

# SK하이닉스 (000660)

## 중립 투자 의견 유지

### 4Q23 실적은 NAND 부문 대폭 개선으로 당사 전망치를 소폭 상회

SK하이닉스의 4Q23 영업이익은 3,460억원을 기록하여 당사 기존 전망치 2,750억원을 소폭 상회했다 (<표1> 참조). 4Q23 실적의 특징은 NAND 부문에서 큰폭의 적자 축소가 발생했다는 점이다.

동사 4Q23 DRAM, NAND ASP 상승률은 18%, 41%를 기록해 NAND 부문에서 업계 평균치를 대폭 상회한 것으로 판단된다. 4Q23 NAND 부문에서는 기존 제품들의 가격 상승과 더불어, 전분기까지 높았던 저가 웨이퍼 판매 비중이 크게 축소되고 고가 솔루션 제품 비중이 증가한 것으로 보인다. 당사가 추정하고 있는 동사 4Q23 부문별 영업이익 규모는 DRAM +1.64조원 (OPM +22%), NAND -1.31조원 (OPM -36%)이다.

### 1Q24 영업이익을 1.7조원으로 전망

동사가 제시한 1Q24 QoQ 출하 증가율은 DRAM 10%대 중반 감소, NAND 한자리수대 중반 증가이다. 1Q24 DRAM 출하 증가율이 저조한 것은 동사가 1Q24 수요가 여전히 부진할 것으로 전망하는 가운데 높은 가격 상승률을 유지하기 위한 전략인 것으로 판단된다.

당사는 동사 1Q24 DRAM, NAND ASP가 모두 10%대 중반 가량 상승할 것으로 전망하고 있으며, 동사의 출하량 증가율 가이던스까지 감안하면 1Q24 영업이익은 1.7조원까지 증가할 것으로 추정된다. 제품 가격 상승에 따른 재고자산 평가손 환입은 당분간 동사 실적에 긍정적인 영향을 줄 것으로 보인다.

### 2H24 업황 단기 둔화 예상

동사는 올해 PC, 스마트폰 출하량이 전년대비 한자리수대 중반 퍼센트 증가하고 Conventional 서버의 출하량도 증가하기 시작해, DRAM, NAND 수요 증가율이 모두 10%대 중후반에 이를 것으로 예상하고 있다. 반면 업계 생산 증가율은 감소 원복에도 불구하고 DDR5, HBM 등 칩사이즈가 큰 제품들의 생산 비중이 증가함에 따라 한자리수대에 그칠 것으로 제시했다. 당사는 이러한 판단을 근거로 고객 재고 감소와 업황 회복이 올해 내내 지속되고 2025년까지도 이어질 것으로 전망 중인 것으로 보인다.

그러나 당사는 2H24에 단기적인 업황 둔화가 발생할 것이라는 기존 전망을 유지한다. 최근 판매, 출하 데이터를 감안 시 올해 PC 출하량은 전년 대비 소폭 감소하고 스마트폰 출하량은 소폭 증가에 그칠 가능성이 높은 것으로 보인다. 또한 최대 스마트폰 시장인 중국에서는 지난해 9월 이후 출하량이 실판매량을 크게 상회하는 추세로 재고가 빠르게 증가 중인 것으로 판단된다. 특히 고객들은 가격이 급락했고 감산 확대가 예고된 바 있는 NAND의 재고를 2Q23부터 빠르게 재축적 중인 것으로 보인다. 당사는 올해 업계 HBM 출하량이 127% 증가할 것으로 전망하고 있으나 이를 포함하더라도 올해 DRAM 수요 증가율은 13% 수준을 기록할 것으로 추정하고 있다 (<표2> 참조).

당사는 재공품 포함 기준 올해 DRAM, NAND 업계 생산 증가율을 각각 13%, 11%로 전망하고 있다. SK하이닉스의 재공품 포함 기준 DRAM 생산 증가율은 한자리수대 중반에 그칠 것이나, 경쟁사들은 이를 대폭 상회하는 생산 증가율을 기록할 가능성이

iM하이

하이투자증권 DGB

## Company Brief

## Hold (Maintain)

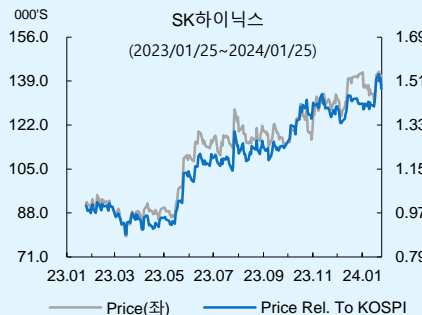
목표주가(12M)	125,000원(유지)
증가(2024.01.25)	137,400원
상승여력	-9.0%

### Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	100,028십억원
외국인지분율	53.2%
52주 주가	79,000~142,600원
60일평균거래량	3,099,839주
60일평균거래대금	413.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.3	7.8	21.2	50.3
상대수익률	2.7	3.2	27.5	48.6

### Price Trend



FY	2022	2023E	2024E	2025E
매출액(십억원)	44,622	32,766	53,454	61,472
영업이익(십억원)	6,809	-7,730	9,612	10,966
순이익(십억원)	2,230	-9,112	5,239	7,315
EPS(원)	3,063	-12,517	7,196	10,048
BPS(원)	86,904	74,050	80,909	90,620
PER(배)	24.5		19.1	13.7
PBR(배)	0.9	1.9	1.7	1.5
ROE(%)	3.6	-15.6	9.3	11.7
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	3.5	15.3	4.8	4.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@hi-ib.com

높은 것으로 보인다. 업계 생산 증가율은 감산 확대 효과가 본격화되는 2H24에 빠르게 상승할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

### 경기선행지표들의 하락 전환

더욱이 역사적으로 메모리 반도체 시장 규모를 6개월 가량 선행하고 반도체 주가와 동행해온 경기선행지표들 중, 글로벌 유동성 YoY 증감률은 이미 하락이 시작되었고 OECD 경기선행지수 역시 조만간 하락 전환할 가능성이 높은 것으로 판단된다 (<그림1>, <그림2> 참조). 역사적으로 상승 사이클이 평균 14개월 지속되었던 OECD 경기선행지수의 이번 상승이 14개월간 이어지고 있으며, 동행 지표인 분데스뱅크 세계 경기선행지수가 이미 5개월 연속 하락했다는 점은 향후 동사 주가에 우려 요소이다 (<그림3>, <그림4> 참조).

동사 주가는 역사적으로 중국의 IT 수요 YoY 증감률과 매우 유사한 모습을 보여왔으며 중국 IT 수요 YoY 증감률은 중국 경기선행지수 YoY 증감률과 동행 관계에 있다 (<그림5> 참조). 그런데 CY22 4월 이후 CY23 11월 현재까지 20개월 연속 상승했던 중국 경기선행지수 YoY 증감률이 12월에 하락 전환했다 (<그림6> 참조). 기저효과까지 사라지는 올해에 중국의 경기 지표 및 IT 수요 YoY 증감률의 상승세가 지속될 것으로 보기는 어렵다.

### 올해에도 HBM 부문에서의 경쟁력 우위를 유지할 듯

동사 전고점 주가는 최저점 대비 97%나 올랐고 지난해 동사 P/B 배수는 1.9배까지 상승하며 경쟁 업체들 대비 Outperform했다 (<그림7> 참조). 이는 동사가 고성장 HBM 부문에서 가장 높은 경쟁력을 보여줬기 때문인 것으로 판단된다.

동사는 2Q24에 공급이 개시될 전망인 HBM3E에 대한 양산 준비를 차질없이 진행 중인 것으로 보인다. 올해 동사의 HBM3 시장 점유율은 하락하나 HBM3E 시장 점유율은 60% 이상을 기록할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 당사는 HBM 부문에서 동사의 경쟁력 우위가 올해에도 이어질 것으로 전망하고 있다.

### 중립 투자 의견 유지. 당분간 저점 매수에 힘을 쓸 것을 권고

HBM 부문에서 동사의 경쟁력 우위가 이어진다면 올해에도 동사에게 경쟁사들 대비 높은 수준의 Valuation 배수가 적용될 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 당사는 경기선행지표들의 하락 전환과 2H24부터의 단기 업황 둔화 전망에 근거해 동사에 대한 중립 투자 의견을 유지한다.

CY25에는 매우 강력한 업황 개선이 발생할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 올해의 업계 메모리 반도체 Capex는 낮은 수준이 유지되고 감산 원복 효과는 CY25 초까지 마무리될 것이므로, CY25의 생산 증가율은 매우 낮을 전망이다. 반면 미국을 포함한 각국의 정책 금리 인하가 2Q24 이후 발생한다면 이는 시차를 두고 CY25의 경기 및 수요에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 이에 더해 On-Device AI의 수요 증가 효과도 CY25부터 본격화될 것으로 예상된다.

강력한 CY25의 업황 개선을 반영할 2H24 이후의 반도체 주가 상승 역시 매우 가파를 가능성이 높은 것으로 보인다. 따라서 올해 중순까지는 2H24 이후의 빠른 동사 주가 상승을 겨냥한 저점 매수에 집중할 것을 권고한다.

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23E	FY24E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	11,868	16,021	19,242	19,432	16,683	19,254	20,941	21,541	58,858	66,563	78,420
% QoQ / YoY	-19.5%	35.0%	20.1%	1.0%	-14.1%	15.4%	8.8%	2.9%	1.0%	13.1%	17.8%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.21	0.22	0.25	0.29	0.33	0.35	0.33	0.30	0.39	0.25	0.33
% QoQ / YoY	-18.9%	8.7%	10.0%	18.3%	15.0%	5.0%	-5.0%	-10.0%	-16.6%	-36.8%	33.5%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,438	3,578	4,727	5,648	5,576	6,757	6,982	6,464	22,923	16,390	25,778
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,416	35,160	36,900	36,392	38,422	40,597	42,772	42,772	106,710	131,867	164,562
% QoQ / YoY	-14.8%	50.2%	4.9%	-1.4%	5.6%	5.7%	5.4%	0.0%	45.7%	23.6%	24.8%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.06	0.05	0.05	0.08	0.09	0.09	0.09	0.08	0.11	0.06	0.08
% QoQ / YoY	-9.9%	-10.0%	-0.5%	40.5%	15.0%	5.0%	-5.0%	-10.0%	-19.5%	-43.3%	40.4%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,396	1,887	1,970	2,730	3,314	3,677	3,680	3,312	11,400	7,982	13,984
기타 매출 (백만달러)	92	91	202	178	169	186	194	184	534	563	733
연결기준 매출 (백만달러)	3,925	5,556	6,899	8,555	9,059	10,620	10,856	9,960	34,857	24,935	40,496
원/달러 환율 (원)	1,296	1,315	1,314	1,322	1,320	1,320	1,320	1,320	1,280	1,314	1,320
<b>연결기준 매출 (십억원)</b>	<b>5,088</b>	<b>7,306</b>	<b>9,066</b>	<b>11,306</b>	<b>11,958</b>	<b>14,019</b>	<b>14,331</b>	<b>13,147</b>	<b>44,622</b>	<b>32,766</b>	<b>53,454</b>
매출원가 (십억원)	6,733	8,484	9,002	9,080	8,408	8,939	9,359	9,427	28,994	33,299	36,133
매출총이익 (십억원)	-1,645	-1,178	64	2,226	3,550	5,080	4,972	3,720	15,628	-533	17,322
판관비 (십억원)	1,757	1,704	1,856	1,880	1,849	1,896	1,941	2,024	8,818	7,197	7,709
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>-3,402</b>	<b>-2,882</b>	<b>-1,792</b>	<b>346</b>	<b>1,701</b>	<b>3,185</b>	<b>3,031</b>	<b>1,696</b>	<b>6,809</b>	<b>-7,730</b>	<b>9,612</b>
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	14.2%	22.7%	21.2%	12.9%	15.3%	-23.6%	18.0%
DRAM 영업이익 (십억원)	-1,104	-239	725	1,638	2,368	3,522	3,549	2,734	8,908	1,021	12,173
%/Sales	-34.9%	-5.1%	11.7%	22.0%	32.2%	39.5%	38.5%	32.0%	30.3%	4.7%	35.8%
NAND 영업이익 (십억원)	-2,285	-2,629	-2,541	-1,307	-681	-364	-534	-1,030	-2,163	-8,763	-2,609
%/Sales	-126.3%	-106.0%	-98.2%	-36.2%	-15.6%	-7.5%	-11.0%	-23.6%	-14.8%	-83.6%	-14.1%

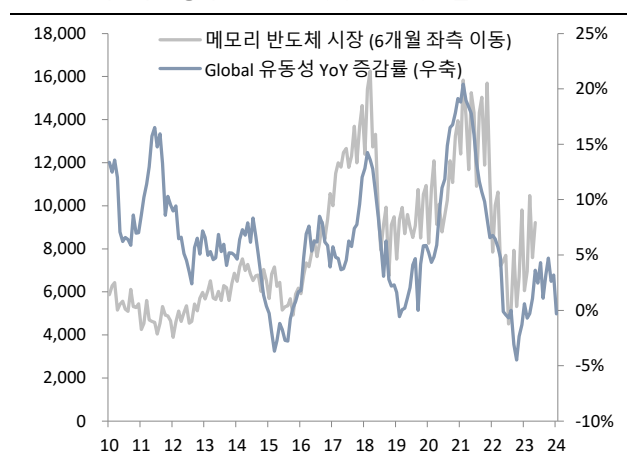
자료: SK 하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

표 2. CY23, CY24 DRAM 수요 증가율 전망

CY23 Vs CY24	PC		Smartphone		Tablet		TV		Server		Total	
	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24	CY23	CY24
Set 출하 증가율	-11.8%	-2.9%	-6.7%	1.6%	-4.6%	-0.5%	0.2%	-3.8%	-6.4%	0.3%		
DRAM 탑재량 증가율	10.5%	10.2%	12.0%	10.8%	7.3%	8.0%	2.2%	-0.5%	19.0%	18.3%		
DRAM 수요 증가율	-2.6%	7.0%	4.6%	12.6%	2.4%	7.4%	2.4%	-4.3%	11.3%	18.7%	5.5%	12.9%

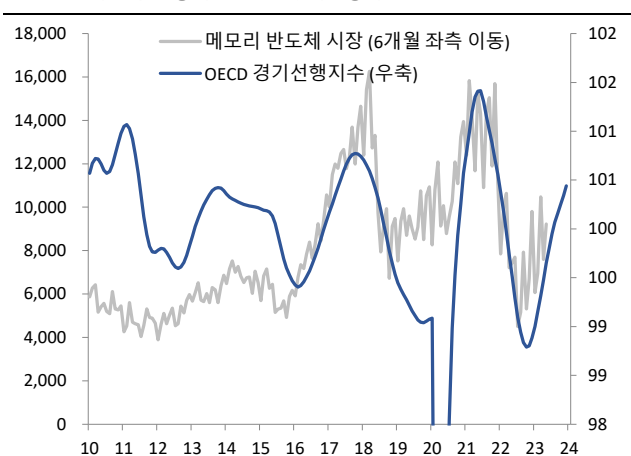
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 메모리 업황과 Global 유동성 YoY 증감률



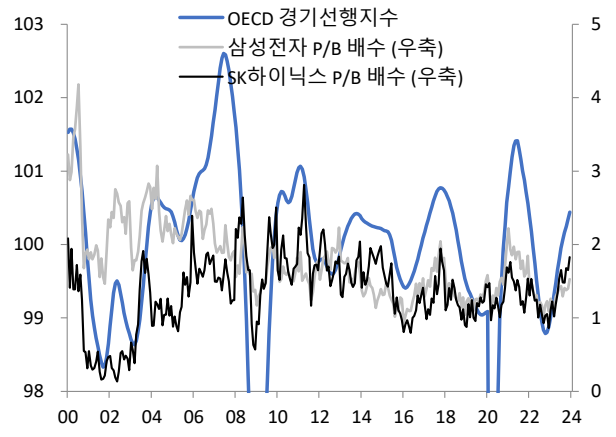
자료: WSTS, Bloomberg

그림2. 메모리 업황과 OECD 경기선행지수



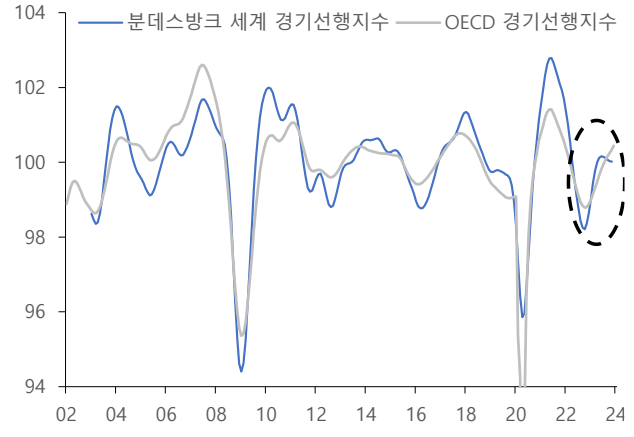
자료: Datastream, WSTS

그림3. OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



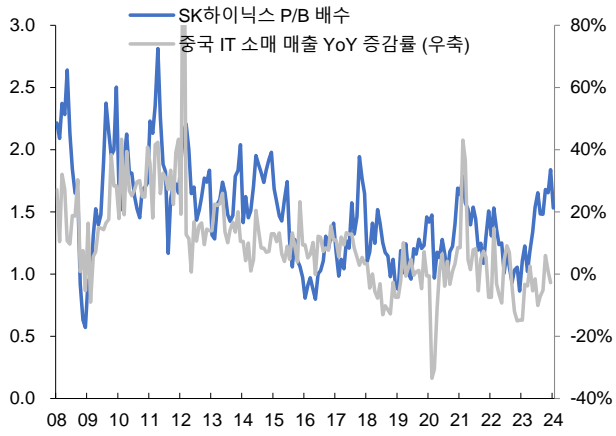
자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 분데스뱅크 세계 경기선행지수와 OECD 경기선행지수



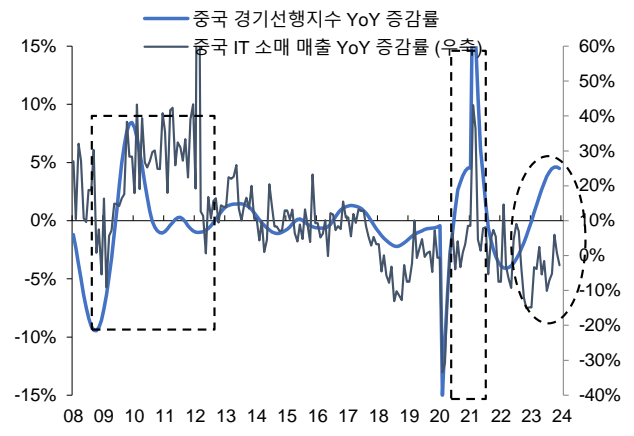
자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 중국 IT 수요 YoY 증감률과 SK하이닉스 P/B 배수



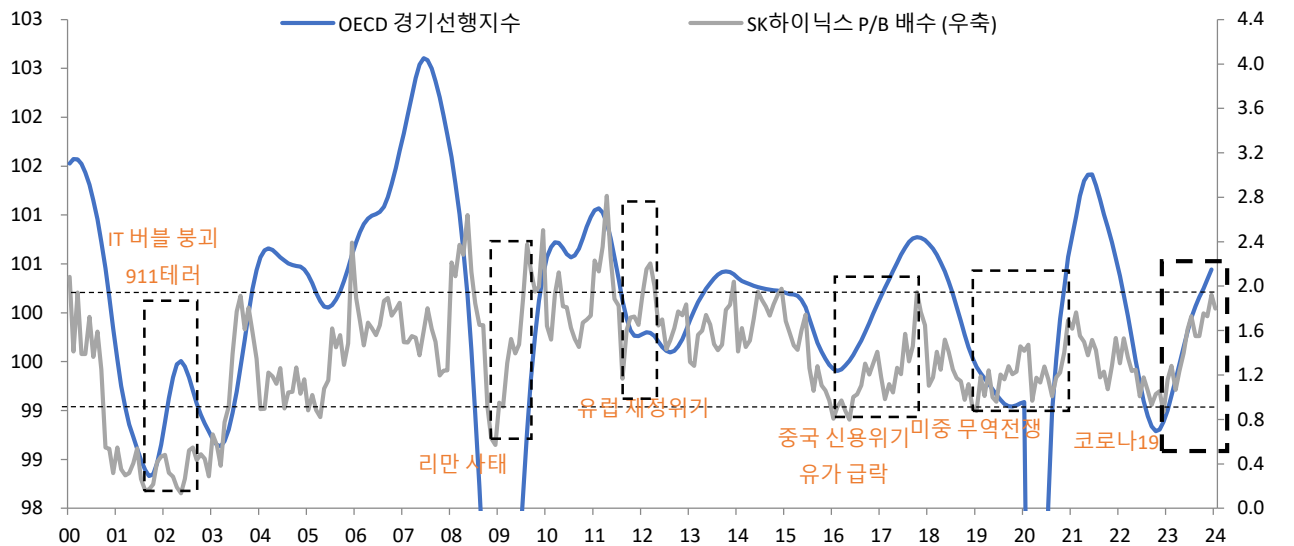
자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 중국 경기 선행 지수와 중국 IT 수요의 YoY 증감률 비교



자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림 7. OECD 경기선행지수와 SK 하이닉스 P/B 밴드



자료: SK 하이닉스, Datastream, 하이투자증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	(십억원, %)	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	28,733	33,111	37,088	40,980	매출액	44,622	32,766	53,454	61,472
현금 및 현금성자산	4,977	974	10,386	16,817	증가율(%)	3.8	-26.6	63.1	15.0
단기금융자산	1,446	1,446	1,446	1,446	매출원가	28,994	33,299	36,133	41,801
매출채권	5,444	4,915	8,018	9,221	매출충이익	15,628	-533	17,322	19,671
재고자산	15,665	24,574	16,036	12,294	판매비와관리비	8,818	7,197	7,709	8,705
비유동자산	75,138	65,470	62,314	62,904	연구개발비	4,475	3,768	4,009	4,610
유형자산	60,229	52,344	49,273	50,102	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,512	2,856	2,359	1,982	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	103,872	98,581	99,402	103,885	영업이익	6,809	-7,730	9,612	10,966
유동부채	19,844	19,263	19,276	18,669	증가율(%)	-45.1	적전	흑전	14.1
매입채무	2,186	1,605	2,619	3,012	영업이익률(%)	15.3	-23.6	18.0	17.8
단기차입금	3,833	3,833	2,833	1,833	이자수익	3,714	3,658	3,790	3,879
유동성장기부채	3,590	3,590	3,590	3,590	이자비용	5,092	5,885	5,529	5,197
비유동부채	20,737	25,410	21,210	19,210	지분법이익(손실)	131	131	131	131
사채	6,498	8,698	6,498	6,498	기타영업외손익	-1,561	-1,833	-1,000	-
장기차입금	10,594	13,067	11,067	9,067	세전계속사업이익	4,003	-11,658	7,004	9,780
부채총계	40,581	44,673	40,487	37,880	법인세비용	1,761	-2,520	1,751	2,445
지배주주지분	63,266	53,909	58,902	65,971	세전계속이익률(%)	9.0	-35.6	13.1	15.9
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	2,242	-9,138	5,253	7,335
자본잉여금	4,336	4,336	4,336	4,336	순이익률(%)	5.0	-27.9	9.8	11.9
이익잉여금	56,685	46,747	51,160	57,649	지배주주귀속 순이익	2,230	-9,112	5,239	7,315
기타자본항목	-1,413	-832	-252	329	기타포괄이익	580	580	580	580
비지배주주지분	24	-1	14	34	총포괄이익	2,822	-8,557	5,833	7,915
자본총계	63,291	53,908	58,915	66,005	지배주주귀속총포괄이익	2,807	-8,534	5,817	7,894

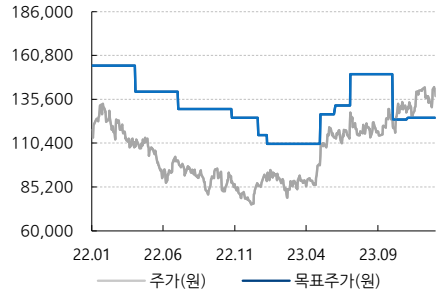
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	14,781	106	27,434	24,979	주당지표(원)				
당기순이익	2,242	-9,138	5,253	7,335	EPS	3,063	-12,517	7,196	10,048
유형자산감가상각비	13,372	15,385	13,071	12,170	BPS	86,904	74,050	80,909	90,620
무형자산상각비	780	656	497	377	CFPS	22,501	9,517	25,834	27,283
지분법관련손실(이익)	131	131	131	131	DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
투자활동 현금흐름	-17,884	-9,362	-11,862	-14,862	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-18,687	-7,500	-10,000	-13,000	PER	24.5		19.1	13.7
무형자산의 처분(취득)	-738	-	-	-	PBR	0.9	1.9	1.7	1.5
금융상품의 증감	2,179	-	-	-	PCR	3.3	14.4	5.3	5.0
재무활동 현금흐름	2,822	3,546	-6,328	-4,128	EV/EBITDA	3.5	15.3	4.8	4.4
단기금융부채의증감	-	-	-1,000	-1,000	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	4,793	4,673	-4,200	-2,000	ROE	3.6	-15.6	9.3	11.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	47.0	25.4	43.4	38.2
배당금지급	-1,681	-825	-826	-826	부채비율	64.1	82.9	68.7	57.4
현금및현금성자산의증감	-81	-4,003	9,412	6,431	순부채비율	28.6	49.7	20.6	4.1
기초현금및현금성자산	5,058	4,977	974	10,386	매출채권회전율(x)	6.4	6.3	8.3	7.1
기말현금및현금성자산	4,977	974	10,386	16,818	재고자산회전율(x)	3.6	1.6	2.6	4.3

자료 : SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-04-27	Buy	140,000	-27.2%	-18.9%
2022-07-27	Buy	130,000	-29.8%	-23.5%
2022-11-18	Buy	125,000	-34.9%	-30.2%
2023-01-13	Buy	115,000	-23.1%	-19.7%
2023-02-01	Buy	110,000	-19.1%	-10.7%
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-