

SK 하이닉스

| Bloomberg Code (000660 KS) | Reuters Code (000660.KS)

2024년 1월 26일

[반도체/장비]

김형태 선임연구원
☎ 02-3772-3609
✉ calebkim@shinhan.com

공급 제한 속 수익성 중심 전략 유지



매수
(유지)



현재주가 (1월 25일)
137,400 원



목표주가
160,000 원 (유지)



상승여력
16.4%

- ◆ 4분기 영업이익 3,460억원 흑자전환, 컨센서스 상회하는 호실적
- ◆ 1분기 계절적 비수기에도 수익성 집중 전략 유지, 공급 제한 지속
- ◆ 보수적 가이드언스에 민감하게 반응한 주가, 중장기 성장성은 불변

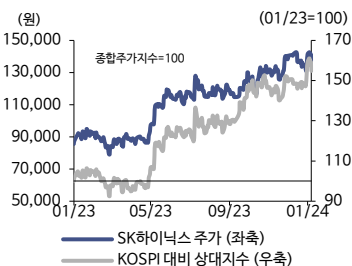


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

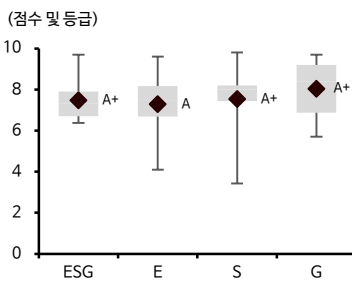
시가총액	100,027.5십억원
발행주식수	728.0백만주
유동주식수	537.2백만주(73.8%)
52 주 최고가/최저가	142,600원/79,000원
일평균 거래량 (60 일)	3,102,278주
일평균 거래액 (60 일)	413,965백만원
외국인 지분율	53.09%

주요주주	
에스케이스퀘어 외 9인	20.07%
국민연금공단	7.90%
절대수익률	
3개월	7.8%
6개월	21.2%
12개월	50.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	3.1%
6개월	29.3%
12개월	47.8%

주가



ESG 컨센서스



4분기 영업이익 3,460억원 흑자전환, 컨센서스 상회하는 호실적

4분기 실적은 매출 11.3조원(+24.7% QoQ, +47.4% YoY), 영업이익 3,460억원으로 흑자전환에 성공하며 컨센서스(영업적자 1,100억원)를 상회했다. DRAM과 NAND B/G(QoQ)는 각각 +2%, -2%를 기록한 것으로 파악되며, ASP는 DRAM +15%, NAND +40%로 NAND 부분의 가격 상승 폭이 시장 기대치를 크게 상회한 것으로 추정된다.

DRAM 사업부는 DDR5, HBM 수요 강세로 제품 믹스 개선 효과가 지속되며 양호한 실적을 기록했다. 영업이익률은 20%로 개선된 것으로 보이며, 출하 물량 확대보다는 수익성 중심의 전략을 고수한 것으로 판단된다. NAND 사업부는 영업환경 개선이 제한적이었던 것으로 파악되나 ASP의 상승 전환으로 솔리다임 적자 폭이 축소된 가운데 재고평가손실 환입이 동반되며 기대 이상의 실적을 기록했다.

1분기 계절적 비수기에도 수익성 집중 전략 유지, 공급 제한 지속

1분기 B/G는 DRAM -12%, NAND +5%를 기록할 것으로 전망되며, ASP는 각각 +13%, +6%로 예상된다. 비수기 영향으로 가격 상승세가 소폭 둔화되고, 전체적인 Q 성장도 단기 정체 구간에 진입할 것으로 전망되나 보수적인 생산 기조를 유지하며 수익성 중심의 전략을 지속할 것으로 판단된다. 2024년 CapEx는 전환 투자 중심의 운용으로 소폭 증가에 그칠 전망이다.

보수적 가이던스에 민감하게 반응한 주가, 중장기 성장성은 불변

DRAM 부문의 단기 출하량 감소 언급에 실적발표 직후 주가는 2.9% 급락했다. AI 수요 확산이 서버에서 디바이스 단으로 빠르게 확산되고 있다는 점에서 과도한 우려는 불필요한 것으로 판단된다.

주가는 12개월 선행 P/B 기준 1.7배로 역사적 상단에 근접하나 현 시점은 메모리 업사이클 초입에 불과하고, HBM 시장 내 동사의 압도적인 기술 우위가 지속되고 있다. 확실한 수요처가 확보된 만큼 중장기 성장 가시성이 뚜렷하다. 연내 경쟁사 대비 우월한 수익성이 유지될 것으로 기대돼 투자의견 매수, 목표주가 160,000원을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	85,380	9.9	4.6	1.5	16.8	16.8
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,063	86,904	24.5	3.5	0.9	3.6	29.0
2023F	32,766.2	(7,730.3)	(9,094.7)	(12,493)	73,277	(11.3)	18.4	1.9	(15.6)	42.6
2024F	54,563.2	9,599.3	6,180.4	8,490	80,632	16.2	5.1	1.7	11.0	24.3
2025F	72,840.4	14,635.1	9,570.3	13,146	92,644	10.5	4.1	1.5	15.2	11.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
원/달러 평균	1,205	1,260	1,338	1,359	1,276	1,316	1,313	1,350	1,290	1,314	1,280
매출액	5,088	7,306	9,066	11,306	10,935	12,945	14,455	16,229	44,622	32,766	54,563
% YoY	(58.1)	(47.1)	(17.5)	47.4	114.9	77.2	59.4	43.5	3.8	(26.6)	66.5
% QoQ	(33.7)	43.6	24.1	24.7	(3.3)	18.4	11.7	12.3			
DRAM	2,919	4,414	6,074	7,349	6,754	8,334	9,466	10,834	28,169	20,756	35,387
NAND	1,679	2,231	2,448	3,279	3,616	4,036	4,411	4,812	14,041	9,637	16,874
영업이익	(3,402)	(2,882)	(1,792)	346	913	1,782	3,029	3,875	6,809	(7,730)	9,599
DRAM	(2,046)	(250)	576	1,470	1,689	2,417	3,502	4,333	9,462	(250)	11,941
NAND	(1,254)	(2,317)	(2,140)	(1,106)	(542)	(404)	(221)	(192)	(1,452)	(6,817)	(1,359)
영업이익률	(66.9)	(39.4)	(19.8)	3.1	8.4	13.8	21.0	23.9	15.3	(23.6)	17.6
DRAM	(70.1)	(5.7)	9.5	20.0	25.0	29.0	37.0	40.0	33.6	(1.2)	33.7
NAND	(74.7)	(103.9)	(87.4)	(33.7)	(15.0)	(10.0)	(5.0)	(4.0)	(10.3)	(70.7)	(8.1)

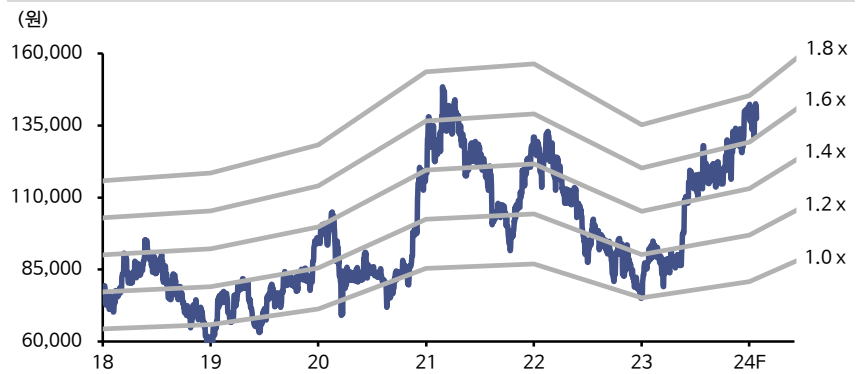
자료: 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

SK하이닉스 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023P	2024F
원/달러 평균	1,276	1315	1313	1320	1280	1260	1250	1250	1290	1,300	1,240
DRAM (1Gb, 백만)	11,017	14,983	18,190	18,553	16,327	17,796	19,042	20,756	54,827	62,743	73,922
B/G (% QoQ / YoY)	(19.5)	36.0	21.4	2.0	(12.0)	9.0	7.0	9.0	0.4	14.4	17.8
ASP (% QoQ / YoY)	(16.5)	9.0	11.0	15.0	13.0	15.0	7.0	5.0	(17.9)	(35.6)	54.5
NAND (1Gb, 백만)	27,343	41,015	43,476	42,607	44,737	45,632	49,282	50,761	127,630	154,441	190,411
B/G (% QoQ / YoY)	(16.0)	50.0	6.0	(2.0)	5.0	2.0	8.0	3.0	45.9	21.0	23.3
ASP (% QoQ / YoY)	(10.0)	(10.0)	(0.1)	40.0	6.0	5.0	2.0	1.0	(17.2)	(42.0)	38.1

자료: 신한투자증권 추정

SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드



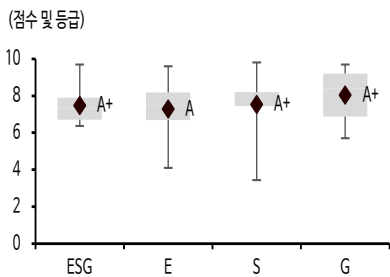
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

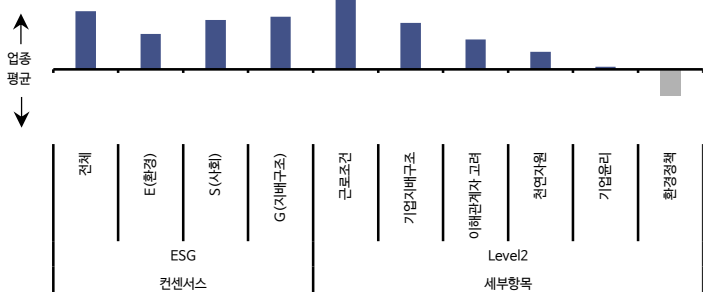
- ◆ 2022년 사회공헌 창출 누적액 2,506억 원으로 기존 목표치인 1,903억 원 초과 달성 (연간 목표 6개 중 5개 초과달성)
- ◆ 해외 사업장 RE100 달성 및 국내 사업장 재생에너지 사용 비율이 21년 약 4%에서 22년 29.6%으로 급격히 상승
- ◆ 인권 존중, 강제 노동 금지, 연소자 근로, 근로시간, 임금, 차별 금지, 결사의 자유 등 인권/노동 방침 제정하여 관리
- ◆ 주주가치 제고를 위해 주주환원 정책 수립. 주당 1,200원을 고정적으로 지급하고, 22~24년 FCF의 50%를 환원

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권 / 주: 8개사 평균과 분포

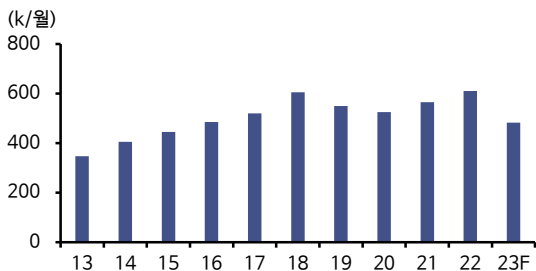
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

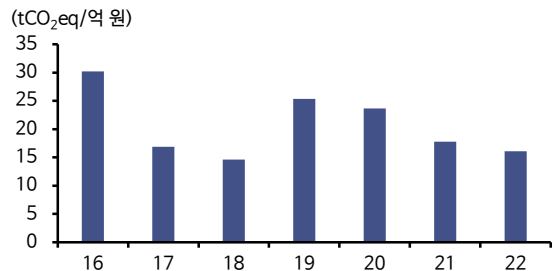
Key Chart

SK하이닉스 반도체 Capa 추이



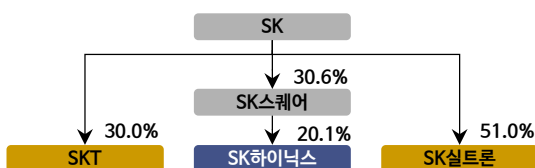
자료: DRAMeXchange, 신한투자증권 추정

SK하이닉스 온실가스 원단위 배출량



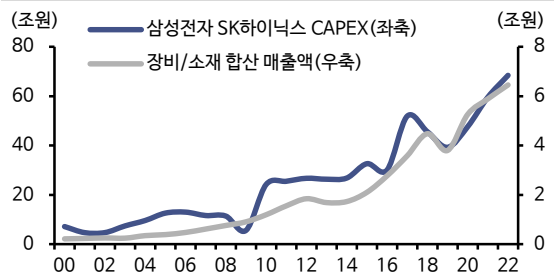
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SK하이닉스의 반도체 기업 지분 현황



자료: 신한투자증권

삼성전자, SK하이닉스 CAPEX 및 주요 장비/소재 합산 매출액 추이



자료: QuantiWise, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	96,346.5	103,871.5	96,704.0	102,714.0	104,308.9
유동자산	26,907.1	28,733.3	24,424.7	29,045.6	30,796.6
현금및현금성자산	5,058.0	4,977.0	5,156.2	8,674.8	6,420.8
매출채권	8,267.1	5,186.1	4,418.5	6,406.9	8,809.4
재고자산	8,950.1	15,664.7	12,375.1	10,518.9	11,307.8
비유동자산	69,439.5	75,138.2	72,279.4	73,668.4	73,512.3
유형자산	53,225.7	60,228.5	54,727.9	52,339.8	53,638.1
무형자산	4,797.2	3,512.1	2,719.6	2,407.2	2,370.4
투자자산	8,459.4	7,482.7	7,018.0	7,872.5	8,588.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	34,155.5	40,581.0	43,383.4	44,005.1	36,803.5
유동부채	14,735.4	19,843.7	19,401.2	21,131.1	18,797.4
단기차입금	233.2	3,833.3	4,533.3	4,874.3	2,957.3
매입채무	1,359.2	2,186.2	1,923.9	3,203.7	4,276.9
유동성장기부채	2,647.6	3,590.0	3,225.0	922.0	351.0
비유동부채	19,420.1	20,737.3	23,982.2	22,874.0	18,006.2
사채	7,214.0	6,497.8	10,497.8	8,345.8	3,392.8
장기차입금(경기금융부채 포함)	8,757.4	10,594.1	10,807.6	10,070.6	8,662.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	62,191.1	63,290.5	53,320.6	58,708.8	67,505.3
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2	4,336.2
기타자본	(2,294.6)	(2,311.4)	(2,311.4)	(2,311.4)	(2,311.4)
기타포괄이익누계액	675.3	898.7	898.7	898.7	898.7
이익잉여금	55,784.1	56,685.3	46,764.7	52,119.4	60,863.9
지배주주지분	62,157.1	63,266.3	53,345.8	58,700.4	67,445.0
비지배주주지분	34.0	24.2	(25.2)	8.4	60.3
*총차입금	19,154.8	24,796.6	29,284.8	24,581.0	15,855.4
*순차입금(순현금)	10,471.1	18,373.3	22,725.4	14,245.6	7,558.2

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	19,797.6	14,780.5	8,914.1	24,229.7	19,747.5
당기순이익	9,616.2	2,241.7	(9,144.1)	6,214.0	9,622.3
유형자산상각비	9,860.8	13,371.9	13,900.6	12,328.1	11,141.7
무형자산상각비	795.9	779.6	643.8	512.4	436.9
외환환산손실(이익)	61.1	1,056.6	114.2	68.7	207.4
자산처분손실(이익)	(71.7)	(201.9)	41.7	39.3	32.8
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(162.3)	(131.2)	(24.9)	(37.4)	(52.3)
운전자본변동	(3,018.4)	(2,689.7)	2,758.9	4,480.6	(2,265.2)
(법인세납부)	(1,014.9)	(3,979.4)	2,142.0	(1,913.7)	(3,292.5)
기타	3,730.9	4,332.9	(1,518.1)	2,537.7	3,916.4
투자활동으로인한현금흐름	(22,392.3)	(17,883.7)	(12,241.6)	(15,073.4)	(12,209.9)
유형자산의증가(CAPEX)	(12,486.6)	(19,010.3)	(8,500.0)	(10,000.0)	(12,500.0)
유형자산의감소	79.9	323.7	100.0	60.0	60.0
무형자산의감소(증가)	(971.8)	(737.6)	148.7	(200.0)	(400.0)
투자자산의감소(증가)	(44.6)	199.1	489.6	(817.1)	(664.2)
기타	(8,969.2)	1,341.4	(4,479.9)	(4,116.3)	1,294.3
FCF	6,401.3	(4,793.5)	3,575.7	12,756.4	6,121.1
재무활동으로인한현금흐름	4,492.3	2,821.8	3,662.6	(5,529.6)	(9,551.4)
차입금의증가(감소)	5,612.8	4,792.9	4,488.3	(4,703.8)	(8,725.6)
자기주식의처분(취득)	8.5	11.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(805.0)	(1,680.9)	(825.6)	(825.8)	(825.8)
기타	(324.0)	(301.9)	(0.1)	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(41.7)	(39.3)	(32.8)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	184.3	200.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2,082.0	(81.0)	293.4	3,587.3	(2,046.6)
기초현금	2,976.0	5,058.0	4,977.0	5,156.2	8,674.8
기말현금	5,058.0	4,977.0	5,156.2	8,674.8	6,420.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

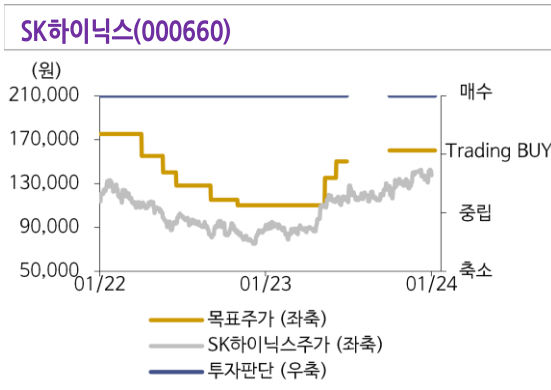
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	42,997.8	44,621.6	32,766.2	54,563.2	72,840.4
증감률 (%)	34.8	3.8	(26.6)	66.5	33.5
매출원가	24,045.6	28,993.7	33,299.2	33,192.5	44,113.7
매출총이익	18,952.2	15,627.9	(533.0)	21,370.7	28,726.8
매출총이익률 (%)	44.1	35.0	(1.6)	39.2	39.4
판매관리비	6,541.9	8,818.4	7,197.3	11,771.3	14,091.7
영업이익	12,410.3	6,809.4	(7,730.3)	9,599.3	14,635.1
증감률 (%)	147.6	(45.1)	적전	흑전	52.5
영업이익률 (%)	28.9	15.3	(23.6)	17.6	20.1
영업외손익	1,005.6	(2,806.6)	(5,557.1)	(1,471.7)	(1,720.3)
금융손익	907.7	(1,377.3)	(1,654.5)	(640.5)	(771.7)
기타영업외손익	(64.3)	(1,560.5)	(3,927.5)	(868.5)	(1,000.9)
중속 및 관계기업관련손익	162.3	131.2	24.9	37.4	52.3
세전계속사업이익	13,416.0	4,002.8	(13,287.4)	8,127.7	12,914.7
법인세비용	3,799.8	1,761.1	(2,142.0)	1,913.7	3,292.5
계속사업이익	9,616.2	2,241.7	(10,765.6)	6,214.0	9,622.3
중단사업이익	0.0	0.0	2,001.3	0.0	0.0
당기순이익	9,616.2	2,241.7	(9,144.1)	6,214.0	9,622.3
증감률 (%)	102.1	(76.7)	적전	흑전	54.8
순이익률 (%)	22.4	5.0	(27.9)	11.4	13.2
(지배주주)당기순이익	9,602.3	2,229.6	(9,094.7)	6,180.4	9,570.3
(비지배주주)당기순이익	13.9	12.1	(49.4)	33.6	52.0
총포괄이익	10,687.5	2,822.2	(9,144.1)	6,214.0	9,622.3
(지배주주)총포괄이익	10,669.3	2,802.4	(9,080.2)	6,170.5	9,554.9
(비지배주주)총포괄이익	18.2	19.7	(64.0)	43.5	67.3
EBITDA	23,067.1	20,960.9	6,814.1	22,439.8	26,213.7
증감률 (%)	56.0	(9.1)	(67.5)	229.3	16.8
EBITDA 이익률 (%)	53.6	47.0	20.8	41.1	36.0

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	13,209	3,079	(12,561)	8,536	13,217
EPS (지배순이익, 원)	13,190	3,063	(12,493)	8,490	13,146
BPS (자본총계, 원)	85,427	86,937	73,242	80,644	92,727
BPS (지배지분, 원)	85,380	86,904	73,277	80,632	92,644
DPS (원)	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
PER (당기순이익, 배)	9.9	24.4	(11.3)	16.1	10.4
PER (지배순이익, 배)	9.9	24.5	(11.3)	16.2	10.5
PBR (자본총계, 배)	1.5	0.9	1.9	1.7	1.5
PBR (지배지분, 배)	1.5	0.9	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (배)	4.6	3.5	18.4	5.1	4.1
배당성향 (%)	11.0	37.0	(9.1)	13.4	8.6
배당수익률 (%)	1.2	1.6	0.8	0.9	0.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	53.6	47.0	20.8	41.1	36.0
영업이익률 (%)	28.9	15.3	(23.6)	17.6	20.1
순이익률 (%)	22.4	5.0	(27.9)	11.4	13.2
ROA (%)	11.5	2.2	(9.1)	6.2	9.3
ROE (지배순이익, %)	16.8	3.6	(15.6)	11.0	15.2
ROIC (%)	16.0	5.0	(9.2)	12.2	18.0
안정성					
부채비율 (%)	54.9	64.1	81.4	75.0	54.5
순차입금비율 (%)	16.8	29.0	42.6	24.3	11.2
현금비율 (%)	34.3	25.1	26.6	41.1	34.2
이자보상배율 (배)	47.7	12.8	(11.8)	14.7	29.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.8	5.2	3.8	10.2	12.2
재고자산회수기간 (일)	64.0	100.7	156.2	76.6	54.7
매출채권회수기간 (일)	56.0	55.0	53.5	36.2	38.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (₩)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 14일	매수	175,000	(31.4)	(24.0)
2022년 04월 28일	매수	155,000	(30.0)	(26.8)
2022년 06월 14일	매수	140,000	(33.3)	(30.1)
2022년 07월 13일	매수	128,000	(26.1)	(19.9)
2022년 09월 27일	매수	115,000	(22.8)	(16.7)
2022년 11월 25일	매수	110,000	(21.1)	(5.9)
2023년 05월 26일	6개월경과		(0.2)	0.3
2023년 06월 05일	매수	135,000	(14.8)	(11.5)
2023년 06월 30일	매수	150,000	(23.0)	(21.3)
2023년 07월 24일	커버리지제외		-	-
2023년 10월 25일	매수	160,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 김형태)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 SK하이닉스를 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 24일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------