

SK 하이닉스 (000660)

선제적 감산결정과 고부가 제품 전략 이 수익성 차별화로...

투자의견

BUY(유지)

목표주가

155,000 원(상향)

현재주가

137,400 원(01/25)

시가총액

100,028(십억원)

이승우_swlee6591@eugenefn.com

- 4Q23 실적은 매출 11.3조원, 영업이익 +3,460억원으로 흑자전환에 성공. DRAM과 NAND ASP는 각각 10%대 후반, 40%대 중반 큰 폭 상승. 이에 따라, 약 4~5천억원 규모의 재고평가손실 충당금 환입이 발생.
- 회사측이 제시한 보수적 캐팩스 기조와 방어적인 팹 가동 계획을 감안하면 설령 일부 수요가 기대에 미치지 못한다 하더라도 메모리 재고는 지속적으로 감소하고, 제품 가격은 매 분기 상승할 것이라는 전망이 유효. 1분기 영업이익은 9,000억원, 연간 영업이익 10조원을 예상.
- SK하이닉스의 주가를 바라보는 혼란스러운 관점이 존재한다. 최악의 적자에도 불구하고 '23년 한 해 동안 주가가 89%나 올랐기 때문이다. 주가는 이미 '24년 실적 개선을 반영하고 있다. 따라서, '24년 실적 개선으로 주가가 더 오를 것이라는 주장은 설득력이 약하다. 결국, 주가의 추가 상승을 위해서는 '25년까지 실적이 개선된다는 시장의 확신이 서야 할 것이다. 물론 우리는 '25년 실적 개선을 기대한다. 하지만 시장이 설득되기 위해서는 메모리 수요-공급을 둘러싼 변수들이 좀더 명확해질 시간이 필요해 보인다. 2024년말 기준 타겟 P/B 1.9배를 적용해 목표주가를 155,000원으로 상향하고, 투자의견 'BUY'를 유지한다.

주가(원,1/25)	137,400
시가총액(십억원)	100,028

발행주식수	728,002천주
52주 최고가	145,400원
최저가	76,700원
52주 일간 Beta	1.08
60일 일평균거래대금	4,214억원
외국인 지분율	53.1%
배당수익률(2022F)	0.9%

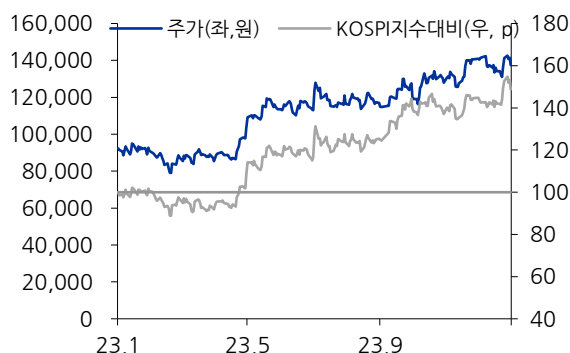
주주구성	
에스케이스퀘어 (외 10인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	2.7%	27.5%	48.6%
절대기준	-2.3%	21.2%	50.3%

(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	155,000	150,000	▲
영업이익(23)	-7.7	-8.2	▲
영업이익(24)	10.1	7.0	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	55,022	64,778
영업이익	6,809	-7,730	10,077	15,316
세전손익	4,003	-11,658	8,677	14,163
당기순이익	2,230	-10,125	7,162	10,721
EPS(원)	3,063	-13,908	9,838	14,727
증감률(%)	11.1	적전	흑전	49.7
PER(배)	44.9	N/A	14.0	9.3
ROE(%)	3.6	-17.3	12.7	16.6
PBR(배)	1.6	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(배)	5.6	20.2	4.9	3.7

자료: 유진투자증권

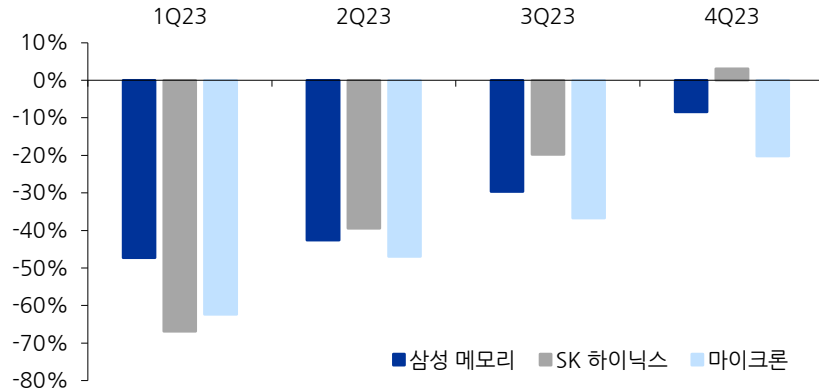


2022 년 말부터 계속된 감산 효과에 더해 HBM 비중의 극적인 증가 NAND 의 믹스 개선(솔루션 제품 비중 증가)으로 인해 DRAM ASP 는 10%대 후반 상승했고, NAND ASP 는 무려 40%대 중반 급등했다. 이에 따라, 약 4~5 천억원 규모의 재고평가손실 총당금 환입이 발생하면서, 예상보다 더 빨리 영업흑자 전환에 성공하는 성과를 거두었다. 재고 총당금 환입에도 불구하고 분기 재고자산은 13.5 조원으로 1 분기 대비 3.7 조원 축소되었다.

결과적으로 보면 경영진의 선제적인 감산 의사결정으로 경쟁사 대비 재고부담을 더 빠르게 낮췄다는 점과 고부가가치 제품 강화 전략이 수익성의 차별화로 나타났다. 메모리 다운턴에서 통상적으로 1 위 업체는 가장 적은 데미지를 입으면서 차별화를 확대해 나갔었다. 하지만, 이번에는 그렇지 않았다. 더 이상의 치킨게임 전략이 통하지 않는 메모리 시장에서 쓸데없는 점유율 경쟁이 얼마나 무의미한 것인지 다시 한번 확인이 됐다고 볼 수 있다.

SK 하이닉스는 선제적 감산과 고부가가치 제품군에서 발군의 실력을 증명

도표 1. 메모리 3사 영업이익률 비교

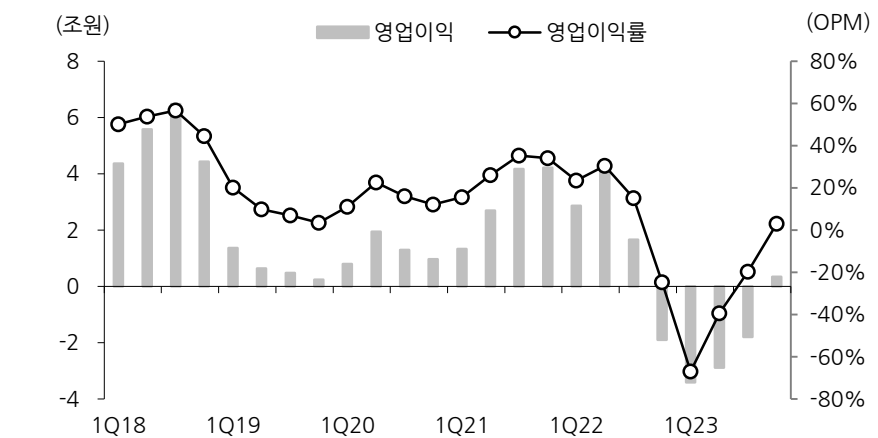


자료: 유진투자증권

한편, 키옥시아 투자자산 평가손실 1.43 조원, EB 교환권 평가손실 0.86 조원 등 2.2 조원에 달하는 영업외손실로 인해 당기순손실은 다섯 분기 째 이어졌다. 결과적으로 2023 년 연간 실적은 매출 32.8 조원(-27%), 영업손실 7.7 조원, 당기순손실 10.1 조원이라는 최악의 성적으로 마무리되었다.

네 분기 연속 영업
손실 이후 빠르게
흑자 전환에 성공

도표 2. 분기 영업손익 추이



자료: 유진투자증권

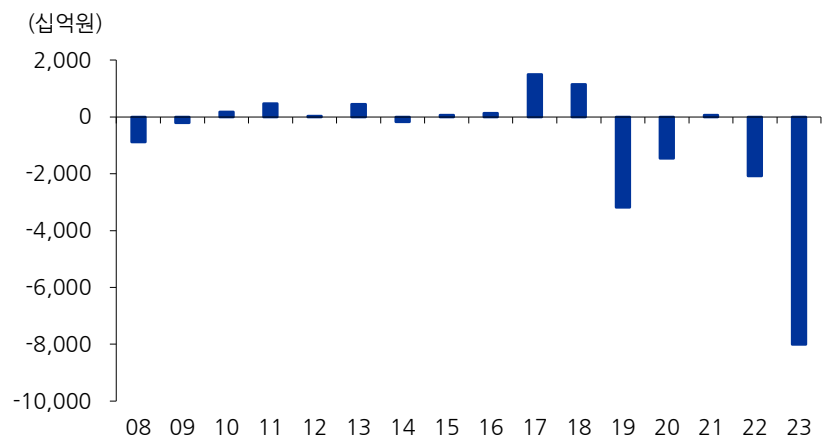
향후 시장전망과 회사측의 투자 계획은 다행스럽게도(?) 상당히 보수적으로 제시되었다. 회사측은 일부 가동률 회복이 이루어짐에도 불구하고 다이 사이즈 패널티가 큰 HBM 생산 캐파 할당 증가로 일반 DRAM 의 웨이퍼 생산 증가율은 매우 낮은 수준에 머물 것으로 예상했으며, NAND 는 여전히 적자폭이 너무 커 가동률을 급하게 올릴 계획이 전혀 없음을 강조했다.

이 같은 시장 상황 인식은 상당히 바람직하다는 것이 우리의 평가다. 특히 NAND의 경우 왜 지금까지 이렇다 할 이익을 내지 못하고, 애플 등 주요 고객사에 마진을 헌납해 왔는지 깊이 되새겨 봐야 하는 부분이다. NAND 는 DRAM 과 비교할 때, 시장 수요 예측이 크게 틀렸고, 플레이어 숫자도 많아서 이미 과도한 캐파가 형성되었다는 점이 근본적인 문제이다.

따라서, 메모리 업체들은 아무런 영양가 없다는 것이 증명된 NAND 캐파 투자는 철저히 자제하고, 당분간 기술 마이그레이션에만 집중하는 전략을 최소한 수년간 유지할 필요가 있다고 판단된다. 이러한 과정을 통해 생산 캐파를 실제 수요와 비슷한 수준까지 떨어뜨려야만 심각한 불치병에 걸린 NAND의 공급과잉을 비로소 해소해 나갈 길이 열릴 수 있을 것이다.

최근 5년간 SK 하이닉스의 NAND 누적 손실은 14.7 조 원에 달함

도표 3. SK 하이닉스 NAND 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

최근 AI 분야를 제외한 PC와 스마트폰 등 IT 세트 제품 수요의 전망치가 낮아질 수 있다는 점이 리스크로 부각될 수 있다. 그러나, 회사측이 제시한 보수적 캐팩스 기조와 방어적인 팍 가동 계획을 감안하면 메모리 재고는 지속적으로 줄어들고, 제품 가격은 매 분기 상승세가 유지될 것이라는 우리의 전망은 그대로 유지한다. 이에 따라, 1분기 영업이익은 9,000억원, 연간 영업이익 10조원에 대폭 개선될 것으로 예상된다.

도표 4. 주요 가정

주요 가정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,325	1,310	1,305	1,300	1,290	1,306	1,310	1,300
(기말)	1,302	1,318	1,349	1,288	1,325	1,310	1,305	1,300	1,290	1,306	1,310	1,300
DRAM												
Wafers Out (K/M)	330	300	280	270	290	320	320	340	384	295	318	360
Bits Ship. (GB m)	1,425	1,925	2,313	2,375	2,044	2,304	2,564	2,749	7,130	8,038	9,661	11,058
B/G	-20%	35%	20%	3%	-14%	13%	11%	7%	-1%	13%	20%	14%
ASP (\$/GB)	\$1.7	\$1.8	\$2.0	\$2.4	\$2.7	\$2.8	\$3.1	\$3.3	\$3.2	\$2.0	\$3.0	\$3.3
Chg.	-18%	9%	10%	18%	13%	6%	9%	8%	-17%	-37%	50%	10%
NAND												
Wafers Out (K/M)	250	250	250	250	270	270	290	290	313	250	280	310
Bits Ship. (GB m)	26.2	38.0	42.0	40.2	40.8	37.2	41.4	44.3	121.1	146.3	163.6	180.4
B/G	-15%	45%	11%	-4%	1%	-9%	11%	7%	43%	21%	12%	10%
ASP (\$/TB)	\$52	\$46	\$46	\$67	\$70	\$73	\$77	\$73	\$93	\$53	\$73	\$68
Chg.	-10%	-11%	0%	45%	5%	4%	5%	-5%	-18%	-43%	38%	-7%

자료: 유진투자증권

도표 5. 실적 전망 요약

SK하이닉스	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (백만\$)	3,989	5,557	6,916	8,560	8,508	9,500	11,372	12,681	34,906	25,021	42,002	49,829
Y/Y	-60%	-49%	-16%	52%	113%	71%	64%	48%	-7%	-28%	68%	19%
Q/Q	-29%	39%	24%	24%	-1%	12%	20%	12%				
매출액 (십억원)	5,088	7,306	9,066	11,306	11,273	12,446	14,840	16,485	44,622	32,766	55,022	64,778
Y/Y	-58%	-47%	-17%	47%	122%	70%	64%	46%	4%	-27%	68%	18%
Q/Q	-34%	44%	24%	25%	0%	10%	19%	11%				
DRAM	2,919	4,414	6,086	7,340	6,982	8,330	10,069	11,613	28,169	20,759	36,994	46,515
NAND	1,688	2,240	2,426	3,460	3,727	3,498	4,073	4,120	14,184	9,815	15,424	15,536
Foundry	316	432	329	235	340	350	400	430	1,221	1,312	1,520	1,614
Others	165	220	225	270	224	267	298	322	1,048	880	1,085	1,113
DRAM 비중	57%	60%	67%	65%	62%	67%	68%	70%	63%	63%	67%	72%
NAND 비중	33%	31%	27%	31%	33%	28%	27%	25%	32%	30%	28%	24%
총영업코스트	8,490	10,188	10,858	10,960	10,311	10,688	11,704	12,263	37,812	40,496	44,945	49,463
감가상각비	3,560	3,510	3,353	3,268	3,210	3,149	3,158	3,122	14,151	13,691	12,639	12,139
캐시코스트	4,931	6,678	7,505	7,692	7,100	7,539	8,546	9,141	23,661	26,806	32,305	37,324
EBITDA	157	628	1,561	3,614	4,173	4,907	6,294	7,344	20,961	5,960	22,717	27,455
EBITDA 마진율	3.1%	8.6%	17.2%	32.0%	37.0%	39.4%	42.4%	44.5%	47.0%	18.2%	41.3%	42.4%
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	346	963	1,757	3,136	4,222	6,809	-7,730	10,077	15,316
DRAM	-1,547	-412	665	1,522	1,639	2,189	3,301	4,358	8,738	227	11,487	16,443
NAND	-1,871	-2,489	-2,464	-1,183	-690	-453	-193	-166	-2,081	-8,007	-1,501	-1,256
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	8.5%	14.1%	21.1%	25.6%	15.3%	-23.6%	18.3%	23.6%
DRAM	-53%	-9%	11%	21%	23%	26%	33%	38%	31%	1%	31%	35%
NAND	-111%	-111%	-102%	-34%	-19%	-13%	-5%	-4%	-15%	-82%	-10%	-8%
세전이익	-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	593	1,402	2,796	3,887	4,003	-11,658	8,677	14,153
순이익	-2,585	-2,988	-2,185	-1,379	533	1,192	2,237	2,915	2,242	-10,129	6,877	10,728
지배주주순이익	-2,580	-2,991	-2,184	-1,378	533	1,191	2,234	2,912	2,230	-10,125	6,870	10,714
EPS (원)									3,063	-13,908	9,437	14,717

자료: 유진투자증권

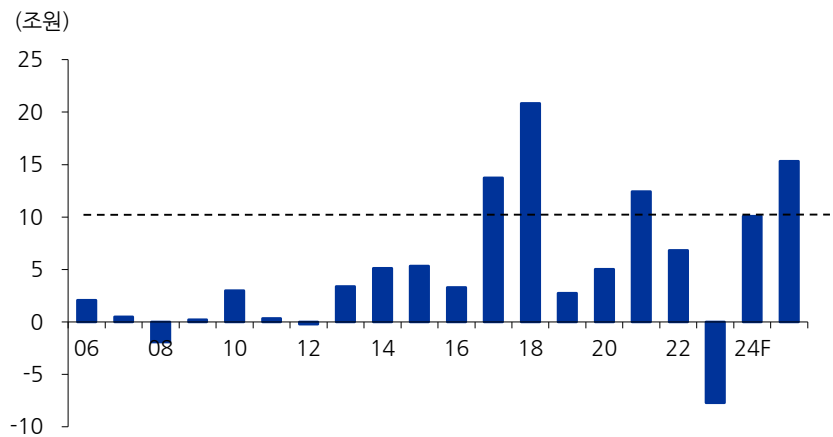
도표 6. 실적 추정치 변경 요약

(십억원)	신규 전망		기존 전망		변경폭	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
원달러	1,306	1,310	1,306	1,290	0%	2%
매출액	32,766	55,022	31,694	48,335	3%	14%
영업이익	-7,730	10,077	-8,234	7,033	-	43%
세전이익	-11,658	8,677	-10,380	5,413	-	60%
순이익	-10,129	7,169	-8,296	4,511	-	59%
EPS (원)	-13,908	9,838	-11,391	6,190	-	59%

자료: 유진투자증권

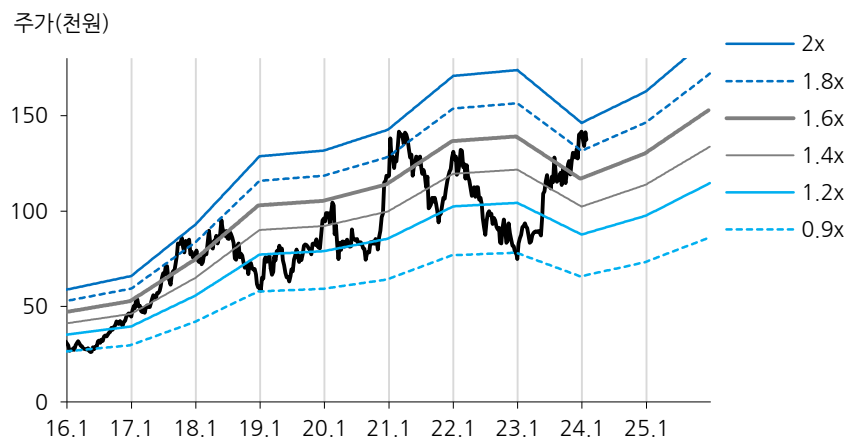
'24년은 물론 '25
년까지 이익 증가세
가 이어질 전망.
다만 시장은 아직
이를 확신하기 어려
운 시점

도표 7. SK 하이닉스 연간 영업이익 추이



자료: 유진투자증권

도표 8. SK 하이닉스 P/B 밴드



자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	63,658	65,248	103,872	100,330	104,723
유동자산	19,894	14,458	28,733	30,468	37,649
현금성자산	8,374	4,002	6,423	8,921	17,850
매출채권	6,328	4,273	5,186	6,600	7,483
재고자산	4,423	5,296	15,665	13,481	10,789
비유동자산	43,764	50,791	75,138	69,862	67,074
투자자산	6,133	8,270	11,398	13,322	12,954
유형자산	34,953	39,950	60,229	52,705	50,264
기타	2,679	2,571	3,512	3,835	3,856
부채총계	16,806	17,312	40,581	46,826	45,230
유동부채	13,032	7,962	19,844	19,430	19,074
매입채무	4,778	3,410	2,186	1,846	2,256
유동성이자부채	1,614	3,031	7,705	9,858	8,850
기타	6,639	1,521	9,953	7,726	7,968
비유동부채	3,774	9,351	20,737	27,396	26,156
비유동이자부채	3,668	9,175	15,571	19,611	19,600
기타	107	175	5,166	7,785	6,556
자본총계	46,852	47,936	63,291	53,504	59,493
자배지분	46,846	47,921	63,266	53,479	59,468
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,336	4,373	4,373
이익잉여금	42,034	42,923	56,685	46,729	52,948
기타	(2,989)	(2,804)	(1,413)	(1,281)	(1,511)
비자배지분	7	15	24	25	25
자본총계	46,852	47,936	63,291	53,504	59,493
총차입금	5,282	12,206	23,276	29,469	28,450
순차입금	(3,092)	8,204	16,853	20,548	10,600

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	22,227	6,550	14,781	6,323	21,469
당기순이익	15,540	2,009	2,242	(10,129)	7,169
자산상각비	6,428	8,620	14,151	13,691	12,639
기타비현금성손익	62	2,543	1,077	138	(1,547)
운전자본증감	(1,997)	270	(2,690)	2,623	3,207
매출채권감소(증가)	(547)	2,215	3,342	(1,146)	(437)
재고자산감소(증가)	(1,782)	(852)	(6,572)	2,936	3,696
매입채무증가(감소)	43	(295)	141	833	(52)
기타	290	(798)	399	0	0
투자현금	(21,429)	(10,451)	(17,884)	(8,921)	(11,997)
단기투자자산감소	(345)	4,390	2,251	(151)	(1,777)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	16,036	13,920	19,010	8,328	9,600
유형자산처분	132	54	324	0	0
무형자산처분	(931)	(673)	(738)	(443)	(620)
재무현금	(1,395)	3,837	2,822	5,055	(2,155)
차입금증가	1,047	4,858	4,793	6,193	(1,019)
자본증가	(706)	(1,026)	(1,681)	(825)	(825)
배당금지급	706	1,026	1,681	825	825
현금 증감	(601)	(43)	(81)	2,347	7,152
기초현금	2,950	2,349	5,058	4,977	7,324
기말현금	2,349	2,306	4,977	7,324	14,476
Gross Cash flow	27,822	11,626	21,774	2,724	22,720
Gross Investment	23,081	14,571	22,824	6,147	7,013
Free Cash Flow	4,741	(2,945)	(1,051)	(3,423)	15,707

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	40,445	26,991	44,622	32,766	55,022
증가율(%)	34.3	(33.3)	65.3	(26.6)	67.9
매출원가	15,181	18,819	28,994	33,299	36,717
매출총이익	25,264	8,172	15,628	(533)	18,305
판매 및 일반관리비	4,420	5,453	8,818	7,197	8,228
기타영업손익	20	23	62	(18)	14
영업이익	20,844	2,719	6,809	(7,730)	10,077
증가율(%)	51.9	(87.0)	150.4	적전	흑전
EBITDA	27,272	11,340	20,961	5,960	22,717
증가율(%)	45.5	(58.4)	84.8	(71.6)	281.1
영업외손익	497	(287)	(2,807)	(3,928)	(1,400)
이자수익	65	30	90	220	340
이자비용	95	245	533	1,472	1,640
지분법손익	13	23	131	15	70
기타영업손익	514	(94)	(2,494)	(2,691)	(170)
세전순이익	21,341	2,433	4,003	(11,658)	8,677
증가율(%)	58.8	(88.6)	64.5	적전	흑전
법인세비용	5,801	424	1,761	(1,529)	1,508
당기순이익	15,540	2,009	2,242	(10,129)	7,169
증가율(%)	46.0	(87.1)	11.6	적전	흑전
지배주주지분	15,540	2,006	2,230	(10,125)	7,162
증가율(%)	46.0	(87.1)	11.1	적전	흑전
비지배지분	(0)	3	12	(4)	7
EPS(원)	21,346	2,755	3,063	(13,908)	9,838
증가율(%)	46.0	(87.1)	11.1	적전	흑전
수정EPS(원)	21,346	2,755	3,063	(13,908)	9,838
증가율(%)	46.0	(87.1)	11.1	적전	흑전

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	21,346	2,755	3,063	(13,908)	9,838
BPS	64,348	65,825	86,904	73,460	81,687
DPS	1,500	1,000	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	2.8	34.2	44.9	n/a	14.0
PBR	0.9	1.4	1.6	1.9	1.7
EV/EBITDA	1.5	6.8	5.6	20.2	4.9
배당수익률	2.5	1.1	0.9	0.9	0.9
PCR	1.6	5.9	4.6	36.7	4.4
수익성(%)					
영업이익율	51.5	10.1	15.3	(23.6)	18.3
EBITDA이익율	67.4	42.0	47.0	18.2	41.3
순이익율	38.4	7.4	5.0	(30.9)	13.0
ROE	38.5	4.2	3.6	(17.3)	12.7
ROIC	42.0	4.6	5.6	(8.0)	12.9
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	(6.6)	17.1	26.6	38.4	17.8
유동비율	152.7	181.6	144.8	156.8	197.4
이자보상배율	220.3	11.1	12.8	(5.3)	6.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.4	0.4	0.3	0.5
매출채권회전율	6.8	5.1	6.6	5.6	7.8
재고자산회전율	11.5	5.6	3.6	2.2	4.5
매입채무회전율	9.8	6.6	25.2	16.3	26.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

