

2024.04.26

SK하이닉스 (000660)

HBM 경쟁 심화와 OECD 경기선행지수 하락 가능성

예상을 상회한 1Q24 실적

SK하이닉스의 1Q24 매출과 영업이익이 각각 12.4조원과 2.9조원을 기록하여 시장 예상치를 상회했다. DRAM, NAND ASP가 20% 이상, 30% 이상 상승해 당초 전망치를 넘어섰고, 재고자산 평가손 환입이 9천억원이나 발생한 것이 원인이다. 특히 NAND 부문에서는 가격 급등과 대규모의 재고자산 평가손 환입에 따라 영업이익이 흑자 전환했다.

2Q24 영업이익을 6.1조원으로 전망

동사가 제시한 2Q24 DRAM, NAND 출하증가율 가이드는 각각 10%대 중반 증가와 0%이며 당사는 2Q24 동사 DRAM, NAND ASP가 각각 14%, 18% 상승할 것으로 추정하고 있다.

대만 지진 이전에는 고객들이 5%의 인상을 주장하는 가운데 DRAM 업체들은 15%의 인상을 제시하고 있었으므로, 2Q24 DRAM ASP 상승률이 10% 수준을 기록할 것으로 추정되었다. 그러나 지진 발생에 따른 생산 차질을 이유로 현재 DRAM 업체들은 인상폭을 20~25%까지 주장하고 있는 상황이다. 최근까지 이어지고 있는 여진을 감안 시 대만 내 DRAM 생산 차질이 일부 발생한 것은 사실인 것으로 봐야할 것이다.

당사는 이를 감안하여 2Q24 DRAM ASP가 당초 예상보다 더 크게 상승할 것으로 판단하고 있다. 다만 최근 중국 스마트폰 업체들이 완제품 재고를 줄이기 시작한 모바일 부문에서는, 가격 상승폭이 타 부문보다 다소 낮을 가능성이 있는 것으로 보인다.

4Q23부터 NAND 가격 상승률이 DRAM보다 더 높게 나타나고 있는 것은 DRAM과 달리 NAND 부문의 감산 원복이 더디고, 고객들의 eSSD 재고가 많이 감소했으며 NAND 부문 이익률이 DRAM보다 여전히 낮은 상황이기 때문이다. 이러한 추세가 2Q24까지는 지속될 것으로 판단된다.

동사의 출하증가율 가이드와 당사 ASP 상승률 가정을 감안해 도출된 동사 2Q24 영업이익 규모는 6.1조원이다.

HBM 경쟁 심화

HBM3에서 동사가 공급을 독점하던 상황에서 최근 들어 경쟁이 다소 심화되고 있는 것으로 보인다. HBM3E 8단에서는 Micron이 적은 양이지만 최대 고객사에 공급을 개시한 것으로 알려져 있다. 삼성전자는 최대 고객사향으로 그동안 미뤄졌던 HBM3의 공급을 2Q24부터 본격화할 전망이며, 현재 HBM3E 12단 인증을 진행 중이다. 물론 올해에도 SK하이닉스가 가장 높은 HBM 시장 점유율과 제품 수율을 유지할 것으로 예상되나, 경쟁사들의 진입에 따른 경쟁 심화는 피할 수 없을 것으로 판단된다. 이러한 경우 HBM3에서 동사가 부여받았던 높은 이익률이 HBM3E에서도 이어지거나 상승할 수 있을지 여부는 주목할 만한 포인트가 될 수 있다.

OECD 경기선행지수는 아직 상승 중이나...

글로벌 유동성 YoY 증감률, 중국 Credit Impulse 등 일부 경기선행지표들이 이미 하락 전환한 가운데 OECD 경기선행지수는 올해 3월까지 17개월 간의 상승세를 유지했다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M)	195,000원(하향)
증가(2024.04.25)	170,600원
상승여력	14.3%

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	130,895십억원
외국인지분율	54.4%
52주 주가	85,500~188,400원
60일평균거래량	4,300,419주
60일평균거래대금	706.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.7	24.2	33.8	99.5
상대수익률	4.7	17.8	22.6	93.9

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	64,714	74,421	81,863
영업이익(십억원)	-7,730	24,579	21,346	23,576
순이익(십억원)	-9,112	15,043	13,865	15,826
EPS(원)	-12,517	20,663	19,045	21,739
BPS(원)	73,495	93,160	111,208	131,949
PER(배)		8.3	9.0	7.8
PBR(배)	1.9	1.8	1.5	1.3
ROE(%)	-15.6	24.8	18.6	17.9
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	3.8	3.8	3.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@hi-ib.com

역사적으로 반도체 주가와 동행하거나 약간 후행해온 OECD 경기선행지수의 상승 지속은 3월까지의 반도체 주가 강세를 설명해주는 것으로 판단된다. 다만 최근 OECD 경기선행지수의 YoY 증감률이 상승세를 멈추고 횡보 중인 점은 OECD 경기선행지수의 상승세가 조만간 종료될 가능성이 있음을 의미하는 것으로 보인다.

목표주가를 195,000원으로 소폭 하향

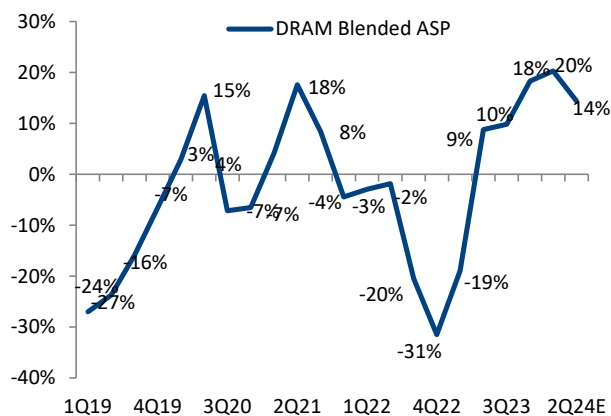
동사에 대한 목표주가를 195,000원으로 소폭 하향한다. 이는 HBM 경쟁 심화 및 미국의 금리 인하 지연, OECD 경기선행지수의 하락 전환 가능성을 반영하여 적용 P/B 배수를 2.1배로 소폭 낮췄기 때문이다.

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	11,868	16,021	19,242	19,432	16,266	18,714	19,839	20,408	58,858	66,563	75,226
% QoQ / YoY	-19.5%	35.0%	20.1%	1.0%	-16.3%	15.0%	6.0%	2.9%	1.0%	13.1%	13.0%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.21	0.22	0.25	0.29	0.35	0.40	0.42	0.42	0.39	0.25	0.40
% QoQ / YoY	-18.9%	8.7%	10.0%	18.3%	20.3%	13.5%	5.0%	0.0%	-16.6%	-36.8%	61.3%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,438	3,578	4,727	5,648	5,687	7,427	8,267	8,504	22,923	16,390	29,886
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,416	35,160	36,900	36,392	36,247	36,247	39,872	42,047	106,710	131,867	154,413
% QoQ / YoY	-14.8%	50.2%	4.9%	-1.4%	-0.4%	0.0%	10.0%	5.5%	45.7%	23.6%	17.1%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.06	0.05	0.05	0.08	0.10	0.12	0.12	0.12	0.11	0.06	0.11
% QoQ / YoY	-9.9%	-10.0%	-0.5%	40.5%	30.3%	18.0%	6.0%	0.0%	-19.5%	-43.3%	89.8%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,396	1,887	1,970	2,730	3,543	4,181	4,874	5,140	11,400	7,982	17,738
기타 매출 (백만달러)	92	91	202	178	107	118	123	123	534	563	472
연결기준 매출 (백만달러)	3,925	5,556	6,899	8,555	9,337	11,726	13,265	13,768	34,857	24,935	48,096
원/달러 환율 (원)	1,296	1,315	1,314	1,322	1,331	1,370	1,350	1,330	1,280	1,314	1,346
연결기준 매출 (십억원)	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,064	17,908	18,311	44,622	32,766	64,714
매출원가 (십억원)	6,733	8,484	9,002	9,080	7,635	8,007	8,149	8,246	28,994	33,299	32,037
매출총이익 (십억원)	-1,645	-1,178	64	2,226	4,795	8,057	9,759	10,066	15,628	-533	32,676
판매비 (십억원)	1,757	1,704	1,856	1,880	1,909	1,976	2,042	2,170	8,818	7,197	8,097
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	6,081	7,717	7,896	6,809	-7,730	24,579
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	23.2%	37.9%	43.1%	43.1%	15.3%	-23.6%	38.0%
DRAM 영업이익 (십억원)	-1,104	-239	725	1,638	2,544	4,515	5,319	5,368	8,908	1,021	17,746
%/Sales	-34.9%	-5.1%	11.7%	22.0%	33.6%	44.4%	47.7%	47.5%	30.3%	4.7%	44.1%
NAND 영업이익 (십억원)	-2,285	-2,629	-2,541	-1,307	337	1,553	2,393	2,530	-2,163	-8,763	6,813
%/Sales	-126.3%	-106.0%	-98.2%	-36.2%	7.2%	27.1%	36.4%	37.0%	-14.8%	-83.6%	28.6%

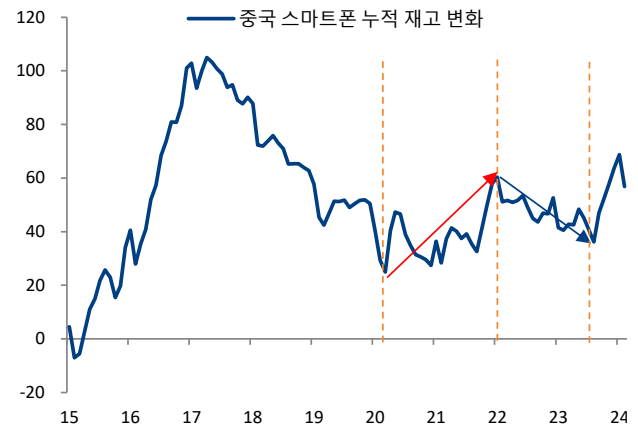
자료: SK 하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

그림1. SK하이닉스 DRAM ASP 증감률 추이 및 전망



자료: SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 중국 스마트폰 시장 누적 재고 변화



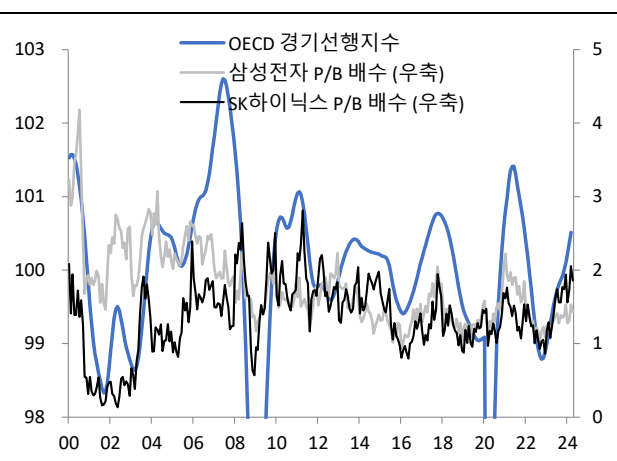
자료: 중국정보통신연구원, Counterpoint

표 2. 업체별 HBM 제품 양산 시기

제품	업체	CY22				CY23				CY24				CY25					
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
HBM2e	SK하이닉스	8/16GB																	
	삼성전자	8/16GB																	
	Micron	16GB																	
HBM3	SK하이닉스					16GB				24GB									
	삼성전자									16GB		24GB							
HBM3e	SK하이닉스											24GB		36GB					
	삼성전자													36GB (?)					
	Micron											24GB		36GB					
HBM4	SK하이닉스																		
	삼성전자																		
	Micron																		

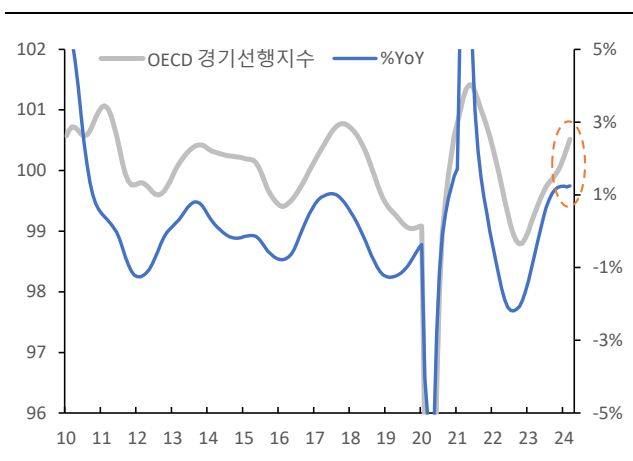
자료: Trendforce, 각사 자료

그림3. OECD 경기선행지수와 반도체 P/B 배수



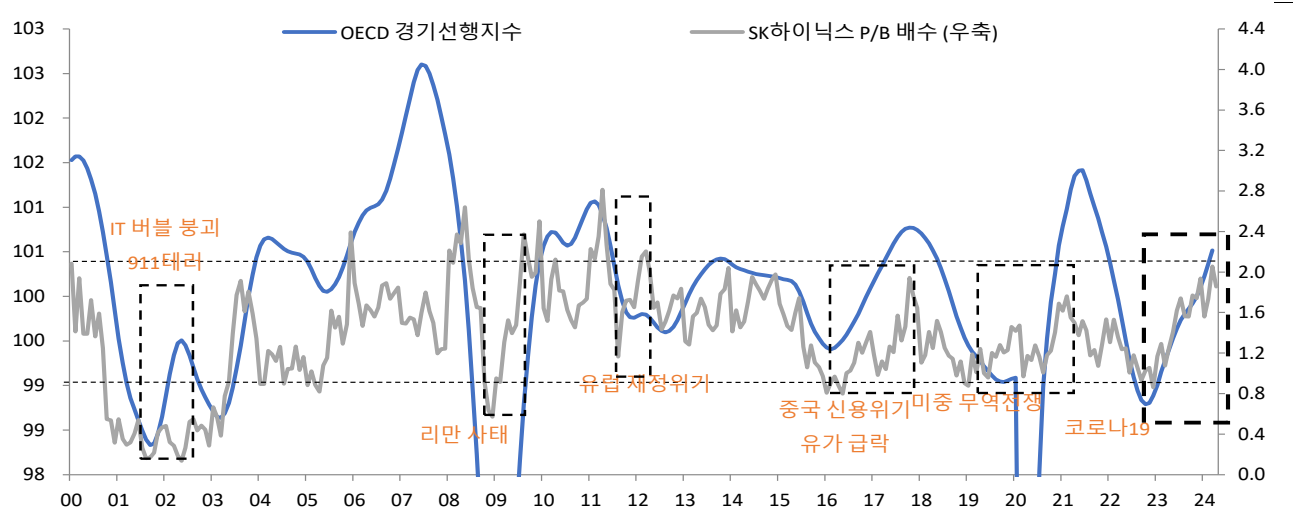
자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림4. OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이



자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림 5. OECD 경기선행지수와 SK 하이닉스의 역사적 P/B 밴드



자료: SK 하이닉스, Datastream, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

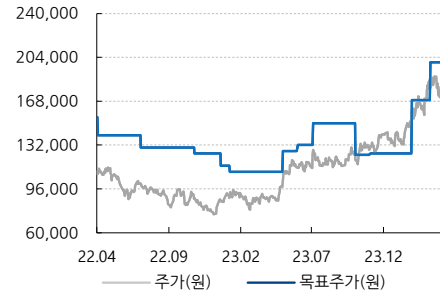
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	30,468	40,366	48,872	59,836	매출액	32,766	64,714	74,421	81,863
현금 및 현금성자산	7,587	8,949	20,671	33,245	증가율(%)	-26.6	97.5	15.0	10.0
단기금융자산	1,433	1,421	1,408	1,396	매출원가	33,299	32,037	43,908	48,299
매출채권	6,942	9,707	11,163	8,186	매출총이익	-533	32,676	30,513	33,564
재고자산	13,481	19,414	14,884	16,373	판매비와관리비	7,197	8,097	9,167	9,988
비유동자산	69,862	68,855	69,829	70,681	연구개발비	3,751	4,206	4,837	5,321
유형자산	52,705	53,825	55,165	56,170	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,835	3,217	2,726	2,334	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	100,330	109,220	118,702	130,518	영업이익	-7,730	24,579	21,346	23,576
유동부채	21,008	19,740	18,044	16,717	증가율(%)	적전	흑전	-13.2	10.4
매입채무	1,846	3,645	4,192	4,611	영업이익률(%)	-23.6	38.0	28.7	28.8
단기차입금	4,146	3,146	2,146	1,146	이자수익	2,262	2,294	2,575	2,876
유동성장기부채	5,712	5,712	5,712	5,712	이자비용	6,093	5,776	5,398	5,308
비유동부채	25,819	21,619	19,619	17,619	지분법이익(손실)	15	15	15	15
사채	9,490	7,290	7,290	7,290	기타영업외손익	-111	-1,000	-	-
장기차입금	12,523	10,523	8,523	6,523	세전계속사업이익	-11,658	20,112	18,538	21,159
부채총계	46,826	41,359	37,663	34,336	법인세비용	-2,520	5,028	4,634	5,290
지배주주지분	53,504	67,821	80,960	96,059	세전계속이익률(%)	-35.6	31.1	24.9	25.8
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	-9,138	15,084	13,903	15,869
자본잉여금	4,373	4,373	4,373	4,373	순이익률(%)	-27.9	23.3	18.7	19.4
이익잉여금	46,729	60,946	73,984	88,984	지배주주귀속 순이익	-9,112	15,043	13,865	15,826
기타자본항목	-1,255	-1,155	-1,055	-955	기타포괄이익	100	100	100	100
비지배주주지분	-1	41	79	123	총포괄이익	-9,037	15,184	14,003	15,969
자본총계	53,504	67,862	81,039	96,182	지배주주귀속총포괄이익	-9,013	15,143	13,965	15,925

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,278	17,658	27,954	28,920	주당지표 (원)				
당기순이익	-9,138	15,084	13,903	15,869	EPS	-12,517	20,663	19,045	21,739
유형자산감가상각비	13,121	11,380	11,660	11,995	BPS	73,495	93,160	111,208	131,949
무형자산감가상각비	553	617	492	391	CFPS	6,265	37,143	35,737	38,753
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
투자활동 현금흐름	-7,335	-14,183	-14,684	-14,684	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6,785	-12,500	-13,000	-13,000	PER		8.3	9.0	7.8
무형자산의 처분(취득)	-454	-	-	-	PBR	1.9	1.8	1.5	1.3
금융상품의 증감	13	13	13	12	PCR	22.6	4.6	4.8	4.4
재무활동 현금흐름	5,697	-6,496	-4,297	-4,297	EV/EBITDA	21.2	3.8	3.8	3.1
단기금융부채의증감	-	-1,000	-1,000	-1,000	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	6,969	-4,200	-2,000	-2,000	ROE	-15.6	24.8	18.6	17.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	18.1	56.5	45.0	43.9
배당금지급	-826	-826	-826	-826	부채비율	87.5	60.9	46.5	35.7
현금및현금성자산의증감	2,610	1,362	11,721	12,574	순부채비율	42.7	24.0	2.0	-14.5
기초현금및현금성자산	4,977	7,587	8,949	20,671	매출채권회전율(x)	5.3	7.8	7.1	8.5
기말현금및현금성자산	7,587	8,949	20,671	33,245	재고자산회전율(x)	2.2	3.9	4.3	5.2

자료 : SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

SK하이닉스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			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	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.5%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000		



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(매 수): 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 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-