



BUY (유지)

목표주가(12M) 280,000원
현재주가(7.25) 190,000원

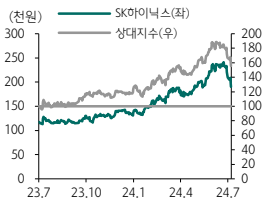
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,710.65
52주 최고/최저(원)	241,000/113,000
시가총액(십억원)	138,320.4
시가총액비중(%)	6.25
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,964.8
60일 평균 거래대금(십억원)	834.0
외국인지분율(%)	55.48
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 8 인	20.07
국민연금공단	7.90

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	67,895.7	87,360.7
영업이익(십억원)	22,739.5	32,691.6
순이익(십억원)	15,443.0	23,118.1
EPS(원)	21,167	31,678
BPS(원)	98,977	131,285

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	44,621.6	32,765.7	71,113.1	96,891.6
영업이익	6,809.4	(7,730.3)	24,787.2	40,006.4
세전이익	4,002.8	(11,657.8)	22,298.3	37,923.7
순이익	2,229.6	(9,112.4)	17,279.8	29,234.9
EPS	3,063	(12,517)	23,736	40,158
증감율	(76.78)	적전	흑전	69.19
PER	24.49	(11.30)	8.78	5.19
PBR	0.83	1.85	2.09	1.50
EV/EBITDA	3.48	21.53	4.30	2.53
ROE	3.56	(15.61)	27.93	34.62
BPS	90,064	76,616	99,583	138,605
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200



Analyst 김록호 rok.kim@hanafn.com
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 07월 26일 | 기업분석_Earnings Review

SK하이닉스 (000660)

HBM 효과를 지켜보자

2Q24 Review: 높았던 가격 베이스

SK하이닉스의 24년 2분기 매출액은 16.42조원(YoY +125%, QoQ +32%), 영업이익은 5.47조원(YoY 흑자전환, QoQ +89%)을 기록했다. 매출액과 영업이익 모두 하나증권의 직전 추정치를 하회했는데, DRAM과 NAND의 가격 상승폭이 가정을 하회했고, NAND 출하가 전분기대비 감소했기 때문이다. DRAM과 NAND 모두 업계 평균 및 동종업체대비 누적 가격 상승폭이 컸던 만큼 기저가 높았던 점이 주요인으로 분석된다. SK하이닉스의 DRAM 가격은 23년 2분기에 상승 전환한 이후 24년 1분기까지 57% 상승해 삼성전자 44% 및 Micron 12%보다 상승폭이 크다. NAND 역시 가격 하락이 멈춘 23년 3분기부터 24년 1분기까지 85% 상승해 삼성전자 41%, Micron 56%를 상회한다. HBM과 eSSD 매출 비중이 경쟁업체들보다 높아 믹스 개선이 선행되었기 때문이다. NAND 출하의 감소는 eSSD 외에는 수요가 강하지 않은 상황에서 수익성 중심으로 출하 정책을 펼친 결과로 해석된다. 재고평가 환입 규모는 하나증권의 추정치 5천억원을 하회하는 3천억원만 반영되었다.

가격 둔화를 극복할 수 있는 경쟁력과 하반기 수요가 관건

금번 실적 발표 통해 DRAM과 NAND의 가격 가정을 하향하며, 2024년 및 2025년 영업이익을 기존 추정치대비 각각 5%, 8% 하향 조정했다. NAND는 2024년 출하 성장률도 기존 16%에서 12%로 하향했다. 이는 24년 2분기와 3분기에 출하량이 역성장하기 때문이다. 24년 4분기에는 출하량 증가폭이 클 것으로 예상하지만, 2개 분기 연속 역성장을 만회하기는 어려울 것으로 판단한다. 향후 핵심 관전 포인트는 24년 3분기에 HBM 3E 8단 물량 극대화, 4분기에 12단 공급 개시를 통해 DRAM의 Blended ASP 상향 여력을 만들어낼 수 있느냐다. 이를 통해 실적 전망치의 상향 여부를 가늠할 수 있기 때문이다. 24년 하반기 또 다른 변수는 일반 DRAM의 공급이 제한되어 있는 만큼 수요의 증가 여력이다. 일반 서버/데이터센터 및 AI PC/스마트폰에서 긍정적인 소식이 들릴 가능성을 배제할 수 없다.

편더멘탈 요인 감안해도 단기 과락한 주가

SK하이닉스에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 280,000원을 유지한다. 메모리 가격의 하향 조정에 의한 2024년, 2025년 실적 하향이 부담스러운 것은 사실이다. 다만, DRAM 업황이 과거와 달리 HBM으로 인한 변수가 상존함을 간과해서는 안 된다. 제조 업체들의 CAPA 운영 및 출하 가격에 영향을 미치고 있기 때문에 과거 사이클을 답습하기 보다는 향후 상황을 지켜보는 것이 합리적이라 판단된다. SK하이닉스는 HBM 매출 비중으로 인해 업계 평균 및 동종 업체들과 DRAM 가격이 차별화되기 때문이다. 단기 주가 과락으로 인해 12개월 선행 기준 PBR은 1.55까지 하락해 있어 재진입 고민이 필요한 주가 레벨이라 판단한다.

도표 1. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 후)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
원/달러 평균		1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,371	1,375	1,360	1,306	1,358	1,351
Bit Growth	DRAM	-19%	36%	21%	3%	-15%	21%	3%	2%	16%	19%	10%
	NAND	-14%	46%	9%	-3%	0%	-3%	-5%	32%	21%	12%	17%
ASP Growth	DRAM	-16%	9%	11%	16%	21%	14%	17%	13%	-38%	79%	31%
	NAND	-10%	-12%	0%	40%	32%	17%	12%	5%	-45%	99%	7%
매출액 (십억원)	DRAM	2,951	4,530	6,075	7,349	7,582	10,839	13,106	14,929	20,904	46,457	66,735
	NAND	1,679	2,221	2,402	3,279	4,351	5,091	5,407	7,410	9,581	22,258	27,607
	Others	458	555	589	678	497	493	661	747	2,281	2,398	2,550
	합계	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	19,175	23,086	32,766	71,114	96,892
매출비율	DRAM	58%	62%	67%	65%	61%	66%	68%	65%	64%	65%	69%
	NAND	33%	30%	26%	29%	35%	31%	28%	32%	29%	31%	28%
	Others	9%	8%	6%	6%	4%	3%	3%	3%	7%	3%	3%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-36%	53%	34%	21%	3%	43%	21%	14%	-26%	122%	44%
	NAND	-27%	32%	8%	37%	33%	17%	6%	37%	-32%	132%	24%
	Others	-40%	21%	6%	15%	-27%	-1%	34%	13%	2%	5%	6%
	합계	-34%	44%	24%	25%	10%	32%	17%	20%	-27%	117%	36%
영업이익 (십억원)	DRAM	-1,450	-326	599	1,931	2,221	4,438	6,063	6,934	755	19,655	32,906
	NAND	-1,918	-2,582	-2,416	-1,654	631	988	1,265	2,096	-8,570	4,980	6,952
	Others	-34	26	25	69	34	43	55	20	85	152	148
	합계	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,469	7,382	9,050	-7,730	24,787	40,006
영업이익률	DRAM	-49%	-7%	10%	26%	29%	41%	46%	46%	4%	42%	49%
	NAND	-114%	-116%	-101%	-50%	15%	19%	23%	28%	-89%	22%	25%
	Others	-8%	5%	4%	10%	7%	9%	8%	3%	4%	6%	6%
	합계	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	39%	39%	-24%	35%	41%

자료: SK하이닉스, 하나증권

주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

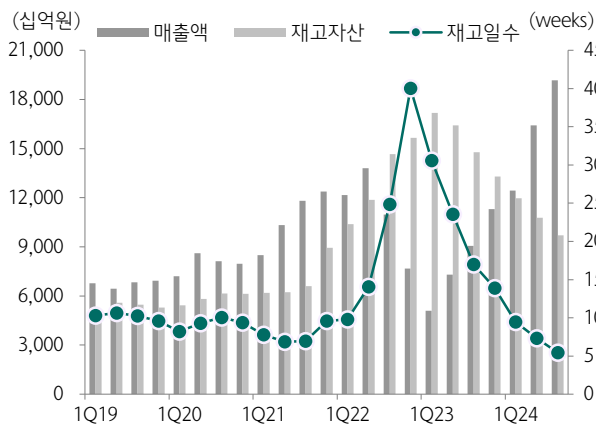
도표 2. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 전)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
원/달러 평균		1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,371	1,375	1,360	1,306	1,358	1,351
Bit Growth	DRAM	-19%	36%	21%	3%	-15%	14%	5%	2%	16%	15%	10%
	NAND	-14%	46%	9%	-3%	0%	1%	9%	2%	21%	16%	18%
ASP Growth	DRAM	-16%	9%	11%	16%	21%	21%	16%	11%	-38%	85%	30%
	NAND	-10%	-12%	0%	40%	32%	20%	15%	10%	-45%	110%	17%
매출액 (십억원)	DRAM	2,951	4,530	6,075	7,349	7,582	10,770	13,126	14,687	20,904	46,165	65,465
	NAND	1,679	2,221	2,402	3,279	4,351	5,465	6,853	7,615	9,581	24,285	33,360
	Others	458	555	589	678	497	620	661	747	2,281	2,525	2,683
	합계	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,855	20,641	23,049	32,766	72,975	101,509
매출비율	DRAM	58%	62%	67%	65%	61%	64%	64%	64%	64%	63%	64%
	NAND	33%	30%	26%	29%	35%	32%	33%	33%	29%	33%	33%
	Others	9%	8%	6%	6%	4%	4%	3%	3%	7%	3%	3%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-36%	53%	34%	21%	3%	42%	22%	12%	-26%	121%	42%
	NAND	-27%	32%	8%	37%	33%	26%	25%	11%	-32%	153%	37%
	Others	-40%	21%	6%	15%	-27%	25%	7%	13%	2%	11%	6%
	합계	-34%	44%	24%	25%	10%	36%	22%	12%	-27%	123%	39%
영업이익 (십억원)	DRAM	-1,450	-326	599	1,931	2,275	4,476	6,341	7,225	755	20,317	34,339
	NAND	-1,918	-2,582	-2,416	-1,654	605	1,087	1,867	2,172	-8,570	5,731	8,897
	Others	-34	26	25	69	6	61	38	43	85	148	57
	합계	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,623	8,247	9,441	-7,730	26,197	43,293
영업이익률	DRAM	-49%	-7%	10%	26%	30%	42%	48%	49%	4%	44%	52%
	NAND	-114%	-116%	-101%	-50%	14%	20%	27%	29%	-89%	24%	27%
	Others	-8%	5%	4%	10%	1%	10%	6%	6%	4%	6%	2%
	합계	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	40%	41%	-24%	36%	43%

자료: SK하이닉스, 하나증권

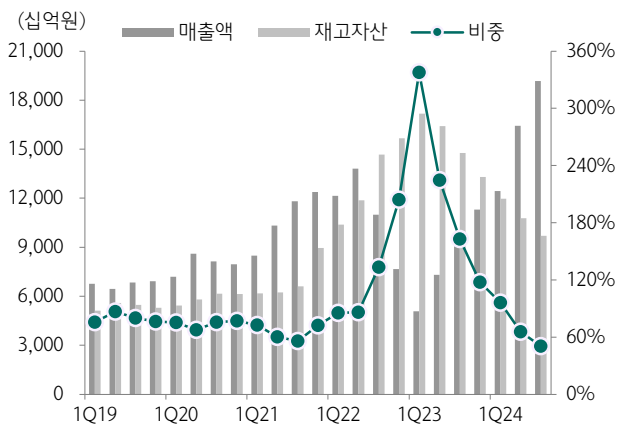
주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

도표 3. 재고일수 추이



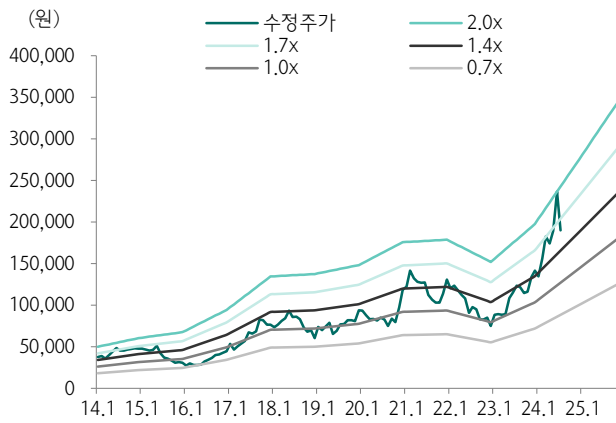
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 4. 매출액대비 재고자산 비중 추이



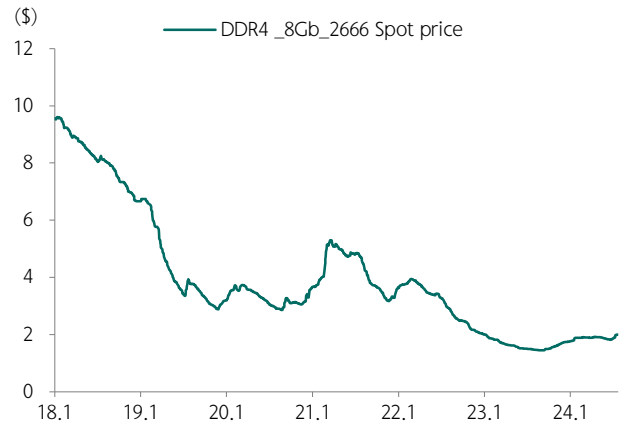
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 5. 12M Forward PBR 밴드



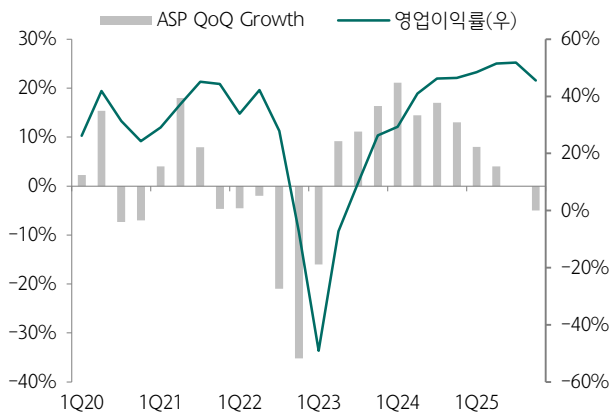
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 6. DRAM 현물가격 추이



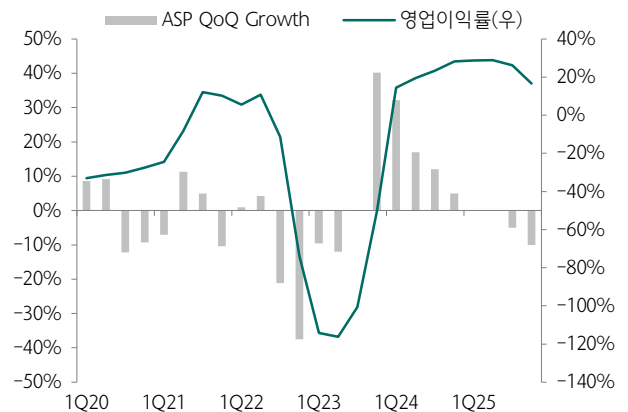
자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 7. DRAM의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 8. NAND의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



자료: SK하이닉스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	44,621.6	32,765.7	71,113.1	96,891.6	101,736.2	
매출원가	28,993.7	33,299.2	37,133.2	44,840.6	48,427.8	
매출총이익	15,627.9	(533.5)	33,979.9	52,051.0	53,308.4	
판관비	8,818.4	7,196.9	9,192.7	12,044.6	13,008.2	
영업이익	6,809.4	(7,730.3)	24,787.2	40,006.4	40,300.1	
금융손익	(1,377.3)	(3,831.4)	(1,131.4)	(112.2)	883.4	
총속/관계기업손익	131.2	15.1	(1,345.5)	(1,970.5)	(2,966.0)	
기타영업외손익	(1,560.5)	(111.2)	(12.0)	0.0	0.0	
세전이익	4,002.8	(11,657.8)	22,298.3	37,923.7	38,217.5	
법인세	1,761.1	(2,520.3)	5,038.5	8,722.5	8,790.0	
계속사업이익	2,241.7	(9,137.5)	17,259.9	29,201.2	29,427.5	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	2,241.7	(9,137.5)	17,259.9	29,201.2	29,427.5	
비지배주주지분 순이익	12.1	(25.1)	(19.9)	(33.7)	(34.0)	
지배주주순이익	2,229.6	(9,112.4)	17,279.8	29,234.9	29,461.4	
지배주주지분포괄이익	2,802.4	(9,015.0)	17,505.8	29,229.1	29,455.5	
NOPAT	3,813.5	(6,059.1)	19,186.4	30,804.9	31,031.1	
EBITDA	20,960.9	5,943.4	37,389.5	53,229.9	54,336.3	
성장성(%)						
매출액증가율	3.78	(26.57)	117.04	36.25	5.00	
NOPAT증가율	(57.13)	적전	흑전	60.56	0.73	
EBITDA증가율	(9.13)	(71.65)	529.09	42.37	2.08	
영업이익증가율	(45.13)	적전	흑전	61.40	0.73	
지배주주순이익증가율	(76.78)	적전	흑전	69.19	0.77	
EPS증가율	(76.78)	적전	흑전	69.19	0.77	
수익성(%)						
매출총이익률	35.02	(1.63)	47.78	53.72	52.40	
EBITDA이익률	46.97	18.14	52.58	54.94	53.41	
영업이익률	15.26	(23.59)	34.86	41.29	39.61	
계속사업이익률	5.02	(27.89)	24.27	30.14	28.93	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,063	(12,517)	23,736	40,158	40,469
BPS	90,064	76,616	99,583	138,605	177,939
CFPS	29,909	8,098	49,805	70,435	70,588
EBITDAPS	28,792	8,164	51,359	73,118	74,638
SPS	61,293	45,008	97,682	133,092	139,747
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	24.49	(11.30)	8.78	5.19	5.15
PBR	0.83	1.85	2.09	1.50	1.17
PCFR	2.51	17.47	4.19	2.96	2.95
EV/EBITDA	3.48	21.53	4.30	2.53	2.02
PSR	1.22	3.14	2.13	1.57	1.49
재무비율(%)					
ROE	3.56	(15.61)	27.93	34.62	26.08
ROA	2.23	(8.92)	14.81	19.71	16.75
ROIC	5.52	(8.41)	28.14	45.12	43.66
부채비율	64.12	87.52	89.34	65.96	47.93
순부채비율	29.03	46.65	12.83	(17.54)	(32.83)
이자보상배율(배)	12.77	(5.26)	15.21	23.70	25.69

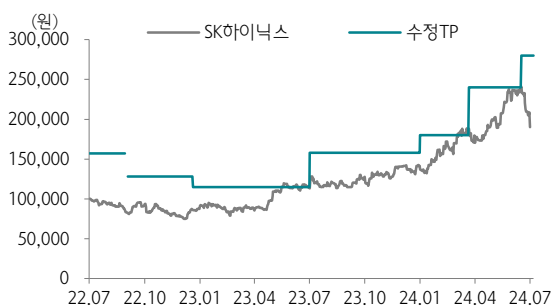
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	28,733.3	30,468.1	55,530.3	82,158.5	102,539.4	
금융자산	6,423.3	9,020.8	27,241.1	53,873.7	72,858.7	
현금성자산	4,977.0	7,587.3	24,952.4	51,497.0	70,419.1	
매출채권	5,186.1	6,600.3	13,477.7	14,492.0	15,216.6	
채고자산	15,664.7	13,480.7	12,132.6	10,919.3	11,465.3	
기타유동자산	1,459.2	1,366.3	2,678.9	2,873.5	2,998.8	
비유동자산	75,138.2	69,862.1	77,447.4	81,485.6	85,636.4	
투자자산	7,482.7	5,808.5	7,495.7	7,757.3	7,944.3	
금융자산	6,129.9	4,441.2	4,703.6	4,755.1	4,791.9	
유형자산	60,228.5	52,704.9	59,163.7	63,417.3	67,791.7	
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,422.0	2,944.9	2,534.3	
기타비유동자산	3,914.9	7,514.1	7,366.0	7,366.1	7,366.1	
자산총계	103,871.5	100,330.2	132,977.7	163,644.1	188,175.8	
유동부채	19,843.7	21,007.8	31,881.0	33,587.7	29,100.5	
금융부채	7,704.7	11,967.7	13,154.8	13,479.1	8,004.3	
매입채무	2,186.2	1,845.5	3,768.6	4,052.2	4,254.8	
기타유동부채	9,952.8	7,194.6	14,957.6	16,056.4	16,841.4	
비유동부채	20,737.3	25,818.6	30,866.3	31,451.0	31,868.8	
금융부채	17,091.9	22,013.1	23,095.4	23,095.4	23,095.4	
기타비유동부채	3,645.4	3,805.5	7,770.9	8,355.6	8,773.4	
부채총계	40,581.0	46,826.4	62,747.2	65,038.8	60,969.3	
지배주주지분	63,266.3	53,504.3	70,251.0	98,659.6	127,294.7	
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	
자본잉여금	4,336.2	4,372.6	4,405.9	4,405.9	4,405.5	
자본조정	(2,311.4)	(2,269.3)	(2,238.6)	(2,238.6)	(2,238.6)	
기타포괄이익누계액	898.7	1,014.1	1,293.6	1,293.6	1,293.6	
이익잉여금	56,685.3	46,729.3	63,132.5	91,541.1	120,176.1	
비지배주주지분	24.2	(0.5)	(20.5)	(54.2)	(88.2)	
자본총계	63,290.5	53,503.8	70,230.5	98,605.4	127,206.5	
순금융부채	18,373.3	24,959.9	9,009.1	(17,299.2)	(41,759.0)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14,780.5	4,278.2	41,600.0	45,126.9	43,995.1
당기순이익	2,241.7	(9,137.5)	17,259.9	29,201.2	29,427.5
조정	15,228.5	12,621.9	13,386.3	13,223.5	14,036.1
감가상각비	14,151.5	13,673.7	12,602.3	13,223.5	14,036.2
외환거래손익	1,056.6	332.2	333.5	0.0	0.0
지분법손익	(131.2)	(15.1)	0.0	0.0	0.0
기타	151.6	(1,368.9)	450.5	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(2,689.7)	793.8	10,953.8	2,702.2	531.5
투자활동 현금흐름	(17,883.7)	(7,334.7)	(20,698.7)	(17,349.7)	(18,249.8)
투자자산감소(증가)	976.6	1,704.0	(1,687.1)	(261.7)	(186.9)
자본증가(감소)	(18,686.5)	(8,325.1)	(18,094.3)	(17,000.0)	(18,000.0)
기타	(173.8)	(713.6)	(917.3)	(88.0)	(62.9)
재무활동 현금흐름	2,821.8	8,437.1	597.0	(502.0)	(6,301.2)
금융부채증가(감소)	5,641.8	9,184.2	2,269.5	324.3	(5,474.9)
자본증가(감소)	1.5	36.4	33.3	0.0	0.0
기타재무활동	(1,140.6)	42.1	(879.6)	0.0	(0.0)
배당지급	(1,680.9)	(825.6)	(826.2)	(826.3)	(826.3)
현금의 증감	(81.0)	5,380.6	17,656.3	26,544.6	18,922.1
Unlevered CFO	21,773.6	5,895.1	36,258.4	51,277.0	51,387.9
Free Cash Flow	(4,229.7)	(4,046.9)	23,497.2	28,126.9	25,995.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.7.11	BUY	280,000		
24.4.15	BUY	240,000	-15.34%	-0.42%
24.1.25	BUY	180,000	-10.52%	4.67%
23.7.26	BUY	158,000	-19.98%	-9.75%
23.1.13	BUY	115,000	-15.61%	3.91%
22.9.27	BUY	128,000	-33.48%	-25.16%
22.5.6	담당자 변경		-	-
22.4.3	BUY	157,000	-29.04%	-25.48%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 7월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 7월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 07월 23일