

## 터널을 벗어나 턴어라운드 진행 중

## 메모리 수급 점진적 개선, 분기 매출 성장세로 전환

글로벌 DRAM 생산증가율(QoQ)은 1Q23 -6%, 2Q23 -3%에 이어 3Q23에도 -4%를 기록하며 감소효과가 극대화될 전망이다. Wafer out 기준으로는 고점 대비 DRAM은 13%, NAND는 20% 감소한 상태다. 반면 재고정상화 이후 성수기 진입에 따른 고객사들의 Restocking 수요 증가는 하반기도 이어질 전망이다. 메모리 수급 상황은 계속 호전될 전망이다. 동사는 수요 개선과 경쟁사 DDR5 생산 지연에 따른 반사이익으로 2Q23 DRAM bit growth가 32%QoQ 증가한 덕분에, 2Q23 전사 매출은 5.78조원(14%QoQ)을 기록, 2H22 이후 처음 매출이 성장세로 전환할 전망이다.

## DDR5 시장 선점과 가격 프리미엄 상승 수혜

서버 시장 내 DDR5 위주로 수요는 증가하고 있는 반면, 경쟁사 생산 지연으로 공급은 타이트하다. DDR4 대비 가격 프리미엄은 1Q23말 27%에서 2Q23 40%로 상승하였다. 하반기 경쟁사 진입에도 타이트한 수급상태는 한동안 지속될 전망이며, 높은 가격 프리미엄이 유지될 것으로 예상된다. 동사의 DDR5 비중은 서버 매출 중 1Q23말 20%중반에서 2Q23 40%, 하반기 50% 이상으로, 시장 선점을 통한 수혜가 예상된다. 한편 HBM은 아직 동사 DRAM 매출액의 10% 비중 정도지만, AI 서버 고성장으로 향후 2~3년 내 20% 이상 수준으로 빠른 성장을 보일 전망이다.

## 목표주가 14만원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가를 12만8천원에서 14만원(peak-cycle P/B 1.8x)으로 상향조정한다. 2Q23 매출 성장세 전환에서 하반기는 ASP 상승 전환에 따른 수익성 개선이 나타날 전망이다. 최근 단기 차익실현에 따른 주가 조정을 매수 기회로 삼기를 권유한다.

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	42,998	44,622	26,739	48,272	49,720
영업이익	12,410	6,809	-9,079	10,261	8,850
세전이익	13,416	4,003	-9,533	9,906	8,644
순이익(지배)	9,602	2,230	-8,059	7,586	6,620
EPS(원)	13,190	3,063	-11,070	10,421	9,094
증감률(%)	101.9	-76.8	적자전환	흑자전환	-12.7
PER(배)	9.9	24.5	-	10.5	12.1
PBR	1.5	0.8	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	4.6	3.5	20.1	3.5	3.5
ROE(%)	16.8	3.6	-13.6	12.9	10.0
배당수익률	1.2	1.6	1.1	1.1	1.1

자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	140,000원
[상향]	27.6%
현재주가	109,700원
2023/6/8	

## 주식지표

시가총액	79,862십억원
52주최고가	110,300원
52주최저가	75,000원
상장주식수	72,800만주/0.0만주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
60일평균거래량	406만주
60일평균거래대금	375십억원
외국인지분율	51.7%
자기주식수	3,991만주/5.5%
주요주주및지분율	
에스케이캐시어 외	20.1%
국민연금공단	7.7%

## 주가동향



## 이민희

IT/반도체

mhlee@bnkfn.co.kr

(02)2115-5148

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

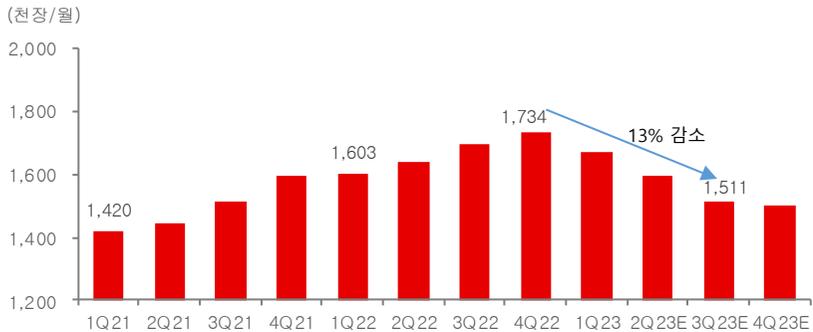
한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

**메모리 수급 개선 지속, 분기 매출 성장세로 전환**

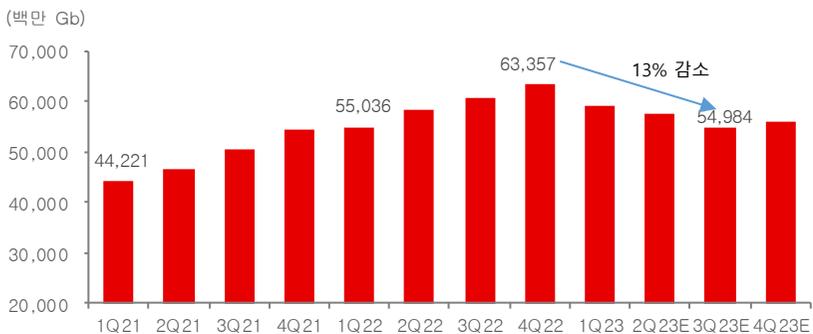
글로벌 DRAM 생산증가율(QoQ)은 1Q23 -6%, 2Q23 -3%에 이어, 삼성전자 감산 동참으로 3Q23에는 -4%를 기록하며 감산효과가 극대화될 전망이다. Wafer out 기준으로는 작년 하반기 고점 대비 DRAM은 13%, NAND는 20% 감소한 상태다. 반면 Macro 불확실성 지속에도 불구하고, 재고 정상화 이후 성수기 진입에 따른 고객사들의 Restocking 수요 증가는 하반기도 이어질 전망이다. 메모리 수급 상황은 계속 호전될 전망이다. 동사는 수요 개선과 경쟁사 DDR5 생산 지연에 따른 반사이익으로 2Q23 DRAM bit growth가 32%QoQ 증가한 덕분에, 2Q23 전사 매출은 5.78조원(14%QoQ, -58%YoY)을 기록, 작년 하반기 이후 처음으로 매출이 성장세로 전환할 전망이다.

Fig. 2: 글로벌 DRAM wafer output



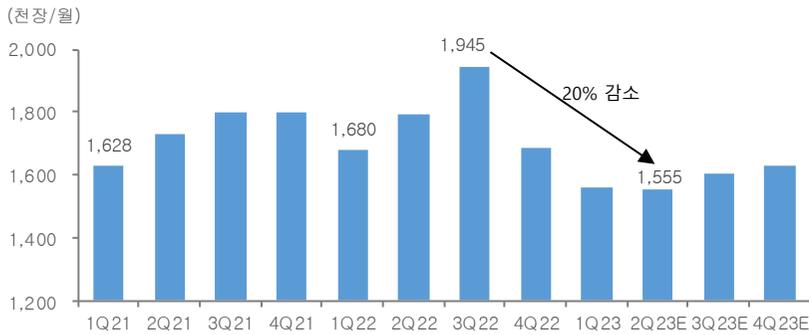
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 3: 글로벌 DRAM 생산량



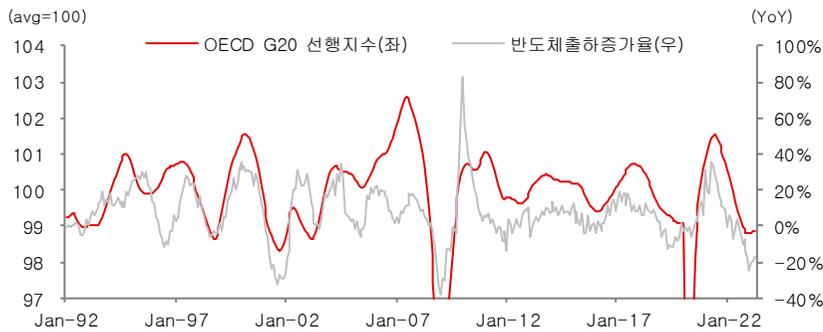
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 4: 글로벌 NAND wafer output



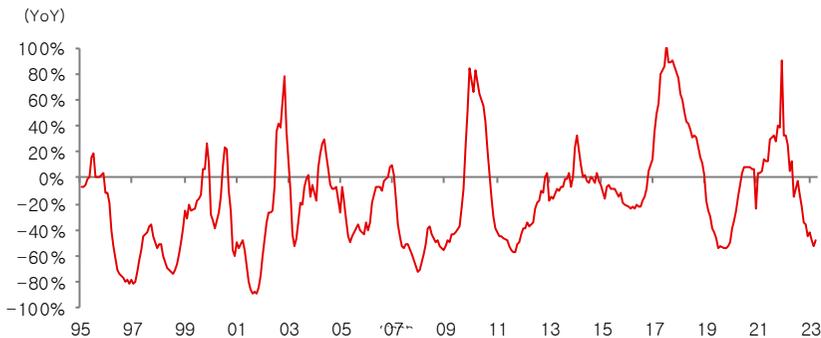
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 5: G20 OECD 경기선행지수와 반도체 출하 증가율 - 작년말 이후 반등



자료: WSTS, BNK투자증권

Fig. 6: DRAM ASP/bit 추이 - 바닥점 도달

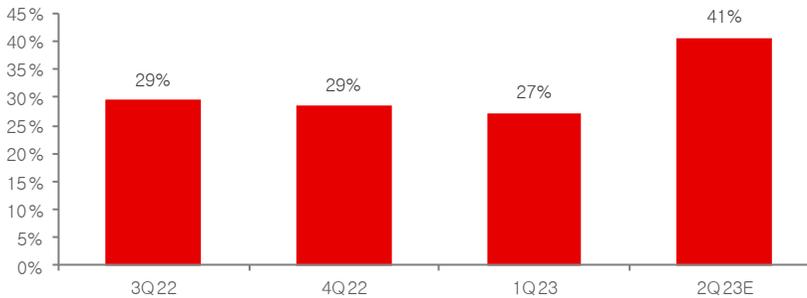


자료: WSTS, BNK투자증권

**DDR5 시장 선점과 가격 프리미엄 상승 수혜**

서버 시장 내 DDR5 위주로 수요는 증가하고 있는 반면, 경쟁사 생산 지연으로 공급은 여전히 타이트하다. PMIC Compatibility 이슈는 해소되었으나 경쟁사의 품질 문제는 해결된 것 같지 않다. 타이트한 수급으로 DDR4 대비 DDR5 가격 프리미엄은 1Q23말 27%에서 2Q23 40%로 상승하였다. 하반기 경쟁사가 다시 진입하더라도 타이트한 수급 상태는 한동안 지속될 전망이다. 높은 가격 프리미엄이 유지될 것으로 예상된다. 원래 DDR5는 DDR4 대비 칩 사이즈 증가와 모듈공정 추가로 인해 생산비용이 20~30% 높기 때문에 가격 프리미엄은 존재할 수 밖에 없다. 동사는 업계 내 가장 공격적인 DDR5 생산 확대를 하였으며, 1nm 인텔 인증도 가장 먼저 받은 바 있으며, 현재 1nm 인증을 준비 중이다. 동사의 DDR5 비중은 서버 매출 중 1Q23말 20% 중반에서 2Q23 40%, 하반기 50% 이상을 차지하여, 시장 선점을 통한 수혜가 예상된다. 한편 HBM은 아직 동사 DRAM 매출액의 10% 비중 정도지만, AI 서버 고성장으로 향후 2~3년 내 20% 이상 수준으로 빠른 성장을 보일 전망이다.

Fig. 7: 서버 DRAM 시장에서 DDR5의 DDR4 대비 가격 프리미엄 추이

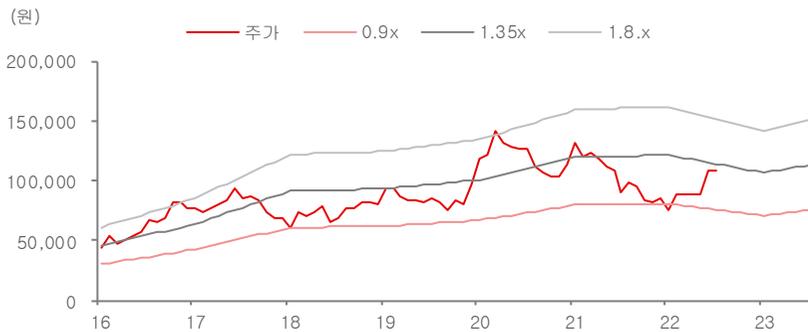


자료: 옴디아, BNK투자증권

**목표주가 14만원으로 상향, 투자이견 '매수' 유지**

목표주가를 12만 8천원에서 14만원(peak-cycle P/B 1.8x)으로 상향조정한다. 2Q23 매출 성장세 전환에서 하반기는 ASP 상승 전환에 따른 수익성 개선이 나타날 전망이다. 최근 단기 차익실현에 따른 주가 조정을 매수 기회로 삼기를 권유한다. 한편 동사 2Q23 실적은 매출 5.78조원, 영업손실 -3조원으로 예상된다. 출하 증가에도 가격 하락 추세가 이어져 적자가 지속되나, 손익 방향성은 개선되는 추세에 있다.

Fig. 8: SK하이닉스 주가와 rolling avg. P/B 밴드



자료: BNK투자증권

표1. SK하이닉스 분기 별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
원/US\$(평균)	1,206	1,261	1,341	1,358	1,276	1,300	1,290	1,289	1,292	1,296	1,297
매출액	12,156	13,811	10,983	7,672	5,088	5,781	6,609	9,261	44,622	26,739	48,272
DRAM	7,858	8,782	6,954	4,575	2,919	3,454	3,737	5,137	28,169	15,246	26,586
NAND	3,913	4,518	3,388	2,364	1,688	1,811	2,235	3,209	14,184	8,943	16,873
기타	385	511	640	732	481	516	637	915	2,269	2,550	4,812
영업이익	2,860	4,193	1,656	-1,898	-3,402	-2,997	-2,484	-196	6,809	-9,079	10,261
DRAM	2,772	3,752	2,080	88	-1,200	-829	-584	759	8,692	-1,855	9,527
NAND	36	373	-478	-1,922	-2,078	-2,117	-1,872	-998	-1,990	-7,065	541
기타	51	68	53	-64	-124	-51	-27	44	108	-158	193
영업이익률	23.5%	30.4%	15.1%	-24.7%	-66.9%	-51.8%	-37.6%	-2.1%	15.3%	-34.0%	21.3%
DRAM	35.3%	42.7%	29.9%	1.9%	-41.1%	-24.0%	-15.6%	14.8%	30.9%	-12.2%	35.8%
NAND	0.9%	8.3%	-14.1%	-81.3%	-123.1%	-116.9%	-83.8%	-31.1%	-14.0%	-79.0%	3.2%
세전이익	2,774	3,967	1,683	-4,421	-3,525	-3,137	-2,623	-249	4,003	-9,533	9,906
순이익(지배)	1,979	2,872	1,107	-3,728	-2,580	-2,693	-2,608	-177	2,230	-8,059	7,586

자료: BNK투자증권

표2. SK하이닉스 DRAM, NAND 실적 추정 가정들

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>DRAM</b>											
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	13,299	14,629	13,751	13,751	11,139	14,703	16,029	17,928	55,432	59,799	77,368
%QoQ, %YoY	-7%	10%	-6%	0%	-19%	32%	9%	12%	2%	8%	29%
ASP(1Gb eq, US\$)	0.49	0.48	0.38	0.24	0.21	0.18	0.18	0.22	0.39	0.20	0.27
%QoQ, %YoY	-5%	-3%	-21%	-35%	-16%	-12%	0%	23%	-20%	-50%	35%
Full cost/chip(US\$)	0.32	0.27	0.26	0.24	0.29	0.22	0.21	0.19	0.27	0.22	0.17
%QoQ, %YoY	12%	-14%	-3%	-9%	21%	-23%	-7%	-9%	-6%	-19%	-23%
<b>NAND</b>											
Bit 출하(1GB eq, Mn)	37,936	41,351	36,802	39,746	33,387	39,063	47,168	55,104	155,836	174,722	243,912
%QoQ, %YoY	18%	9%	-11%	8%	-16%	17%	21%	17%	45%	12%	40%
ASP(1GB eq, US\$)	0.09	0.09	0.07	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05	0.07	0.04	0.05
%QoQ, %YoY	3%	1%	-21%	-36%	-10%	-10%	3%	23%	-18%	-44%	35%
Full cost/chip(US\$)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.09	0.08	0.07	0.06	0.08	0.07	0.05
%QoQ, %YoY	15%	-6%	-1%	1%	11%	-13%	-13%	-12%	-6%	-12%	-27%

자료: BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	26,907	28,733	25,197	34,191	40,093
현금성자산	5,058	4,977	8,652	16,994	22,434
매출채권	8,267	5,186	3,820	6,034	6,215
재고자산	8,950	15,665	10,284	8,045	8,287
비유동자산	69,439	75,138	70,336	72,112	73,420
투자자산	8,459	7,483	6,782	7,626	7,683
유형자산	53,226	60,229	56,345	57,057	58,138
무형자산	4,797	3,512	3,295	3,515	3,685
<b>자산총계</b>	<b>96,347</b>	<b>103,872</b>	<b>95,533</b>	<b>106,303</b>	<b>113,513</b>
유동부채	14,735	19,844	15,466	20,960	21,363
매입채무	1,359	2,186	1,310	2,365	2,436
단기차입금	233	3,833	4,433	3,933	3,933
비유동부채	19,420	20,737	24,879	22,624	22,775
사채및장기차입금	14,743	15,571	20,571	16,071	16,071
<b>부채총계</b>	<b>34,155</b>	<b>40,581</b>	<b>40,346</b>	<b>43,584</b>	<b>44,138</b>
지배기업지분	62,157	63,267	55,208	62,705	69,325
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,336	4,336	4,336
이익잉여금	55,784	56,685	48,626	56,124	62,744
<b>자본총계</b>	<b>62,191</b>	<b>63,291</b>	<b>55,188</b>	<b>62,727</b>	<b>69,383</b>
총차입금	19,155	24,797	30,284	25,420	25,429
순차입금	10,471	18,373	21,375	7,961	2,515

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>19,798</b>	<b>14,781</b>	<b>7,219</b>	<b>29,835</b>	<b>21,418</b>
당기순이익	9,616	2,242	-8,103	7,628	6,656
비현금비용	15,635	20,948	14,244	17,504	17,269
감가상각비	10,657	14,151	14,106	14,550	14,664
비현금수익	-1,281	-1,416	-1,190	-261	-344
자산및부채의증감	-3,018	-2,690	1,316	7,658	98
매출채권감소	-2,526	3,342	1,366	-2,214	-181
재고자산감소	-697	-6,572	5,380	2,239	-241
매입채무증가	176	141	-876	1,055	71
법인세환급(납부)	-1,015	-3,979	1,430	-2,278	-1,988
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-22,392</b>	<b>-17,884</b>	<b>-9,032</b>	<b>-16,533</b>	<b>-15,987</b>
유형자산증가	-12,487	-19,010	-9,505	-14,482	-14,916
유형자산감소	80	324	0	0	0
무형자산순감	-972	-738	-500	-1,000	-1,000
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>4,492</b>	<b>2,822</b>	<b>4,662</b>	<b>-5,690</b>	<b>-817</b>
차입금증가	6,171	5,642	5,487	-4,864	9
자본의증감	191	2	0	0	0
배당금지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
현금의증가	2,082	-81	3,675	8,349	5,441
기말현금	5,058	4,977	8,652	17,001	22,442
잉여현금흐름(FCF)	7,311	-4,230	-2,286	15,354	6,502

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>42,998</b>	<b>44,622</b>	<b>26,739</b>	<b>48,272</b>	<b>49,720</b>
매출원가	24,046	28,994	28,688	29,424	31,731
매출총이익	18,952	15,628	-1,948	18,848	17,989
매출총이익률	44.1	35.0	-7.3	39.0	36.2
판매비와관리비	6,542	8,818	7,130	8,587	9,140
판매비율	15.2	19.8	26.7	17.8	18.4
<b>영업이익</b>	<b>12,410</b>	<b>6,809</b>	<b>-9,079</b>	<b>10,261</b>	<b>8,850</b>
영업이익률	28.9	15.3	-34.0	21.3	17.8
EBITDA	23,067	20,961	5,027	24,811	23,514
영업외손익	1,006	-2,807	-454	-355	-205
금융이자손익	-238	-444	-571	-507	-365
외화관련손익	489	-405	100	0	0
기타영업외손익	755	-1,958	17	152	160
<b>세전이익</b>	<b>13,416</b>	<b>4,003</b>	<b>-9,533</b>	<b>9,906</b>	<b>8,644</b>
세전이익률	31.2	9.0	-35.7	20.5	17.4
법인세비용	3,800	1,761	-1,430	2,278	1,988
법인세율	28.3	44.0	15.0	23.0	23.0
계속사업이익	9,616	2,242	-8,103	7,628	6,656
<b>당기순이익</b>	<b>9,616</b>	<b>2,242</b>	<b>-8,103</b>	<b>7,628</b>	<b>6,656</b>
당기순이익률	22.4	5.0	-30.3	15.8	13.4
지배기업순이익	9,602	2,230	-8,059	7,586	6,620
총포괄손익	10,688	2,822	-8,103	7,628	6,656

주요투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (원)	13,190	3,063	-11,070	10,421	9,094
BPS	88,543	90,064	78,994	89,293	98,386
CFPS	32,925	29,909	6,801	34,162	32,391
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
PER (배)	9.9	24.5	-	10.5	12.1
PSR	2.2	1.2	3.0	1.7	1.6
PBR	1.5	0.8	1.4	1.2	1.1
PCR	4.0	2.5	16.1	3.2	3.4
EV/EBITDA	4.6	3.5	20.1	3.5	3.5
배당성향 (%)	11.0	36.8	-10.2	10.8	12.4
배당수익률	1.2	1.6	1.1	1.1	1.1
매출액증가율	34.8	3.8	-40.1	80.5	3.0
영업이익증가율	147.6	-45.1	0.0	0.0	-13.8
순이익증가율	101.9	-76.8	0.0	0.0	-12.7
EPS증가율	101.9	-76.8	0.0	0.0	-12.7
부채비율 (%)	54.9	64.1	73.1	69.5	63.6
차입금비율	30.8	39.2	54.9	40.5	36.6
순차입금/자기자본	16.8	29.0	38.7	12.7	3.6
ROA (%)	11.5	2.2	-8.1	7.6	6.1
ROE	16.8	3.6	-13.6	12.9	10.0
ROIC	14.9	5.3	-10.4	11.5	10.1

주: K-IFRS 연결 기준, 2023/6/8 종가 기준

투자이건 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자이건	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK하이닉스 (000660)	22/02/15	매수	164,000원	-21.2	-18.9
	22/02/25	매수	164,000원	-26.6	-21.3
	22/04/04	매수	164,000원	-32.1	-29.0
	22/04/28	매수	164,000원	-37.1	-30.8
	22/07/06	매수	135,000원	-27.5	-24.1
	22/07/28	매수	135,000원	-30.0	-27.0
	22/09/15	매수	128,000원	-33.5	-28.8
	22/10/04	매수	128,000원	-27.6	-25.2
	22/10/27	매수	128,000원	-35.1	-27.0
	23/01/12	매수	128,000원	-30.9	-27.9
	23/02/02	매수	128,000원	-30.4	-25.9
	23/03/17	매수	128,000원	-31.7	-28.3
	23/04/27	매수	128,000원	-24.1	-13.8
	23/06/09	매수	140,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자이건은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2023.03.31기준) / 매수(Buy) 94.7%, 보유(Hold) 5.3%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 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 종목 의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.