

〈그림3〉 Aspeed 매출액 추이



자료: Aspeed

〈그림4〉 TSMC HPC Foundry 매출액 추이



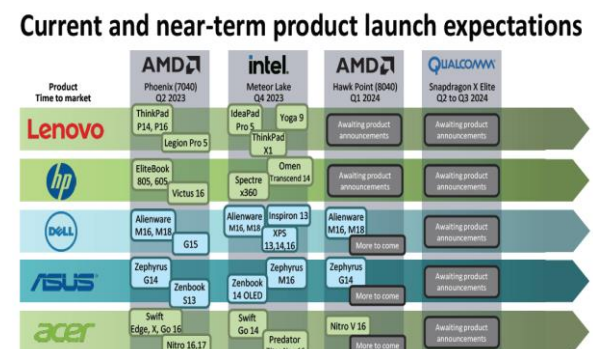
자료: TSMC

〈그림5〉 ARM의 Data Center CPU와 DPU 생태계



자료: ARM

〈그림6〉 AIPC Processor와 PC OEM 출하 전망



자료: Canalsys

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	60,217	72,384
증가율 (%)	34.8	3.8	-26.6	83.8	20.2
매출원가	24,046	28,994	33,299	37,592	44,588
매출원가율 (%)	55.9	65.0	101.6	62.4	61.6
매출총이익	18,952	15,628	-533	22,626	27,796
매출이익률 (%)	44.1	35.0	-1.6	37.6	38.4
증가율 (%)	75.3	-17.5	적전	흑전	22.9
판매관리비	6,542	8,818	7,197	9,106	10,937
판매비율 (%)	15.2	19.8	22.0	15.1	15.1
EBITDA	23,067	20,961	5,989	26,406	29,271
EBITDA 이익률 (%)	53.6	47.0	18.3	43.9	40.4
증가율 (%)	56.0	-9.1	-71.4	340.9	10.8
영업이익	12,410	6,809	-7,730	13,519	16,860
영업이익률 (%)	28.9	15.3	-23.6	22.5	23.3
증가율 (%)	147.6	-45.1	적전	흑전	24.7
영업외손익	843	-2,938	-3,946	-3,858	-2,499
금융수익	2,378	3,714	3,152	3,285	4,381
금융비용	1,470	5,092	5,054	7,142	6,880
기타영업외손익	-64	-1,561	-2,044	0	0
중속관계기업관련손익	162	131	19	0	0
세전계속사업이익	13,416	4,003	-11,658	9,662	14,361
세전계속사업이익률	31.2	9.0	-35.6	16.0	19.8
증가율 (%)	115.1	-70.2	적전	흑전	48.6
법인세비용	3,800	1,761	-2,520	2,041	3,002
계속사업이익	9,616	2,242	-9,138	7,621	11,359
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	7,621	11,359
당기순이익률 (%)	22.4	5.0	-27.9	12.7	15.7
증가율 (%)	102.1	-76.7	적전	흑전	49.0
지배주주지분 순이익	9,602	2,230	-9,134	7,618	11,354
비지배주주지분 순이익	14	12	-3	3	5
기타포괄이익	1,071	580	274	0	0
총포괄이익	10,688	2,822	-8,864	7,621	11,359

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	19,798	14,781	3,866	33,089	24,793
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	7,621	11,359
유형자산 상각비	9,861	13,372	13,147	12,373	11,975
무형자산 상각비	796	780	572	514	436
외환손익	61	1,057	776	0	0
운전자본의 감소(증가)	-3,018	-2,690	34	12,581	1,023
기타	2,482	20	-1,525	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-22,392	-17,884	-10,690	-11,239	-11,580
투자자산의 감소(증가)	-1,004	1,048	-1,957	-1,780	-880
유형자산의 감소	80	324	1,388	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,487	-19,010	-8,328	-10,319	-10,526
기타	-8,982	-245	-1,793	860	-174
재무활동으로인한현금흐름	4,492	2,822	6,369	-3,049	-684
차입금의 증가(감소)	2,927	5,123	2,955	-1,714	142
사채의증가(감소)	3,604	-716	3,252	-510	0
자본의 증가	191	2	10	0	0
배당금	-805	-1,681	-826	-826	-826
기타	-1,424	94	977	0	0
기타현금흐름	184	200	117	0	0
현금의증가(감소)	2,082	-81	-339	18,800	12,529
기초현금	2,976	5,058	4,977	4,638	23,438
기말현금	5,058	4,977	4,638	23,438	35,967

* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	26,907	28,733	40,266	63,229	83,616
현금성자산	5,058	4,977	4,638	23,438	35,967
단기투자자산	486	430	1,720	860	1,033
매출채권	8,267	5,186	11,306	19,112	22,974
채고자산	8,950	15,665	19,559	15,290	18,379
기타유동자산	1,006	1,459	2,151	3,635	4,370
비유동자산	69,439	75,138	70,852	70,064	69,059
유형자산	53,226	60,229	52,591	50,537	49,088
무형자산	4,797	3,512	3,410	2,896	2,460
투자자산	8,459	7,483	8,063	9,843	10,724
기타비유동자산	2,957	3,915	6,788	6,788	6,788
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	96,347	103,872	111,118	133,293	152,675
유동부채	14,735	19,844	29,533	42,671	48,923
단기차입금	233	3,833	5,150	5,150	5,150
매입채무	1,359	2,186	3,222	5,446	6,547
유동성장기부채	2,648	3,590	6,080	6,080	6,080
기타유동부채	10,495	10,234	15,082	25,995	31,146
비유동부채	19,420	20,737	27,939	30,181	32,779
사채	7,214	6,498	9,750	8,740	8,740
장기차입금	7,529	9,074	10,579	8,579	8,579
장기금융부채	5	4	4	4	4
기타비유동부채	4,672	5,162	7,607	12,858	15,456
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	34,155	40,581	57,473	72,852	81,702
지배주주지분	62,157	63,266	53,617	60,409	70,937
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,346	4,346	4,346
자본조정 등	-2,295	-2,311	-2,286	-2,286	-2,286
기타포괄이익누계액	675	899	1,197	1,197	1,197
이익잉여금	55,784	56,685	46,702	53,494	64,022
비지배주주지분	34	24	29	32	37
자본총계	62,191	63,291	53,646	60,441	70,974

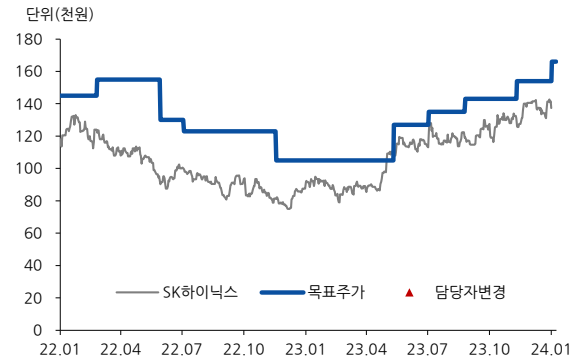
(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	13,209	3,079	-12,552	10,468	15,602
EPS(지배순이익 기준)	13,190	3,063	-12,547	10,464	15,596
BPS(자본총계 기준)	85,427	86,937	73,689	83,023	97,491
BPS(지배지분 기준)	85,380	86,904	73,649	82,979	97,440
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	9.9	24.4	N/A	13.5	9.1
P/E(지배순이익 기준)	9.9	24.5	N/A	13.5	9.1
P/B(자본총계 기준)	1.5	0.9	1.9	1.7	1.5
P/B(지배지분 기준)	1.5	0.9	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(Reported)	4.5	3.4	21.3	4.1	3.2
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	102.1	-76.7	적전	흑전	49.0
EPS(지배순이익 기준)	101.9	-76.8	적전	흑전	49.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	16.9	3.6	-15.6	13.4	17.3
ROE(지배순이익 기준)	16.8	3.6	-15.6	13.4	17.3
ROA	11.5	2.2	-8.5	6.2	7.9
안정성 (%)					
부채비율	54.9	64.1	107.1	120.5	115.1
순차입금비율	14.9	26.6	46.1	7.5	순현금
이자보상배율	47.7	12.8	NA	3.6	4.6

▶ 투자이전 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.10.21	BUY	145,000	-17.27	-8.28
2022.03.21	BUY	155,000	-29.27	-20.32
2022.06.23	BUY	130,000	-26.39	-21.15
2022.07.28	BUY	123,000	-27.02	-19.92
2022.12.12	BUY	105,000	-15.95	5.05
2023.06.05	BUY	127,000	-9.37	-5.91
2023.07.27	BUY	135,000	-11.99	-5.19
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	154건	91.1%
보유	15건	8.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.