

## SK하이닉스 000660

## 이 시점에 더 반가운 NAND 흑전

## 1Q24 Review: Surprise!

SK하이닉스 1Q24 매출액 12.4조원(+10% QoQ, +144% YoY), 영업이익 2.9조원(+734% QoQ, 흑전 YoY, OPM 23%)으로 높아진 시장 컨센서스(2~2.5조원)를 상회하는 호실적을 발표했다. 실적 서프라이즈의 가장 큰 원인은 역시 NAND 부문의 예상보다 빠른 흑자전환이다. 사업부별 영업이익은 DRAM 2.7조원, NAND 0.2조원으로 추정한다. NAND 흑자전환은 최근 가파른 가격 상승으로 인한 재고평가손 환입(전사 기준 약 9천억원)에 기인한다. DRAM은 B/G -16%, ASP +20%, NAND는 B/G -0.2%, ASP +30% 상승한 것으로 추정한다.

## “24년 메모리 시장은 과거 호황기 수준까지 도달할 것”

HBM은 올해 연간으로 Bit 기준 약 9~10%, 매출 기준 25~28%, 영업이익 기준으로는 약 45~50%를 차지할 것으로 추정한다. NAND 역시 공급 조절로 인한 업계 전반의 가격 상승과 더불어 AI 서버 수요로 인한 eSSD 판매 증가가 지속될 것이다. Solidigm은 QLC 기반 eSSD 제품 판매 비중이 높아 온프레미스/추론용 AI 시장 개화에 따른 스토리지 수요 증가 트렌드에서 수혜가 크다는 판단이다. 금번 실적발표에서 공급업체 전반 HBM에 우선적으로 Capa를 집중하면서 점진적인 가동률 회복에도 DRAM, NAND 모두 공급 증가가 제한적임을 다시 한번 강조했다는 점 역시 긍정적이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 230,000원 상향

24년과 25년 모두 영업이익 추정치를 각각 17.5조원/25.4조원으로 상향하며 목표주가는 230,000원으로 상향한다. (25F BPS 112,249원에 Target P/B 2배 적용) 24년 영업이익 추정치 상향의 근거는 NAND의 예상보다 빠른 흑자전환과 eSSD 판매 증가에 따른 이익 개선이다. 일반 기업들의 온프레미스 AI 서버 구축이 시작되며 Gen-AI의 TAM 확장이 본격화되고 있다. 공급업체들의 수익성 위주 전략으로 불확실한 일반 수요 지속 우려에도 불구하고 메모리 이익 개선은 지속될 전망이다. 글로벌 AI 핵심 밸류체인 내 경쟁우위를 확보한 SK하이닉스를 업종 내 Top-pick으로 유지한다.

## Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	63,251	76,308
영업이익	12,410	6,809	-7,730	17,498	25,439
영업이익률(%)	28.9	15.3	-23.6	27.7	33.3
세전이익	13,416	4,003	-11,658	15,671	22,950
지배주주지분순이익	9,602	2,230	-9,112	12,368	17,611
EPS(원)	13,190	3,063	-12,517	16,989	24,191
증감률(%)	101.9	-76.8	적전	흑전	42.4
ROE(%)	16.8	3.6	-15.6	20.9	24.0
PER(배)	9.9	24.5	-11.3	10.0	7.1
PBR(배)	1.5	0.9	1.9	1.9	1.5
EV/EBITDA(배)	4.7	3.5	21.7	4.2	2.9

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

이수림 반도체  
02-709-2661  
surim.lee@ds-sec.co.kr

2024.04.26

## 매수(유지)

목표주가(상향)	230,000원
현재주가(04/25)	170,600원
상승여력	34.8%

## Stock Data

KOSPI	2,628.6pt
시가총액(보통주)	124,197십억원
발행주식수	728,002천주
액면가	5,000원
자본금	3,658십억원
60일 평균거래량	4,289천주
60일 평균거래대금	703,407백만원
외국인 지분율	54.4%
52주 최고가	191,400원
52주 최저가	85,000원
주요주주	
에스케이스퀘어(외 7인)	20.1%
국민연금공단(외 1인)	7.9%

## 주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	0.7	4.7
3M	24.2	17.8
6M	33.8	22.6

## 주가차트

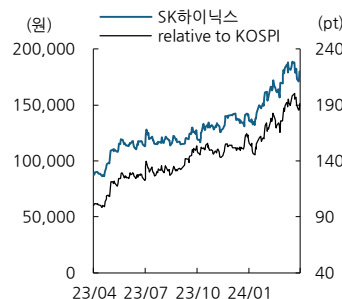


표1 1Q24 발표 실적 및 당사 추정치 비교

(단위: 십억원, %, %p)	1Q24P			2024F		
	발표 실적	기존 추정	차이	변경 후	변경 전	차이
<b>매출액 (십억원)</b>	12,430	12,217	1.7	63,251	59,954	5.5
DRAM	7,582	7,846	-3.4	40,828	40,843	0.0
NAND	4,351	3,759	15.7	20,245	16,661	21.5
Others	497	612	-18.8	2,178	2,450	-11.1
<b>영업이익 (십억원)</b>	2,886	1,567	84.2	17,498	13,259	32.0
DRAM	2,687	2,431	10.5	15,555	14,784	5.2
NAND	199	-798	흑자전환	2,067	-1,457	흑자전환
Others	-1	-66	적자축소	-124	-67	적자지속
<b>영업이익률 (%)</b>	23.2	12.8	10.4	27.7	22.1	5.6
DRAM	35.4	31.0	4.4	38.1	36.2	1.9
NAND	4.6	-21.2	25.8	10.2	-8.7	18.9
Others	-0.2	-10.8	10.6	-5.7	-2.7	-3.0

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

\*사업부별 실적은 당사 추정에 근거

표2 SK하이닉스 주요 가정

Key Assumptions	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
DRAM B/G(%)	-20	35	22	4	-16	15	10	3	2	15	19
DRAM ASP(%)	-22	12	9	19	20	13	8	2	-20	-37	64
NAND B/G(%)	-26	50	7	-4	0	1	8	5	47	15	16
NAND ASP(%)	-6	-12	-2	43	30	10	5	2	-18	-42	80
환율(원/달러)	1,302	1,302	1,350	1,320	1,350	1,340	1,330	1,310	1,296	1,320	1,331

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 SK하이닉스 사업부별 실적 테이블

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>5,088</b>	<b>7,306</b>	<b>9,066</b>	<b>11,306</b>	<b>12,430</b>	<b>15,116</b>	<b>17,464</b>	<b>18,241</b>	<b>44,622</b>	<b>32,766</b>	<b>63,251</b>
QoQ/YoY %	-34	44	24	25	10	22	16	4	4	-27	93
DRAM	2,919	4,414	6,086	7,349	7,582	9,780	11,532	11,933	28,169	20,767	40,828
NAND	1,688	2,240	2,426	3,278	4,351	4,798	5,400	5,697	14,184	9,633	20,245
Others	481	652	554	679	497	538	532	611	2,269	2,366	2,178
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>-3,402</b>	<b>-2,882</b>	<b>-1,792</b>	<b>346</b>	<b>2,886</b>	<b>4,033</b>	<b>4,870</b>	<b>5,709</b>	<b>6,809</b>	<b>-7,730</b>	<b>17,498</b>
QoQ/YoY %	79	-15	-38	흑전	734	40	21	17	-45	적전	흑전
DRAM	-1,139	-587	519	1,443	2,687	3,665	4,378	4,825	9,308	236	15,555
NAND	-2,287	-2,342	-2,146	-1,102	199	383	523	961	-2,488	-7,877	2,067
Others	24	47	-165	5	-1	-14	-31	-78	-10	-89	-124
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>-67</b>	<b>-39</b>	<b>-20</b>	<b>3</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>31</b>	<b>15</b>	<b>-24</b>	<b>28</b>
DRAM	-39.0	-13.3	8.5	19.6	35.4	37.5	38.0	40.4	33.0	1.1	38.1
NAND	-135.5	-104.5	-88.5	-33.6	4.6	8.0	9.7	16.9	-17.5	-81.8	10.2
Others	4.9	7.2	-29.7	0.7	-0.2	-2.7	-5.8	-12.7	-0.5	-3.8	-5.7
<b>매출비중 (%)</b>											
DRAM	57.4	60.4	67.1	65.0	61.0	64.7	66.0	65.4	63.1	63.4	64.5
NAND	33.2	30.7	26.8	29.0	35.0	31.7	30.9	31.2	31.8	29.4	32.0
Others	9.5	8.9	6.1	6.0	4.0	3.6	3.0	3.3	5.1	7.2	3.4

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 SK하이닉스 청주 Fab 단지도



자료: 언론종합, DS투자증권 리서치센터

SK하이닉스는 4/24 청주 M15x Fab에 신규 DRAM 투자를 발표했다. HBM 라인을 최우선적으로 검토하며 2025년 말 Fab 오픈을 목표로 이달 말부터 건설을 재개한다는 내용이다. 이는 2027년 가동 계획인 용인 클러스터 오픈 전 기간 동안의 Capa 확보 차원의 투자로 판단한다. 건축비로 5.3조원의 Capex가 우선 집행될 예정이고 이후 총 투자금액은 20조원 수준이 될 전망이다.

클린룸 면적에 따라 전공정 Capa가 달라지기 때문에 아직까지 Capa 규모를 정확하게 파악할 수는 없다. 다만 면적을 통해 어느 정도 가늠을 해볼 수는 있는데, M15x는 부지면적이 약 6만㎡로 알려져 있다. 바로 옆 NAND Fab인 M15와 동일한 면적이다. 생산 제품이 달라 차이가 있겠지만 M15는 2022년 Peak Capa 기준으로 90K/월 규모로 가동되었고 이외 유희부지가 일부 있는 것으로 파악된다.

2025년 말~2026년 가동 시작 스케줄 감안 시 2025년 상반기 중 전공정 장비 발주가 시작될 것으로 전망한다. 또한 용인 반도체 클러스터(43만㎡) 역시 2027년 가동 시작을 계획하고 있기 때문에 2025년 상반기부터 SK하이닉스향 전공정 장비 발주가 대규모로 이어질 것이라는 판단이다.

## [SK하이닉스 000660]

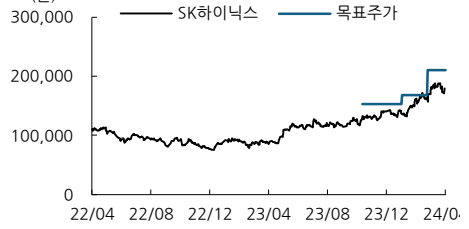
재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	26,907	28,733	30,468	54,806	75,694	매출액	42,998	44,622	32,766	63,251	76,308
현금 및 현금성자산	5,058	4,977	7,587	31,812	47,071	매출원가	24,046	28,994	33,299	37,771	42,323
매출채권 및 기타채권	8,427	5,444	6,942	10,195	12,162	매출총이익	18,952	15,628	-533	25,479	33,985
재고자산	8,950	15,665	13,481	10,241	13,799	판매비 및 관리비	6,542	8,818	7,197	7,981	8,546
기타	4,472	2,647	2,458	2,558	2,662	영업이익	12,410	6,809	-7,730	17,498	25,439
비유동자산	69,439	75,138	69,862	71,242	73,050	(EBITDA)	23,067	20,961	5,943	30,496	39,861
관계기업투자등	8,167	7,086	5,473	5,695	5,927	금융손익	-227	-441	-1,238	-1,344	-1,566
유형자산	53,226	60,229	52,705	54,043	55,632	이자비용	260	533	1,468	1,525	1,755
무형자산	4,797	3,512	3,835	3,406	3,065	관계기업등 투자손익	162	131	15	-15	-15
자산총계	96,347	103,872	100,330	126,048	148,744	기타영업외손익	1,071	-2,497	-2,704	-469	-908
유동부채	14,735	19,844	21,008	34,275	40,161	세전계속사업이익	13,416	4,003	-11,658	15,671	22,950
매입채무 및 기타채무	8,379	10,807	7,026	18,711	21,891	계속사업법인세비용	3,800	1,761	-2,520	3,099	5,049
단기금융부채	3,183	7,705	11,968	13,468	16,089	계속사업이익	9,616	2,242	-9,138	12,572	17,901
기타유동부채	3,173	1,332	2,015	2,096	2,181	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	19,420	20,737	25,819	26,842	26,865	당기순이익	9,616	2,242	-9,138	12,572	17,901
장기금융부채	15,971	17,092	22,013	23,013	23,013	지배주주	9,602	2,230	-9,112	12,368	17,611
기타비유동부채	3,449	3,645	3,806	3,828	3,852	총포괄이익	10,697	2,465	-9,138	12,572	17,901
부채총계	34,155	40,581	46,826	61,116	67,027	매출총이익률 (%)	44.1	35.0	-1.6	40.3	44.5
지배주주지분	62,157	63,266	53,504	64,932	81,718	영업이익률 (%)	28.9	15.3	-23.6	27.7	33.3
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658	EBITDA마진률 (%)	53.6	47.0	18.1	48.2	52.2
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,373	4,373	당기순이익률 (%)	22.4	5.0	-27.9	19.9	23.5
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	58,272	75,058	ROA (%)	11.5	2.2	-8.9	10.9	12.8
비지배주주지분(연결)	34	24	-1	-1	-1	ROE (%)	16.8	3.6	-15.6	20.9	24.0
자본총계	62,191	63,291	53,504	64,931	81,717	ROIC (%)	14.6	5.3	-7.5	20.5	30.4

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	19,798	14,781	4,278	37,034	29,733	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	9,616	2,242	-9,138	12,572	17,901	P/E	9.9	24.5	-11.3	10.0	7.1
비현금수익비용가감	14,354	19,532	15,033	12,786	14,171	P/B	1.5	0.9	1.9	1.9	1.5
유형자산감가상각비	9,861	13,372	13,121	12,162	13,673	P/S	2.2	1.2	3.1	2.0	1.6
무형자산상각비	796	780	553	836	749	EV/EBITDA	4.7	3.5	21.7	4.2	2.9
기타현금수익비용	3,697	5,380	-318	-213	-251	P/CF	4.0	2.5	17.5	4.9	3.9
영업활동 자산부채변동	-3,018	-2,690	794	11,677	-2,339	배당수익률 (%)	1.2	1.6	0.8	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)	-2,526	3,342	-1,406	-3,253	-1,967	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	2,288	3,240	-3,558	매출액	34.8	3.8	-26.6	93.0	20.6
매입채무 증가(감소)	176	141	83	11,685	3,181	영업이익	147.6	-45.1	적전	흑전	45.4
기타자산 부채변동	28	399	-171	5	5	세전이익	115.1	-70.2	적전	흑전	46.5
투자활동 현금	-22,392	-17,884	-7,335	-14,485	-16,269	당기순이익	102.1	-76.7	적전	흑전	42.4
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-6,785	-13,500	-15,262	EPS	101.9	-76.8	적전	흑전	42.4
무형자산 감소(증가)	-972	-738	-454	-408	-408	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-1,621	2,420	126	-261	-271	부채비율	54.9	64.1	87.5	94.1	82.0
기타투자활동	-7,392	-880	-221	-316	-329	유동비율	182.6	144.8	145.0	159.9	188.5
재무활동 현금	4,492	2,822	5,697	1,675	1,796	순차입금/자기자본(x)	21.9	30.6	48.3	6.3	-10.5
차입금의 증가(감소)	5,289	4,491	6,507	2,500	2,621	영업이익/금융비용(x)	47.7	12.8	-5.3	11.5	14.5
자본의 증가(감소)	-797	-1,669	-801	-825	-825	총차입금 (십억원)	19,155	24,797	33,981	36,481	39,102
배당금의 지급	805	1,681	825	825	825	순차입금 (십억원)	13,611	19,390	25,821	4,073	-8,590
기타재무활동	0	0	-10	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	2,082	-81	2,610	24,224	15,260	EPS	13,190	3,063	-12,517	16,989	24,191
기초현금	2,976	5,058	4,977	7,587	31,812	BPS	85,380	86,904	73,495	89,192	112,249
기말현금	5,058	4,977	7,587	31,812	47,071	SPS	59,063	61,293	45,008	86,883	104,818
NOPLAT	8,895	3,813	-5,604	14,038	19,842	CFPS	32,925	29,909	8,098	34,832	44,055
FCF	-1,441	1,200	-646	22,550	13,464	DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200

자료: SK하이닉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

## SK하이닉스 (000660) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2023-11-06	담당자변경				
2023-11-06	매수	153,000	-12.3	-6.8	
2023-11-13	매수	153,000	-12.1	-6.8	
2024-01-23	매수	153,000	-8.6	-7.5	
2024-01-26	매수	168,000	-9.4	2.3	
2024-03-20	매수	210,000	-14.9	-10.3	
2024-04-26	매수	230,000			



## 투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우 비중확대
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우 중립
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우 비중축소

업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견

## 투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.