

SK 하이닉스 (000660/KS)

목표주가 상향 조정

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 220,000 원(상향)

현재주가: 163,600 원

상승여력: 34.5%

1Q24 영업이익 1.6 조원으로 시장컨센서스 상회 예상

SK 하이닉스의 1Q24 영업이익은 1.6 조원 (+368% QoQ)으로 시장컨센서스 1.1 조원을 상회할 것으로 예상된다. 가격 반등을 위한 보수적 출하 정책 지속으로 DRAM, NAND Blended ASP 반등 폭이 기존 예상을 상회할 것으로 판단하기 때문이다. 출하는 DRAM -13% QoQ, NAND -4% QoQ 로 DRAM은 가이던스 수준, NAND는 가이던스를 하회할 것으로 보이나, 가격은 DRAM +16% QoQ, NAND +18% QoQ 수준을 기록할 것으로 예상된다. 업황의 골이 깊었다는 점을 감안하면, 재고평가손실환입 관점에서 가격 반등이 수익성에 미치는 영향이 높은 구간이다.

목표주가 220,000 원으로 상향 조정. 대형주 Top-pick 유지

SK 증권은 SK 하이닉스의 목표주가를 기존 190,000 원에서 220,000 원으로 16% 상향한다. AI 강세에 따른 HBM의 높은 성장성과 SK 하이닉스의 시장 주도적 위치는 최소한 2025년까지 유지될 것으로 전망한다. 경쟁자들의 시장 진입이 예정되어 있으나, 8Hi에서 MR-MUF의 높은 생산성은 2025년 물량에 대한 선제적 수주 가시성을 높이고, 수익성 측면에서 차별화 된 모습을 시현할 것으로 예상된다. 거시경제의 회복이 더딜수록, HBM이 실적에 미치는 영향은 두드러질 것이며, HBM 증설에 따른 Commodity capax loss의 기회 비용은 높지 않고, 거시경제 회복 시 높아질 기회 비용은 HBM 프리미엄과 Commodity 가격 탄력성으로 환원 될 것으로 전망한다.

SK 증권은 2024년, 2025년 예상 영업이익을 각각 3%, 18% 상향 조정하고, 목표주는 2024, 2025년 평균 BPS 95,775 원에 Target P/B 2.3X (2013년 흑자전환 사이클 2.0X에 HBM 프리미엄 10%를 할증)를 적용했다. Specialty로 자리잡은 HBM 경쟁력에 따른 수익성 차별화는 과거 사이클 대비 ROE를 높이는 요소가 될 것이라는 점에서 더 높은 P/B 적용은 합리적이라 판단한다. 대형주 Top-pick을 유지한다.

Analyst
한동희donghee.han@sk.com
3773-8826

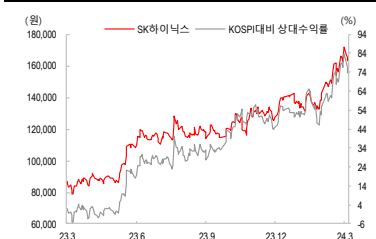
Company Data

발행주식수	72,800 만주
시가총액	119,101 십억원
주요주주	
에스케이스퀘어(외9)	20.07%
국민연금공단	7.90%

Stock Data

주가(24/03/13)	163,600 원
KOSPI	2,693.57pt
52주 최고가	171,900 원
52주 최저가	79,000 원
60일 평균 거래대금	535 십억원

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	31,900	42,998	44,622	32,766	61,006	80,250
영업이익	십억원	5,013	12,410	6,809	-7,730	11,720	22,367
순이익(지배주주)	십억원	4,755	9,602	2,230	-9,112	7,417	15,541
EPS	원	6,532	13,190	3,063	-12,517	10,188	21,347
PER	배	18.1	9.9	24.5	-11.3	16.1	7.7
PBR	배	1.6	1.5	0.8	1.8	1.9	1.5
EV/EBITDA	배	6.4	4.6	3.5	21.5	5.3	3.2
ROE	%	9.5	16.8	3.6	-15.6	13.1	23.0

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	5,088	7,306	9,066	11,306	12,214	14,976	16,612	17,205	44,622	32,766	61,007
QoQ %	-34%	44%	24%	25%	8%	23%	11%	4%	4%	-27%	86%
YoY %	-58%	-47%	-17%	47%	140%	105%	83%	52%			
DRAM	2,927	4,483	6,073	7,261	7,557	9,746	10,964	11,451	28,169	20,744	39,718
NAND	1,679	2,290	2,389	3,272	3,822	4,205	4,512	4,577	14,184	9,630	17,117
영업이익	(3,405)	(2,882)	(1,792)	346	1,619	2,540	3,665	3,896	6,809	(7,734)	11,720
QoQ %	적지	적지	적지	흑전	368%	57%	44%	6%	-45%	적전	흑전
YoY %	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	1026%			
DRAM	(1,339)	(44)	610	1,515	2,265	3,296	4,357	4,812	9,090	742	14,731
NAND	(1,712)	(2,719)	(2,033)	(997)	(765)	(612)	(563)	(494)	(1,874)	(7,462)	(2,434)
지배순이익	(2,580)	(2,991)	(2,184)	(138)	906	1,600	2,465	2,446	2,230	(7,298)	7,417
QoQ %	적지	적지	적지	적지	흑전	77%	54%	-1%	-77%	적전	흑전
YoY %	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	흑전			
영업이익률	-67%	-39%	-20%	3%	13%	17%	22%	23%	15%	-24%	19%
DRAM	-46%	-1%	10%	21%	30%	34%	40%	42%	32%	4%	37%
NAND	-102%	-119%	-85%	-30%	-20%	-15%	-12%	-11%	-13%	-77%	-14%
지배순이익률	-51%	-41%	-24%	-1%	7%	11%	15%	14%	5%	-22%	12%

자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DRAM											
Shipment (1Gb equiv. mn)	11,749	15,919	19,389	19,872	17,289	19,536	20,318	20,724	57,657	66,930	77,867
QoQ %	-19%	35%	22%	2%	-13%	13%	4%	2%	3%	16%	16%
ASP (\$)	0.20	0.21	0.24	0.29	0.33	0.38	0.42	0.43	0.38	0.24	0.39
QoQ %	-17%	9%	12%	19%	16%	15%	9%	4%	-21%	-37%	64%
NAND											
Shipment (1GB equiv. mn)	30,864	46,296	49,301	48,561	46,619	46,153	48,922	49,411	147,446	175,023	191,105
QoQ %	-18%	50%	6%	-2%	-4%	-1%	6%	1%	46%	19%	9%
ASP (\$)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07	0.04	0.07
QoQ %	-8%	-12%	-2%	42%	18%	12%	2%	2%	-18%	-43%	62%

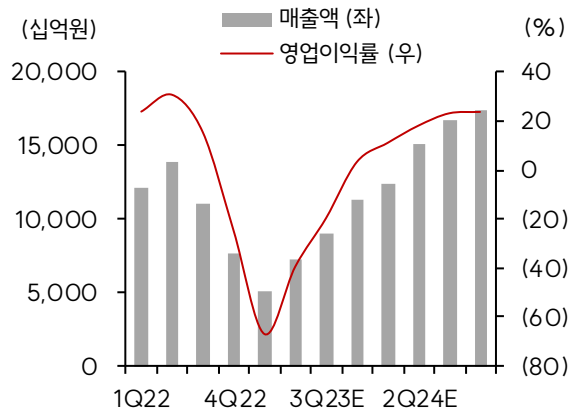
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 2023년 분기 실적 전망 변경

	변경 후				변경 전				차이			
	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	12,214	14,976	16,612	17,205	11,528	13,561	15,101	16,904	6%	10%	10%	2%
DRAM	7,557	9,746	10,964	11,451	7,594	8,784	9,783	11,165	0%	11%	12%	3%
NAND	3,822	4,205	4,512	4,577	3,245	3,966	4,414	4,728	18%	6%	2%	-3%
영업이익	1,619	2,540	3,665	3,896	975	2,374	3,368	4,367	66%	7%	9%	-11%
DRAM	2,265	3,296	4,357	4,812	2,026	3,103	3,780	4,734	12%	6%	15%	2%
NAND	(765)	(612)	(563)	(494)	(1,221)	(736)	(444)	(258)	적지	적지	적지	적지
영업이익률	13%	17%	22%	23%	8%	18%	22%	26%	5%p	-1%p	0%p	-3%p
DRAM	30%	34%	40%	42%	27%	35%	39%	42%	3%p	-2%p	1%p	0%p
NAND	-20%	-15%	-12%	-11%	-38%	-19%	-10%	-5%	18%p	4%p	-2%p	-5%p
지배순이익	906	1,600	2,465	2,446	515	1,602	2,381	2,952	76%	0%	4%	-17%
지배순이익률	7%	11%	15%	14%	4%	12%	16%	17%	3%p	-1%p	-1%p	-3%p

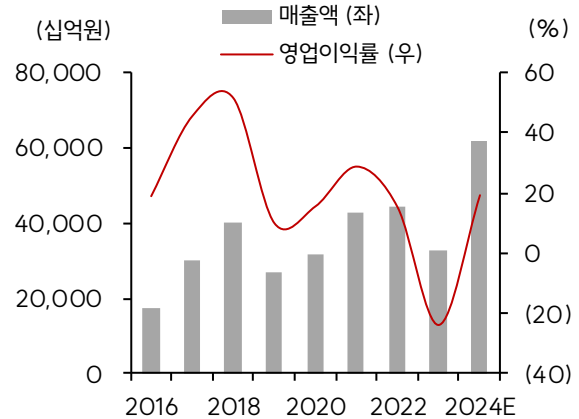
주: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



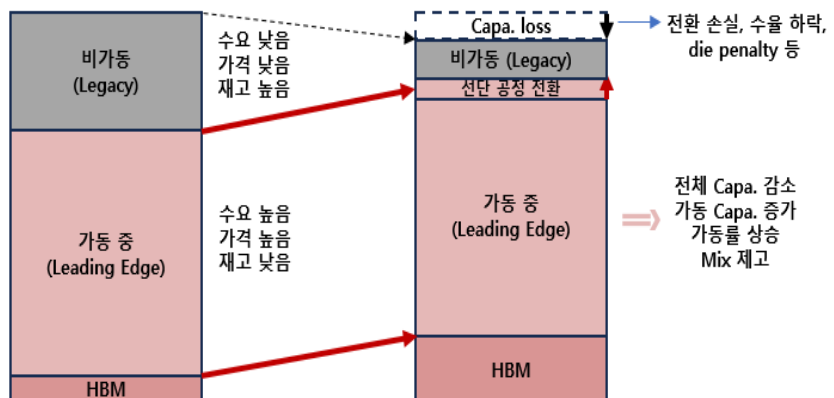
자료: 전자공시, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 전자공시, SK 증권 추정

HBM의 나비효과: Commodity 생산능력 감소



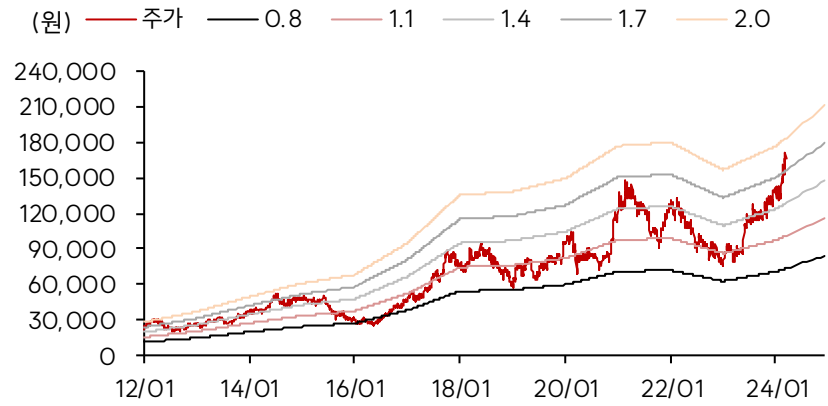
자료: SK 증권

메모리 3사 12m Fwd. P/B 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 12m Fwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 2025년 영업이익, BPS, Target P/B 별 목표주가 시나리오

25E OP (조원)		16	18	20	22	24	28
25E BPS (원)		93,794	97,591	101,388	105,185	108,982	116,576
Target P/B	1.6X	150,071	156,146	162,221	168,296	174,372	186,522
	1.8X	168,830	175,664	182,499	189,333	196,168	209,837
	2.0X	187,589	195,183	202,777	210,371	217,964	233,152
	2.2X	206,348	214,701	223,054	231,408	239,761	256,467
	2.4X	225,107	234,219	243,332	252,445	261,557	279,783
	2.6X	243,866	253,738	263,610	273,482	283,354	303,098

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	30,468	54,126	81,516
현금및현금성자산	5,058	4,977	7,587	28,753	53,756
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	6,942	10,120	12,997
재고자산	8,950	15,665	13,481	12,984	11,938
비유동자산	69,439	75,138	69,862	72,981	75,829
장기금융자산	7,478	7,462	5,845	6,753	7,779
유형자산	53,226	60,229	52,705	53,243	54,638
무형자산	4,797	3,512	3,835	3,390	3,010
자산총계	96,347	103,872	100,330	127,107	157,345
유동부채	14,735	19,844	21,008	39,194	54,378
단기금융부채	3,183	7,705	11,968	18,212	25,275
매입채무 및 기타채무	5,966	7,632	5,139	17,940	24,897
단기충당부채	3	252	287	436	605
비유동부채	19,420	20,737	25,819	27,815	28,148
장기금융부채	15,971	17,092	22,013	22,907	22,907
장기매입채무 및 기타채무	2,726	2,987	3,240	4,047	4,047
장기충당부채	0	1	2	2	3
부채총계	34,155	40,581	46,826	67,009	82,526
지배주주지분	62,157	63,266	53,504	60,095	74,809
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,373	4,373
기타자본구성요소	-2,295	-2,311	-2,269	-2,269	-2,269
자기주식	-2,302	-2,300	-2,273	-2,273	-2,273
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	53,320	68,034
비지배주주지분	34	24	-1	3	10
자본총계	62,191	63,291	53,504	60,098	74,819
부채와자본총계	96,347	103,872	100,330	127,107	157,345

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	19,937	15,105	5,305	29,930	35,315
당기순이익(손실)	9,616	2,242	-9,138	7,420	15,548
비현금성항목등	14,354	19,532	15,033	16,432	18,678
유형자산감가상각비	9,861	13,372	13,121	12,616	12,706
무형자산상각비	796	780	553	445	380
기타	3,697	5,380	1,359	3,371	5,592
운전자본감소(증가)	-3,018	-2,690	794	9,555	6,624
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2,526	3,342	-1,406	-3,178	-2,877
재고자산의감소(증가)	-697	-6,572	2,288	496	1,046
매입채무및기타채무의증가(감소)	176	141	83	10,914	6,957
기타	28	399	-171	1,323	1,497
법인세납부	-1,015	-3,979	-1,384	-2,241	-4,697
투자활동현금흐름	-22,290	-17,713	-7,100	-16,486	-16,343
금융자산의감소(증가)	-1,576	2,251	140	-303	-406
유형자산의감소(증가)	-12,407	-18,687	-6,785	-13,155	-14,100
무형자산의감소(증가)	-972	-738	-454	0	0
기타	-7,335	-540	-0	-3,028	-1,838
재무활동현금흐름	7,564	9,440	18,109	6,312	6,237
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	6,244	7,063
장기금융부채의증가(감소)	8,610	11,616	20,197	894	0
자본의증가(감소)	191	2	36	0	0
배당금지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
기타	-432	-496	-1,298	0	0
현금의 증가(감소)	2,082	-81	2,610	21,166	25,003
기초현금	2,976	5,058	4,977	7,587	28,753
기말현금	5,058	4,977	7,587	28,753	53,756
FCF	7,530	-3,582	-1,480	16,775	21,215

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

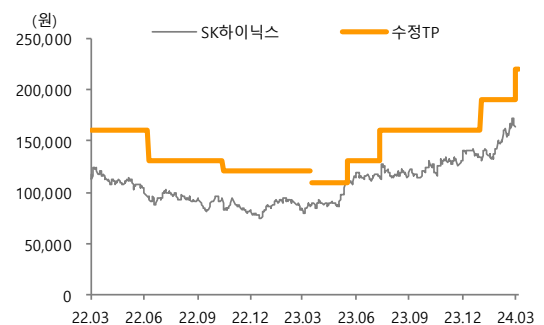
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,998	44,622	32,766	61,006	80,250
매출원가	24,046	28,994	33,299	36,672	42,792
매출총이익	18,952	15,628	-533	24,335	37,458
매출총이익률(%)	44.1	35.0	-1.6	39.9	46.7
판매비와 관리비	6,542	8,818	7,197	12,615	15,091
영업이익	12,410	6,809	-7,730	11,720	22,367
영업이익률(%)	28.9	15.3	-23.6	19.2	27.9
비영업손익	1,006	-2,807	-3,928	-2,058	-2,122
순금융손익	-238	-444	-1,252	-1,247	-849
외환관련손익	489	-405	-319	-714	-888
관계기업등 투자손익	162	131	15	103	59
세전계속사업이익	13,416	4,003	-11,658	9,662	20,245
세전계속사업이익률(%)	31.2	9.0	-35.6	15.8	25.2
계속사업법인세	3,800	1,761	-2,520	2,241	4,697
계속사업이익	9,616	2,242	-9,138	7,420	15,548
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	7,420	15,548
순이익률(%)	22.4	5.0	-27.9	12.2	19.4
지배주주	9,602	2,230	-9,112	7,417	15,541
지배주주귀속 순이익률(%)	22.3	5.0	-27.8	12.2	19.4
비지배주주	14	12	-25	3	7
총포괄이익	10,688	2,822	-9,037	7,420	15,548
지배주주	10,669	2,802	-9,015	7,331	15,362
비지배주주	18	20	-22	89	186
EBITDA	23,067	20,961	5,943	24,781	35,453

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	34.8	3.8	-26.6	86.2	31.5
영업이익	147.6	-45.1	적전	흑전	90.8
세전계속사업이익	115.1	-70.2	적전	흑전	109.5
EBITDA	56.0	-9.1	-71.6	317.0	43.1
EPS	101.9	-76.8	적전	흑전	109.5
수익성 (%)					
ROA	11.5	2.2	-8.9	6.5	10.9
ROE	16.8	3.6	-15.6	13.1	23.0
EBITDA마진	53.6	47.0	18.1	40.6	44.2
안정성 (%)					
유동비율	182.6	144.8	145.0	138.1	149.9
부채비율	54.9	64.1	87.5	111.5	110.3
순차입금/자기자본	16.8	29.0	46.7	17.7	-10.3
EBITDA/이자비용(배)	88.7	39.3	4.0	14.2	17.7
배당성향	11.0	37.0	-9.1	11.1	5.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,190	3,063	-12,517	10,188	21,347
BPS	88,543	90,064	76,616	85,669	105,882
CFPS	27,828	22,501	6,265	28,129	39,322
주당 현금배당금	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
Valuation지표 (배)					
PER	9.9	24.5	-11.3	16.1	7.7
PBR	1.5	0.8	1.8	1.9	1.5
PCR	4.7	3.3	22.6	5.8	4.2
EV/EBITDA	4.6	3.5	21.5	5.3	3.2
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.03.14	매수	220,000원	6개월		
2024.01.15	매수	190,000원	6개월	-21.94%	-9.53%
2023.07.25	매수	160,000원	6개월	-21.54%	-11.00%
2023.05.31	매수	130,000원	6개월	-11.71%	-8.08%
2023.03.30	매수	110,000원	6개월	-17.51%	0.27%
2022.10.27	매수	120,000원	6개월	-28.53%	-20.92%
2022.06.20	매수	130,000원	6개월	-28.33%	-21.15%
2022.02.08	매수	160,000원	6개월	-28.26%	-16.88%



Compliance Notice

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 03월 14일 기준)

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------