



SK하이닉스 (000660)

HBM 경쟁우위 효과 지속

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(상향): 280,000원

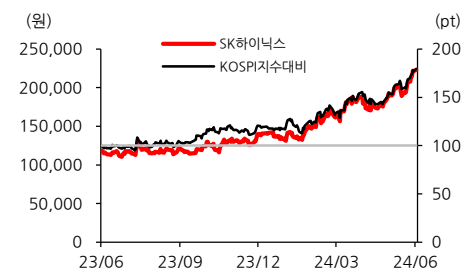
현재 주가(6/18)	234,500원
상승여력	▲ 19.4%
시가총액	1,707,166억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	234,500 / 110,300원
90 일 일평균 거래대금	7,232.15억원
외국인 지분율	56.4%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 7 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.5	42.7	67.5	97.2
상대수익률(KOSPI)	22.0	39.8	59.8	92.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	65,957	83,313
영업이익	6,809	-7,730	21,041	29,722
EBITDA	20,961	5,943	34,522	43,667
지배주주순이익	2,230	-9,112	15,761	21,377
EPS	3,063	-12,517	22,904	31,065
순차입금	19,390	25,821	21,943	7,624
PER	24.5	-11.3	10.2	7.5
PBR	0.9	1.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	3.5	21.7	5.6	4.1
배당수익률	1.6	0.8	0.5	0.5
ROE	3.6	-15.6	25.6	26.8

주가 추이



HBM 선두업체로서의 경쟁우위 지속

후발주자들의 HBM3E 시장 침투가 예상과 달리 원활하게 이루어지지 못함에 따라 HBM 시장 선두업체로서의 동사의 경쟁우위가 당분간 지속될 것으로 판단. 동사는 올해 HBM3E 시장에서 사실상 독점 체제를 유지하면서 세대 전환에 따른 평가 상승효과를 오롯이 누릴 것으로 판단. 이에 따라 동사의 HBM 매출은 지난해 2.6조원 수준에서 올해 10.9조원, 내년 19.6조원으로 가파르게 증가 전망.

특히 커스텀 HBM의 개념이 등장하는 HBM4가 내년말을 목표로 TSMC와의 협업을 통해 준비 중. 커스텀 HBM은 고객 맞춤형으로 로직 다이가 적용되는 것이 특징으로 TSMC와 협업이 진행되는 부분은 매우 긍정적 요소. 후발업체들의 기술격차 축소가 쉽게 이루어지기는 어려울 것으로 판단

2Q24 영업이익 4.9조원 전망

2Q24 예상실적은 매출액 15.6조원(+26% QoQ), 영업이익 4.9조원(+69% QoQ) 전망. 출하 증가율은 전분기 대비 디램 +16%, 낸드 +2% 수준 증가 전망하며, Blended ASP는 디램 낸드 각각 +13%, +14% 전망. 디램은 제품 Mix 개선 효과(HBM 비중 10%후반 추정), 낸드는 QLC eSSD 판매 증가 효과에 기인. 특히 지난해 낸드 적자의 주요 원인 중 하나로 작용했던 솔리다임 가동률이 QLC 수요의 증가로 완전 가동 체제에 들어감에 따라 이익 기여도 크게 개선 추정

목표주가 28만원으로 상향

동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 기존 21만원에서 28만원으로 +33% 상향. 올해와 내년 영업이익 추정치를 기존 17.6조원, 22.2조원에서 21조원, 29.7조원으로 상향 조정. 또한 기준 BPS를 기존 '24년 예상 BPS에서 '24~'25년 평균값으로 변경. Target P/B는 2.5X(과거 P/B Band 상단값 25% 할증) 적용. 실적 성장 가시성이 지속적으로 상향되고 있고, 이번 AI 사이클의 핵심인 HBM 시장에서의 선두 지위가 지속해서 유지되고 있는 점을 감안하면 충분히 도달 가능한 주가 레벨이라 판단

[표1] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	5,088	7,306	9,066	11,315	12,429	15,617	17,657	20,254	44,622	32,766	65,957
DRAM	2,891	4,313	5,814	7,051	7,298	9,633	10,826	12,688	28,570	20,069	40,444
NAND	1,696	2,366	2,518	3,483	4,546	5,328	6,100	6,773	14,036	10,064	22,747
기타	501	627	734	781	585	657	731	792	2,016	2,651	2,765
QoQ(%) / YoY(%)	-34%	44%	24%	25%	10%	26%	13%	15%	4%	-27%	101%
DRAM	-38%	49%	35%	21%	3%	32%	12%	17%	-7%	-30%	102%
NAND	-28%	39%	6%	38%	31%	17%	15%	11%	32%	-28%	126%
기타	-21%	25%	17%	6%	-25%	12%	11%	8%	32%	31%	5%
영업이익	-3,404	-2,882	-1,792	346	2,886	4,872	6,092	7,191	6,809	-7,730	21,041
DRAM	-1,025	-68	560	1,501	2,637	4,031	4,956	5,794	9,292	968	17,418
NAND	-2,351	-2,784	-2,308	-1,108	281	877	1,173	1,436	-2,371	-8,551	3,767
기타	-29	-30	-44	-47	-32	-36	-37	-40	-112	-147	-144
OPM(%)	-67%	-39%	-20%	3%	23%	31%	35%	36%	15%	-24%	32%
DRAM	-35%	-2%	10%	21%	36%	42%	46%	46%	33%	5%	43%
NAND	-139%	-118%	-92%	-32%	6%	16%	19%	21%	-17%	-85%	17%
주요가정											
DRAM B/G	-20%	35%	22%	2%	-15%	16%	5%	12%	2%	14%	19%
DRAM ASP	-18%	8%	10%	18%	22%	13%	8%	5%	-18%	-40%	68%
NAND B/G	-14%	51%	7%	-3%	0%	2%	10%	6%	47%	27%	20%
NAND ASP	-11%	-10%	-1%	42%	31%	14%	5%	5%	-19%	-45%	88%

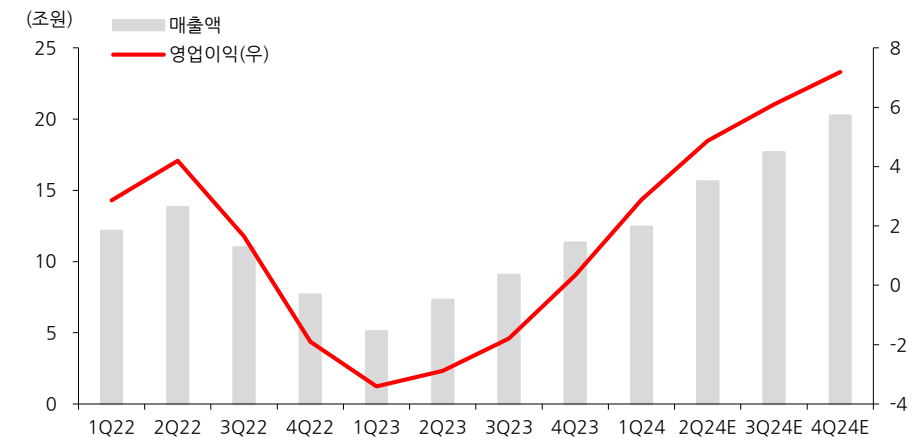
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK하이닉스 HBM 매출 추정

	SK하이닉스		
	2023	2024	2025
매출액(B \$)	1.9	7.9	14.2
HBM2E	0.3		0.0
HBM3	1.5	4.1	0.5
HBM3E		3.8	13.7
TSV Capa(K/월)	45	120	150
HBM Portion(%)	70%	85%	90%
Mix(%)	100%	100%	100%
HBM2E	25%		
HBM3	75%	60%	5%
HBM3E		40%	95%

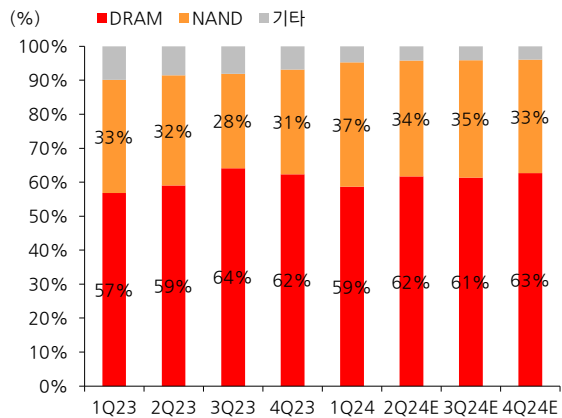
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 하이닉스 실적 추이



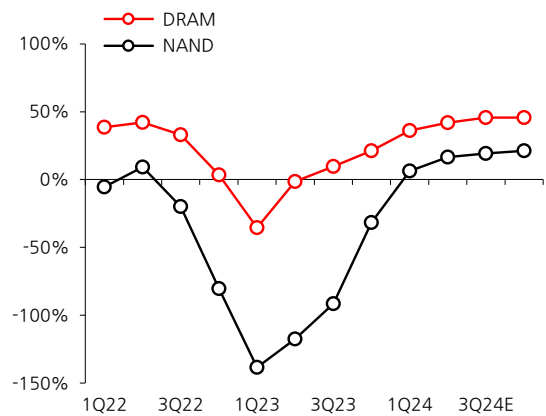
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부별 매출비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 낸드 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	42,998	44,622	32,766	65,957	83,313
매출총이익	18,952	15,628	-533	32,082	46,402
영업이익	12,410	6,809	-7,730	21,041	29,722
EBITDA	23,067	20,961	5,943	34,522	43,667
순이자손익	-227	-441	-1,238	-1,283	-1,247
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	162	131	15	66	107
세전계속사업손익	13,416	4,003	-11,658	18,060	27,314
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	15,781	21,409
지배주주순이익	9,602	2,230	-9,112	15,761	21,377
증가율(%)					
매출액	203.5	3.8	-26.6	101.3	26.3
영업이익	267.2	-45.1	적전	흑전	41.3
EBITDA	257.2	-9.1	-71.6	480.9	26.5
순이익	234.7	-76.7	적전	흑전	35.7
이익률(%)					
매출총이익률	44.1	35.0	-1.6	48.6	55.7
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	31.9	35.7
EBITDA 이익률	53.6	47.0	18.1	52.3	52.4
세전이익률	31.2	9.0	-35.6	27.4	32.8
순이익률	22.4	5.0	-27.9	23.9	25.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	19,798	14,781	4,278	18,581	32,848
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	15,781	21,409
자산상각비	10,657	14,151	13,674	13,481	13,945
운전자본증감	-3,018	-2,690	794	-11,710	-2,222
매출채권 감소(증가)	-2,526	3,342	-1,406	-4,470	-2,861
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	2,288	-10,892	-2,286
매입채무 증가(감소)	176	141	83	2,614	3,139
투자현금흐름	-22,392	-17,884	-7,335	-14,412	-17,660
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-6,785	-12,749	-16,663
무형자산 감소(증가)	-972	-738	-454	-435	-396
투자자산 감소(증가)	-1,576	2,251	140	-598	-40
재무현금흐름	4,492	2,822	5,697	-1,001	-1,311
차입금의 증가(감소)	5,289	4,491	6,507	-1,241	-400
자본의 증가(감소)	-797	-1,669	-801	-794	-911
배당금의 지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
총현금흐름	23,970	21,774	5,895	30,683	35,070
(-)운전자본증감(감소)	2,268	1,376	2,081	9,223	2,222
(-)설비투자	12,487	19,010	8,325	12,757	16,663
(+)자산매각	-892	-414	1,086	-426	-396
Free Cash Flow	8,323	973	-3,425	8,276	15,790
(-)기타투자	8,187	2,024	-2,640	3,117	561
잉여현금	136	-1,051	-786	5,159	15,229
NOPLAT	8,895	3,813	-5,604	18,387	23,296
(+) Dep	10,657	14,151	13,674	13,481	13,945
(-)운전자본투자	2,268	1,376	2,081	9,223	2,222
(-)Capex	12,487	19,010	8,325	12,757	16,663
OpFCF	4,797	-2,421	-2,337	9,887	18,356

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	30,468	50,933	70,359
현금성자산	5,544	5,407	8,160	11,881	25,799
매출채권	8,427	5,444	6,942	11,798	14,658
재고자산	8,950	15,665	13,481	24,545	26,831
비유동자산	69,439	75,138	69,862	70,411	74,193
투자자산	11,417	11,397	13,254	13,720	14,389
유형자산	53,226	60,229	52,705	52,954	56,217
무형자산	4,797	3,512	3,835	3,737	3,588
자산총계	96,347	103,872	100,330	121,344	144,552
유동부채	14,735	19,844	21,008	27,589	30,875
매입채무	8,379	10,807	7,026	12,946	16,086
유동성이자부채	3,183	7,705	11,968	11,028	11,028
비유동부채	19,420	20,737	25,819	24,007	23,632
비유동이자부채	15,971	17,092	22,013	22,795	22,395
부채총계	34,155	40,581	46,826	51,596	54,507
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,406	4,406
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	62,234	82,785
자본조정	-1,619	-1,413	-1,255	-546	-800
자기주식	-2,302	-2,300	-2,273	-2,245	-2,245
자본총계	62,191	63,291	53,504	69,748	90,045

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	13,190	3,063	-12,517	22,904	31,065
BPS	85,380	86,904	73,495	95,812	123,692
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	32,925	29,909	8,098	42,147	48,173
ROA(%)	11.5	2.2	-8.9	14.2	16.1
ROE(%)	16.8	3.6	-15.6	25.6	26.8
ROIC(%)	14.6	5.3	-7.5	23.0	26.1
Multiples(x, %)					
PER	9.9	24.5	-11.3	10.2	7.5
PBR	1.5	0.9	1.9	2.4	1.9
PSR	2.2	1.2	3.1	2.6	2.0
PCR	4.0	2.5	17.5	5.6	4.9
EV/EBITDA	4.7	3.5	21.7	5.6	4.1
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	54.9	64.1	87.5	74.0	60.5
Net debt/Equity	21.9	30.6	48.3	31.5	8.5
Net debt/EBITDA	59.0	92.5	434.4	63.6	17.5
유동비율	182.6	144.8	145.0	184.6	227.9
이자보상배율(배)	47.7	12.8	n/a	13.1	18.7
자산구조(%)					
투하자본	80.0	81.8	77.5	77.1	69.6
현금+투자자산	20.0	18.2	22.5	22.9	30.4
자본구조(%)					
차입금	23.5	28.2	38.8	32.7	27.1
자기자본	76.5	71.8	61.2	67.3	72.9

[Compliance Notice]

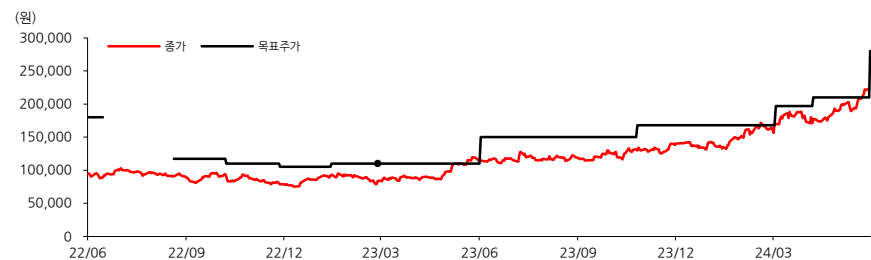
(공표일: 2024년 6월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.09.08	2022.09.08	2022.10.05	2022.10.27	2022.10.31
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김광진	117,000	117,000	110,000	110,000
일 시	2022.11.16	2022.12.16	2023.01.12	2023.02.02	2023.03.20	2023.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	105,000	105,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2023.04.27	2023.05.16	2023.06.05	2023.06.21	2023.07.27	2023.09.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	110,000	110,000	150,000	150,000	150,000
일 시	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14	2023.11.29	2023.12.14	2024.01.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	150,000	168,000	168,000	168,000	168,000
일 시	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26	2024.06.19		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	168,000	197,000	210,000	280,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.08	Buy	117,000	-23.30	-18.12
2022.10.27	Buy	110,000	-22.69	-15.00
2022.12.16	Buy	105,000	-20.72	-12.10
2023.02.02	Buy	110,000	-15.24	8.64
2023.06.21	Buy	150,000	-20.46	-11.33
2023.11.14	Buy	168,000	-15.25	2.32
2024.03.22	Buy	197,000	-8.54	-4.37
2024.04.26	Buy	210,000	-7.65	6.19
2024.06.19	Buy	280,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%