

SK 하이닉스 (000660/KS)

1Q 비수기에 대처하는 자세

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 190,000 원(유지)

현재주가: 137,400 원

상승여력: 38.3%

4Q23 영업이익 0.3 조원으로 흑자전환 성공

SK 하이닉스의 4Q23 연결실적은 매출액 11.3 조원 (+25% QoQ), 영업이익 0.3 조원 (흑자전환 QoQ)으로 흑자전환하며 시장컨센서스를 상회했다. 이는 수익성 중심의 운영을 위한 가격 중심의 정책으로 가격 상승률이 예상을 상회했기 때문이다. 출하는 DRAM +2%, NAND -2%, 가격은 DRAM +19%, NAND +42% QoQ 수준을 기록한 것으로 추정된다. DRAM 대비 NAND의 가격 상승률이 예상을 상회하면서 기저가 낮았던 Solidigm의 회복 또한 빠르게 진행된 것으로 보인다.

1Q24 비수기에 대처하는 자세: 수익성 중심의 운영 정책 지속 전망

SK 하이닉스는 4Q23 컨퍼런스 콜을 통해 1Q24 출하 가이드를 DRAM -10% 중반, NAND +한자리 중반%를 제시했다. 가격 반등기에 출하가 뒷받침되지 않는다는 점에서 아쉬울 수 있는 점이나, SK 증권은 1Q 전통 비수기 및 더딘 거시경제 회복 상황에서 기저 수요의 조기 대응보다는 가격 반등세를 지속 시키겠다는 의지로 해석한다. 오히려 가격 반등 초기의 적극적 출하는 향후 전망을 더욱 불투명하게 하는 요소라고 판단하기 때문이다. 출하는 보수적으로, DDR5, HBM3를 기반으로 한 Blended ASP는 상승세가 지속되며 실적 회복세의 훼손 가시성은 낮을 것으로 전망한다.

2024년 DRAM 재고 하락세 연중 지속 전망. 주가 하락은 기회

SK 증권은 2024년 상반기 DRAM 업계의 가동률 반등 시작에도 재고 하락세의 지속 전망을 유지한다. 업계의 가동률 반등은 수요가 높은 HBM, DDR5 대응을 위한 전환 투자에 기인하며, 이는 Commodity 최대 생산능력의 구조적인 감소를 야기하기 때문이다. 즉, 가동률 반등에 따른 생산량은 HBM, DDR5 등의 수요를 충족시키고, Legacy 생산 능력을 줄여 거시경제 회복기에 Commodity 업황을 더욱 탄력적으로 만들 것이다. HBM 거래선 확대 (GPU→CSP, AI 칩셋)와 HBM3e 상반기 공급 시작에 따른 믹스 제고를 감안하면 SK 하이닉스의 성장 스토리는 여전히 구조성이 짙다고 판단한다. 1Q24 업황 부진 우려에 따른 주가 하락은 투자 매력도를 높일 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,900	42,998	44,622	32,766	61,314	73,576
영업이익	십억원	5,013	12,410	6,809	-7,730	11,415	18,909
순이익(지배주주)	십억원	4,755	9,602	2,230	-7,893	7,705	14,055
EPS	원	6,532	13,190	3,063	-10,842	10,584	19,307
PER	배	18.1	9.9	24.5	-13.1	13.0	7.1
PBR	배	1.6	1.5	0.8	1.8	1.6	1.3
EV/EBITDA	배	6.4	4.6	3.5	21.8	4.5	2.9
ROE	%	9.5	16.8	3.6	-13.4	13.2	20.6

Analyst
한동희

donghee.han@sk.com
3773-8826

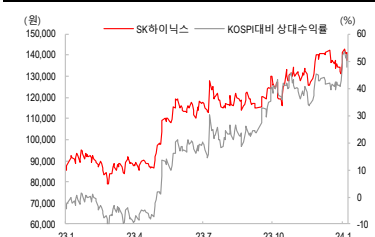
Company Data

발행주식수	72,800 만주
시가총액	100,028 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외9)	20.07%
국민연금공단	7.90%

Stock Data

주가(24/01/25)	137,400 원
KOSPI	2,470.34 pt
52주 최고가	142,600 원
52주 최저가	79,000 원
60일 평균 거래대금	414 십억원

주가 및 상대수익률



SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	5,088	7,306	9,066	10,707	11,306	11,882	14,883	16,814	44,622	32,766	61,314
QoQ %	-34%	44%	24%	18%	25%	5%	25%	13%	4%	-27%	87%
YoY %	-58%	-47%	-17%	40%	47%	134%	104%	85%			
DRAM	2,927	4,483	6,073	7,186	7,261	7,187	9,594	10,997	28,169	20,744	39,445
NAND	1,679	2,290	2,389	2,880	3,272	3,882	4,271	4,667	14,184	9,630	17,676
영업이익	(3,405)	(2,882)	(1,792)	236	346	1,110	2,594	3,716	6,809	(7,734)	11,415
QoQ %	적지	적지	적지	흑전	흑전	221%	134%	43%	-45%	적전	흑전
YoY %	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전			
DRAM	(1,339)	(44)	610	1,832	1,515	1,706	3,214	4,140	9,090	742	13,607
NAND	(1,712)	(2,719)	(2,033)	(1,458)	(997)	(724)	(472)	(244)	(1,874)	(7,462)	(1,632)
지배순이익	(2,580)	(2,991)	(2,184)	(181)	(138)	619	1,771	2,648	2,230	(7,298)	7,705
QoQ %	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	186%	50%	-77%	적전	흑전
YoY %	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전			
영업이익률	-67%	-39%	-20%	2%	3%	9%	17%	22%	15%	-24%	19%
DRAM	-46%	-1%	10%	25%	21%	24%	34%	38%	32%	4%	34%
NAND	-102%	-119%	-85%	-51%	-30%	-19%	-11%	-5%	-13%	-77%	-9%
지배순이익률	-51%	-41%	-24%	-2%	-1%	5%	12%	16%	5%	-22%	13%

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	11,749	15,919	19,389	19,872	17,090	19,995	21,195	21,619	57,657	66,930	79,900
QoQ %	-19%	35%	22%	2%	-14%	17%	6%	2%	3%	16%	19%
ASP (\$)	0.20	0.21	0.24	0.29	0.33	0.38	0.42	0.43	0.38	0.24	0.39
QoQ %	-17%	9%	12%	19%	16%	15%	9%	4%	-21%	-37%	64%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,864	46,296	49,301	48,561	50,504	49,999	53,999	55,079	147,446	175,023	209,580
QoQ %	-18%	50%	6%	-2%	4%	-1%	8%	2%	46%	19%	20%
ASP (\$)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.04	0.07
QoQ %	-8%	-12%	-2%	42%	15%	12%	2%	2%	-18%	-43%	58%

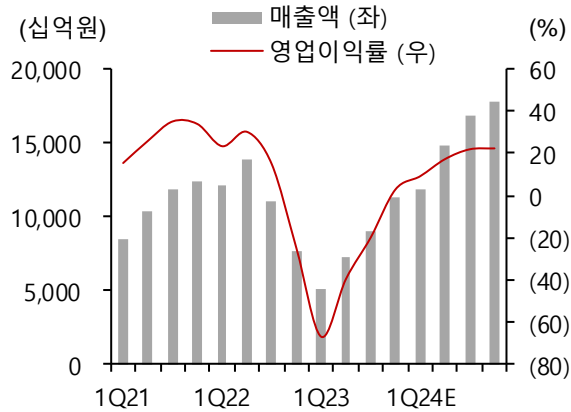
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 2023 년 분기 실적 전망 변경

	변경 후				변경 전				차이			
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	11,882	14,883	16,814	17,734	11,528	13,561	15,101	16,904	3%	10%	11%	5%
DRAM	7,187	9,594	10,997	11,666	7,594	8,784	9,783	11,165	-5%	9%	12%	4%
NAND	3,882	4,271	4,667	4,856	3,245	3,966	4,414	4,728	20%	8%	6%	3%
영업이익	1,110	2,594	3,716	3,995	975	2,374	3,368	4,367	14%	9%	10%	-9%
DRAM	1,706	3,214	4,140	4,546	2,026	3,103	3,780	4,734	-16%	4%	10%	-4%
NAND	(724)	(472)	(244)	(192)	(1,221)	(736)	(444)	(258)	적지	적지	적지	적지
영업이익률	9%	17%	22%	23%	8%	18%	22%	26%	1%p	0%p	0%p	-3%p
DRAM	24%	34%	38%	39%	27%	35%	39%	42%	-3%p	-2%p	-1%p	-3%p
NAND	-19%	-11%	-5%	-4%	-38%	-19%	-10%	-5%	19%p	7%p	5%p	1%p
지배순이익	619	1,771	2,648	2,667	515	1,602	2,381	2,952	20%	11%	11%	-10%
지배순이익률	5%	12%	16%	15%	4%	12%	16%	17%	1%p	0%p	0%p	-2%p

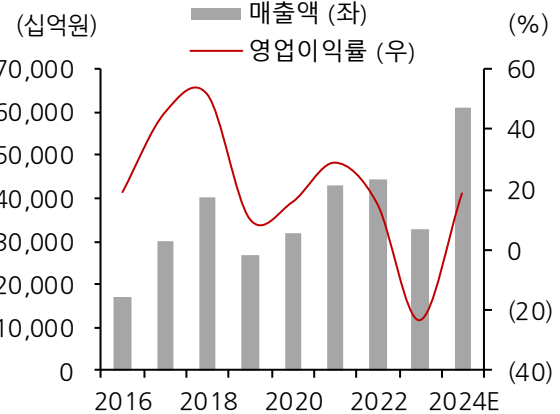
주: 전자공시, SK 증권 추정

분기 연결실적 추이 및 전망



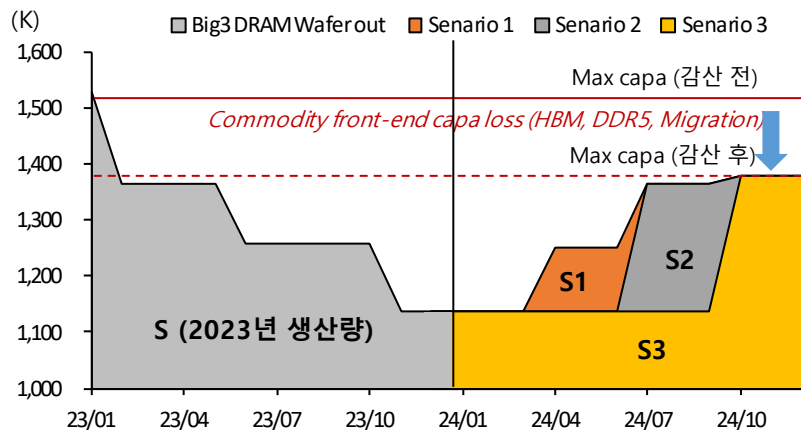
자료 : 전자공시, SK 증권 추정

연간 연결실적 추이 및 전망



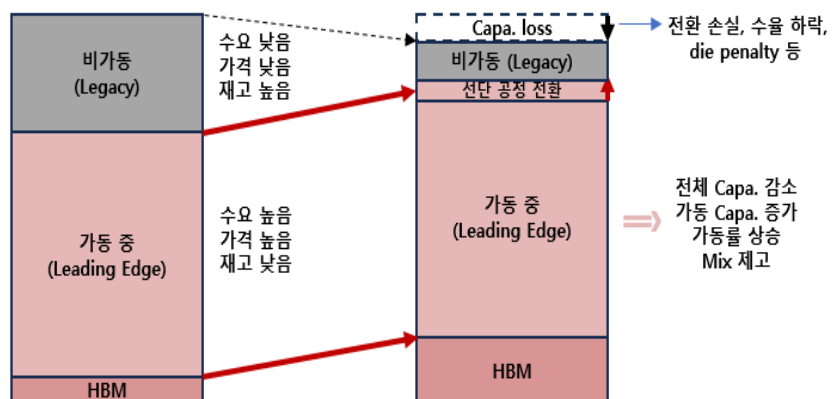
자료 : 전자공시, SK 증권 추정

24년 상반기 DRAM 가동률 반등에도 업황 훼손 가능성 제한적



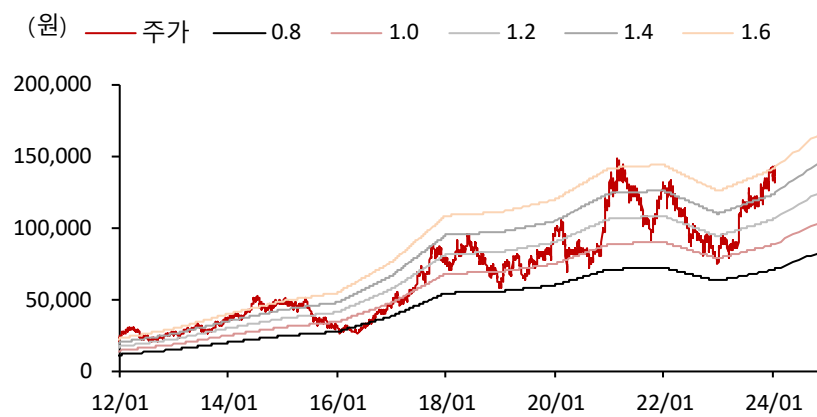
자료: SK 증권

DRAM Capa loss와 가동률과의 상관관계 (분모 하락, 분자 증가)



자료: SK 증권

SK 하이닉스 12M Fwd. P/B Band Chart



자료 : FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	46,926	71,243	92,394
현금및현금성자산	5,058	4,977	16,236	44,774	67,121
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	9,761	10,432	11,584
재고자산	8,950	15,665	18,843	13,385	10,641
비유동자산	69,439	75,138	73,219	71,871	73,224
장기금융자산	7,478	7,462	8,033	9,482	10,281
유형자산	53,226	60,229	52,997	49,590	49,960
무형자산	4,797	3,512	3,407	2,885	2,442
자산총계	96,347	103,872	120,144	143,114	165,618
유동부채	14,735	19,844	31,350	44,849	53,813
단기금융부채	3,183	7,705	15,548	24,389	29,267
매입채무 및 기타채무	5,966	7,632	14,536	18,492	22,191
단기충당부채	3	252	326	512	614
비유동부채	19,420	20,737	33,907	36,495	36,800
장기금융부채	15,971	17,092	29,583	30,784	30,784
장기매입채무 및 기타채무	2,726	2,987	3,353	4,189	4,189
장기충당부채	0	1	2	3	4
부채총계	34,155	40,581	65,257	81,345	90,613
지배주주지분	62,157	63,266	54,858	61,737	74,967
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,346	4,346	4,346
기타자본구성요소	-2,295	-2,311	-2,286	-2,286	-2,286
자기주식	-2,302	-2,300	-2,274	-2,274	-2,274
이익잉여금	55,784	56,685	47,943	54,823	68,052
비지배주주지분	34	24	29	33	39
자본총계	62,191	63,291	54,887	61,770	75,005
부채와자본총계	96,347	103,872	120,144	143,114	165,618

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	19,937	15,105	4,967	30,099	32,112
당기순이익(손실)	9,616	2,242	-7,896	7,708	14,061
비현금성항목등	14,354	19,532	13,811	16,106	17,239
유형자산감가상각비	9,861	13,372	13,128	11,962	11,730
무형자산상각비	796	780	575	522	442
기타	3,697	5,380	109	3,621	5,067
운전자본감소(증가)	-3,018	-2,690	578	9,998	5,982
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2,526	3,342	-3,914	-671	-1,152
재고자산의감소(증가)	-697	-6,572	-2,956	5,459	2,744
매입채무및기타채무의증가(감소)	176	141	7,736	3,956	3,698
기타	28	399	-287	1,254	692
법인세납부	-1,015	-3,979	-1,165	-2,329	-4,248
투자활동현금흐름	-22,290	-17,713	-10,558	-11,613	-13,856
금융자산의감소(증가)	-1,576	2,251	-103	-472	-327
유형자산의감소(증가)	-12,407	-18,687	-7,327	-8,555	-12,100
무형자산의감소(증가)	-972	-738	-470	0	0
기타	-7,335	-540	-2,659	-2,586	-1,429
재무활동현금흐름	7,564	9,440	25,641	9,216	4,052
단기금융부채의증가(감소)	0	0	3,080	8,841	4,878
장기금융부채의증가(감소)	8,610	11,616	24,292	1,201	0
자본의증가(감소)	191	2	10	0	0
배당금지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
기타	-432	-496	-915	-0	0
현금의 증가(감소)	2,082	-81	11,259	28,538	22,347
기초현금	2,976	5,058	4,977	16,236	44,774
기말현금	5,058	4,977	16,236	44,774	67,121
FCF	7,530	-3,582	-2,359	21,544	20,012

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

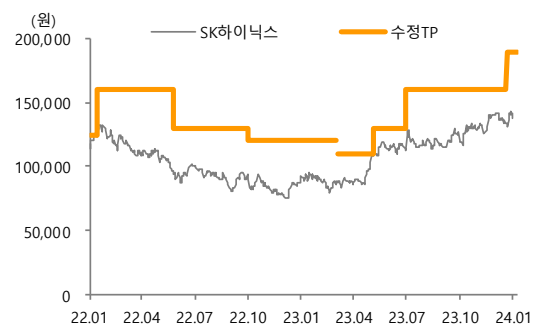
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,998	44,622	32,766	61,314	73,576
매출원가	24,046	28,994	33,299	36,767	45,617
매출총이익	18,952	15,628	-533	24,546	27,959
매출총이익률(%)	44.1	35.0	-1.6	40.0	38.0
판매비와 관리비	6,542	8,818	7,197	13,131	9,050
영업이익	12,410	6,809	-7,730	11,415	18,909
영업이익률(%)	28.9	15.3	-23.6	18.6	25.7
비영업손익	1,006	-2,807	-2,240	-1,378	-600
순금융손익	-238	-444	-1,284	-1,403	-942
외환관련손익	489	-405	-784	203	517
관계기업등 투자손익	162	131	-0	98	49
세전계속사업이익	13,416	4,003	-9,971	10,037	18,309
세전계속사업이익률(%)	31.2	9.0	-30.4	16.4	24.9
계속사업법인세	3,800	1,761	-2,075	2,329	4,248
계속사업이익	9,616	2,242	-7,896	7,708	14,061
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9,616	2,242	-7,896	7,708	14,061
순이익률(%)	22.4	5.0	-24.1	12.6	19.1
지배주주	9,602	2,230	-7,893	7,705	14,055
지배주주귀속 순이익률(%)	22.3	5.0	-24.1	12.6	19.1
비지배주주	14	12	-3	3	6
총포괄이익	10,688	2,822	-7,622	7,708	14,061
지배주주	10,669	2,802	-7,618	7,705	14,055
비지배주주	18	20	-4	4	6
EBITDA	23,067	20,961	5,972	23,899	31,081

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.8	3.8	-26.6	87.1	20.0
영업이익	147.6	-45.1	적전	흑전	65.7
세전계속사업이익	115.1	-70.2	적전	흑전	82.4
EBITDA	56.0	-9.1	-71.5	300.2	30.1
EPS	101.9	-76.8	적전	흑전	82.4
수익성 (%)					
ROA	11.5	2.2	-7.0	5.9	9.1
ROE	16.8	3.6	-13.4	13.2	20.6
EBITDA마진	53.6	47.0	18.2	39.0	42.2
안정성 (%)					
유동비율	182.6	144.8	149.7	158.9	171.7
부채비율	54.9	64.1	118.9	131.7	120.8
순차입금/자기자본	16.8	29.0	49.5	13.3	-12.7
EBITDA/이자비용(배)	88.7	39.3	3.9	10.3	12.1
배당성향	11.0	37.0	-10.5	10.7	5.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,190	3,063	-10,842	10,584	19,307
BPS	88,543	90,064	78,478	87,927	106,099
CFPS	27,828	22,501	7,980	27,732	36,026
주당 현금배당금	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	9.9	24.5	-13.1	13.0	7.1
PBR	1.5	0.8	1.8	1.6	1.3
PCR	4.7	3.3	17.7	5.0	3.8
EV/EBITDA	4.6	3.5	21.8	4.5	2.9
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.9	0.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.01.15	매수	190,000원	6개월		
2023.07.25	매수	160,000원	6개월	-21.54%	-11.00%
2023.05.31	매수	130,000원	6개월	-11.71%	-8.08%
2023.03.30	매수	110,000원	6개월	-17.51%	0.27%
2022.10.27	매수	120,000원	6개월	-28.53%	-20.92%
2022.06.20	매수	130,000원	6개월	-28.33%	-21.15%
2022.02.08	매수	160,000원	6개월	-28.26%	-16.88%
2021.10.20	매수	125,000원	6개월	-5.70%	4.80%



Compliance Notice

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 26일 기준)

매수	94.80%	중립	5.20%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------