

2024. 1. 2



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 김동관
02. 6454-4880
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **185,000 원**

현재주가 (12.28) **141,500 원**

상승여력 **30.7%**

KOSPI	2,655.28pt
시가총액	1,030,123억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.79%
외국인비중	53.13%
52주 최고/최저가	141,500원/75,000원
평균거래대금	4,439.3억원

주요주주(%)

에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	7.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	23.8	86.2
상대주가	2.3	19.6	59.9

주가그래프



SK하이닉스 000660

저점에서는 굳이 안판다

- ✓ 4Q23 영업손실 2,420억원 예상. DRAM OPM 20%, NAND -51% (vs 전분기 9%, -85%). 표면적인 실적보다 긍정적인 내용에 주목
- ✓ 4Q23 DRAM/NAND BG +1%/-3%로 전략적 출하 제한 실시. 판매자 우위시장의 이점을 적극 활용해, 높은 판가의 1H24 매출 극대화 추구. 중장기적으로 보다 긍정적
- ✓ 골칫덩이 솔리다임은 단품과 웨이퍼 판매 비중 축소에서 오는 평가 급등 효과로 적자 감축 시작. 이에 기반해 동사의 4Q23 NAND 판가는 25% 상승 (DRAM +17%)

4Q23 영업손실 2,420억원. 당장의 실적보다 더 나은 내년을 위한 선택

SK하이닉스의 4Q23 영업손실은 2,420억원으로 전분기 1.8조원 대비 크게 개선될 전망이다. 일부 시장 내 동사의 턴어라운드에 대한 기대감이 존재하기는 하나, 당사는 동사가 분기 내 추구한 '출하 제한' 전략이 중장기적으로 더욱 긍정적일 것으로 평가한다. 선두업체의 '출하 집중'과 상반되게, 동사의 4Q23 DRAM/NAND BG는 각각 +1%/-3%에 그칠 전망이다. 이는 모바일 등 수요 회복이 구체화되는 가운데, 1) 구매자들을 자극해 가수요를 더욱 촉발할 수 있고, 2) 재고를 당장 털기 보다는 1H24 내 더 높은 가격에 충분히 처리할 수 있기 때문이다. 이러한 출하 제한 덕분에 오히려 판가는 더욱 높게 상승할 전망이다. DRAM과 NAND 가격은 각각 17%, 25% 상승하며 산업 평균 상회해 예상된다. 여전히 AI와 서버 중심 하이엔드 수요 집중 현상이 지속되는 가운데, 더욱 우호적인 계약들이 HBM과 DDR5를 중심으로 1Q24에 등장하리라 예상된다.

2Q24 메모리 평가 상승 가속화 구간까지 최선호주 유지

또한 주목할 점은 솔리다임 (구 Intel NAND 사업부)의 평가 반등세이다. NAND 업황 침체 속 운영자금 고갈 등 어려움을 겪은 솔리다임은 그동안 eSSD 등 고부가가치 제품이 아닌 단품과 저수를 웨이퍼 (스켈레톤)까지 판매하며 평균 평가 급락을 경험했다. 4Q23부터 긍정적인 제품 믹스 효과에 기반해 향후 분기별 30% 이상의 가파른 평가 인상이 예상된다. 한편, 비록 선두업체가 최근 DRAM 감산폭을 빠르게 줄여나가고 있으나, 모바일 및 추론용 AI 수요 개화 징후 속 LPDDR 주문 증가를 감안 시 당사의 메모리 시황 회복 시나리오는 여전히 유효하다. SK하이닉스에 대한 Buy 투자 의견을 유지하며, 적정주가를 18.5만원 (24E/25E 평균 BPS에 1.95배 적용)으로 소폭 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	10.7	1.66	4.2	15.4	54.9
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,063	-76.8	86,904	46.2	1.63	4.3	3.5	64.1
2023E	32,438.8	-8,318.6	-8,079.9	-11,099	적자전환	75,107	nm	1.88	16.1	-13.7	98.4
2024E	57,951.3	10,415.3	7,321.2	10,056	흑자전환	84,035	14.1	1.68	3.3	12.6	97.6
2025E	71,953.7	17,636.3	14,062.5	19,317	92.1	102,224	7.3	1.38	2.2	20.7	70.0

표1 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	4Q23E	2024E	4Q23E	2024E	4Q23E	2024E
매출액	10,978.5	57,951.3	11,870.1	57,999.5	-8%	0%
DRAM	7,096.6	37,394.8	7,653.2	37,289.6	-7%	0%
NAND	3,128.2	18,129.3	3,114.8	17,899.5	0%	1%
영업이익	-242.2	10,415.3	-142.4	10,135.0	적자확대	3%
DRAM	1,434.5	12,393.5	1,598.7	12,390.2	-10%	0%
NAND	-1,601.4	-2,152.7	-1,851.2	-2,536.2	적자축소	적자축소
Others	-75.4	174.5	110.2	281.0	적자전환	-38%
세전이익	-407.4	9,391.3	-164.2	9,383.5	적자확대	0%
지배주주순이익	-324.6	7,321.2	-134.9	7,315.1	적자확대	0%
영업이익률 (%)	-2%	18%	-1%	17%		
DRAM	20%	33%	21%	33%		
NAND	-51%	-12%	-59%	-14%		

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	5,088.1	7,305.9	9,066.2	10,978.5	11,924.5	14,428.9	15,586.3	16,011.7	44,621.6	32,438.8	57,951.3
DRAM	2,895.3	4,408.8	5,960.5	7,096.6	7,830.5	9,411.5	9,976.2	10,176.7	28,340.2	20,361.2	37,394.8
NAND	1,759.9	2,422.4	2,560.6	3,128.2	3,535.7	4,434.9	4,979.0	5,179.7	13,959.1	9,871.1	18,129.3
영업이익	-3,402.3	-2,882.1	-1,792.0	-242.2	925.4	2,779.5	3,380.1	3,330.4	6,809.4	-8,318.6	10,415.3
DRAM	-1,430.0	-76.0	535.3	1,434.5	2,055.2	3,231.9	3,549.4	3,557.1	9,226.3	463.8	12,393.5
NAND	-1,944.4	-2,763.6	-2,168.9	-1,601.4	-1,146.5	-481.5	-232.3	-292.3	-2,401.5	-8,478.3	-2,152.7
기타	-27.9	-42.5	-158.3	-75.4	16.7	29.1	63.1	65.5	-15.0	-304.1	174.5
세전이익	-3,525.2	-3,788.2	-2,469.7	-407.4	590.3	2,468.5	3,132.9	3,199.6	4,002.8	-10,190.4	9,391.3
지배주주순이익	-2,580.4	-2,991.2	-2,183.7	-324.6	465.5	1,922.2	2,444.6	2,488.8	2,229.6	-8,079.9	7,321.2
영업이익률 (%)	-67%	-39%	-20%	-2%	8%	19%	22%	21%	15%	-26%	18%
DRAM	-49%	-2%	9%	20%	26%	34%	36%	35%	33%	2%	33%
NAND	-110%	-114%	-85%	-51%	-32%	-11%	-5%	-6%	-17%	-86%	-12%

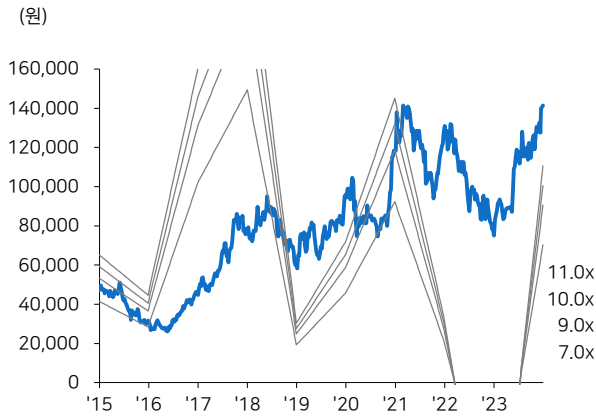
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	11,230	15,161	18,359	18,543	18,729	18,916	18,916	19,105	55,824	63,293	75,665
	% QoQ	-20%	35%	21%	1%	1%	1%	0%	1%			
	% YoY	-15%	4%	31%	32%	67%	25%	3%	3%	2%	13%	20%
	NAND	202,042	303,064	318,217	308,670	305,584	339,198	369,726	380,817	931,952	1,131,993	1,395,324
	% QoQ	-15%	50%	5%	-3%	-1%	11%	9%	3%			
% YoY	-11%	23%	45%	30%	51%	12%	16%	23%	47%	21%	23%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.20	0.22	0.25	0.29	0.32	0.38	0.41	0.41	0.39	0.25	0.38
	% QoQ	-19%	9%	12%	17%	11%	19%	6%	1%			
	% YoY	-59%	-54%	-34%	16%	59%	73%	64%	41%	-21%	-37%	54%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	-10%	-11%	1%	25%	16%	13%	3%	1%			
% YoY	-51%	-57%	-45%	1%	30%	65%	69%	36%	-20%	-42%	50%	

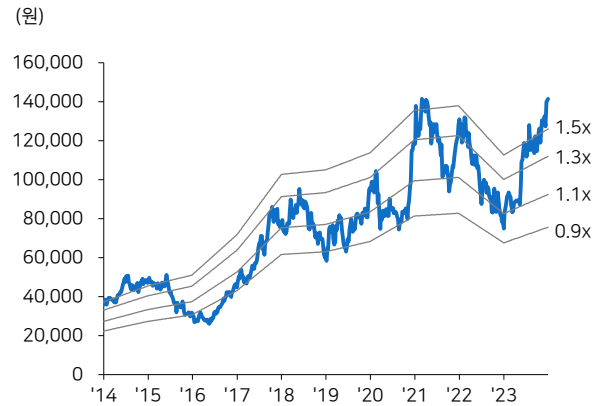
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



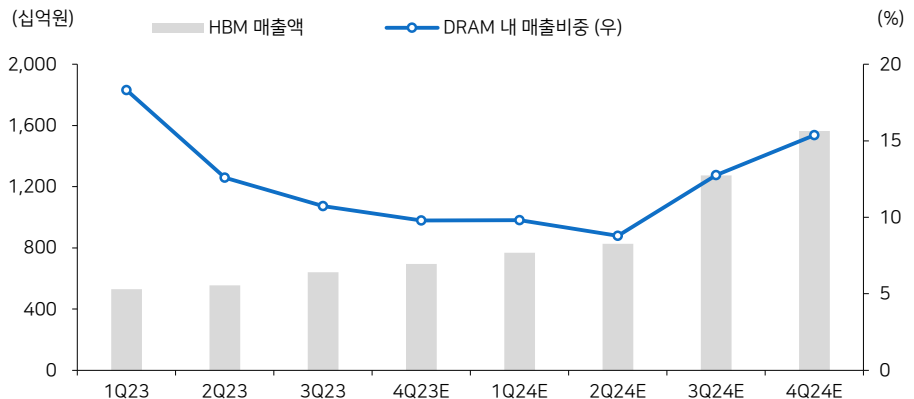
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 HBM 매출액 및 DRAM 내 매출비중



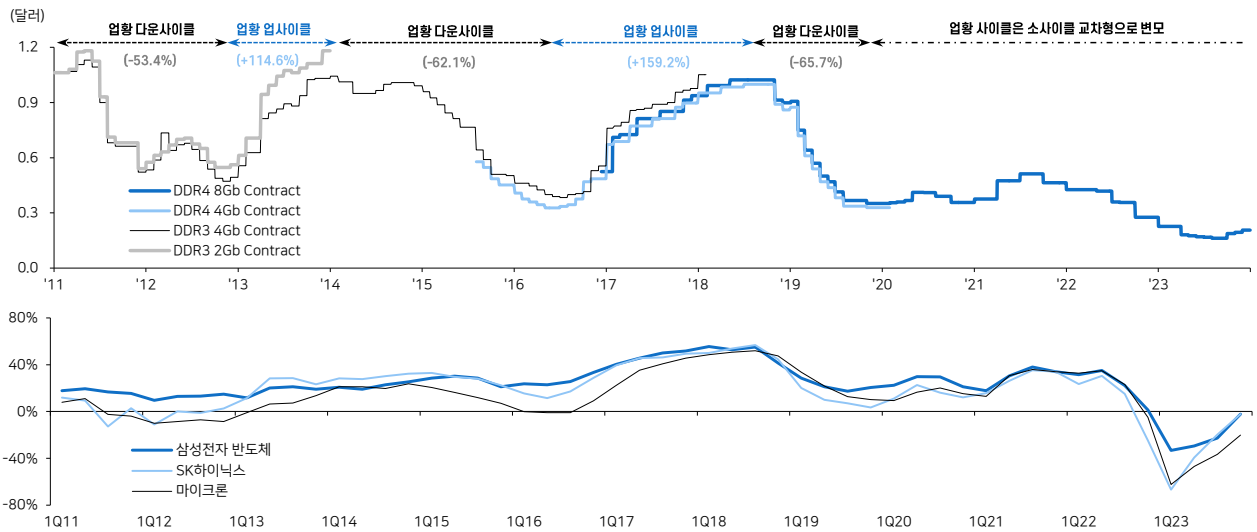
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 적정주가 밸류에이션

(원)	2024E/2025E 평균
BVPS	93,130
적정배수 (배) *	1.95
적정가치	181,912
적정주가	185,000
현재주가	141,500
상승여력 (%)	30.7%

참고: * 적정배수는 13-15년 Up-cycle 고점 배수 평균
 자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 2024년 DRAM 업황은 4Q12~2Q14과 유사한 형태로 전개될 전망



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,997.8	44,621.6	32,438.8	57,951.3	71,953.7
매출액증가율(%)	34.8	3.8	-27.3	78.6	24.2
매출원가	24,045.6	28,993.7	32,609.8	33,242.8	47,245.3
매출총이익	18,952.2	15,627.9	-171.1	24,708.4	24,708.4
판매관리비	6,541.9	8,818.4	8,147.5	14,293.1	17,682.3
영업이익	12,410.3	6,809.4	-8,318.6	10,415.3	17,636.3
영업이익률(%)	28.9	15.3	-25.6	18.0	24.5
금융손익	907.7	-1,377.3	-1,638.6	-1,048.0	373.7
중속/관계기업손익	162.3	131.2	24.9	24.0	24.0
기타영업외손익	1,069.9	-1,246.1	-1,871.8	-1,024.0	397.8
세전계속사업이익	13,416.0	4,002.8	-10,190.4	9,391.3	18,034.1
법인세비용	3,799.8	1,761.1	-2,114.6	2,066.1	3,967.5
당기순이익	9,616.2	2,241.7	-8,075.8	7,325.2	14,066.6
지배주주지분 순이익	9,602.3	2,229.6	-8,079.9	7,321.2	14,062.5

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,907.1	28,733.3	38,309.6	49,460.0	58,606.8
현금및현금성자산	5,058.0	4,977.0	14,007.0	25,637.8	31,076.1
매출채권	8,267.1	5,186.1	6,421.1	8,364.9	9,080.9
재고자산	8,950.1	15,664.7	14,415.9	11,025.0	13,286.6
비유동자산	69,439.5	75,138.2	70,244.7	71,465.0	67,933.4
유형자산	53,225.7	60,228.5	51,910.4	50,410.4	46,910.4
무형자산	4,797.2	3,512.1	3,544.5	3,144.3	2,737.8
투자자산	1,410.4	1,352.9	1,416.1	1,405.2	1,394.3
자산총계	96,346.5	103,871.5	108,554.4	120,924.9	126,540.2
유동부채	14,735.4	19,843.7	27,851.4	36,427.4	36,313.4
매입채무	1,359.3	2,186.2	3,128.5	4,562.7	5,498.7
단기차입금	233.2	3,833.3	5,149.6	5,299.6	5,299.6
유동성장기부채	2,647.6	3,590.0	5,137.2	5,992.4	5,721.6
비유동부채	19,420.1	20,737.3	25,995.4	23,290.3	15,778.5
사채	7,256.5	6,531.9	9,428.6	9,490.6	3,140.2
장기차입금	7,563.0	9,139.5	10,230.1	7,297.4	6,028.0
부채총계	34,155.5	40,581.0	53,846.8	59,717.7	52,091.8
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,334.6	4,336.2	4,346.1	4,346.1	4,346.1
기타포괄이익누계액	675.3	898.7	1,196.6	1,196.6	1,196.6
이익잉여금	55,784.1	56,685.3	47,763.7	54,263.5	67,504.6
비지배주주지분	34.0	24.2	29.3	29.3	29.3
자본총계	62,191.1	63,290.5	54,707.5	61,207.3	74,448.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	19,797.7	14,780.5	11,138.6	28,892.9	27,325.5
당기순이익(손실)	9,616.2	2,241.7	-8,075.8	7,325.2	14,066.6
유형자산상각비	9,860.8	13,371.9	14,000.0	15,000.0	15,500.0
무형자산상각비	795.9	779.6	528.1	800.1	806.5
운전자본의 증감	-3,018.4	-2,689.7	3,926.6	3,028.6	-6,050.7
투자활동 현금흐름	-22,392.3	-17,883.8	-7,804.2	-14,571.2	-13,171.2
유형자산의증가(CAPEX)	-12,486.6	-19,010.3	-8,500.0	-13,500.0	-12,000.0
투자자산의감소(증가)	-74.5	198.5	-6.6	34.9	34.9
재무활동 현금흐름	4,492.3	2,821.8	5,579.1	-2,691.0	-8,716.0
차입금의 증감	5,612.8	4,792.9	6,688.5	-1,865.5	-7,890.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2,082.0	-81.0	9,030.0	11,630.8	5,438.3
기초현금	2,976.0	5,058.0	4,977.0	14,007.0	25,637.8
기말현금	5,058.0	4,977.0	14,007.0	25,637.8	31,076.1

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	59,063	61,293	44,559	79,603	98,837
EPS(지배주주)	13,190	3,063	-11,099	10,056	19,317
CFPS	2,860	-111	12,404	15,976	7,470
EBITDAPS	31,685	28,792	8,530	36,010	46,625
BPS	85,380	86,904	75,107	84,035	102,224
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	2,314
배당수익률(%)	1.1	0.8	0.8	0.8	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	46.2	nm	14.1	7.3
PCR	49.5	-1,272.1	11.4	8.9	18.9
PSR	2.4	2.3	3.2	1.8	1.4
PBR	1.7	1.6	1.9	1.7	1.4
EBITDA(십억원)	23,067.1	20,960.9	6,209.5	26,215.4	33,942.8
EV/EBITDA	4.2	4.3	16.1	3.3	2.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.4	3.5	-13.7	12.6	20.7
EBITDA 이익률	50.7	10.1	-59.5	45.2	46.8
부채비율	54.9	64.1	98.4	97.6	70.0
금융비용부담률	0.6	1.0	3.9	2.0	0.7
이자보상배율(x)	47.7	12.8	-5.6	5.8	12.0
매출채권회전율(x)	6.5	6.6	5.6	7.8	8.2
재고자산회전율(x)	3.2	2.4	2.2	2.6	3.9

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.11.11	Indepth	Buy	145,000	김선우	-16.4	-9.7	
2022.02.03	기업브리프	Buy	153,000	김선우	-21.7	-13.1	
2022.04.28	기업브리프	Buy	141,000	김선우	-27.8	-19.5	
2022.07.28	기업브리프	Buy	134,000	김선우	-34.4	-25.8	
2023.01.10	산업분석	Buy	119,000	김선우	-25.1	-8.2	
2023.05.30	Indepth	Buy	132,000	김선우	-13.3	-9.5	
2023.07.27	기업브리프	Buy	147,000	김선우	-18.4	-11.6	
2023.10.26	기업브리프	Buy	167,000	김선우	-21.6	-15.3	
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-	-	