

SK하이닉스 (000660)

Customized 메모리반도체 시장 내 경쟁력의 추세적 강화

4Q23 Review: 시장 컨센서스 부합

전사 매출액과 영업이익은 각각 11.3조원(YoY +47%, QoQ +25%), 0.3조원(OPM 3%, YoY 흑전, QoQ 흑전)으로 최근 높아진 시장 컨센서스에 부합.

DRAM 매출액과 영업이익은 각각 7.3조원(YoY +60%, QoQ +21%), 1.5조원(OPM 20%, YoY +623%, QoQ +157%)을 기록. 1)HBM, DDR5 등 고부가 제품 위주의 견조한 수요와 더불어 고객들의 Build-up 수요가 전분기에 이어 지속되고, 2)감산 활동 효과가 본격화되었기 때문. 참고로 DRAM ASP 및 Bit Shipment는 전분기대비 각각 16%, 4% 증가한 것으로 추정.

Solidigm을 포함한 NAND 부문 매출액과 영업이익자는 각각 3.4조원(YoY +38%, QoQ +42%), -0.9조원(OPM -26%, YoY 적지, QoQ 적지)을 기록. 수익성 중심의 공급 전략을 취하며 경쟁사대비 Bit 출하량은 제한적이었지만, NAND 가격 반등 & 재고평가손환입 영향으로 동사 NAND 부문의 수익성이 대폭 개선되었기 때문. 참고로 NAND ASP 및 Bit Shipment는 전분기대비 각각 +45%, -2%로 추정.

투자의견 BUY, 목표주가 17.5만원 유지

1Q24 전사 기준 예상 영업이익은 1.0조원(OPM 9%, YoY 흑전, QoQ +201%)으로 동사 수익성은 재차 개선될 것으로 전망. DRAM/NAND 가격 및 출하량은 전분기대비 각각 +16%/+15%, -14%/+5%로 추정.

1월 25일 4Q23 실적발표 컨퍼런스콜 이후 동사 주가는 2.9% 하락 마감. 1Q24 메모리 출하량과 가격 증감율에 대한 우려는 기우일 것. 1) 전 응용처 중심으로 메모리 채용량 증가에 대한 가시성이 높아지고 있다는 점을 고려하면, '재고 Build-up 수요 -> 실수요의 본격 반등'이 이어지며 가격 상승 트렌드가 지속될 것으로 예상하며, 2) AI 반도체 시장 확대 및 고도화가 진행되는 가운데 동사의 Customized 메모리반도체 Platform에 대한 경쟁력이 추세적으로 강화될 가능성이 높을 것으로 판단하기 때문.



백길현 반도체/전기전자/USCPA
gilhyun.baik@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **175,000원 (M)**

현재주가 (1/25) **137,400원**

상승여력 **27%**

시가총액 1,000,275억원

총발행주식수 728,002,365주

60일 평균 거래대금 4,140억원

60일 평균 거래량 3,102,278주

52주 고/저 142,600원 / 79,000원

외인지분율 53.09%

배당수익률 1.60%

주요주주 에스케이스퀘어 외 9인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (2.3) 7.8 50.3

상대 2.8 3.1 47.8

절대 (달러환산) (4.7) 8.9 38.6

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

| | 4Q23P | 전년동기대비 | 전분기대비 | 컨센서스 | 컨센서스대비 |
|------------|--------|--------|-------|--------|----------|
| 매출액 | 11,306 | 47.4 | 24.7 | 10,470 | 8.0 |
| 영업이익 | 346 | 흑전 | 흑전 | -51 | 772.5 |
| 세전계속사업이익 | -156 | 적지 | 적지 | -229 | 31.9 |
| 지배순이익 | -114 | 적지 | 적지 | -280 | 59.1 |
| 영업이익률 (%) | 3.1 | 흑전 | 흑전 | -0.5 | +3.6 %pt |
| 지배순이익률 (%) | -1.0 | 적지 | 적지 | -2.7 | +1.7 %pt |

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

| 결산 (12월) | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 44,622 | 32,766 | 63,130 | 73,012 |
| 영업이익 | 6,809 | -7,730 | 12,228 | 18,983 |
| 지배순이익 | 2,230 | -7,870 | 8,162 | 14,349 |
| PER | 33.3 | -13.1 | 12.3 | 7.0 |
| PBR | 1.1 | 1.8 | 1.5 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 4.4 | 19.8 | 4.1 | 2.6 |
| ROE | 3.6 | -13.3 | 13.8 | 20.5 |

자료: 유안타증권

[표 01] SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

| | | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24F | 2Q24F | 3Q24F | 4Q23F |
|------------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Sales | Total | 5,088 | 7,306 | 9,066 | 11,306 | 11,967 | 14,307 | 17,031 | 19,825 |
| | DRAM | 2,973 | 4,544 | 6,089 | 7,346 | 7,328 | 9,096 | 11,384 | 13,473 |
| | NAND | 1,689 | 2,279 | 2,416 | 3,433 | 4,145 | 4,650 | 5,018 | 5,458 |
| | Others | 426 | 483 | 562 | 798 | 494 | 560 | 629 | 894 |
| YoY% | Total | -58% | -47% | -16% | 47% | 135% | 96% | 88% | 75% |
| | DRAM | -62% | -49% | -13% | 60% | 146% | 100% | 87% | 83% |
| | NAND | -56% | -50% | -28% | 38% | 145% | 104% | 108% | 59% |
| | Others | 10% | 60% | 44% | 32% | 16% | 16% | 12% | 12% |
| % of Sales | DRAM | 58% | 62% | 67% | 65% | 61% | 64% | 67% | 68% |
| | NAND | 33% | 31% | 27% | 30% | 35% | 33% | 29% | 28% |
| | Others | 8% | 7% | 6% | 7% | 4% | 4% | 4% | 5% |
| OP | Total | (3,402) | (2,882) | (1,792) | 346 | 1,041 | 2,211 | 3,739 | 5,238 |
| | DRAM | (1,487) | (91) | 572 | 1,469 | 1,612 | 2,592 | 3,871 | 5,120 |
| | NAND | (2,871) | (2,279) | (1,981) | (875) | (497) | (326) | (100) | 109 |
| | Others | 955 | (512) | (383) | (248) | (74) | (56) | (31) | 9 |
| OPM% | Total | -67% | -39% | -20% | 3% | 9% | 15% | 22% | 26% |
| | DRAM | -50% | -2% | 9% | 20% | 22% | 29% | 34% | 38% |
| | NAND | -170% | -100% | -82% | -26% | -12% | -7% | -2% | 2% |
| | Others | 224% | -106% | -68% | -31% | -15% | -10% | -5% | 1% |
| OP YoY% | Total | 적전 | 적전 | 적전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 1414% |
| | DRAM | 적전 | 적전 | -67% | 623% | 흑전 | 흑전 | 576% | 248% |
| | NAND | 적전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| | Others | 8576% | 적전 | 적전 | 적지 | 적전 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| % of OP | DRAM | 44% | 3% | -32% | 425% | 155% | 117% | 104% | 98% |
| | NAND | 84% | 79% | 111% | -253% | -48% | -15% | -3% | 2% |
| | Others | -28% | 18% | 21% | -72% | -7% | -3% | -1% | 0% |

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 02] SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

| | | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023P | 2024F | 2025F |
|---------------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|
| Sales | Total | 26,991 | 31,900 | 42,998 | 44,622 | 32,766 | 63,130 | 73,012 |
| | DRAM | 20,829 | 23,136 | 30,836 | 28,450 | 20,952 | 41,281 | 47,886 |
| | NAND | 5,201 | 7,580 | 10,638 | 14,305 | 9,816 | 19,271 | 22,162 |
| | Others | 961 | 1,184 | 1,524 | 1,867 | 1,998 | 2,577 | 2,964 |
| Sales YoY% | Total | -33% | 18% | 35% | 4% | -27% | 93% | 16% |
| | DRAM | -36% | 11% | 33% | -8% | -26% | 97% | 16% |
| | NAND | -30% | 46% | 40% | 34% | -31% | 96% | 15% |
| | Others | 62% | 23% | 29% | 11% | 35% | 14% | 15% |
| Sales Mix% | DRAM | 77% | 73% | 72% | 64% | 64% | 65% | 66% |
| | NAND | 19% | 24% | 25% | 32% | 30% | 31% | 30% |
| | Others | 4% | 4% | 4% | 4% | 6% | 4% | 4% |
| OP | Total | 2,713 | 5,013 | 12,410 | 6,809 | (7,730) | 12,228 | 18,983 |
| | DRAM | 5,864 | 6,343 | 10,904 | 7,502 | 464 | 13,195 | 16,521 |
| | NAND | (3,164) | (1,395) | 163 | (1,783) | (8,006) | (814) | 1,330 |
| | Others | 12 | 65 | (77) | 818 | (188) | (153) | 1,133 |
| OPM% | Total | 10% | 16% | 29% | 15% | -24% | 19% | 26% |
| | DRAM | 28% | 27% | 35% | 26% | 2% | 32% | 35% |
| | NAND | -61% | -18% | 2% | -12% | -82% | -4% | 6% |
| | Others | 1% | 6% | -5% | 44% | -9% | -6% | 38% |
| OP YoY% | Total | -87% | 85% | 148% | -45% | 적전 | 흑전 | 55% |
| | DRAM | -70% | 8% | 72% | -31% | -94% | 2744% | 0% |
| | NAND | 적전 | 적지 | 흑전 | 적지 | 적지 | 적지 | 0% |
| | Others | -88% | 440% | 적전 | 흑전 | -123% | -19% | 0% |
| % of Total OP | DRAM | 216% | 127% | 88% | 110% | -6% | 108% | 87% |
| | NAND | -117% | -28% | 1% | -26% | 104% | -7% | 7% |
| | Others | 0% | 1% | -1% | 12% | 2% | -1% | 6% |

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 4Q23 실적발표 컨퍼런스콜 주요 질문

1. 4분기 메모리가격 반등이 예상보다 빠르고 높은 강도로 진행 중, 실수요 개선은 더딤. 2024년 수요 및 가격 전망은?

- 지난 2년간 전례 없이 낮은 성장률과 사상 최대 재고를 감축하기 위해서, 메모리업계는 2023년 적극적 감산과 투자 축소에 대응해왔음.

- 이에 생산 증가율은 2023년 역성장하고, 작년 하반기부터 재고가 의미있게 줄어들면서 가격 환경은 개선되기 시작. 수요 개선 수준과 속도는 매크로 환경 등으로 달라질 수 있지만, DRAM/NAND 모두 10% 중후반 성장 예상. 생산 증가율을 한자릿수로 보고 있기 때문에 수요가 공급을 상회할 것으로 전망.

- PC와 스마트폰의 하이엔드 수요가 채용량 증가를 만들어내면서 10% 수준으로 평년 수준 증가 가능할 것.

- 서버 역시 기업 투자 증가하면서 AI 출하 강제 지속. 일반 서버 회복으로 서버 + 전환 기대. Inference AI, 새로운 CPU 등 출시되면서 채용량은 증가하는 트렌드 이어갈 것.

- DDR5와 HBM 등 수요 높은 제품 중심의 가동률은 점진적으로 높아질지만, Die size penalty/ 낮은 생산성 때문에 업계의 생산량 증가는 제한적일 것. 2024년 메모리 재고는 꾸준히 줄어들어 연말 기준으로 업계의 재고는 낮은 수준일 것. 2025년까지 메모리 시장 상승세가 유지될 가능성 기대하고 있음.

2. 올해 HBM 시장구도 변화 가능성? HBM Capex 계획은?

- HBM은 속도, 발열, 파워 등 전반 제품 특성뿐 아니라, 고객과의 협력 통한 적기 공급 능력, 신규 기술에 대한 대응 능력이 복합적으로 요구되는 난이도 높은 시장.

- 당사는 지난 10년간 축적된 제품 개발과 양산 경험으로 고객 피드백을 꾸준히 사업에 반영함. 단순히 기술 특성에 국한된 것 아닌, 고객의 니즈에 맞는 HBM 공급하며 업계 선도해 나갈 것.

- 올해 수요가 본격적으로 발생하는 HBM3E는 고객 수요 일정에 맞춰 순조롭게 진행 중. 당사는 상반기 중 공급 예정. 다양한 HBM 제품으로 고객의 요구에 대응해 나갈 것.

- AI 시장 리딩 플레이어뿐만 아니라, CSP와 AI Chipset 업체 포함한 잠재 고객까지 확보해 나갈 것. 수요 가시성 확보 하 올해 TSV 2배 확대하고 투자 확대는 시장 환경, 서플라이체인 상황 고려해서 신중하게 결정할 것.

3. 현재 고객 재고 수준과 정상화 시점은? 당사 재고 수준은?

- 전 응용별 고객 재고는 계속해서 건전화 중. 다만 4분기 들어서 향후 메모리 가격 상승 예상한 고객이 구매 수요 본격화한 바 있음. 그동안 상대적으로 재고 낮던 PC 모바일 중심으로 재고 축적하고 있는 것으로 파악.
- 최근 고객의 구매 수요는 레거시 중심으로 살아나는 중. 지난해 급격하게 수요 줄었던 부분이고, 공급업체가 지속 줄여왔던 부분. 올해 공급업체 공급 증가는 선단공정 중심의 차세대 제품 위주임. 고객 입장에서 생각해보면 레거시 메모리 재고 축적은 필요해 보임.
- 공급단은 하반기 갈수록 HBM, DDR5 같은 선단제품 전환 가속화될 것이기 때문에, 레거시 제품 공급은 급격히 줄어들고 연말에는 고객뿐만 아니라 당사 재고 모두 Lean 한 수준일 것.
- 지난 4분기 출하량 성장 제한적이었음에도 불구하고 4분기말 재고수준은 전분기대비 의미있는 감소 발생. 2023년 내내 보수적인 생산 기조 유지했고 그 결과 지난 3분기부터 판매량이 생산량 상회하면서 하반기에는 재고 개선세가 분명했던 바 있음.
- 올해에도 재고 정상화 시점까지 지속 보수적인 생산 기조 이어갈 것. DRAM 은 상반기 중, NAND 는 하반기 중 정상 수준에 진입할 것.

4. 최근 일반 DRAM 가격 상승 중, HBM 프리미엄 축소 가능성은?

- AI 향 메모리는 고객 성능 요구 수준이 높고 안정적인 품질 만족해야 하기 때문에 긴밀한 협업이 필수. 특히 HBM 스펙 표준화는 되어 있지만 TSV 가 필요하고 칩 적층해서 패키징 해야하는 등 생산 과정 복잡하고 까다로움.
- 완제품 생산되더라도 GPU 와 결합하는 패키징 장비 필요. 고객과 메모리 협업뿐만 아니라 후공정과의 협업도 필요. 서플라이체인 간의 병목이 없어야하는 부분도 있음.
- HBM 생산하는데 투입되는 높은 비용과 긴 제조시간 고려하여 시기 적절한 수요 대응하기 위해서 고객과의 협의 필요. 당사는 HBM 투입되는 R&D, Life Cycle, 일반 DRAM 가격 등을 고려해서 최소 연간 베이스 가격 협상 중.
- 이에 HBM 가격 안정성은 일반 디램 대비 높음. HBM 확대될수록 DRAM 사업 안정화될 것. 올해는 일반 DRAM 가격 상승으로 작년 대비 HBM 프리미엄 다소 줄어들 수 있음. 다만 올해 신규 출시되어 판매되는 HBM3E 는 전세대 대비 개발 난이도 증가, 투입 비용 증가, 가격 프리미엄이 증가하기 때문에 Mix 기준 프리미엄 레벨 유지해 나갈 수 있을 것.

5. 2024년 투자 여력 및 향후 방향성은?

- 2023년 당사는 극심한 수요 둔화에 적극적으로 대응하기 위해 Capex 를 전년대비 50% 이상 축소한 바 있음. 과거 투자 수준이나, 연간 감가상각비 고려하면 작년 Capex 규모는 AI 수요 대응을 위한 필수 투자 제외한 모든 투자 대폭 축소한 것.
- 올해도 가격이 상승하고 작년대비 높은 메모리 수요 증가율이 예상되지만 보수적인 투자 기조 유지할 계획. 고객 수요 기반해서 가시성 확보된 제품의 생산 확대만 진행할 것. 성장성과 수익성을 확신할 수 있는 제한된 영역의 투자 집중해서 과거처럼 투자 증가가 공급과잉으로 이어지는 Cycle 이 되지 않도록 할 것.
- 2024년 투자는 결과적으로 AI 수요 증가 대응을 위한 선단공정 제품 양산을 확대하거나, TSV 및 필수 인프라 투자 등 우선순위 고려할 것. 증가분을 최소화할 계획. 미래 인프라 준비는 선제적으로 진행할 계획은 있음.
- 다만 성장성과 재무구조 개선 간의 적절한 Balance 확보하면서 투자 수준 결정해 나갈 것.

6. 작년에 출하 가격 관점에서 시장 크게 아웃퍼폼했음. 올해도 같은 모습을 보일 수 있다면 그 배경은 무엇인지?

- 당사 또한 2023년 다른 공급업체처럼 수익성 악화, 높은 재고로 어려웠음. 다만 AI 시대 도래, 고객 요구 맞는 고부가 제품 출시로 신속하게 흑자전환 기록. 업계 대비 높은 ASP 상승 기록.
- AI 향 메모리 수요 본격화되면서, 앞으로 경쟁은 물량 기반보다는 고객에게 필요한 가치를 시기 적절하게 제공하면서 합리적인 가격 형성한 실적 성장이 될 것으로 전망.
- 앞으로도 물량 중심보다 고부가 중심의 매출 우선시하고 수익성 확대에 우선순위를 둘 것. HBM 외에도 MCRDIMM, LPCAMM2 등 제품군에서도 신속한 시장 대응 통해 Total Memory Provider 로 입지를 강화해 나갈 것.

7. 메모리 공급업체의 가동률 증가 중인데, 당사 감산 기조에 대한 회사 계획은?

- 회사에서도 나름 우려하고 있는 부분임. 하지만 22년말부터 업계에서 진행된 감산은 재고 많은 저수익 레거시 제품 위주. 이들 제품 소진되고 나면 수익성 보장하는 수준 이르기까지는 감산 유지될 것.
- 올해 공급업체들이 생산 확대하는 제품은 고객 수요 증가하는 고성능, 고용량 중심의 DDR5/LPDDR5/HBM 같은 제품. 이런 제품은 감산 대상인 레거시 대비해서 Die size 가 크다는 특징이 있음. 특히 HBM 는 DDR5대비 Die size 가 2배 큼. 웨이퍼 투입 늘리더라도 완제품 생산 증가율은 상대적으로 제한적임.
- 수요가 많은 제품의 공급 늘리고 반대로 수요 낮은 제품 생산 늘리지 않는다는 원칙을 유지하고 있음. 고객과의 신뢰의 기반한 문제이기도 하지만, 현재 공급이 부족한 고성능 고용량 DDR5, LPDDR5, HBM 같은 고부가 제품으로 분류되는 것들에 대해서는 생산 늘려 고객 요구에 대응할 것. 수요 적고 재고 소진 필요한 부분은 감산 기조 유지할 것.
- 업계 동향이나 당사 계획 고려할 때 2024년 생산 증가율은 제한적일 것으로 예상. 메모리 업황은 이에 따라서 개선세가 지속될 것.

8. Capex 제한적으로 올라가면서 메모리 수급 타이트해질 것. 중장기 팹 운영 계획은?

- 여전히 감산 진행 중이고 팹 운영이 타이트해지는 시점을 대비해야 한다는 것은 회사로서 상당히 행복한 고민. 하지만 메모리 산업이 통합 이후 안정적으로 성장할 것으로 믿어온 이래 2023년과 같은 다운턴 겪은 지금은 과거와 다른 시각으로 미래를 바라보고 투자를 결정할 수밖에 없음.
- 고객의 니즈에 부합하는 다양한 제품의 비즈니스를 확보하고, 이를 시의적절하게 공급함으로써 고객에게 차별화된 가치를 제공하는 것에 집중하는 한편, 급속도로 증가하는 투자 비용 부담 하려면 수익성과 수요의 가시성 보장된 제품 중심의 의사결정이 필요함.
- 이에 당사는 확실한 경쟁우위 갖고 있는 제품 위주로 투자할 것. M15와 M16팹 남아있는 공간을 활용할 계획. 과거와 달리 CAPA 증가를 위한 투자보다는 밸류 제고를 위한 클린룸 활용 방향 추구. 우시팹은 궁극적으로 1A 전환 통해서 DDR5나 LPDDR5 등의 제품 양산 가능하도록 할 것. 활용 기간을 최대한 연장하는 방향으로 생각 중.

9. HBM 시장 수요 증가율은? 올해/내년 HBM CAPA 확대하면서 Non HBM의 응용처 수급 전망은?

- HBM은 AI, Deep Learning 등에 최적화된 메모리. 초거대 기반 챗봇, CSP 업체들의 기존 플랫폼 결합 시도 등으로 수요가 점차 확대되고 있음.

- 최근 기업들의 AI 도입과 개인의 AI 수용도 증가로 HBM 수요 성장 가시성은 보다 명확. 이에 HBM 수요 연평균 약 60% 성장 예상. 또한 AI 상용화 수준과 신규 응용처 확대로 업사이드 포텐도 보임.

- 앞서 언급한 것처럼 HBM은 일반 DRAM 대비 동일 생산을 위해 요구되는 CAPA가 최소 두 배. HBM 늘릴수록 일반 DRAM CAPA는 축소되기 때문에, 일반 DRAM 수급 타이트해질 가능성도 있음.

10. 2023년 시장 화두가 AI 서버였다면 올해는 온디바이스 AI 시장 확대 중인데, 메모리반도체 시장의 영향은?

- 온디바이스 AI 적용된 AI PC, AI Smartphone은 메모리반도체 수요 촉발하는 새로운 기폭제가 될 것. 단말기기에서 AI 지원하기 위해서는 고성능 고용량 하드웨어가 필요. 응용별 차이 있겠지만 온디바이스 수요로 기기당 메모리 채용량이 증가할 것.

- AI PC는 기존 PC 대비 약 두배 이상 DRAM 용량 탑재되어야 하고, AI 스마트폰은 기존대비 최소 4GB 이상 DRAM 용량이 요구될 것. 고객사의 적극적인 온디바이스 AI 출시로 시장은 2024년부터 개화하겠지만 실질적인 출하량이 유의미하게 늘어나는 시기는 2025년일 것.

- 특히 온디바이스 기능을 활용하는 킬러 어플리케이션이 등장하면 PC 스마트폰의 중장기 성장을 견인할 수 있을 것.

11. NAND 가격 회복으로 업체들의 수익성 개선 중. 하이닉스 NAND 흑자전환 예상 시점은? 회사 NAND 수익성 개선 방안은?

- 1년 이상 공급업체들의 고강도 감산 영향 가시화되면서 작년 4분기부터 가격 상승에 따른 수익성 개선 확인되고 있음. 2024년에도 수요단에서는 점진적으로 회복되고, 공급 보수적으로 유지되면서 가격 상승세 이어질 것. 올해도 당사 보수적인 투자 기조 유지할 것. 동시에 원가를 지속적으로 절감해 나갈 것.

- 3D 적층수 증가로 자본집약도가 매우 빠르게 증가 중. 수요는 가격탄력성에 의한 수요 성장 속도는 둔화 중. 회사는 효율적인 투자 집행이 중요함. 투자 효율성 개선과 프리미엄 제품 라인업 강화로 판가 개선에 노력할 것. 시황 변동성에도 불구하고 수익성 확보하는 구조로 개선시킬 것.

12. HBM 관련 빠르게 성장하는 AI 수요 대응 위해 상당규모 CAPA 증설 계획 있음, 공급 과잉에 대한 시장 우려가 일부 있는데 당사의 의견은?

- AI 시장은 AI 디바이스 및 서비스 구현하기 위해 인프라 구축하는 초기단계. 현재 메모리반도체는 시스템 성능 최적화 측면에서 인프라 핵심 역할을 수행하고 있음.

- AI 모델은 학습용 서버의 지속된 업그레이드와 Fine Tuning, 멀티모달 진화, 일부 고객의 고품질 서비스 요구, Inference Server 확대 또한 HBM에 긍정적으로 작용할 것.

- 2024년 HBM은 대형 고객 수요 성장 유지되지만 AI 주도권 확보를 위한 빅테크 경쟁 본격화되고 CSP 업체들의 자체 프로젝트 확대됨에 따라 수요처가 다변화될 것으로 예상.

- HBM은 과거와 달리 공급측면에서는 1년 이상의 사전 협의, 계약에 기반한 CAPA 협의 등을 고려하여 신중한 투자를 진행해 나갈 것. 이러한 점 고려하면, HBM 수요 지속 성장성과 AI 성장 모멘텀 지속된다면 공급 과잉 우려는 크게 없을 것.

13. NAND 재고 평가손 규모와 NAND 수익성 개선 배경은?

- 4분기 NAND 는 업계 감산 및 고객 수요 개선에 따라 가격 회복 기조 속에서 저수익 판매 줄이고 프리미엄 비중 높이면서 ASP 전분기대비 크게 상승한 영향으로 수익성 개선된 바.
- 4분기 NAND 가격 본격적으로 상승함에 따라 기존에 인식한 재고손실평가손실금액 환입. 4분기에 대략 4~5천억원 수준. 당분간 가격 상승 기조 자체가 유지될 것으로 예상하기 때문에 올하는 재고평가손실금 환입에 따라 실적에 긍정적인 영향 가능할 것.

14. Customized 메모리 플랫폼 수요가 확대되는 배경은? 그리고 이에 대응하기 위한 회사의 전략은?

- AI 시대 본격적인 도래와 AI 제품 다변화가 이러한 변화의 주된 이유. 몇 년 전만해도 HBM 시장 속도 이렇게 빠를 것이라고 예상할 수 없었음. 기대 이상으로 빠르게 확대되고 있음. 다양한 형태의 메모리가 출현하고 이러한 시장이 성장할 것.
- 메모리 성능 중요. 고객은 맞춤형 메모리를 적극 요구하고 있음. 당사는 AI 솔루션을 위해 HBM DDR5 고용량 솔루션 제공 중. MCRDIMM/LPCAMM2 등 다양한 제품 라인업 준비하고 있어 다변화된 고객 요구에 대응할 예정.
- 중장기적으로는 PIM CXL 등 개발 중, 지속해서 고객과의 협업을 통해 고객 니즈에 맞는 최적의 메모리 솔루션을 확보해 나갈 것.

SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

| 손익계산서 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 42,998 | 44,622 | 32,766 | 63,130 | 73,012 |
| 매출원가 | 24,046 | 28,994 | 33,299 | 30,597 | 40,887 |
| 매출충이익 | 18,952 | 15,628 | -533 | 32,532 | 32,125 |
| 판매비 | 6,542 | 8,818 | 7,197 | 20,304 | 13,142 |
| 영업이익 | 12,410 | 6,809 | -7,730 | 12,228 | 18,983 |
| EBITDA | 23,067 | 20,961 | 5,955 | 23,934 | 28,673 |
| 영업외손익 | 1,006 | -2,807 | -2,208 | -1,917 | -579 |
| 외환관련손익 | 489 | -405 | -736 | -638 | 163 |
| 이자손익 | -238 | -444 | -1,216 | -1,133 | -763 |
| 관계기업관련손익 | 162 | 131 | 6 | 24 | 24 |
| 기타 | 592 | -2,089 | -262 | -170 | -2 |
| 법인세비용차감전순손익 | 13,416 | 4,003 | -9,939 | 10,311 | 18,404 |
| 법인세비용 | 3,800 | 1,761 | -2,066 | 2,146 | 4,049 |
| 계속사업순손익 | 9,616 | 2,242 | -7,873 | 8,165 | 14,355 |
| 중단사업순손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 9,616 | 2,242 | -7,873 | 8,165 | 14,355 |
| 지배지분순이익 | 9,602 | 2,230 | -7,870 | 8,162 | 14,349 |
| 포괄순이익 | 10,688 | 2,822 | -7,437 | 8,812 | 15,002 |
| 지배지분포괄이익 | 10,669 | 2,802 | -7,433 | 8,808 | 14,995 |

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

| 현금흐름표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 19,798 | 14,781 | 4,624 | 15,236 | 18,116 |
| 당기순이익 | 9,616 | 2,242 | -7,873 | 8,165 | 14,355 |
| 감가상각비 | 9,861 | 13,372 | 13,111 | 11,184 | 9,247 |
| 외환손익 | 61 | 1,057 | 935 | 638 | -163 |
| 중속, 관계기업관련손익 | -162 | -131 | -6 | -24 | -24 |
| 자산부채의 증감 | -3,018 | -2,690 | 132 | -6,916 | -7,242 |
| 기타현금흐름 | 3,440 | 931 | -1,675 | 2,190 | 1,942 |
| 투자활동 현금흐름 | -22,392 | -17,884 | -8,005 | -13,409 | -248 |
| 투자자산 | -74 | 198 | -980 | -1,942 | -708 |
| 유형자산 증가 (CAPEX) | -12,487 | -19,010 | -8,300 | -12,000 | 0 |
| 유형자산 감소 | 80 | 324 | 1,388 | 0 | 0 |
| 기타현금흐름 | -9,911 | 604 | -114 | 533 | 460 |
| 재무활동 현금흐름 | 4,492 | 2,822 | 6,369 | -513 | -712 |
| 단기차입금 | 8 | 3,579 | 1,450 | 313 | 114 |
| 사채 및 장기차입금 | 6,162 | 2,063 | 8,155 | 0 | 0 |
| 자본 | 191 | 2 | 10 | 0 | 0 |
| 현금배당 | -805 | -1,681 | -826 | -826 | -826 |
| 기타현금흐름 | -1,064 | -1,141 | -2,420 | 0 | 0 |
| 연결범위변동 등 기타 | 184 | 200 | 10,069 | 15,404 | 8,019 |
| 현금의 증감 | 2,082 | -81 | 13,057 | 16,718 | 25,175 |
| 기초 현금 | 2,976 | 5,058 | 4,977 | 18,034 | 34,752 |
| 기말 현금 | 5,058 | 4,977 | 18,034 | 34,752 | 59,926 |
| NOPLAT | 12,410 | 6,809 | -7,730 | 12,228 | 18,983 |
| FCF | 7,311 | -4,230 | -3,675 | 3,236 | 18,116 |

자료: 유안타증권

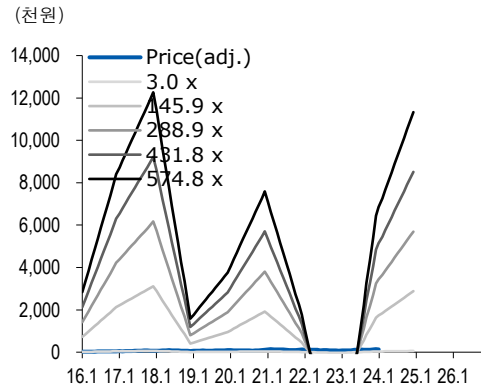
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 재무상태표 (단위: 십억원) | | | | | |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 26,907 | 28,733 | 41,876 | 65,465 | 95,122 |
| 현금및현금성자산 | 5,058 | 4,977 | 18,034 | 34,752 | 59,926 |
| 매출채권 및 기타채권 | 8,427 | 5,444 | 6,604 | 6,342 | 7,149 |
| 재고자산 | 8,950 | 15,665 | 13,942 | 19,711 | 22,796 |
| 비유동자산 | 69,439 | 75,138 | 70,857 | 73,093 | 64,111 |
| 유형자산 | 53,226 | 60,229 | 52,599 | 53,415 | 44,168 |
| 관계기업 등 지분관련 자산 | 1,410 | 1,353 | 1,994 | 3,496 | 4,043 |
| 기타투자자산 | 7,049 | 6,130 | 6,070 | 6,510 | 6,670 |
| 자산총계 | 96,347 | 103,872 | 112,733 | 138,559 | 159,233 |
| 유동부채 | 14,735 | 19,844 | 29,533 | 43,325 | 48,349 |
| 매입채무 및 기타채무 | 8,379 | 10,807 | 15,924 | 27,924 | 32,295 |
| 단기차입금 | 233 | 3,833 | 5,150 | 5,150 | 5,150 |
| 유동성장기부채 | 2,648 | 3,590 | 6,080 | 6,080 | 6,080 |
| 비유동부채 | 19,420 | 20,737 | 28,128 | 32,176 | 33,651 |
| 장기차입금 | 7,529 | 9,074 | 10,579 | 10,579 | 10,579 |
| 사채 | 7,214 | 6,498 | 9,750 | 9,750 | 9,750 |
| 부채총계 | 34,155 | 40,581 | 57,661 | 75,500 | 81,999 |
| 지배지분 | 62,157 | 63,266 | 55,043 | 63,025 | 77,195 |
| 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 | 47,967 | 55,303 | 68,826 |
| 비지배지분 | 34 | 24 | 29 | 33 | 39 |
| 자본총계 | 62,191 | 63,291 | 55,072 | 63,058 | 77,234 |
| 순차입금 | 10,471 | 18,373 | 14,840 | -1,596 | -26,760 |
| 총차입금 | 19,155 | 24,797 | 34,401 | 34,713 | 34,827 |

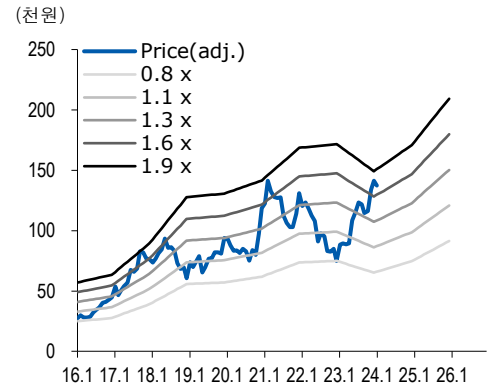
| Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) | | | | | |
|----------------------------|--------|--------|---------|--------|---------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| EPS | 13,190 | 3,063 | -10,810 | 11,211 | 19,710 |
| BPS | 90,394 | 92,004 | 79,988 | 91,588 | 112,180 |
| EBITDAPS | 31,685 | 28,792 | 8,181 | 32,876 | 39,386 |
| SPS | 59,063 | 61,293 | 45,008 | 86,716 | 100,291 |
| DPS | 1,540 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,200 |
| PER | 9.2 | 33.3 | -13.1 | 12.3 | 7.0 |
| PBR | 1.3 | 1.1 | 1.8 | 1.5 | 1.2 |
| EV/EBITDA | 4.3 | 4.4 | 19.8 | 4.1 | 2.6 |
| PSR | 2.1 | 1.7 | 3.1 | 1.6 | 1.4 |

| 재무비율 (단위: 배, %) | | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 결산(12월) | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 증가율 (%) | 34.8 | 3.8 | -26.6 | 92.7 | 15.7 |
| 영업이익 증가율 (%) | 147.6 | -45.1 | 적전 | 흑전 | 55.2 |
| 지배순이익 증가율 (%) | 101.9 | -76.8 | 적전 | 흑전 | 75.8 |
| 매출총이익률 (%) | 44.1 | 35.0 | -1.6 | 51.5 | 44.0 |
| 영업이익률 (%) | 28.9 | 15.3 | -23.6 | 19.4 | 26.0 |
| 지배순이익률 (%) | 22.3 | 5.0 | -24.0 | 12.9 | 19.7 |
| EBITDA 마진 (%) | 53.6 | 47.0 | 18.2 | 37.9 | 39.3 |
| ROIC | 15.4 | 5.5 | -11.4 | 17.7 | 30.5 |
| ROA | 11.5 | 2.2 | -7.3 | 6.5 | 9.6 |
| ROE | 16.8 | 3.6 | -13.3 | 13.8 | 20.5 |
| 부채비율 (%) | 54.9 | 64.1 | 104.7 | 119.7 | 106.2 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 16.8 | 29.0 | 27.0 | -2.5 | -34.7 |
| 영업이익/금융비용 (배) | 47.7 | 12.8 | -5.3 | 7.5 | 11.5 |

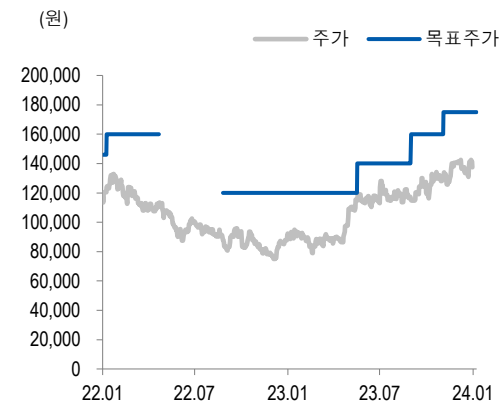
P/E band chart



P/B band chart



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자 | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가 대비 |
| 2024-01-26 | BUY | 175,000 | 1년 | | |
| 2023-11-29 | BUY | 175,000 | 1년 | | |
| 2023-09-26 | BUY | 160,000 | 1년 | -21.23 | -16.19 |
| 2023-06-12 | BUY | 140,000 | 1년 | -16.17 | -8.57 |
| 2022-09-20 | BUY | 120,000 | 1년 | -26.37 | -3.83 |
| 담당자변경 | | | | | |
| 2022-02-03 | BUY | 160,000 | 1년 | -26.20 | -16.88 |
| 2021-11-24 | BUY | 146,000 | 1년 | -15.74 | -10.27 |

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

| 구분 | 투자의견 비율(%) |
|----------------|------------|
| Strong Buy(매수) | 0 |
| Buy(매수) | 88.8 |
| Hold(중립) | 11.2 |
| Sell(비중축소) | 0 |
| 합계 | 100.0 |

주: 기준일 2024-01-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **백길현**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.