

Initiation

# SK하이닉스

(000660)

신석환  
seokhwan.shin@daishin.com

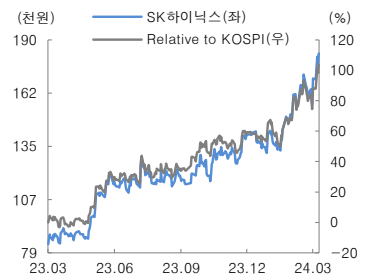
투자 의견 BUY  
매수, 신규

6개월 목표주가 220,000  
신규

현재주가 168,000  
(24.03.29)  
반도체업종

KOSPI	2746.63
시가총액	133,224십억원
시가총액비중	6.18%
자본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	183,000원 / 83,800원
120일 평균거래대금	5,234억원
외국인지분율	54.76%
주요주주	에스케이스퀘어 외 6 인 20.07%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.2	29.3	59.5	110.6
상대수익률	12.7	25.0	43.2	87.4



## HBM으로 이어가는 성장 스토리

- HBM3/HBM3E 시장을 선도하는 동사의 견고한 입지에 주목
- 1Q24 매출액 12.6조원, 영업이익 1.5조원 추정, 실적 호조 예상
- 24년 고부가 D램 중심의 제품 믹스 개선 효과 나타날 전망

### 투자 의견 매수, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 25년 예상 BPS(100,909원)에 Target Multiple 2.2배(과거 P/B Band 상단에서 10% 프리미엄 부여)를 적용하여 산출. 경쟁사들의 HBM3E 진입에 따른 경쟁 심화 및 밸류에이션 부담에 대한 우려가 제기되나, 25년까지 HBM3/HBM3E 시장을 선도하는 동사의 입지에 집중해야 한다고 판단

### 압도적인 HBM 시장 지위를 즐기자

생성형 AI가 학습 → 추론으로 넘어가며 GPU 연산능력 및 성능이 더욱 부각을 받고 있음, 더 나은 연산능력 개선을 위해 HBM 탑재량 또한 폭발적으로 증가 추세. 동사는 HBM3를 독점적으로 공급, HBM3E 공급이 1분기 말부터 공급. 경쟁사의 HBM3E 양산이 예정되어 있으나, 경쟁 심화보다는 증가하는 HBM 수요와 글로벌 1위 HBM 업체임에 주목

스마트폰과 일반 서버 수요의 뚜렷한 성장세는 아직 나타나지 않으나, 디램/낸드 가격이 지속 상승하는 추세. 24년 고부가제품(DDR5, HBM) 중심 제품 믹스 개선에 대한 효과가 나타날 전망. 낸드 재고는 여전히 높은 수준이나 가격 상승폭이 더 크기 때문에 낸드 사업부 적자폭이 빠르게 축소 전망

### 24년 매출액 59.3조원, 영업이익 13.5조원 추정, 추가 업사이드 존재

24년 매출액 59.3조원(yoy +81%), 영업이익 13.5조원(yoy 흑전)으로 추정. 사업부별로는 24년 DRAM 매출액 39조원, 영업이익 14.6조원 추정, NAND 매출액 16.9조원, 영업적자 -0.8조원으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표	(단위: 십억원, 원, 배, %)				
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	59,343	72,206
영업이익	12,410	6,809	-7,730	13,521	21,772
세전순이익	13,416	4,003	-11,658	11,524	18,272
총당기순이익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
자배분순이익	9,602	2,230	-9,112	8,250	13,082
EPS	13,190	3,063	-12,517	11,333	17,970
PER	9.9	24.5	NA	13.8	8.7
BPS	85,380	86,904	73,495	83,872	100,909
PBR	1.5	0.9	2.5	1.9	1.6
ROE	16.8	3.6	-15.6	14.4	19.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출  
자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

표 12. 디램, 낸드 빛그로스 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DRAM 출하 (M Gb)	11,017	15,027	18,243	18,690	16,354	18,562	20,047	20,548	54,827	62,978	75,510
QoQ	-20%	36%	21%	2%	-13%	14%	8%	3%			
YoY	-16%	4%	33%	37%	48%	24%	10%	10%	0%	15%	20%
ASP/GB (USD)	0.21	0.23	0.25	0.30	0.35	0.39	0.42	0.44	0.39	0.25	0.40
QoQ	-17%	9%	10%	18%	18%	11%	9%	4%			
YoY	-56%	-51%	-31%	18%	66%	69%	68%	48%	-18%	-35%	60%
NAND 출하 (M GB)	27,343	41,015	42,984	42,124	40,439	40,035	42,437	43,710	127,630	153,467	166,621
QoQ	-16%	50%	5%	-2%	-4%	-1%	6%	3%			
YoY	-13%	21%	44%	29%	48%	-2%	-1%	4%	46%	20%	9%
NAND ASP/GB (USD)	0.05	0.04	0.04	0.06	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.05	0.08
QoQ	-10%	-10%	-2%	40%	20%	10%	3%	2%			
YoY	-52%	-58%	-47%	11%	48%	81%	89%	38%	-17%	-43%	62%

자료: 대신증권 Research Center

표 13. SK 하이닉스 실적 Table

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출	5,088	7,306	9,066	11,306	12,066	14,382	16,050	16,845	44,622	32,766	59,343
DRAM	2,951	4,496	6,020	7,350	7,518	9,328	10,837	11,363	28,471	20,817	39,045
NAND	1,679	2,231	2,430	3,335	3,838	4,098	4,415	4,585	14,041	9,675	16,936
기타	458	578	616	621	710	957	797	898	2,110	2,274	3,362
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	346	1,498	3,047	4,177	4,798	6,809	-7,730	13,521
DRAM	-2,049	287	307	1,759	2,020	3,445	4,351	4,765	9,462	305	14,581
NAND	-1,254	-2,106	-1,978	-1,144	-450	-302	-133	77	-1,452	-6,482	-808
기타	-99	-1,064	-121	-268	-71	-96	-40	-45	-1,201	-1,553	-251
영업이익률(%)	-67%	-39%	-20%	3%	12%	21%	26%	28%	15%	-24%	23%
DRAM	-69%	6%	5%	24%	27%	37%	40%	42%	33%	1%	37%
NAND	-75%	-94%	-81%	-34%	-12%	-7%	-3%	2%	-10%	-67%	-5%

자료: 대신증권 Research Center

I . 투자포인트

AI 메모리 반도체 사이클의 주인공은 HBM

여전히 HBM3E  
시장에서 경쟁우위  
확보

ChatGPT-3 발표 이후 생성형 AI의 시대가 개막했다. AI 시대에서 가장 수혜를 받는 것은 GPU와 HBM임이 틀림없다. IDC에 따르면 글로벌 HBM 시장은 22년 222백만GB → 23년 304백만GB → 24년 428백만GB로 매년 고성장을 보여줄 것으로 전망한다.

SK하이닉스의 HBM 시장 독주는 한동안 이어질 가능성이 높다. 경쟁사인 삼성전자는 12단 HBM3E 웨스턴트가 진행 중, 하반기부터 공급할 것으로 기대한다. 마이크론은 HBM3E 공급을 H200향으로 공급할 예정이다. 그럼에도 불구하고 SK하이닉스가 HBM 시장에서 경쟁우위를 보유하고 있다고 생각하는 이유는 경쟁사 대비 높은 HBM 기술 경쟁력/수율 때문이다. (HBM3 기준 수율은 60~70% 수준, 단수가 높아질수록 수율은 떨어질 수 밖에 없음)

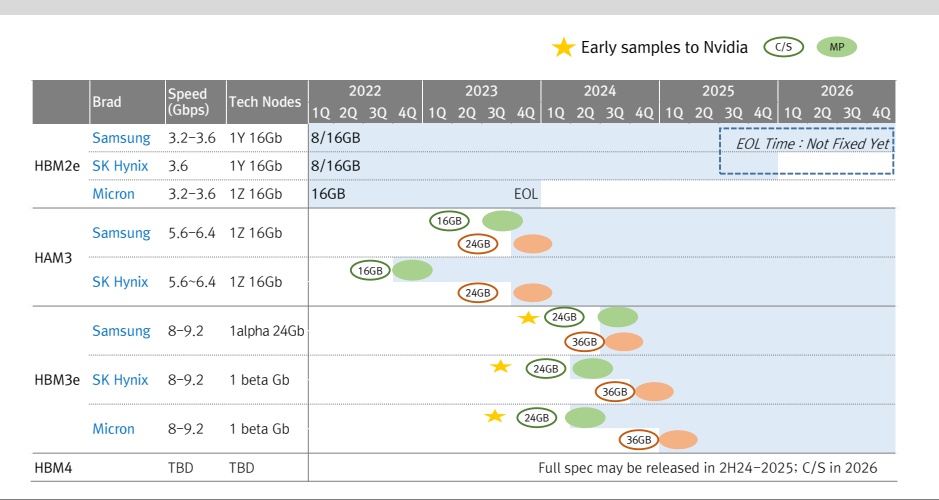
가격 인하 우려보다  
HBM 공급 확대에 주목

23년 글로벌 Dram 전체 캐파는 1,430K/월, 23년 메모리 3사의 합산 HBM 캐파는 93K/월로 침투율 7% 수준인 것으로 추정한다. 24년에는 글로벌 메모리 합산 HBM 캐파는 275K/월, 글로벌 Dram 전체 캐파는 1,770K/월로 침투율 16%로 증가할 전망이다. 23년 SK하이닉스의 전체 HBM 시장 점유율 60% 수준으로 예상, 24년 전체 매출액에서 HBM이 차지하는 비중은 20% 이상 달성 가능하다. HBM 캐파 증설 계획보다 AI GPU 수요 증가 및 필요한 HBM 탑재량 수요 성장의 속도가 더 빠르게 이루어지고 있다.

HBM4에서는  
하이브리드 본딩 도입  
지연

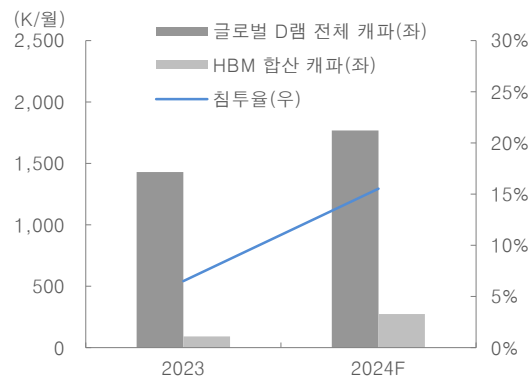
JEDEC은 HBM4 규격을 775 μm(HBM3E는 720 μm)로 합의하였다. HBM4는 높이 규격이 상향되며 하이브리드 본딩 도입 시기가 지연되는 것으로 판단한다. 더욱 미세화되는 마이크로 범프의 피치와 높은 I/O 밀도를 커버하기 위해서는 하이브리드 본딩이 요구되나 HBM4 이후에 적용될 것으로 예상된다. HBM4 높이 규제가 완화로 하이브리드 본딩 도입 시기가 지연되는 것은 SK하이닉스에 긍정적인 것이다. SK하이닉스의 HBM3E는 8층/12층의 디램을 Advanced MR-MUF 방식으로 적층 및 연결한다. Advanced MR-MUF 방식이 HBM4까지 채택이 되며, 신규 본딩방식 도입 대한 우려는 축소된 상황이다.

그림 92. HBM 공급 로드맵



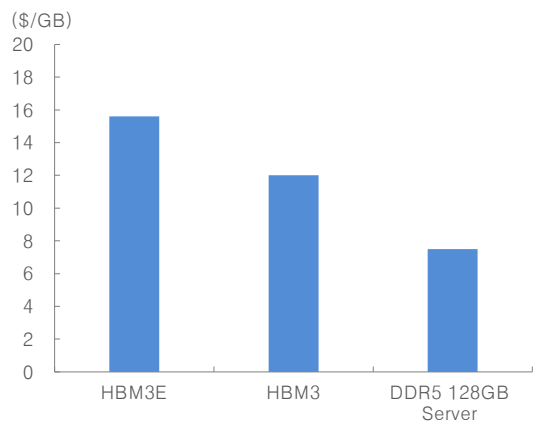
자료: TrendForce, 대신증권 Research Center

그림 93. 글로벌 D램 캐파 vs. HBM 합산 캐파



자료: IDC, 대신증권 Research Center

그림 94. HBM 가격 변화 추정



자료: 산업자료, 대신증권 Research Center

## II. 실적추정 및 밸류에이션

### 디램과 낸드 모두 ASP 상승에 따른 실적 성장

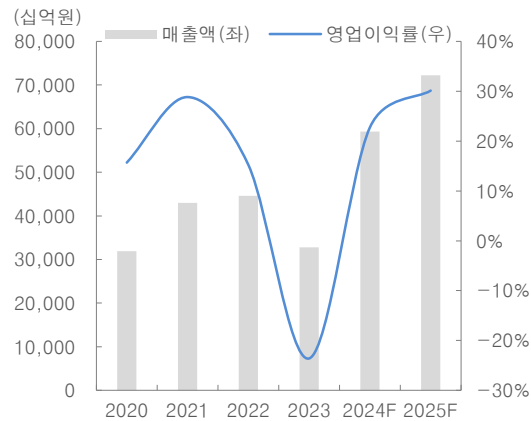
- 1Q24 실적: 맑음

1Q24 매출액 12.1조원(+137% yoy), 영업이익 1.5조원(흑자전환 yoy)으로 호실적을 기록할 전망이다. 24년 연간 매출액은 59.3조원(+81% yoy), 영업이익 13.5조원(흑자전환 yoy)로 추정한다. 아직까지 디램 레거시 수요가 회복되지는 않은 것으로 보이나, HBM 수요가 폭발적으로 증가하면서 발생하는 디램 레거시 모델 수요에 긍정적으로 작용할 전망이다. 솔리다임과 낸드의 영업적자 폭이 빠르게 축소되며 2H24부터 재고 정상화와 함께 흑자전환 흐름으로 기대한다. 아직까지는 HBM을 제외하면 공급단에서 재고를 조절하며 가격 인상이 이루어지는 흐름이다. 하반기 이후 IT 수요 성수기와 하이퍼스케일러의 일반 Server 투자 확대에 따른 수요 증가를 기대한다.
- DRAM

1Q24 Dram 매출액과 영업이익은 각각 7.5조원(+155% yoy), 2.02조원(흑자전환 yoy)으로 추정한다. 4Q23대비 디램 빛그로스는 -13%이나 ASP가 +18%를 나타내며 매출성장과 수익성 개선을 달성하였다. 고부가제품(HBM, DDR5) 중심의 제품 믹스 개선 효과가 1Q24부터 본격적으로 나타나기 시작하였다. IT 수요 3대 축인 스마트폰/PC/서버에 대한 수요가 2H24부터 회복세를 나타내며 가동률 상승과 일반 Dram 재고가 빠르게 감소할 전망이다. 또한 HBM 중심의 공급으로 인해 일반 데이터센터/스토리지에 대한 수요가 함께 올라오면서 24년 디램 빛그로스는 +20%, ASP는 +60%로 추정한다.
- NAND

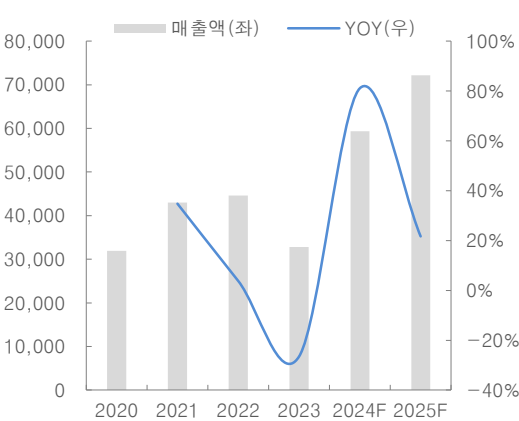
1Q24 NAND 매출액은 3.8조원(+129% yoy), 영업적자 -0.45조원으로 전망한다. 낸드는 공급과잉과 수요 둔화가 발생하며 여전히 재고는 높은 상황이다. 1Q24 낸드 빛 그로스는 -4%로 역성장이 이어지나 ASP가 +20% 증가하며 적자폭을 전분기대비 빠르게 축소하였다. 낸드의 투자 확대 시기는 25년으로 예상한다.

그림 95. SK 하이닉스 매출액, 영업이익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 96. SK 하이닉스 매출액, 매출 증감률 전망



자료: 대신증권 Research Center

목표주가 220,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수,  
목표주가 220,000원

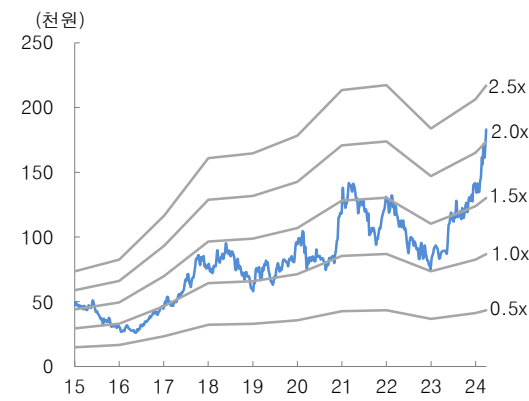
당사는 투자의견 매수, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 BPS 100,909원에 Target P/B 2.2배(Historical PBR 밴드 상단인 2.0배에서 10% 프리미엄 부여)를 적용하여 산출하였다. SK하이닉스가 24년에도 HBM 선두주자로서 높은 점유율을 유지할 것이며, HBM 공급 경쟁이 시작되는 25년에도 점유율 유지가 가능하다고 판단한다. HBM 중심으로 메모리 반도체 업황이 구조적인 성장 구간에 진입, HBM과 고용량 디램에서 경쟁우위가 당분간 이어질 전망이다.

표 14. SK 하이닉스 Valuation Table (단위: 원, 배, 십억원)

	2024	2025F
BPS(원)	83,872	100,902
Target P/B	2.2	2.2
적정주가(원)		219,981
목표주가(원)		220,000
현재주가(원) (2024.03.29)		183,600
현재 P/B		1.6
Upside Potential		13.3%

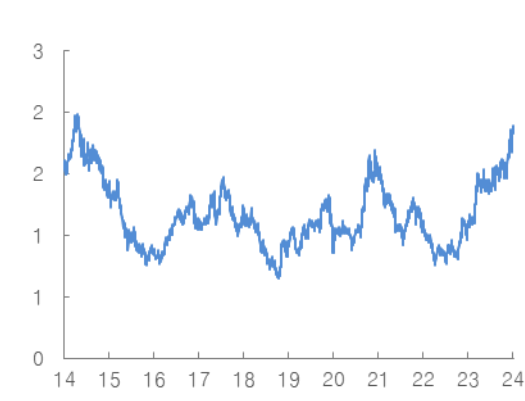
주1: 2025 BPS 에 목표 P/B 는 히스토리컬 상단인 2.0배에서 10% 프리미엄을 반영하여 산출  
자료: 대신증권 Research Center

그림 97. SK 하이닉스 PBR 밴드 추이



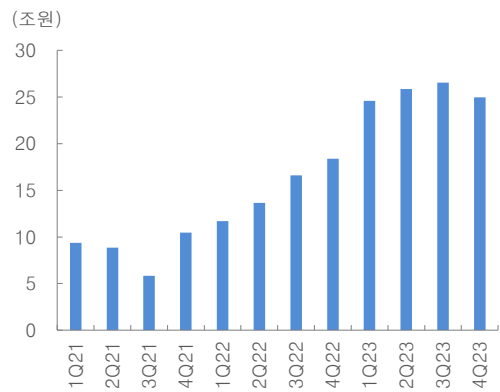
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 98. SK 하이닉스 12MF PBR 추이



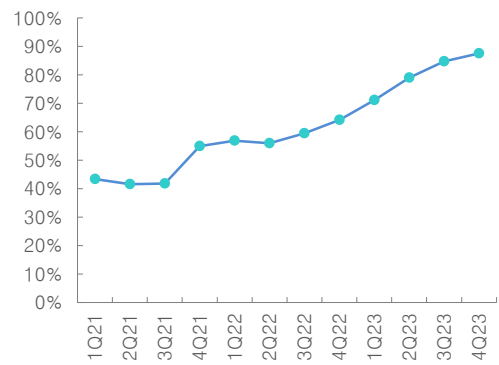
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

그림 99. SK 하이닉스 순차입금 추이



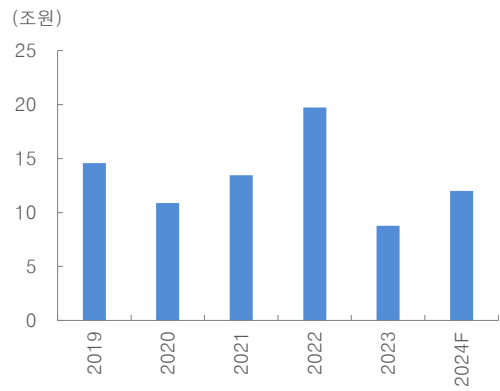
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. SK 하이닉스 부채비율 추이



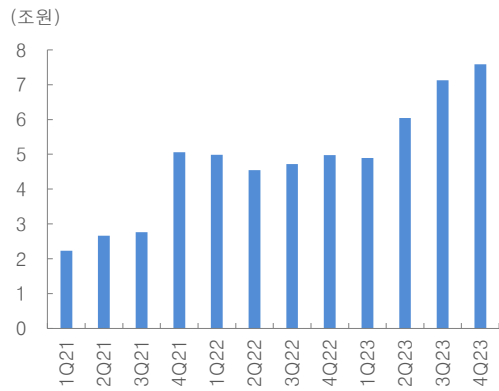
자료: 대신증권 Research Center

그림 101. SK 하이닉스 CAPEX 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 102. SK 하이닉스 기말 현금 추이



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	59,343	72,206
매출원가	24,046	28,994	33,299	34,547	38,159
매출총이익	18,952	15,628	-533	24,796	34,047
판매비와판매보수	6,542	8,818	7,197	11,275	12,275
영업이익	12,410	6,809	-7,730	13,521	21,772
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	22.8	30.2
EBITDA	23,067	20,961	5,943	26,655	35,598
영업외손익	1,006	-2,807	-3,928	-1,997	-3,500
관계기업손익	162	131	15	15	15
금융수익	2,378	3,714	2,262	2,785	2,628
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1,470	-5,092	-6,093	-4,218	-5,391
외환관련손실	1,205	3,892	2,222	2,222	2,222
기타	-64	-1,561	-111	-579	-752
법인세비용차감전순이익	13,416	4,003	-11,658	11,524	18,272
법인세비용	-3,800	-1,761	2,520	-3,264	-5,175
계속사업순이익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
당기순이익률	22.4	5.0	-27.9	13.9	18.1
비재계분순이익	14	12	-25	9	15
재계분순이익	9,602	2,230	-9,112	8,250	13,082
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	107	58	10	2	0
포괄순이익	10,688	2,822	-9,037	8,277	13,100
비재계분포괄이익	18	20	-22	10	15
재계분포괄이익	10,669	2,802	-9,015	8,268	13,085

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	13,190	3,063	-12,517	11,333	17,970
PER	9.9	24.5	NA	13.8	8.7
BPS	85,380	86,904	73,495	83,872	100,909
PBR	1.5	0.9	2.5	2.2	1.8
EBITDAPS	31,685	28,792	8,164	36,613	48,899
EV/EBITDA	4.6	3.5	26.6	5.8	4.1
SPS	59,063	61,293	45,008	81,515	99,184
PSR	2.2	1.2	4.1	2.2	1.8
CFPS	32,925	29,909	8,098	39,704	49,968
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증/감	34.8	3.8	-26.6	81.1	21.7
영업이익 증/감	147.6	-45.1	작전	흑전	61.0
순이익 증/감	102.1	-76.7	작전	흑전	58.6
수익성					
ROC	14.1	5.0	-7.8	12.9	20.1
ROA	14.8	6.8	-7.6	12.2	16.9
ROE	16.8	3.6	-15.6	14.4	19.4
안정성					
부채비율	54.9	64.1	87.5	98.4	86.4
순차입금비율	16.8	29.0	46.7	35.1	17.8
이자보상배율	47.7	12.8	-5.3	9.4	14.8

자료: SK 하이닉스, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	26,907	28,733	30,468	50,417	63,406
현금및현금성자산	5,058	4,977	7,587	24,193	35,323
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	6,942	12,405	15,142
재고자산	8,950	15,665	13,481	11,307	10,176
기타유동자산	4,472	2,647	2,458	2,511	2,764
비유동자산	69,439	75,138	69,862	70,731	73,494
유형자산	53,226	60,229	52,705	52,253	53,161
관계기업투자금	1,410	1,353	1,367	1,396	1,425
기타비유동자산	14,803	13,557	15,790	17,082	18,908
자산총계	96,347	103,872	100,330	121,148	136,901
유동부채	14,735	19,844	21,008	35,252	38,263
매입채무 및 기타채무	8,379	10,807	7,026	6,841	6,675
차입금	233	3,833	4,146	4,146	4,146
유동상채무	2,648	3,590	5,712	6,425	7,229
기타유동부채	3,476	1,614	4,125	17,840	20,213
비유동부채	19,420	20,737	25,819	24,838	25,177
차입금	14,743	15,571	19,611	18,421	18,296
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4,677	5,166	6,207	6,416	6,881
부채총계	34,155	40,581	46,826	60,089	63,440
자본계분	62,157	63,266	53,504	61,059	73,462
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,373	4,373
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	54,154	66,410
기타자본변동	-1,619	-1,413	-1,255	-1,125	-978
비자본계분	34	24	-1	-1	-1
자본총계	62,191	63,291	53,504	61,058	73,461
순차입금	10,471	18,373	24,960	21,403	13,071

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	19,798	14,781	4,278	20,735	28,002
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
비현금항목의 가감	14,354	19,532	15,033	20,645	23,280
감가상각비	10,657	14,151	13,674	13,134	13,826
외환손익	61	1,057	332	319	319
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	3,636	4,324	1,027	7,192	9,135
자산취득의 증감	-3,018	-2,690	794	-3,536	-1,798
기타현금흐름	-1,154	-4,303	-2,411	-4,634	-6,577
투자활동 현금흐름	-22,392	-17,884	-7,335	-12,873	-14,976
투자자산	-74	198	-19	23	15
유형자산	-12,407	-18,687	-6,785	-11,967	-13,947
기타	-9,911	604	-531	-929	-1,044
재무활동 현금흐름	4,492	2,822	5,697	1,227	-619
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	2,000	0	1,000	-1,000
장기차입금	5,613	1,532	6,969	810	874
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-805	-1,681	-826	-826	-826
기타	-315	971	-446	243	333
현금의 증감	2,082	-81	2,610	16,605	11,131
기초 현금	2,976	5,058	4,977	7,587	24,193
기말 현금	5,058	4,977	7,587	24,193	35,323
NOPLAT	8,895	3,813	-6,059	9,691	15,606
FCF	6,094	-1,783	-1,165	9,104	13,678