

# SK 하이닉스

## (000660)

### 호리천리(毫釐千里): 작은 차이가 큰 격차를 만든다

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**280,000** 원(상향)

현재주가

**198,200** 원(10/24)

시가총액

**144,290**(십억원)

이승우\_02)368-6121\_swlee6591@eugenefn.com

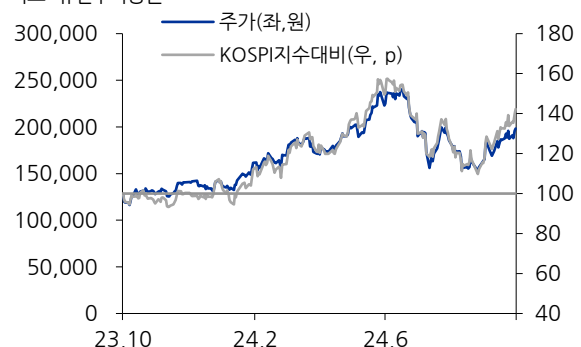
- 3분기 실적은 매출 17.57조원(+94% YoY), 영업이익 7.03조원으로 컨센서스(6.8조원)를 상회하며, 2018년 3분기에 기록한 영업이익 6.47조원의 역대 최고 기록을 6년 만에 경신. HBM의 DRAM 내 매출 비중은 30%까지 상승.
- 4분기 빙그로스 가이드는 DRAM +5%, NAND +12% 내외. HBM 매출 비중은 40%에 이를 전망. 이 같은 가이드스와 업황 등을 고려하면, 4분기 실적은 매출 19.3조원, 영업이익 7.9조원에 이를 것으로 예상됨.
- 2024년 실적은 매출 65.7조원, 영업이익은 23.3조원으로 **전년비 매출은 32.9조원 증가, 영업이익은 31조원 증가**. OP 마진은 35.5%로 2018년 연간 OPM 51.5%와 비교하면 추가 상승 여력이 가능해 보임.
- 2025년 PC, 스마트폰, 서버 수요 전망에 대해서는 회사측은 올해 대비 더 높은 증가율을 전망했고, HBM 수급도 계속 타이트할 것이라는 전망을 제시해 최근 논란이 되었던 메모리 겨울론을 우회적으로 반박.
- 2025년 연간 실적 전망을 매출 81.5조원(+24%), 영업이익 32.8조원(OPM 40.2%)에 이를 전망이다. **변혁의 시기, 기업의 전략적 방향에서의 작은 차이가 결국 거대한 차이를 만든다는 것을 우리는 두 눈으로 목격 중이다. 목표주가를 28만원으로 (24~25 평균 BPS 기준 타겟 P/B 2.5배) 상향하고, 투자의견 'BUY'를 유지한다.**

주가(원,10/24)	198,200
시가총액(십억원)	144,290
발행주식수	728,002천주
52주 최고가	248,500원
최저가	116,300원
52주 일간 Beta	1.83
60일 일평균거래대금	10,206억원
외국인 지분율	54.7%
배당수익률(24F)	0.6%
주주구성	
에스케이스퀘어 (외 9인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	23.1	13.8	48.0
절대기준	21.2	10.2	56.3
(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	280,000	240,000	▲
영업이익(24)	23.3	20.8	▲
영업이익(25)	32.8	30.5	▲

12월 결산(십억원)	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액	32,766	65,742	81,473	84,223
영업이익	-7,730	23,331	32,792	32,126
세전손익	-11,658	22,061	32,160	29,141
당기순이익	-9,138	17,794	25,426	22,977
EPS(원)	-12,517	24,445	34,898	31,521
증감률(%)	적전	흑전	42.8	-9.7
PER(배)	na	8.1	5.7	6.3
ROE(%)	-15.6	28.6	30.5	21.6
PBR(배)	1.9	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	21.7	4.1	2.9	2.5

자료: 유진투자증권



## SK 하이닉스 vs. 마이크론

두 회사의 매출액 차이는 이제 1.6~1.7 배까지 확대되었고, 영업마진율도 20%pt 차이가 난다. 그 결과 SK 하이닉스는 최근 분기 기준 마이크론 대비 34억 달러, 최근 네 분기 합계 무려 99억 달러 더 많은 영업이익을 거두었다. 하지만, 시가총액은 여전히 마이크론 대비 80%를 조금 넘는 수준에 그치고 있다.

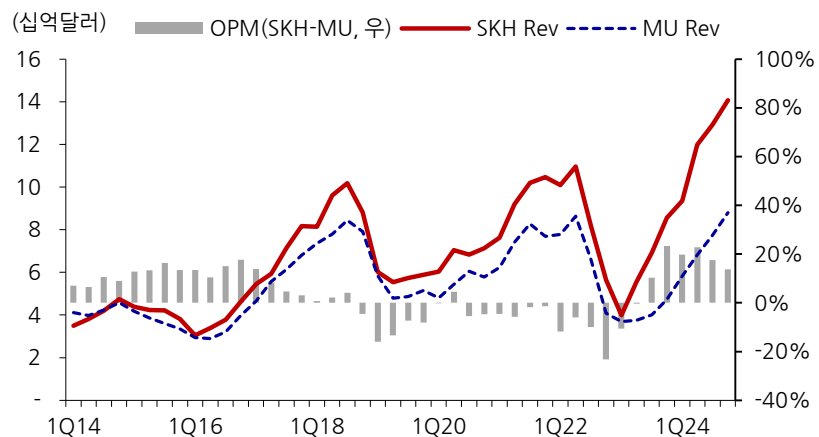
도표 1. SK 하이닉스와 마이크론 최근 분기 실적 비교

(십억달러)	매출액	영업이익	시가총액
SK 하이닉스	12.93	5.17	99.8
마이크론	7.75	1.75	123.2
SKH/MU	167%	296%	81%

자료: 유진투자증권

과거 큰 차이가 나지 않던 두 회사의 매출액 차이는 이제 1.6~1.7 배까지 확대되었고, 영업마진율도 20%pt 차이가 나고 있다

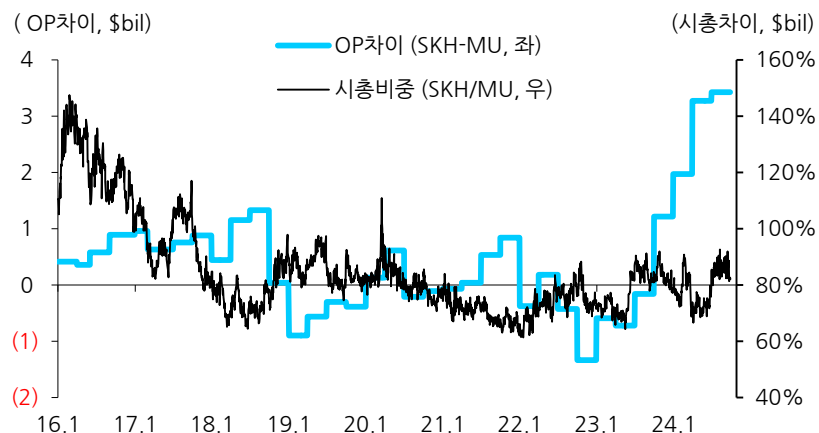
도표 2. SK 하이닉스와 마이크론 실적 비교



자료: 유진투자증권

엄청난 실적 차이에도 불구하고 SK 하이닉스의 시가총액은 마이크론 대비 80% 수준에 불과

도표 3. SK 하이닉스와 마이크론 영업이익과 시가총액 차이 비교



자료: 유진투자증권

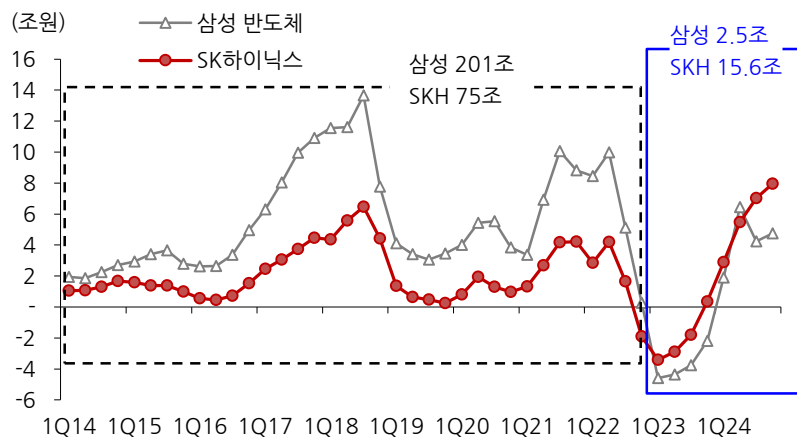
## SK 하이닉스 vs. 삼성전자 DS

2014년부터 2022년까지 9년간 삼성전자 반도체 사업부의 누적 영업이익은 201조원이었다. 같은 기간 SK 하이닉스의 누적 영업이익은 75조원으로, 이와 비교하면 9년 누적으로 약 3배 가까운 이익을 거둔 셈이다.

그러나, 2023년 AI 프로세서와 함께 HBM이 시장의 화두로 등장하면서 엄청난 변화가 시작되었다. 2023년부터 2024년 2년간 예상 영업이익 합계는 삼성전자 반도체가 2.5조원, SK하이닉스가 15.6조원으로 예상된다. AI라는 새로운 시대의 막이 오르면서 기업의 전략적 대응의 성공과 실패가 얼마나 큰 차이를 만들어 내는지가 적나라하게 드러나고 있다.

AI 시대 개막 이후  
상상하기 어려웠던  
격변이 벌어지고  
있다...

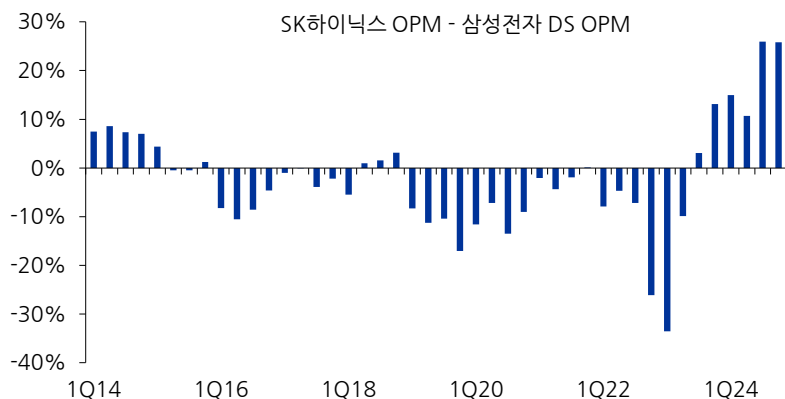
도표 4. 삼성 반도체와 SK하이닉스 영업이익 규모 비교



자료: 유진투자증권

SK하이닉스가 삼성  
반도체보다 월등히  
높은 마진율을 기록  
중이다. 뭔가 굉장  
히 낮은 그래프들이  
만들어지고 있다

도표 5. SK하이닉스 OPM과 삼성전자 반도체 OPM의 차이



자료: 유진투자증권

경험적으로 볼 때  
P/B 2.5 배 이상은  
주의해야 할 구간

도표 6. SK 하이닉스 P/B 밴드

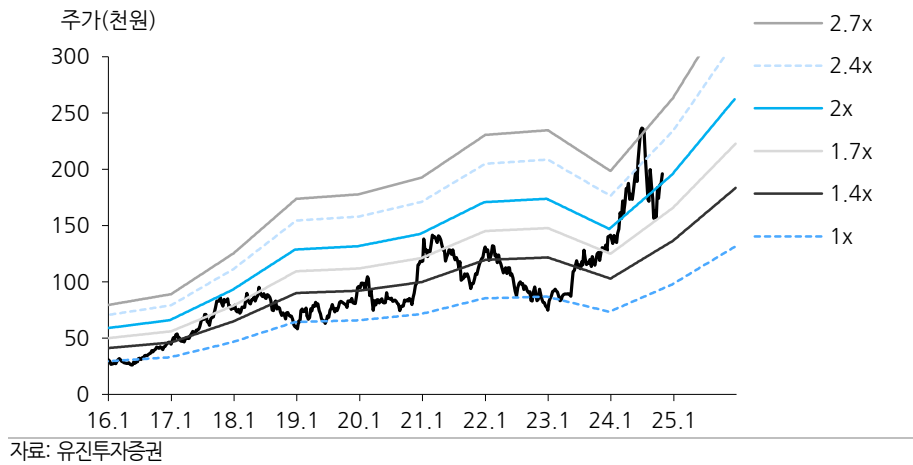


도표 7. 주요 가정

주요 가정	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	3Q25F	2022	2,023	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,328	1,371	1,359	1,365	1,350	1,350	1,330	1,330	1,290	1,306	1,356	1,340
(기말)	1,347	1,377	1,308	1,365	1,350	1,350	1,330	1,330	1,290	1,306	1,356	1,340
<b>DRAM</b>												
Bits (GB m)	2,025	2,456	2,438	2,538	2,490	2,583	2,854	2,873	7,130	8,038	9,456	10,801
b/g	-15%	21%	-1%	4%	-2%	4%	11%	1%	-1%	13%	18%	14%
ASP (\$/GB)	\$2.8	\$3.2	\$3.6	\$3.7	\$3.7	\$3.8	\$3.9	\$4.2	\$3.2	\$2.0	\$3.4	\$3.9
chg.	20%	11%	16%	2%	-1%	2%	3%	8%	-17%	-37%	69%	16%
매출 (십억원)	7,493	10,700	11,966	12,787	12,227	12,931	14,462	15,752	22,547	16,037	31,860	42,157
YoY	157%	142%	97%	74%	63%	21%	21%	23%		-27%	108%	29%
QoQ	2%	43%	12%	7%	-4%	6%	12%	9%				
<b>HBM</b>												
Bits (GB m)	80	135	220	300	326	355	404	464	71	221	735	1,548
b/g	7%	69%	63%	36%	9%	9%	14%	15%		212%	233%	111%
% of DRAM	4.0%	5.5%	9.0%	11.8%	13.1%	13.7%	14.2%	16.1%	1.0%	2.7%	7.8%	14.3%
ASP (\$/GB)	11.2	11.6	12.2	12.4	12.4	12.6	12.8	13.0	10.4	13.2	16.4	17.0
chg.	4%	4%	6%	2%	0%	2%	2%	2%		26%	24%	4%
매출 (십억원)	1,187	2,140	3,650	5,078	4,040	4,471	5,170	6,027	739	2,918	12,055	26,382
YoY	197%	252%	329%	379%	240%	109%	42%	19%		295%	313%	119%
QoQ	12%	80%	71%	39%	-20%	11%	16%	17%				
% of DRAM	15.8%	20.0%	30.5%	39.7%	33.0%	34.6%	35.7%	38.3%	3.3%	18.2%	37.8%	62.6%
<b>NAND</b>												
Bits (TB m)	38.9	39.5	34.2	38.2	38.4	40.2	42.4	43.9	121.1	147.3	150.8	164.9
B/G	-4%	2%	-14%	12%	0%	5%	5%	4%	43%	22%	2%	9%
ASP (\$/TB)	\$84	\$98	\$112	\$116	\$113	\$111	\$111	\$111	\$93	\$52	\$102	\$111
chg.	30%	17%	14%	4%	-3%	-2%	0%	0%	-18%	-44%	95%	9%
매출 (십억원)	4,407	5,185	5,046	5,889	5,614	5,770	5,990	6,211	14,184	9,653	20,510	23,585
YoY	161%	131%	108%	79%	27%	11%	19%	5%	35%	-32%	112%	15%
QoQ	34%	18%	-3%	17%	-5%	3%	4%	4%				

자료: 유진투자증권

도표 8. 실적 전망 요약

SK하이닉스	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	3Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (백만\$)	9,356	11,980	12,927	14,151	13,606	14,291	15,857	17,085	34,906	25,021	48,484	60,801
Y/Y	135%	116%	87%	65%	45%	19%	23%	21%	-7%	-28%	94%	25%
Q/Q	9%	28%	8%	9%	-4%	5%	11%	8%				
매출액 (십억원)	12,430	16,423	17,573	19,316	18,369	19,292	21,090	22,722	44,622	32,766	65,742	81,473
Y/Y	144%	125%	94%	71%	48%	17%	20%	18%	4%	-27%	101%	24%
Q/Q	10%	32%	7%	10%	-5%	5%	9%	8%				
DRAM	7,493	10,700	12,125	12,787	12,227	12,931	14,462	15,752	28,169	20,769	43,106	55,371
NAND	4,407	5,185	4,938	5,889	5,614	5,770	5,990	6,211	14,184	9,653	20,419	23,585
Others	529	538	510	640	527	592	638	760	2,269	2,344	2,217	2,517
DRAM 비중	60%	65%	69%	66%	67%	67%	69%	69%	63%	63%	66%	68%
NAND 비중	35%	32%	28%	30%	31%	30%	28%	27%	32%	29%	31%	29%
총영업코스트	9,544	10,955	10,543	11,370	11,209	11,683	12,621	13,167	37,812	40,496	42,410	48,680
감가상각비	3,194	3,132	3,082	3,361	3,407	3,433	3,475	3,544	14,151	13,674	12,769	13,859
캐시코스트	6,349	7,823	7,461	8,009	7,802	8,250	9,146	9,623	23,661	26,822	29,642	34,821
EBITDA	6,080	8,600	10,112	11,307	10,566	11,043	11,943	13,099	20,961	5,943	36,100	46,651
EBITDA 마진율	48.9%	52.4%	57.5%	58.5%	57.5%	57.2%	56.6%	57.6%	47.0%	18.1%	54.9%	57.3%
영업이익	2,886	5,469	7,030	7,946	7,159	7,610	8,468	9,555	6,809	-7,730	23,331	32,792
DRAM	2,336	4,843	5,998	6,467	5,974	6,391	7,226	8,270	9,062	1,020	19,644	27,861
NAND	549	628	923	1,474	1,181	1,214	1,237	1,283	-2,130	-8,752	3,573	4,916
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	41.1%	39.0%	39.4%	40.2%	42.1%	15.3%	-23.6%	35.5%	40.2%
DRAM	31%	45%	49%	51%	49%	49%	50%	52%	32%	5%	46%	50%
NAND	12%	12%	19%	25%	21%	21%	21%	21%	-15%	-91%	18%	21%
순이익	1,917	4,120	5,753	6,003	5,692	5,956	6,528	7,250	2,242	-9,138	17,794	25,426
지배주주순이익	1,919	4,120	5,753	6,003	5,687	5,951	6,523	7,245	2,230	-9,112	17,796	25,406
EPS (원)									3,063	-12,517	24,445	34,898

자료: 유진투자증권

도표 9. 실적 변경 내용 요약

(십억원)	신규전망		기존전망		변경폭	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
원달러	1,356	1,340	1,346	1,330	1%	1%
매출액	65,742	81,473	65,070	78,337	1%	4%
영업이익	23,331	32,792	21,130	28,165	10%	16%
세전이익	22,061	32,160	19,755	27,515	12%	17%
순이익	17,794	25,426	15,780	21,566	13%	18%
EPS (원)	24,445	34,898	21,665	29,596	13%	18%

자료: 유진투자증권

## SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>103,872</b>	<b>100,330</b>	<b>114,018</b>	<b>138,055</b>	<b>164,909</b>
유동자산	28,733	30,468	42,531	63,052	85,009
현금성자산	5,407	8,160	15,813	33,931	52,224
매출채권	5,444	6,942	11,110	13,036	14,892
재고자산	15,665	13,481	13,158	13,573	15,244
비유동자산	75,138	69,862	71,487	75,003	79,900
투자자산	11,397	13,254	13,320	12,990	13,524
유형자산	60,229	52,705	58,029	62,102	64,198
기타	3,513	3,903	138	(88)	2,179
<b>부채총계</b>	<b>40,581</b>	<b>46,826</b>	<b>42,968</b>	<b>42,573</b>	<b>47,616</b>
유동부채	19,844	21,008	22,098	27,033	27,209
매입채무	10,807	7,026	2,118	3,153	2,765
유동성이자부채	7,705	11,968	4,793	9,846	9,904
기타	1,332	2,015	15,187	14,034	14,540
비유동부채	20,737	25,819	19,633	20,475	20,583
비유동이자부채	17,092	22,013	15,633	15,325	15,325
기타	3,645	3,806	4,000	5,150	5,258
<b>자본총계</b>	<b>63,291</b>	<b>53,504</b>	<b>71,050</b>	<b>95,482</b>	<b>117,293</b>
자배지분	63,266	53,504	71,040	95,442	117,215
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	63,545	87,781	109,861
기타	(1,413)	(1,255)	(643)	(476)	(782)
비지배지분	24	(1)	10	40	78
<b>자본총계</b>	<b>63,291</b>	<b>53,504</b>	<b>71,050</b>	<b>95,482</b>	<b>117,293</b>
총차입금	24,797	33,981	20,426	25,171	25,229
순차입금	19,390	25,821	4,613	(8,760)	(26,995)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	<b>14,781</b>	<b>4,278</b>	<b>32,526</b>	<b>40,290</b>	<b>33,074</b>
당기순이익	2,242	(9,138)	17,794	25,426	22,977
자산상각비	14,151	13,674	12,769	13,859	14,604
기타비현금성손익	5,380	1,359	0	0	0
운전자본증감	(2,690)	794	(5,503)	(277)	(1,848)
매출채권감소(증가)	3,342	(1,406)	(4,150)	(1,716)	(1,664)
재고자산감소(증가)	(6,572)	2,288	1,111	(70)	(1,259)
매입채무증가(감소)	141	83	(2,463)	1,509	1,075
기타	399	(171)	0	0	0
<b>투자현금</b>	<b>(17,884)</b>	<b>(7,335)</b>	<b>(14,795)</b>	<b>(23,514)</b>	<b>(22,122)</b>
단기투자자산감소	2,251	140	(1,555)	(2,914)	(3,575)
장기투자증권감소	169	(14)	0	0	0
설비투자	19,010	8,325	12,682	17,000	18,000
유형자산처분	324	1,540	9	0	0
무형자산처분	(738)	(454)	(558)	(600)	(547)
<b>재무현금</b>	<b>2,822</b>	<b>5,697</b>	<b>(12,376)</b>	<b>(1,475)</b>	<b>3,827</b>
차입금증가	4,491	6,507	(11,187)	(274)	5,053
자본증가	(1,669)	(801)	(825)	(825)	(825)
배당금지급	1,681	826	825	825	825
<b>현금 증감</b>	<b>(81)</b>	<b>2,610</b>	<b>5,237</b>	<b>15,205</b>	<b>14,718</b>
기초현금	5,058	4,977	7,587	12,824	28,029
기말현금	4,977	7,587	12,824	28,029	42,747
Gross Cash flow	21,774	5,895	37,294	49,341	46,967
Gross Investment	22,824	6,681	18,743	20,877	20,394
<b>Free Cash Flow</b>	<b>(1,051)</b>	<b>(786)</b>	<b>18,551</b>	<b>28,464</b>	<b>26,573</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>44,622</b>	<b>32,766</b>	<b>65,742</b>	<b>81,473</b>	<b>84,223</b>
증가율(%)	3.8	(26.6)	100.6	23.9	3.4
매출원가	28,994	33,299	33,995	39,143	46,210
<b>매출총이익</b>	<b>15,628</b>	<b>(533)</b>	<b>31,746</b>	<b>42,329</b>	<b>42,322</b>
판매 및 일반관리비	8,818	7,197	8,415	9,537	10,196
기타영업손익	35	(18)	17	13	7
<b>영업이익</b>	<b>6,809</b>	<b>(7,730)</b>	<b>23,331</b>	<b>32,792</b>	<b>32,126</b>
증가율(%)	(45.1)	적전	흑전	40.6	(2.0)
<b>EBITDA</b>	<b>20,961</b>	<b>5,943</b>	<b>36,100</b>	<b>46,651</b>	<b>46,730</b>
증가율(%)	(9.1)	(71.6)	507.4	29.2	0.2
<b>영업외손익</b>	<b>(2,807)</b>	<b>(3,928)</b>	<b>(1,271)</b>	<b>(632)</b>	<b>(2,985)</b>
이자수익	92	230	345	370	679
이자비용	533	1,468	1,432	1,170	1,096
지분법손익	131	15	24	63	41
기타영업외손익	(2,497)	(2,704)	(208)	105	(2,609)
<b>세전순이익</b>	<b>4,003</b>	<b>(11,658)</b>	<b>22,061</b>	<b>32,160</b>	<b>29,141</b>
증가율(%)	(70.2)	적전	흑전	45.8	(9.4)
법인세비용	1,761	(2,520)	4,267	6,735	6,163
<b>당기순이익</b>	<b>2,242</b>	<b>(9,138)</b>	<b>17,794</b>	<b>25,426</b>	<b>22,977</b>
증가율(%)	(76.7)	적전	흑전	42.9	(9.6)
지배주주지분	2,230	(9,112)	17,796	25,406	22,947
증가율(%)	(76.8)	적전	흑전	42.8	(9.7)
비지배지분	12	(25)	(2)	20	30
<b>EPS(원)</b>	<b>3,063</b>	<b>(12,517)</b>	<b>24,445</b>	<b>34,898</b>	<b>31,521</b>
증가율(%)	(76.8)	적전	흑전	42.8	(9.7)
수정EPS(원)	3,063	(12,517)	24,445	34,898	31,521
증가율(%)	(76.8)	적전	흑전	42.8	(9.7)

## 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,063	(12,517)	24,445	34,898	31,521
BPS	86,904	73,495	97,581	131,101	161,009
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	24.5	n/a	8.1	5.7	6.3
PBR	0.9	1.9	2.0	1.5	1.2
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.1	2.9	2.5
배당수익률	1.6	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	2.5	17.5	3.9	2.9	3.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	15.3	(23.6)	35.5	40.2	38.1
EBITDA이익률	47.0	18.1	54.9	57.3	55.5
순이익률	5.0	(27.9)	27.1	31.2	27.3
ROE	3.6	(15.6)	28.6	30.5	21.6
ROIC	5.3	(7.5)	25.3	33.5	30.5
<b>안정성(배, %)</b>					
순차입금/자기자본	30.6	48.3	6.5	(9.2)	(23.0)
유동비율	144.8	145.0	192.5	233.2	312.4
이자보상배율	12.8	(5.3)	16.3	28.0	29.3
<b>활동성(회)</b>					
총자산회전율	0.4	0.3	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	6.4	5.3	7.3	6.7	6.0
재고자산회전율	3.6	2.2	4.9	6.1	5.8
매입채무회전율	4.7	3.7	14.4	30.9	28.5

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

