



SK하이닉스 (000660)

피크아웃을 고민하기에 아직은 이른 시기

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(유지): 168,000원

현재 주가(12/13)	131,200원
상승여력	▲ 28.0%
시가총액	955,139억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	134,100 / 75,000원
90 일 일평균 거래대금	4,215.98억원
외국인 지분율	52.7%

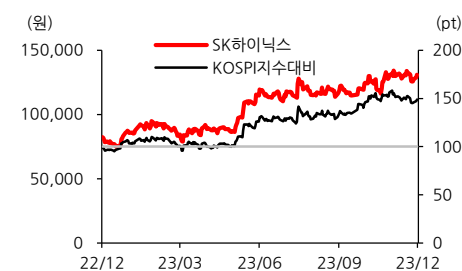
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 10 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
자사주 (외 1 인)	5.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-0.5	10.7	9.8	59.4
상대수익률(KOSPI)	-4.9	11.7	14.6	53.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	44,622	31,911	51,893	64,405
영업이익	6,809	-8,117	10,264	15,077
EBITDA	20,961	5,369	22,150	27,094
지배주주순이익	2,230	-7,905	7,751	9,858
EPS	3,242	-11,496	11,272	14,336
순차입금	19,390	19,154	11,481	6,310
PER	23.1	-11.4	11.6	9.2
PBR	0.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	3.5	21.4	4.8	3.8
배당수익률	1.6	0.9	0.9	0.9
ROE	3.6	-13.3	13.2	14.8

주가 추이



4Q23 Preview : 평가손 환입 정도에 따라 흑자전환 가능

4Q23 예상실적은 매출액 10.5조원(+15% QoQ), 영업적자 -402억원 (적자지속 QoQ)으로 BEP 근접 및 시장 기대치 상회 전망. 평가손 환입에 따라 흑자전환 가능. 디램과 낸드 가격 모두 전분기 대비 큰 폭 상승 전망. 디램은 +15%, 낸드는 +18% 상승 전망하며, 이는 기존 예상을 상회하는 수준. 메모리 가격 상승 기조가 확인된 만큼 무리한 출하 전략은 지양할 것으로 추정. 디램 출하량은 전분기 대비 +5% 수준으로 당초 예상치 +10% 대비 미달, 낸드는 -11%로 당초 예상치에 부합하는 수준일 것으로 추정

1Q24부터 디램은 가동률 완전 정상화. 낸드가 관건

1Q24부터 디램 가동률 완전 정상화 전망. 강세 지속 예상되는 고부가 제품군(고용량 DDR5 및 HBM) 수요 대응을 위해 가동률 상향 불가 피. 올해 전환투자 중심의 보수적 설비투자로 인한 Wafer Capa 증가 제한, 첨단제품군 생산 패널티(Die Size 증가, 수율 등) 등으로 인해 가동률 정상화에도 공급 증가는 한자리수% 수준으로 매우 제한적일 것. 공급자에 우호적인 시장 환경 지속 예상하며, 이에 따른 디램 이익 개선 본격화 전망

다만 낸드가 관건. 가격 상승 구간에 진입했으나 여전히 재고 수준이 높고 세대 전환 효과가 디램만큼 크지 않아 지속적인 공급 제한이 중요. 만약 업계의 낸드 가동률이 조기 정상화될 경우 가격 상승 탄력 하락 가능성 존재하며, 낸드 적자 축소의 속도도 기존 예상대비 지연될 가능성. 모니터링 필요

목표주가 168,000원 유지. 피크아웃을 고민하기 이른 시기

현 주가가 내년 예상 실적 기준 P/B 1.5X수준에서 형성됨에 따라 피크아웃 우려 제기. 그러나 피크아웃을 고민하기엔 아직 이른 시기라 판단. 현 시점은 메모리 가격이 본격적으로 상승하기 시작하는 첫 분기이며, 실제 메모리 업체들의 분기 흑자 전환은 아직 확인되지도 않았음을 염두에 둘 필요. 또한 낸드 가동률 조기 정상화에 따른 공급 확대에 대해서도 아직 가격 상승 탄력 하락 시그널이 확인되지 않은 만큼 과도한 우려는 경계. 투자의견과 목표주가 유지

[표1] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	5,088	7,306	9,066	10,451	10,492	13,075	14,077	14,249	44,622	31,911	51,893
DRAM	2,891	4,313	5,814	7,020	7,035	8,576	9,261	9,226	28,570	20,038	34,098
NAND	1,696	2,366	2,518	2,650	2,871	3,843	4,085	4,231	14,036	9,230	15,030
기타	501	627	734	781	585	657	731	792	2,016	2,642	2,765
QoQ(%) / YoY(%)	-34%	44%	24%	15%	0%	25%	8%	1%	4%	-28%	63%
DRAM	-38%	49%	35%	21%	0%	22%	8%	0%	-7%	-30%	70%
NAND	-28%	39%	6%	5%	8%	34%	6%	4%	32%	-34%	63%
기타	-21%	25%	17%	6%	-25%	12%	11%	8%	32%	31%	5%
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	-40	870	2,653	3,325	3,416	6,809	-8,117	10,264
DRAM	-1,025	-68	560	1,592	1,828	3,005	3,576	3,640	9,292	1,059	12,048
NAND	-2,351	-2,784	-2,308	-1,585	-923	-312	-214	-184	-2,371	-9,028	-1,633
기타	-28	-30	-44	-47	-35	-39	-37	-40	-112	-148	-151
OPM(%)	-67%	-39%	-20%	0%	8%	20%	24%	24%	15%	-25%	20%
DRAM	-35%	-2%	10%	23%	26%	35%	39%	39%	33%	5%	35%
NAND	-139%	-118%	-92%	-60%	-32%	-8%	-5%	-4%	-17%	-98%	-11%
주요가정											
DRAM B/G	-20%	35%	22%	5%	-8%	6%	3%	0%	2%	15%	17%
DRAM ASP	-18%	8%	10%	15%	10%	15%	5%	0%	-18%	-40%	45%
NAND B/G	-14%	51%	7%	-11%	-3%	16%	6%	4%	47%	24%	18%
NAND ASP	-11%	-10%	-1%	18%	12%	15%	0%	0%	-19%	-48%	38%

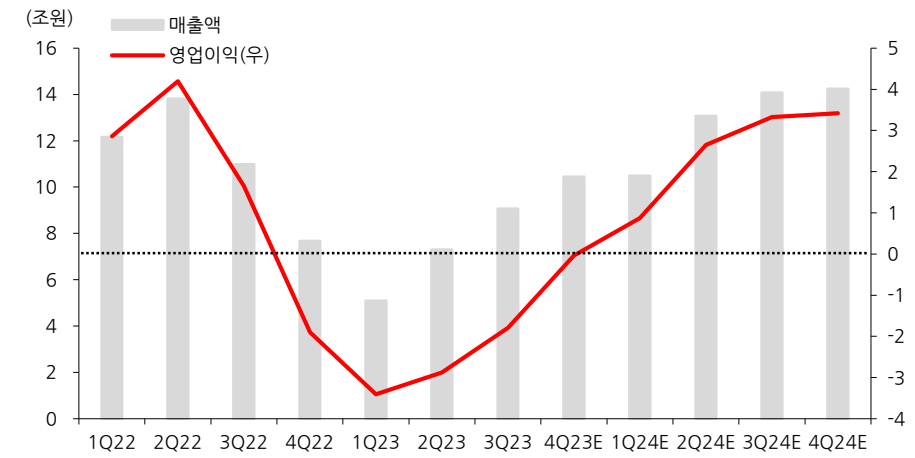
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 HBM 매출 효과 추정

	2023	2024
매출액(B\$)	1.9	5.8
HBM2E(16GB)	0.3	0.2
HBM3(16GB)	1.5	4.4
HBM3E(24GB)		1.2
TSV Capa(K/월)	45	120
HBM Portion(%)	70	75
Mix(%)	100	100
HBM2E(16GB)	25	5
HBM3(16GB)	75	75
HBM3E(24GB)		20
P&T TAT Penalty	45	45
Shipment (M Unit)	8.9	25.1
HBM2E(16GB)	1.9	1.1
HBM3(16GB)	7.0	19.9
HBM3E(24GB)		4.2

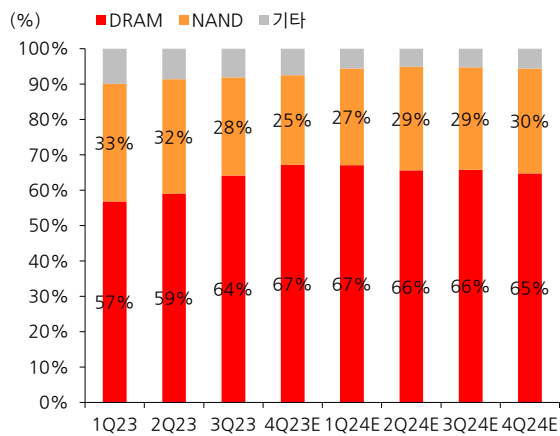
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK 하이닉스 실적 추이



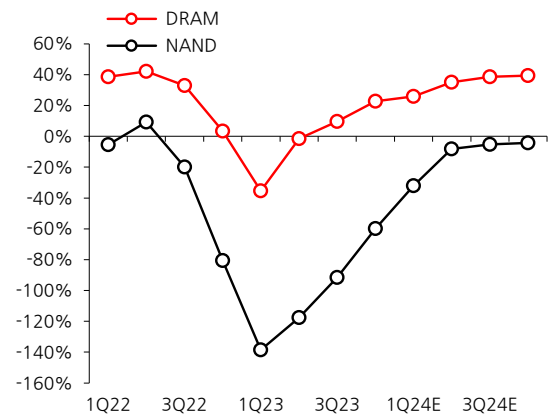
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업부별 매출비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 디램 낸드 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,998	44,622	31,911	51,893	64,405
매출총이익	18,952	15,628	-779	20,540	28,790
영업이익	12,410	6,809	-8,117	10,264	15,077
EBITDA	23,067	20,961	5,369	22,150	27,094
순이자손익	-227	-441	-1,300	-1,449	-1,324
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	162	131	24	82	117
세전계속사업손익	13,416	4,003	-9,956	8,747	13,733
당기순이익	9,616	2,242	-7,903	7,739	9,843
지배주주순이익	9,602	2,230	-7,905	7,751	9,858
증가율(%)					
매출액	34.8	3.8	-28.5	62.6	24.1
영업이익	147.6	-45.1	적전	흑전	46.9
EBITDA	56.0	-9.1	-74.4	312.5	22.3
순이익	102.1	-76.7	적전	흑전	27.2
이익률(%)					
매출총이익률	44.1	35.0	-2.4	39.6	44.7
영업이익률	28.9	15.3	-25.4	19.8	23.4
EBITDA 이익률	53.6	47.0	16.8	42.7	42.1
세전이익률	31.2	9.0	-31.2	16.9	21.3
순이익률	22.4	5.0	-24.8	14.9	15.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	19,798	14,781	13,975	19,424	19,433
당기순이익	9,616	2,242	-7,970	7,739	9,843
자산상각비	10,657	14,151	13,486	11,886	12,017
운전자본증감	-3,018	-2,690	7,542	-149	-2,345
매출채권 감소(증가)	-2,526	3,342	-271	-2,223	-2,981
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	7,713	-778	-3,200
매입채무 증가(감소)	176	141	1,155	2,891	3,877
투자현금흐름	-22,392	-17,884	-10,652	-10,953	-13,464
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-6,988	-10,184	-12,881
무형자산 감소(증가)	-972	-738	-439	-354	-359
투자자산 감소(증가)	-1,576	2,251	79	-27	-28
재무현금흐름	4,492	2,822	7,117	-4,805	-2,471
차입금의 증가(감소)	5,289	4,491	8,018	-3,980	-1,646
자본의 증가(감소)	-797	-1,047	-901	-825	-825
배당금의 지급	-805	-1,059	-825	-825	-825
총현금흐름	23,970	21,774	6,433	19,574	21,777
(-)운전자본증가(감소)	2,268	1,376	-3,887	149	2,345
(-)설비투자	12,487	19,010	8,376	10,184	12,881
(+)자산매각	-892	-414	949	-354	-359
Free Cash Flow	8,323	973	2,893	8,886	6,192
(-)기타투자	8,187	2,024	-351	388	196
잉여현금	136	-1,051	3,244	8,498	5,996
NOPLAT	8,895	3,813	-5,884	9,081	10,807
(+) Dep	10,657	14,151	13,486	11,886	12,017
(-)운전자본투자	2,268	1,376	-3,887	149	2,345
(-)Capex	12,487	19,010	8,376	10,184	12,881
OpFCF	4,797	-2,421	3,112	10,634	7,598

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	32,357	39,132	48,923
현금성자산	5,544	5,407	16,070	19,763	23,289
매출채권	8,427	5,444	6,117	8,341	11,322
재고자산	8,950	15,665	8,174	8,952	12,151
비유동자산	69,439	75,137	70,878	70,000	71,537
투자자산	11,417	11,397	14,509	14,979	15,292
유형자산	53,226	60,229	52,881	51,758	53,167
무형자산	4,797	3,512	3,487	3,263	3,078
자산총계	96,347	103,871	103,235	109,132	120,460
유동부채	14,735	19,844	21,455	24,388	28,308
매입채무	8,379	10,807	7,956	10,847	14,724
유동성이자부채	3,183	7,705	12,468	12,468	12,468
비유동부채	19,420	20,737	26,572	22,611	20,985
비유동이자부채	15,971	17,092	22,756	18,776	17,130
부채총계	34,155	40,581	48,027	46,999	49,293
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,346	4,346	4,346
이익잉여금	55,784	56,685	48,076	55,001	64,034
자본조정	-1,619	-1,413	-901	-901	-901
자기주식	-2,302	-2,300	-2,274	-2,274	-2,274
자본총계	62,191	63,291	55,208	62,134	71,166

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	13,190	3,242	-11,496	11,272	14,336
BPS	85,380	86,904	75,795	85,308	97,715
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	32,925	29,909	8,836	26,887	29,914
ROA(%)	11.5	2.2	-7.6	7.3	8.6
ROE(%)	16.8	3.6	-13.3	13.2	14.8
ROIC(%)	14.6	5.3	-8.2	13.6	15.8
Multiples(x, %)					
PER	9.9	23.1	-11.4	11.6	9.2
PBR	1.5	0.9	1.7	1.5	1.3
PSR	2.2	1.2	3.0	1.8	1.5
PCR	4.0	2.5	14.8	4.9	4.4
EV/EBITDA	4.7	3.5	21.4	4.8	3.8
배당수익률	1.2	1.6	0.9	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	54.9	64.1	87.0	75.6	69.3
Net debt/Equity	21.9	30.6	34.7	18.5	8.9
Net debt/EBITDA	59.0	92.5	356.7	51.8	23.3
유동비율	182.6	144.8	150.8	160.5	172.8
이자보상배율(배)	47.7	12.8	n/a	6.8	10.9
자산구조(%)					
투자자본	80.0	81.8	68.7	65.6	64.5
현금+투자자산	20.0	18.2	31.3	34.4	35.5
자본구조(%)					
차입금	23.5	28.2	39.0	33.5	29.4
자기자본	76.5	71.8	61.0	66.5	70.6

[Compliance Notice]

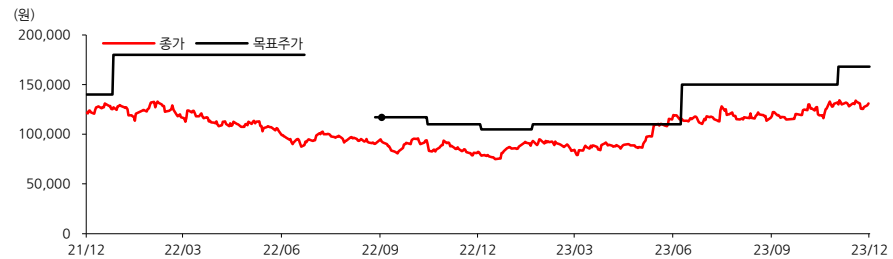
(공표일: 2023년 12월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.01.07	2022.02.03	2022.03.30	2022.09.08	2022.09.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		180,000	180,000	180,000	김광진	117,000
일 시	2022.10.05	2022.10.27	2022.10.31	2022.11.16	2022.12.16	2023.01.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	117,000	110,000	110,000	110,000	105,000	105,000
일 시	2023.02.02	2023.03.20	2023.04.04	2023.04.27	2023.05.16	2023.06.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2023.06.21	2023.07.27	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	168,000
일 시	2023.11.29	2023.12.14				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	168,000	168,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(₩)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.01.07	Buy	180,000	-39.41	-26.11
2022.09.08	Buy	117,000	-23.30	-18.12
2022.10.27	Buy	110,000	-22.69	-15.00
2022.12.16	Buy	105,000	-20.72	-12.10
2023.02.02	Buy	110,000	-15.24	8.64
2023.06.21	Buy	150,000	-20.46	-11.33
2023.11.14	Buy	168,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023 년 09 월 30 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%