



SK하이닉스 (000660)

수요 양극화 심화 구간에서 부각될 HBM 경쟁력

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583

Buy (유지)

목표주가(하향): 250,000원

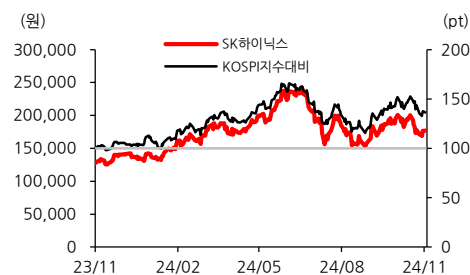
현재 주가(11/26)	177,100원
상승여력	▲41.2%
시가총액	1,289,292억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	241,000 / 125,600원
90 일 일평균 거래대금	8,378.65억원
외국인 지분율	54.4%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.9	-1.4	-10.8	38.4
상대수익률(KOSPI)	-9.5	5.2	-4.6	37.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	65,803	77,892
영업이익	6,809	-7,730	23,266	29,051
EBITDA	20,961	5,943	35,856	42,476
지배주주순이익	2,230	-9,112	17,900	21,631
EPS	3,063	-12,517	26,012	31,433
순차입금	19,390	25,821	17,584	3,781
PER	24.5	-11.3	6.8	5.6
PBR	0.9	1.9	1.8	1.4
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.1	3.1
배당수익률	1.6	0.8	0.7	0.7
ROE	3.6	-15.6	28.6	26.4

주가 추이



4Q24 영업이익 7.9조원 전망

4Q24 예상 영업이익을 기존 8.1조원에서 7.9조원으로 소폭 하향 조정. 출하 증가율은 디램 +7%, 낸드 +12%로 당초 전망을 유지하나, 가격 전망을 기존 전망 대비 하향(기존 디램 +8%, 낸드 -5% → 디램 +5%, 낸드 -7%). 주된 근거는 모바일, PC 등 전통 수요처 수요 부진이 기존 예상 대비 심화된 영향. 여전히 강한 수요가 확인되는 AI서버 시장과 대조적. 지난 실적발표 컨퍼런스콜에서 레거시 재고 관련 우려에 대해 무리한 재고 소진보다 재고 캐리 계획을 언급한 바 있으나, 달라진 수요 환경(예상대비 더욱 부진한 전통 수요와 미중 간 지정학적 불확실성 등)을 감안한 연말 재고 소진 성격의 판매가 일정 부분 동반될 수 있을 것으로 판단

내년 이익 전망 하향하나, HBM 주도권이 주가 방어 논리

내년 예상 영업이익을 기존 31.7조원에서 29.1조원으로 하향 조정. AI 시장과 전통 수요처 간 수요 양극화 심화됨에 따라 가격 전망을 다소 보수적으로 가정한 데 따른 것. 당사는 내년 수요에서 변화가 없다면 디램은 3Q25, 낸드는 1Q25부터 가격 하락 압력이 커질 것으로 판단

다만, 가격 하락 압력이 커지는 구간에서 HBM 시장의 주도권은 주가 방어 논리로 작용할 것. 가격과 수량이 수주 기반으로 확정되어 거래되기 때문. HBM 시장 선두 포지션은 단기간 내 변화할 가능성 희박. 올해 HBM3E 8단 시장에서 그러했듯, 내년 12단 시장도 사실상 독점하며 가격 프리미엄을 홀로 향유할 가능성 높음. 내년 HBM 출하량은 용량 기준 129억 Gb(올해 73억 Gb)으로 올해대비 약 +77% 증가 전망하며, 이익 기여도는 약 50% 수준 육박 전망

목표주가 25만원으로 소폭 하향하나 Top pick 유지

내년 이익 전망을 소폭 하향한 데 근거해 목표주가를 기존 26만원에서 25만원으로 -4% 하향하나 매수 의견과 업종 내 대형주 Top pick 의견은 유지. Target P/B도 기존 2.0배 유지. 업황 둔화 구간에서 HBM 시장에서의 높은 점유율이 실적과 주가의 방어 논리로 작용할 수 있음에 집중할 필요

[표1] SK 하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	12,430	16,423	17,573	19,377	17,876	20,251	19,536	20,228	32,766	65,803	77,892
DRAM	7,298	10,463	11,749	13,250	12,572	14,313	13,704	14,320	20,069	42,759	54,909
NAND	4,546	5,340	5,177	5,426	4,771	5,373	5,193	5,197	10,064	20,488	20,535
기타	585	620	647	702	533	565	639	711	2,642	2,554	2,448
QoQ(%) / YoY(%)	10%	32%	7%	10%	-8%	13%	-4%	4%	-27%	101%	18%
DRAM	3%	43%	12%	13%	-5%	14%	-4%	4%	-30%	113%	28%
NAND	31%	17%	-3%	5%	-12%	13%	-3%	0%	-28%	104%	0%
기타	-25%	6%	4%	8%	-24%	6%	13%	11%	31%	-3%	-4%
영업이익	2,886	5,469	7,030	7,882	6,914	8,103	7,187	6,846	-7,730	23,266	29,051
DRAM	2,637	4,694	6,112	7,108	6,579	7,680	6,964	6,938	968	20,551	28,161
NAND	281	811	950	808	362	452	255	-56	-8,551	2,851	1,012
기타	-32	-36	-32	-35	-27	-28	-32	-36	-149	-136	-122
OPM(%)	23%	33%	40%	41%	39%	40%	37%	34%	-24%	35%	37%
DRAM	36%	45%	52%	54%	52%	54%	51%	48%	5%	48%	51%
NAND	6%	15%	18%	15%	8%	8%	5%	-1%	-85%	14%	5%
주요가정											
DRAM B/G	-15%	21%	-1%	7%	-6%	15%	2%	10%	14%	18%	19%
DRAM ASP	22%	15%	14%	5%	2%	-1%	-4%	-5%	-40%	75%	10%
NAND B/G	0%	-2%	-14%	12%	-3%	15%	4%	11%	27%	4%	13%
NAND ASP	31%	16%	13%	-7%	-8%	-2%	-5%	-10%	-45%	90%	-10%

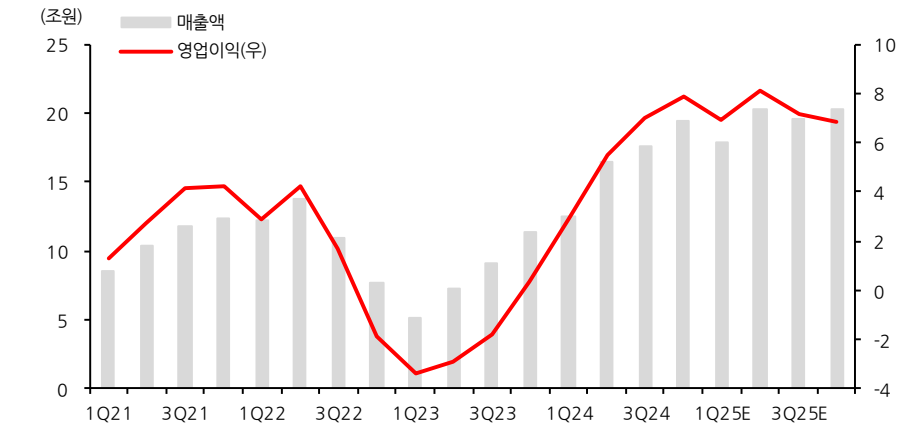
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 HBM 매출 추정

		2023	2024E	2025E
매출액(B \$)		1.9	10.7	17.2
	HBM2E	0.3		
	HBM3	1.5	3.5	1.0
	HBM3E 8Hi		7.1	4.1
	HBM3E 12Hi		0.2	11.8
	HBM4 12Hi			0.2
TSV Capa(K/월)		45	130	170
HBM Portion(%)		70%	100%	100%
Mix(%)		100%	100%	100%
	HBM2E	25%		
	HBM3	75%	40%	10%
	HBM3E 8Hi		59%	30%
	HBM3E 12Hi		1%	59%
	HBM4 12Hi			1%
P&T TAT Penalty		45%	60%	60%
생산량(M Gb)		1,138.8	7,258.6	12,900.1
	HBM2E	247.8		
	HBM3	890.9	2,614.7	854.8
	HBM3E 8Hi		4,528.8	3,011.3
	HBM3E 12Hi		115.1	8,883.4
	HBM4 12Hi			150.6

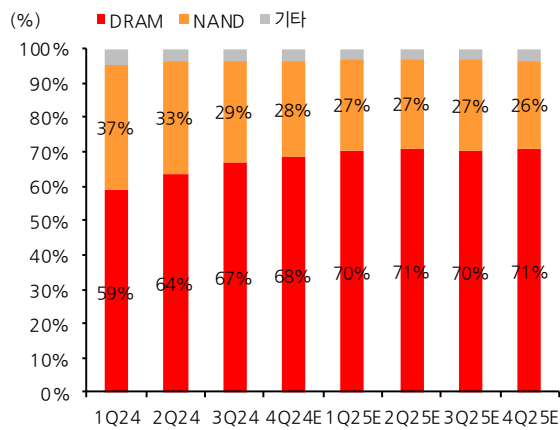
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK하이닉스 분기 실적 추이



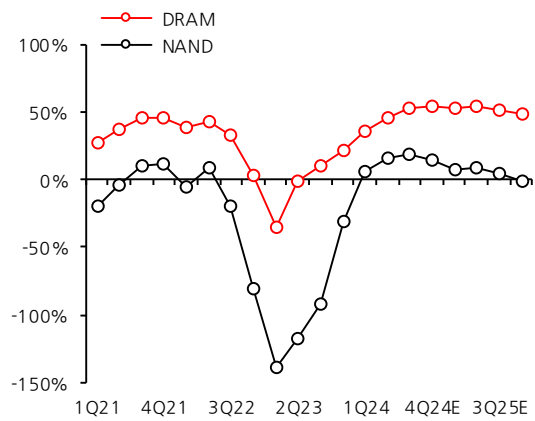
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 사업부별 분기 매출비중 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 디램 낸드 분기 OPM 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	44,622	32,766	65,803	77,892	84,293
매출총이익	15,628	-533	32,006	41,244	42,293
영업이익	6,809	-7,730	23,266	29,051	28,391
EBITDA	20,961	5,943	35,856	42,476	42,920
순이자손익	-441	-1,238	-1,032	-753	-481
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	22	23	25
세전계속사업손익	4,003	-11,658	21,526	27,864	27,961
당기순이익	2,242	-9,138	17,910	21,659	21,735
지배주주순이익	2,230	-9,112	17,900	21,631	21,706
증가율(%)					
매출액	160.6	-26.6	100.8	18.4	8.2
영업이익	33.3	적전	흑전	24.9	-2.3
EBITDA	145.1	-71.6	503.3	18.5	1.0
순이익	-46.6	적전	흑전	20.9	0.4
이익률(%)					
매출총이익률	35.0	-1.6	48.6	53.0	50.2
영업이익률	15.3	-23.6	35.4	37.3	33.7
EBITDA 이익률	47.0	18.1	54.5	54.5	50.9
세전이익률	9.0	-35.6	32.7	35.8	33.2
순이익률	5.0	-27.9	27.2	27.8	25.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	14,781	4,278	22,936	34,210	32,919
당기순이익	2,242	-9,138	17,910	21,659	21,735
자산상각비	14,151	13,674	12,590	13,425	14,529
운전자본증감	-2,690	794	-10,056	-680	-3,319
매출채권 감소(증가)	3,342	-1,406	-4,705	-513	-2,323
재고자산 감소(증가)	-6,572	2,288	-4,159	-362	-3,435
매입채무 증가(감소)	141	83	-898	539	2,439
투자활동 현금	-17,884	-7,335	-14,968	-19,485	-20,732
유형자산처분(취득)	-18,687	-6,785	-13,496	-17,915	-19,387
무형자산 감소(증가)	-738	-454	-794	-945	-895
투자자산 감소(증가)	2,251	140	-276	-21	-22
재무현금흐름	2,822	5,697	-9,286	-6,173	-5,305
차입금의 증가(감소)	4,491	6,507	-8,964	-5,230	-4,479
자본의 증가(감소)	-1,669	-801	-738	-943	-826
배당금의 지급	-1,681	-826	-826	-826	-826
총현금흐름	21,774	5,895	34,063	34,890	36,238
(-)운전자본증감(감소)	1,376	2,081	3,498	680	3,319
(-)설비투자	19,010	8,325	13,517	17,915	19,387
(+)자산매각	-414	1,086	-773	-945	-895
Free Cash Flow	973	-3,425	16,276	15,351	12,636
(-)기타투자	2,024	-2,640	6,961	604	427
잉여현금	-1,051	-786	9,315	14,746	12,209
NOPLAT	3,813	-5,604	19,358	22,582	22,069
(+) Dep	14,151	13,674	12,590	13,425	14,529
(-)운전자본투자	1,376	2,081	3,498	680	3,319
(-)Capex	19,010	8,325	13,517	17,915	19,387
OpFCF	-2,421	-2,337	14,933	17,412	13,892

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	39,964	49,926	62,766
현금성자산	5,407	8,160	6,732	15,305	22,210
매출채권	5,444	6,942	11,693	12,206	14,529
재고자산	15,665	13,481	17,691	18,053	21,488
비유동자산	75,138	69,862	73,593	79,655	85,861
투자자산	11,397	13,254	13,102	13,730	14,182
유형자산	60,229	52,705	56,443	61,553	67,068
무형자산	3,512	3,835	4,048	4,372	4,611
자산총계	103,872	100,330	113,558	129,581	148,626
유동부채	19,844	21,008	23,651	22,508	24,160
매입채무	10,807	7,026	12,278	12,818	15,257
유동성이자부채	7,705	11,968	7,185	5,332	4,368
비유동부채	20,737	25,819	18,320	14,969	11,482
비유동이자부채	17,092	22,013	17,131	13,754	10,239
부채총계	40,581	46,826	41,971	37,477	35,641
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,479	4,479	4,479
이익잉여금	56,685	46,729	63,954	84,759	105,639
자본조정	-1,413	-1,255	-505	-792	-792
자기주식	-2,300	-2,273	-2,221	-2,221	-2,221
자본총계	63,291	53,504	71,587	92,105	112,985

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	3,063	-12,517	26,012	31,433	31,544
BPS	86,904	73,495	98,331	126,515	155,197
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	29,909	8,098	46,790	47,926	49,778
ROA(%)	2.2	-8.9	16.7	17.8	15.6
ROE(%)	3.6	-15.6	28.6	26.4	21.2
ROIC(%)	5.3	-7.5	24.6	26.0	23.3
Multiples(x, %)					
PER	24.5	-11.3	6.8	5.6	5.6
PBR	0.9	1.9	1.8	1.4	1.1
PSR	1.2	3.1	2.0	1.7	1.5
PCR	2.5	17.5	3.8	3.7	3.6
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.1	3.1	2.8
배당수익률	1.6	0.8	0.7	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	64.1	87.5	58.6	40.7	31.5
Net debt/Equity	30.6	48.3	24.6	4.1	-6.7
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	49.0	8.9	-17.7
유동비율	144.8	145.0	169.0	221.8	259.8
이자보상배율	12.8	n/a	17.1	27.6	35.6
자산구조(%)					
투하자본	81.8	77.5	80.8	75.6	73.2
현금+투자자산	18.2	22.5	19.2	24.4	26.8
자본구조(%)					
차입금	28.2	38.8	25.4	17.2	11.4
자기자본	71.8	61.2	74.6	82.8	88.6

[Compliance Notice]

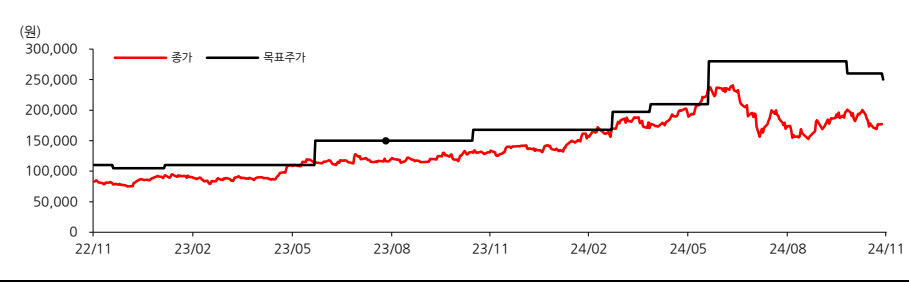
(공표일:2024년 11월 27일)

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)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2016.08.12	2022.12.16	2023.01.12	2023.02.02	2023.03.20	2023.04.04
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가		105,000	105,000	110,000	110,000	110,000
일 자	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
목표주가	110,000	110,000	110,000	150,000	150,000	150,000
일 자	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
목표주가	150,000	150,000	168,000	168,000	168,000	168,000
일 자	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26	2024.06.10	2024.06.19	2024.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	168,000	197,000	210,000	210,000	280,000	280,000
일 자	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30	2024.09.05	2024.09.27	2024.10.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000	260,000
일 자	2024.11.01	2024.11.05	2024.11.27			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	260,000	260,000	250,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-8.75	-4.37
2024.04.26	Buy	210,000	-7.09	11.67
2024.06.19	Buy	280,000	-30.94	-13.93
2024.10.25	Buy	260,000	-28.68	-22.69
2024.11.27	Buy	250,000		

[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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%