

2024.07.26

SK하이닉스 (000660)

경기 및 HBM 수급 둔화 우려

중립 투자 의견을 유지하고 목표주가를 217,000원으로 하향

SK하이닉스의 2Q24 매출과 영업이익은 16.4조원과 5.5조원을 기록하여 당사 기존 전망치인 16.2조원과 6.1조원 대비 매출은 상회했고 영업이익은 하회했다. 단 동사 2Q24 영업이익은 최근에 상향 조정되었던 시장 기대치에는 부합한 것으로 보인다.

3Q24와 올해 동사 영업이익은 7.2조원과 23.9조원을 기록하여 당사 기존 전망치 8.6조원과 26.7조원을 하회할 것으로 예상된다. 그리고 동사 주가와 역사적으로 동행해온 OECD 경기선행지수가 올해 내에 하락 전환할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 또한 삼성전자의 HBM3E가 엔비디아에 본격 공급되기 시작할 경우 HBM의 수급이 둔화될 것으로 예상된다.

이러한 점들을 반영하여 동사에 대한 중립 투자 의견을 유지하고 목표주가를 217,000원으로 하향한다. 신규 목표주가는 하향 조정된 올해 예상 BPS에 동사가 역사적으로 가장 높은 Valuation 배수를 기록했던 2005년~2012년 구간의 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 2.30배를 적용하여 도출한 것이다.

2Q24 영업이익은 시장 기대치에 부합했으나...

동사 2Q24 영업이익은 5.5조원을 기록하여 시장 컨센서스에는 부합했으나 한때 7조원에 달했던 시장 일부의 최고 기대치에는 미치지 못했다. 동사 2Q24 영업이익에는 재고자산평가손 환입 3천억원이 포함되었으며, 이는 당사가 가정했던 환입 규모보다는 적은 수준이다. 이와 더불어 동사가 2Q24부터 출하를 시작한 HBM3E의 이익률이 비용 증가와 상대적으로 낮은 수율에 따라 HBM3 대비 다소 낮았던 점이, 당사의 이익 전망치가 동사 실제 이익보다 높았던 이유인 것으로 보인다.

3Q24 영업이익을 7.2조원으로 전망

동사는 3Q24 DRAM, NAND 출하증가율을 한자리수대 초반 증가와 한자리수대 중반 하락으로 제시했고 당사는 3Q24 동사 DRAM, NAND ASP가 각각 10%, 9% 상승할 것으로 예상하고 있다. 동사의 출하증가율 가이드선스와 당사의 ASP 가정을 감안하여 도출된 동사 3Q24 매출과 영업이익 전망치는 18.2조원과 7.2조원이다.

가격 상승폭이 전분기 대비 축소되는 것은 그간의 반도체 가격 상승에 따라 Set 업체들의 이익률에 부담이 되기 시작했으며, 이는 고객들의 가격 저항을 이끌 것으로 보이기 때문이다. 그간 DRAM보다 높은 상승률을 보여온 NAND ASP는 감소이 종료되었고 고객들의 재고재축적이 어느정도 진행됨에 따라 3Q24부터는 DRAM보다 상승폭이 축소될 것으로 판단된다.

HBM 수급 둔화 가능성

각 가속기 반도체 업체들에게 할당된 CoWoS 설비가 100% 가동된다고 가정할 경우, 올해 HBM을 탑재하는 가속기 반도체의 생산량은 최대 932만개 (엔비디아 473만개 포함)를 기록할 전망이다. 이를 반영한 HBM의 올해 최대 수요량은 8.8억GB이며 올해 HBM 3사의 생산 계획은 총 13.8억GB에 달해 수요량을 넘어서는 것으로 판단된다.



Company Brief

Hold (Maintain)

목표주가(12M) 217,000원(하향)
종가(2024.07.25) 190,000원
상승여력 14.2 %

Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	138,320십억원
외국인지분율	55.5%
52주 주가	113,000~241,000원
60일평균거래량	3,964,921주
60일평균거래대금	834.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.6	11.4	38.3	67.5
상대수익률	-13.3	8.3	28.6	64.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	66,666	74,132	57,823
영업이익(십억원)	-7,730	23,863	25,755	10,177
순이익(십억원)	-9,112	15,943	17,910	6,501
EPS(원)	-12,517	21,899	24,601	8,930
BPS(원)	73,495	94,396	118,000	125,933
PER(배)		8.7	7.7	21.3
PBR(배)	1.9	2.0	1.6	1.5
ROE(%)	-15.6	26.1	23.2	7.3
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	4.2	3.5	5.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@hi-ib.com

[IT RA]

손우성 2122-9785 useong@hi-ib.com

올해 SK하이닉스의 공급량만으로 소비량을 모두 충당할 수 있었던 엔비디아가 삼성전자의 HBM3E 제품을 본격적으로 구매하기 시작할 경우, HBM 부문의 경쟁 심화와 공급 과잉으로의 전환이 가능할 것으로 보인다.

만약 현재 초기 AI 투자기에 경쟁적으로 가속기 반도체를 확보 중인 미국, 중국 빅테크 업체들이 비용 증가, AI 매출 저조, 재고 증가, 경기 둔화 등의 이유로 내년부터 투자 강도를 완화한다면 HBM 수요도 현재 시장의 높은 기대치를 하회할 수 있다.

DRAM Capex 대폭 증가 예상

SK하이닉스와 Micron의 FY24 Capex는 각각 18조원, 80억 달러로 YoY 130%, 12% 증가할 것으로 추정된다. NAND 신규 생산 설비 증설은 여전히 제한적이거나 HBM, DRAM 공정 전환 투자는 전년 대비 대폭 증가할 전망이다. SK하이닉스의 올해 DRAM Capex는 1B 나노 전환, HBM 투자 확대에 따라 YoY 210% 증가하는 16조원에 달할 전망이고, Micron은 4Q24부터 매분기 최소한 30억 달러 이상을 투자할 계획이다. 아직 Capex 증가 계획을 밝히지 않고 있는 삼성전자도 HBM Capex를 최소한 SK하이닉스와 동일한 수준으로 증설할 계획이고, P4 라인 투자를 재개했으므로 올해 Capex가 당초 예상치를 크게 상회할 것으로 보인다.

비록 HBM의 낮은 생산성이 Capex 증가를 상당 부분 상쇄할 전망이나, 최근 삼성전자와 SK하이닉스가 Legacy DRAM 설비도 증설할 계획을 밝힌 점은 향후 업황 전망에 다소의 우려를 불러올 수 있다.

OECD 경기선행지수 하락 전환 가능성

역사적으로 반도체 주가와 동행해온 OECD 경기선행지수는 CY22 10월 98.8을 바닥으로 CY24 6월 현재 100.3까지 20개월간 상승세를 지속 중이다. 이에 따라 반도체 주가도 6월까지 강세를 보인 것으로 판단된다.

그러나 OECD 경기선행지수를 선행하는 OECD 경기선행지수 YoY 증감률이 하락을 개시한지 8개월이 지났으므로, 조만간 OECD 경기선행지수의 하락 전환이 발생할 가능성이 존재한다.

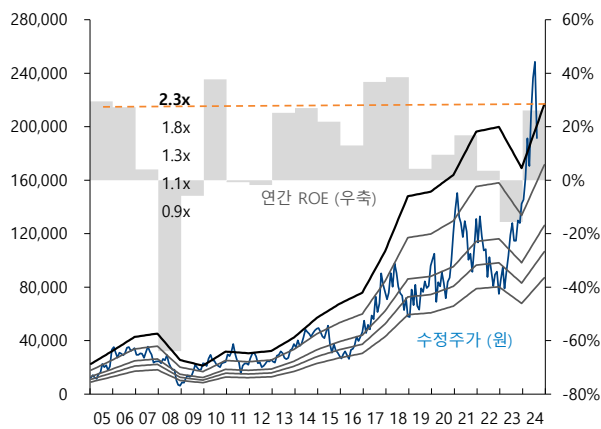
만약 향후 OECD 경기선행지수가 하락을 개시한다면 이는 반도체 주가가 이미 하락 추세에 접어들었고, 반도체 업황은 6개월 이후 둔화되기 시작할 가능성이 존재한다는 의미로 판단된다.

표 1. SK하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	11,868	16,021	19,242	19,432	16,266	19,687	20,059	20,861	58,858	66,563	76,873
% QoQ / YoY	-19.5%	35.0%	20.1%	1.0%	-16.3%	21.0%	1.9%	4.0%	1.0%	13.1%	15.5%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.21	0.22	0.25	0.29	0.35	0.40	0.44	0.45	0.39	0.25	0.42
% QoQ / YoY	-18.9%	8.7%	10.0%	18.3%	20.3%	14.8%	10.0%	3.0%	-16.6%	-36.8%	68.7%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	2,438	3,578	4,727	5,648	5,687	7,901	8,855	9,485	22,923	16,390	31,929
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	23,416	35,160	36,900	36,392	36,247	35,522	33,782	36,247	106,710	131,867	141,799
% QoQ / YoY	-14.8%	50.2%	4.9%	-1.4%	-0.4%	-2.0%	-4.9%	7.3%	45.7%	23.6%	7.5%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.06	0.05	0.05	0.08	0.10	0.11	0.12	0.13	0.11	0.06	0.12
% QoQ / YoY	-9.9%	-10.0%	-0.5%	40.5%	30.3%	17.0%	8.5%	3.0%	-19.5%	-43.3%	91.4%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,396	1,887	1,970	2,730	3,543	4,062	4,192	4,632	11,400	7,982	16,429
기타 매출 (백만달러)	92	91	202	178	107	110	115	115	534	563	448
연결기준 매출 (백만달러)	3,925	5,556	6,899	8,555	9,337	12,073	13,162	14,233	34,857	24,935	48,805
원/달러 환율 (원)	1,296	1,315	1,314	1,322	1,331	1,360	1,380	1,380	1,280	1,314	1,366
연결기준 매출 (십억원)	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	18,167	19,645	44,622	32,766	66,666
매출원가 (십억원)	6,733	8,484	9,002	9,080	7,635	8,927	8,857	9,131	28,994	33,299	34,550
매출총이익 (십억원)	-1,645	-1,178	64	2,226	4,795	7,496	9,311	10,514	15,628	-533	32,116
판매비 (십억원)	1,757	1,704	1,856	1,880	1,909	2,028	2,094	2,223	8,818	7,197	8,254
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,469	7,217	8,291	6,809	-7,730	23,863
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	23.2%	33.3%	39.7%	42.2%	15.3%	-23.6%	35.8%
DRAM 영업이익 (십억원)	-1,104	-239	725	1,638	2,544	4,707	6,000	6,642	8,908	1,021	19,894
%/Sales	-34.9%	-5.1%	11.7%	22.0%	33.6%	43.8%	49.1%	50.7%	30.3%	4.7%	45.6%
NAND 영업이익 (십억원)	-2,285	-2,629	-2,541	-1,307	337	749	1,212	1,651	-2,163	-8,763	3,949
%/Sales	-126.3%	-106.0%	-98.2%	-36.2%	7.2%	13.6%	20.9%	25.8%	-14.8%	-83.6%	17.6%

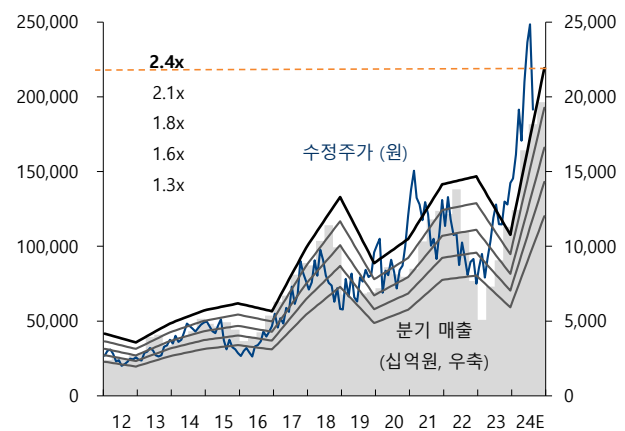
자료: SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

그림1. P/B Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



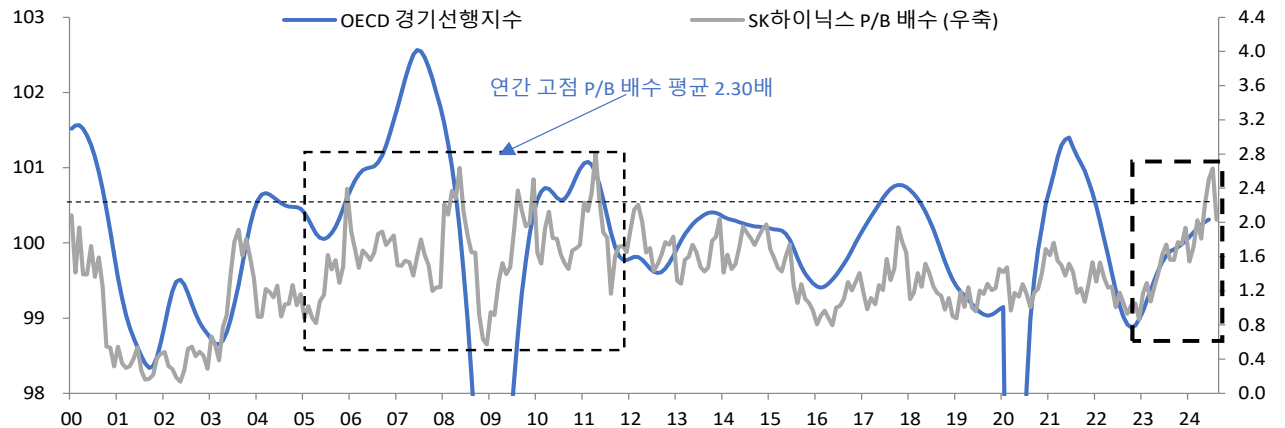
자료: SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

그림2. P/S Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



자료: SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

그림 3. OECD 경기선행지수와 SK하이닉스의 역사적 P/B 밴드



자료: SK하이닉스, Datastream, 하이투자증권 리서치본부

표 1. CoWoS Capa 할당량에 기반한 HBM 탑재 가속기 반도체 생산 가능량 전망

CY24	Nvidia AI GPU 생산량	Net Die	H20	29	
			H100	29	
			H200	29	
			B100	15	
		CoWoS (K)	193	258%	
		비중	H20	18%	
			H100	32%	
			H200	18%	
			B100	32%	
		Chip 수 (K)	H20	1,015	
	H100		1,769		
	H200		1,015		
	B100		930		
	Total		4,729	203%	
	AMD AI GPU 생산량	Net Die	MI300X	16	
		CoWoS (K)		40	578%
		비중	MI300X	100%	
		Chip 수 (K)	MI300X	640	623%
	Intel AI GPU 생산량	Net Die	Gaudi2	30	
			Gaudi3	20	
CoWoS (K)			8	167%	
비중		Gaudi2	50%		
		Gaudi3	50%		
Chip 수 (K)		Gaudi2	120		
		Gaudi3	80		
		Total	200	122%	
ASIC/FPGA 생산량	Net Die	Avg.	34		
	CoWoS (K)		110	108%	
	Chip 수 (K)		3,749	132%	
Total AI 가속기 생산량	Chip 수 (K)		9,318	178%	

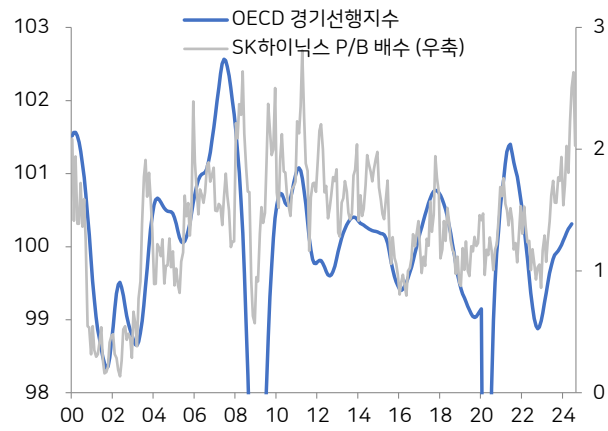
자료: 대만 서버 ODM, 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

표 2. HBM 최대 수요량 전망

	고객	가속기 반도체		HBM				
		제품명	생산량 (K)	제품명	개당 용량 (GB)	가속기 당 개수	가속기 당 총용량	수요 (M GB) % YoY
CY24	Nvidia	H20	1,015	HBM3	16	6	96	97
		H100	1,769	HBM3	16	5	80	142
		H200	1,015	HBM3E	24	6	144	146
		B100	930	HBM3E	24	8	192	179
		Total	4,729					564 390%
	AMD	MI300X	640	HBM3	24	8	192	123 623%
	Intel	Gaudi2	120	HBM2E	16	6	96	12
		Gaudi3	80	HBM2E	16	8	128	10
		Total	200					22 152%
	기타	ASIC/FPGA	3,749	HBM2E/3	17	3	46	174 148%
	Total		9,318				95	882 319%

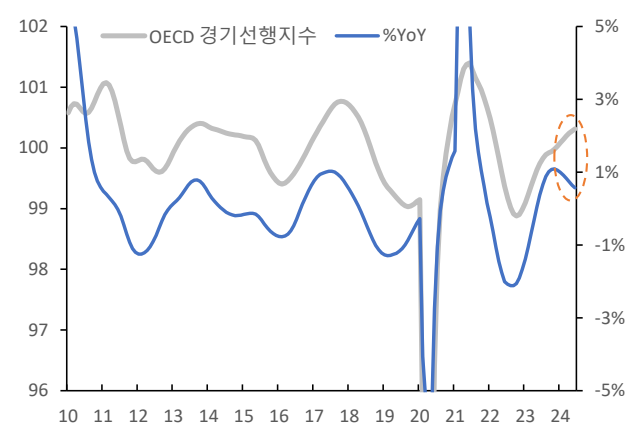
자료: 대만 서버 ODM, 각사 자료, 하이투자증권 리서치본부

그림4. OECD 경기선행지수와 SK하이닉스 P/B 배수



자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

그림5. OECD 경기선행지수와 YoY 증감률 추이



자료: Datastream, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

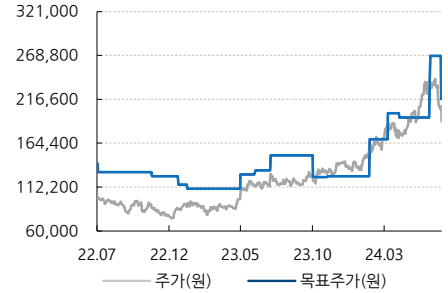
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	30,468	32,367	48,421	56,976	매출액	32,766	66,666	74,132	57,823
현금 및 현금성자산	7,587	10,071	24,027	37,596	증가율(%)	-26.6	103.5	11.2	-22.0
단기금융자산	1,433	1,421	1,408	1,396	매출원가	33,299	34,550	39,290	40,476
매출채권	6,942	10,000	11,120	5,782	매출총이익	-533	32,116	34,842	17,347
재고자산	13,481	10,000	11,120	11,565	판매비와관리비	7,197	8,254	9,087	7,170
비유동자산	69,862	74,355	75,953	72,273	연구개발비	3,751	4,200	4,670	3,643
유형자산	52,705	59,325	61,289	57,761	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,835	3,217	2,726	2,334	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	100,330	106,721	124,374	129,249	영업이익	-7,730	23,863	25,755	10,177
유동부채	21,008	16,338	16,759	15,840	증가율(%)	적전	흑전	7.9	-60.5
매입채무	1,846	3,755	4,176	3,257	영업이익률(%)	-23.6	35.8	34.7	17.6
단기차입금	4,146	2,146	2,146	2,146	이자수익	2,262	2,321	2,656	2,981
유동성장기부채	5,712	3,200	3,200	3,200	이자비용	6,093	4,733	4,480	4,480
비유동부채	25,819	21,619	21,619	21,619	지분법이익(손실)	15	15	15	15
사채	9,490	7,290	7,290	7,290	기타영업외손익	-111	-150	-	-
장기차입금	12,523	10,523	10,523	10,523	세전계속사업이익	-11,658	21,316	23,945	8,692
부채총계	46,826	37,957	38,378	37,459	법인세비용	-2,520	5,329	5,986	2,173
지배주주지분	53,504	68,721	85,904	91,679	세전계속이익률(%)	-35.6	32.0	32.3	15.0
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	-9,138	15,987	17,959	6,519
자본잉여금	4,373	4,373	4,373	4,373	순이익률(%)	-27.9	24.0	24.2	11.3
이익잉여금	46,729	61,846	78,929	84,604	지배주주귀속 순이익	-9,112	15,943	17,910	6,501
기타자본항목	-1,255	-1,155	-1,055	-955	기타포괄이익	100	100	100	100
비지배주주지분	-1	43	93	111	총포괄이익	-9,037	16,087	18,059	6,619
자본총계	53,504	68,764	85,997	91,790	지배주주귀속총포괄이익	-9,013	16,043	18,009	6,601

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,278	27,792	29,189	23,915	주당지표 (원)				
당기순이익	-9,138	15,987	17,959	6,519	EPS	-12,517	21,899	24,601	8,930
유형자산감가상각비	13,121	11,380	13,036	13,528	BPS	73,495	94,396	118,000	125,933
무형자산감가상각비	553	617	492	391	CFPS	6,265	38,379	43,183	28,050
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
투자활동 현금흐름	-7,335	-19,683	-16,684	-11,684	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6,785	-18,000	-15,000	-10,000	PER		8.7	7.7	21.3
무형자산의 처분(취득)	-454	-	-	-	PBR	1.9	2.0	1.6	1.5
금융상품의 증감	13	13	13	12	PCR	22.6	5.0	4.4	6.8
재무활동 현금흐름	5,697	-10,008	-1,297	-1,297	EV/EBITDA	21.2	4.2	3.5	5.1
단기금융부채의증감	-	-4,512	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	6,969	-4,200	-	-	ROE	-15.6	26.1	23.2	7.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	18.1	53.8	53.0	41.7
배당금지급	-826	-826	-826	-826	부채비율	87.5	55.2	44.6	40.8
현금및현금성자산의증감	2,610	2,484	13,956	13,569	순부채비율	42.7	17.0	-2.6	-17.2
기초현금및현금성자산	4,977	7,587	10,071	24,027	매출채권회전율(x)	5.3	7.9	7.0	6.8
기말현금및현금성자산	7,587	10,071	24,027	37,596	재고자산회전율(x)	2.2	5.7	7.0	5.1

자료 : SK하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

SK하이닉스 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-07-27	Buy	130,000	-29.8%	-23.5%
2022-11-18	Buy	125,000	-34.9%	-30.2%
2023-01-13	Buy	115,000	-23.1%	-19.7%
2023-02-01	Buy	110,000	-19.1%	-10.7%
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%