



# SK하이닉스 (000660)

높아진 기대 속 단기 메모리 가격 흐름이 관건

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 168,000원

현재 주가(1/25)	137,400원
상승여력	22.3%
시가총액	1,000,275억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	142,600 / 79,000원
90 일 일평균 거래대금	4,206.67억원
외국인 지분율	53.2%

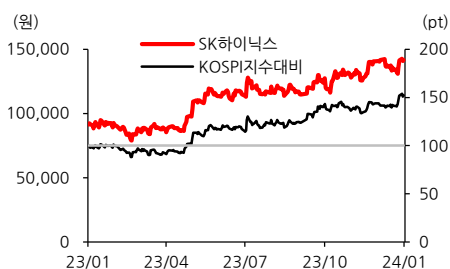
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 10 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
자사주 (외 1 인)	5.5%

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

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	44,622	32,776	55,224	71,227
영업이익	6,809	-7,730	9,619	15,150
EBITDA	20,961	5,763	21,602	27,433
지배주주순이익	2,230	-9,074	6,195	10,670
EPS	3,242	-13,197	9,010	15,518
순차입금	19,390	20,987	15,558	11,331
PER	23.1	-6.4	15.3	8.9
PBR	0.9	1.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	3.5	14.3	5.4	4.1
배당수익률	1.6	1.4	0.9	0.9
ROE	3.6	-15.5	10.9	16.6

## 주가 추이



## 4Q23 Review : 기대대로 흑자전환 성공

4Q23 연결 실적은 매출액 11.3조원(+25% QoQ), 영업이익 3,460억 원(흑자전환 QoQ)으로 최근 상향된 시장의 기대치에 부합하는 실적 달성. 4Q22 적자전환 이후 1년만의 흑자전환. 수익성 확보 중심의 고부가 제품 위주 판매 전략 주효. 출하는 전분기 대비 디램 +2%, 낸드 -3% 수준으로 변동 미미했으나, ASP가 큰 폭 상승. 디램은 +18%, 낸드는 +42% 수준 상승하면서 이익 개선 기여한 것으로 추정. 가격 상승을 반영해 기 반영했던 재고 평가손실 충당금 일부 환입. 영업외 비용 단에서 카옥시아 투자자산 평가손실 약 1.4조원 반영되며 순이익 적자는 지속되었으나 현금 유출이 동반되지 않은 비용이며, 향후 추가 인식 가능성은 제한적이라는 점을 염두에 둘 필요

## 높아진 기대 속 단기 메모리 가격 흐름이 관건

분기 흑자전환 성공으로 동사의 이익 개선 속도에 대한 기대감 상승한 상황. 그러나 당사는 2Q24 이후 메모리 가격의 방향성이 단기적으로 우려 요인이라 판단. 연초부터 업계의 메모리 가동률 정상화 시그널이 지속 감지되고 있고, 이는 2Q24부터 아웃풋으로 점진적 공급 기여 전망. 지난 4Q23부터 이어지고 있는 메모리 가격 상승이 적극적 감산에 기반한 공급자 주도의 상승인 점을 고려하면, 수요 단에서의 큰 변화가 없는 한 공급의 증가는 가격 협상력을 떨어트릴 수 있는 요인이라 판단. 이는 가격 상승 탄력을 기존 예상 대비 둔화시킬 수 있는 요소이며, 결국 동사 이익 개선 속도의 둔화로 귀결될 가능성

## 목표주가 16.8만원 유지. 단기 밸류에이션 부담 존재

중장기적으로 메모리 업황이 AI 수요 기반의 개선 사이클에 있고 동사가 상대적으로 경쟁 우위에 있다는 측면에서 기존 투자의견과 목표주가 유지. 다만 앞서 언급한 것처럼 2Q24 이후 메모리 업계의 가동률 정상화 효과가 점진적으로 나타남에 따라 가격 상승 탄력의 하락 가능성이 존재한다는 측면에서 올해 예상 실적 기준 P/B 1.7X에 형성되어 있는 현 주가는 단기적으로 밸류에이션 부담으로 작용할 가능성. 따라서 2Q24 이후 가격 방향성에 대한 확신이 생기는 시점까지 보수적 접근이 유효한 구간이라 판단

[표1] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
<b>매출액</b>	5,088	7,306	9,066	11,315	11,696	13,565	14,280	15,684	44,622	32,776	55,224
DRAM	2,891	4,313	5,814	7,051	6,788	8,196	8,938	9,977	28,570	20,069	33,899
NAND	1,696	2,366	2,518	3,483	4,323	4,712	4,611	4,915	14,036	10,064	18,560
기타	501	627	734	781	585	657	731	792	2,016	2,643	2,765
<b>QoQ(%) / YoY(%)</b>	-34%	44%	24%	25%	3%	16%	5%	10%	4%	-27%	68%
DRAM	-38%	49%	35%	21%	-4%	21%	9%	12%	-7%	-30%	69%
NAND	-28%	39%	6%	38%	24%	9%	-2%	7%	32%	-28%	84%
기타	-21%	25%	17%	6%	-25%	12%	11%	8%	32%	31%	5%
<b>영업이익</b>	-3,402	-2,882	-1,792	346	1,186	2,326	2,747	3,360	6,809	-7,730	9,619
DRAM	-1,025	-68	560	1,501	1,884	2,771	3,187	3,743	9,292	968	11,585
NAND	-2,351	-2,784	-2,308	-1,108	-663	-406	-403	-343	-2,371	-8,551	-1,815
기타	-31	-30	-44	-47	-35	-39	-37	-40	-112	-151	-151
<b>OPM(%)</b>	-67%	-39%	-20%	3%	10%	17%	19%	21%	15%	-24%	17%
DRAM	-35%	-2%	10%	21%	28%	34%	36%	38%	33%	5%	34%
NAND	-139%	-118%	-92%	-32%	-15%	-9%	-9%	-7%	-17%	-85%	-10%
<b>주요가정</b>											
DRAM B/G	-20%	35%	22%	2%	-15%	15%	4%	12%	2%	14%	18%
DRAM ASP	-18%	8%	10%	18%	15%	5%	5%	0%	-18%	-40%	45%
NAND B/G	-14%	51%	7%	-3%	5%	4%	-2%	7%	47%	27%	20%
NAND ASP	-11%	-10%	-1%	42%	20%	5%	0%	0%	-19%	-45%	55%

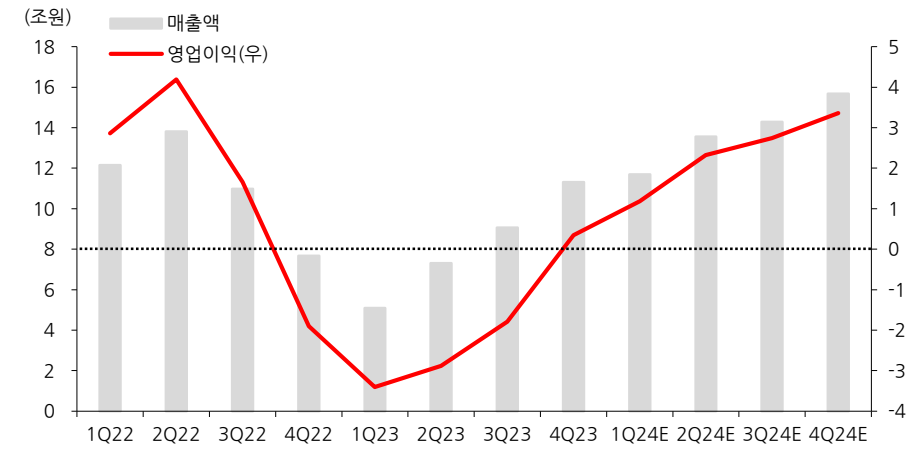
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 HBM 매출 효과 추정

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

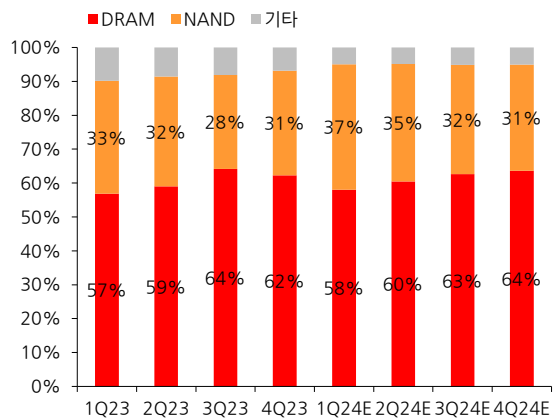
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK 하이닉스 실적 추이



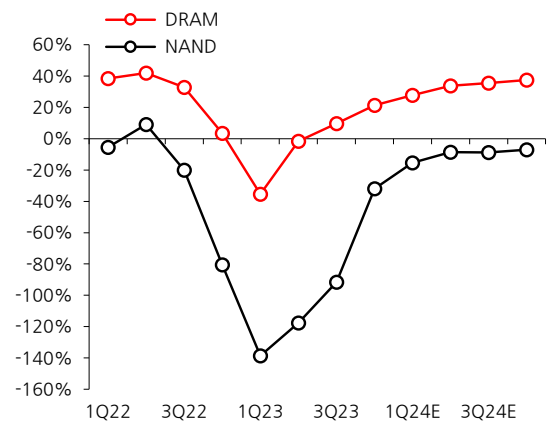
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 사업부별 매출비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 디램 낸드 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	42,998	44,622	32,776	55,224	71,227
매출총이익	18,952	15,628	-225	20,592	30,282
영업이익	12,410	6,809	-7,730	9,619	15,150
EBITDA	23,067	20,961	5,763	21,602	27,433
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	-11,591	7,873	13,559
당기순이익	9,616	2,242	-9,071	6,186	10,654
지배주주순이익	9,602	2,230	-9,074	6,195	10,670
증가율(%)					
매출액	34.8	3.8	-26.5	68.5	29.0
영업이익	147.6	-45.1	적전	흑전	57.5
EBITDA	56.0	-9.1	-72.5	274.8	27.0
순이익	102.1	-76.7	적전	흑전	72.2
이익률(%)					
매출총이익률	44.1	35.0	-0.7	37.3	42.5
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	17.4	21.3
EBITDA 이익률	53.6	47.0	17.6	39.1	38.5
세전이익률	31.2	9.0	-35.4	14.3	19.0
순이익률	22.4	5.0	-27.7	11.2	15.0

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	19,798	14,781	14,311	17,841	19,853
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	6,186	10,654
자산상각비	10,657	14,151	13,494	11,982	12,284
운전자본증감	-3,018	-2,690	7,018	-274	-3,004
매출채권 감소(증가)	-2,526	3,342	-776	-2,557	-3,834
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	7,037	-1,003	-4,115
매입채무 증가(감소)	176	141	1,813	3,325	4,987
투자현금흐름	-22,392	-17,884	-12,821	-11,613	-14,828
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-7,135	-10,844	-14,245
무형자산 감소(증가)	-972	-738	-439	-354	-359
투자자산 감소(증가)	-1,576	2,251	-1,943	-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	7,293	18,115	22,857
(-)운전자본증가(감소)	2,268	1,376	-3,363	274	3,004
(-)설비투자	12,487	19,010	8,523	10,844	14,245
(+)자산매각	-892	-414	949	-354	-359
Free Cash Flow	8,323	973	3,082	6,642	5,248
(-)기타투자	8,187	2,024	-351	388	196
잉여현금	136	-1,051	3,433	6,254	5,052
NOPLAT	8,895	3,813	-5,604	7,558	11,904
(+) Dep	10,657	14,151	13,494	11,982	12,284
(-)운전자본투자	2,268	1,376	-3,363	274	3,004
(-)Capex	12,487	19,010	8,523	10,844	14,245
OpFCF	4,797	-2,421	2,729	8,422	6,939

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	31,706	36,796	47,412
현금성자산	5,544	5,407	14,238	15,686	18,268
매출채권	8,427	5,444	6,623	9,180	13,015
재고자산	8,950	15,665	8,850	9,853	13,968
비유동자산	69,439	75,137	71,017	70,703	73,337
투자자산	11,417	11,397	14,509	14,979	15,292
유형자산	53,226	60,229	53,021	52,461	54,968
무형자산	4,797	3,512	3,487	3,263	3,078
자산총계	96,347	103,871	102,723	107,499	120,749
유동부채	14,735	19,844	22,113	25,480	30,510
매입채무	8,379	10,807	8,614	11,939	16,925
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	48,685	48,091	51,495
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	46,906	52,276	62,122
자본조정	-1,619	-1,413	-901	-901	-901
자기주식	-2,302	-2,300	-2,274	-2,274	-2,274
자본총계	62,191	63,291	54,039	59,409	69,254

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	13,190	3,242	-13,197	9,010	15,518
BPS	85,380	86,904	74,188	81,565	95,088
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	32,925	29,909	10,018	24,883	31,397
ROA(%)	11.5	2.2	-8.8	5.9	9.3
ROE(%)	16.8	3.6	-15.5	10.9	16.6
ROIC(%)	14.6	5.3	-7.8	11.1	16.9
Multiples(x, %)					
PER	9.9	23.1	-6.4	15.3	8.9
PBR	1.5	0.9	1.1	1.7	1.4
PSR	2.2	1.2	1.9	1.8	1.4
PCR	4.0	2.5	8.4	5.5	4.4
EV/EBITDA	4.7	3.5	14.3	5.4	4.1
배당수익률	1.2	1.6	1.4	0.9	0.9
안정성(%)					
부채비율	54.9	64.1	90.1	80.9	74.4
Net debt/Equity	21.9	30.6	38.8	26.2	16.4
Net debt/EBITDA	59.0	92.5	364.1	72.0	41.3
유동비율	182.6	144.8	143.4	144.4	155.4
이자보상배율(배)	47.7	12.8	n/a	6.4	10.9
자산구조(%)					
투자자본	80.0	81.8	70.3	68.8	68.6
현금+투자자산	20.0	18.2	29.7	31.2	31.4
자본구조(%)					
차입금	23.5	28.2	39.5	34.5	29.9
자기자본	76.5	71.8	60.5	65.5	70.1

## [ Compliance Notice ]

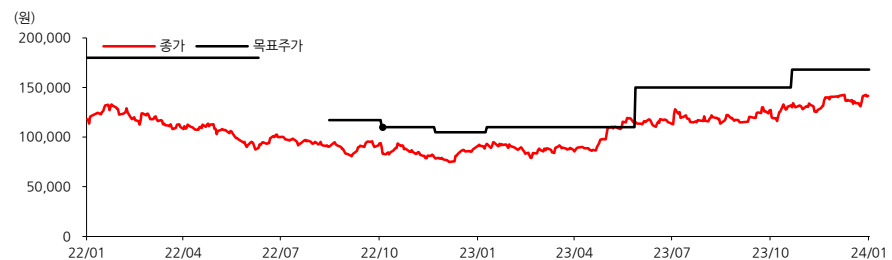
(공표일: 2024년 1월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 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 다룬 종목의 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ SK하이닉스 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.02.03	2022.03.30	2022.09.08	2022.09.08	2022.10.05
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		180,000	180,000	김광진	117,000	117,000
일 시	2022.10.27	2022.10.31	2022.11.16	2022.12.16	2023.01.12	2023.02.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	105,000	105,000	110,000
일 시	2023.03.20	2023.04.04	2023.04.27	2023.05.16	2023.06.05	2023.06.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	150,000
일 시	2023.07.27	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14	2023.11.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	150,000	150,000	168,000	168,000
일 시	2023.12.14	2024.01.15	2024.01.26			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	168,000	168,000	168,000			

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	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 추정에 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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%