

SK 하이닉스 (000660/KS)

낙폭 과대

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 340,000 원(유지)

현재주가: 191,800 원

상승여력: 77.3%

Analyst
한동희donghee.han@sk.com
3773-8826

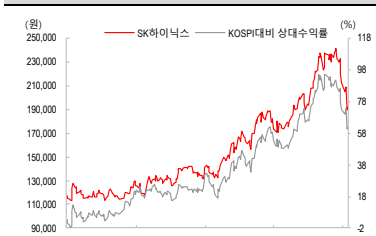
Company Data

| | |
|-------------|-------------|
| 발행주식수 | 72,800 만주 |
| 시가총액 | 139,631 십억원 |
| 주요주주 | |
| 에스케이시스템(외8) | 20.07% |
| 국민연금공단 | 7.90% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(24/07/26) | 191,800 원 |
| KOSPI | 2,731.90pt |
| 52주 최고가 | 241,000 원 |
| 52주 최저가 | 113,000 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 854 십억원 |

주가 및 상대수익률



HBM 기여도 점증 사이클 본격화 진입

SK 증권은 SK 하이닉스의 HBM3e 8Hi 매출액 반영 시작에 따라 DRAM 매출액 내 HBM 기여도 상승이 본격화 될 것으로 전망된다. 2Q24 DRAM 매출액 내 HBM 비중은 20% (+5%p QoQ)로 추정되며, 메모리 업계의 보수적 출하를 통한 수익성 제고 전략 지속을 감안하면, HBM 기여도는 지속 상승 해 4Q24 39%에 도달하고, 2025년에는 40%를 상회하기 시작할 것으로 전망한다. 장기공급계약을 통한 안정적 이익 기반이 빠르게 높아지고 있다는 점과 HBM 강세 및 공정난이도 상승 지속으로 Commodity 역시 하방이 견고해지고 있다는 점에 주목할 것을 권고한다.

메모리 사이클은 출하가 아닌 가격 상승에서 나온다

SK 증권은 메모리 사이클의 핵심이 출하가 아닌 가격 상승에서 비롯된다고 판단한다. SK 하이닉스가 제시한 3Q24 출하 가이드라인 (DRAM 한자리수 초반 성장, NAND 한자리수 중반 하락)가 수요의 더딘 회복보다는 실수요 중심의 출하 대응을 통한 가격 상승 사이클의 지속으로 해석하는 것이 타당하다. 출하와 가격은 일정 부분 Trade-off 관계이며, 영업레버리지 측면에서 같은 매출액이라면 가격 사이클이 유리하다. SK 증권은 SK 하이닉스의 2024 년, 2025 년 영업이익을 각각 24 조원 (흑자전환 YoY), 40 조원 (+68% YoY)으로 유지하고, 340,000 원의 목표주가 역시 유지한다.

낙폭 과대 영역 진입. 저점 매수 권고

SK 하이닉스의 주가는 12M Fwd. P/B 1.57X 로 과거 일반 Commodity 사이클 고점 영역까지 내려왔다. HBM 강세가 증익 및 Commodity 의 하방 역시 견고히 만드는 사이클이며, AI 에 대한センチ먼트는 변동될 수 있지만 AI 서버 CapEx. 2 년 차에 트렌드가 사라지기도 어렵다. 북미 CSP 4 사의 CapEx. 전망치는 재차 상승하기 시작했고, 주가 하락 기간 동안 DRAM 3 사의 2024, 2025 년 영업이익 컨센서스 역시 상승을 지속하고 있다. 하반기 업계의 Commodity 재고평가손실충당금 환입의 빠른 체감 구간에 증익의 가시성은 HBM 이 견인할 것이다. 저점 매수 관점의 접근을 권고한다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-----|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액 | 십억원 | 42,998 | 44,622 | 32,766 | 67,071 | 92,327 | 102,483 |
| 영업이익 | 십억원 | 12,410 | 6,809 | -7,730 | 23,842 | 40,003 | 43,555 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 9,602 | 2,230 | -9,112 | 17,163 | 29,665 | 32,606 |
| EPS | 원 | 13,190 | 3,063 | -12,517 | 23,576 | 40,748 | 44,788 |
| PER | 배 | 9.9 | 24.5 | -11.3 | 8.1 | 4.7 | 4.3 |
| PBR | 배 | 1.5 | 0.8 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 배 | 4.6 | 3.5 | 21.5 | 4.8 | 2.7 | 2.1 |
| ROE | % | 16.8 | 3.6 | -15.6 | 27.8 | 35.1 | 28.4 |

SK 하이닉스 분기 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|--------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 매출액 | 5,088 | 7,306 | 9,066 | 11,306 | 12,430 | 16,423 | 17,928 | 20,290 | 32,766 | 67,071 | 92,327 |
| QoQ % | -34% | 44% | 24% | 25% | 10% | 32% | 9% | 13% | -27% | 105% | 38% |
| YoY % | -58% | -47% | -17% | 47% | 144% | 125% | 98% | 79% | | | |
| DRAM | 2,927 | 4,483 | 6,073 | 7,261 | 7,596 | 10,813 | 12,033 | 13,697 | 20,744 | 44,139 | 63,029 |
| NAND | 1,679 | 2,290 | 2,389 | 3,272 | 4,362 | 5,125 | 5,364 | 5,993 | 9,630 | 20,843 | 26,568 |
| 영업이익 | (3,405) | (2,882) | (1,792) | 346 | 2,886 | 5,469 | 7,109 | 8,377 | (7,734) | 23,842 | 40,003 |
| QoQ % | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 734% | 89% | 30% | 18% | 적전 | 흑전 | 68% |
| YoY % | 적전 | 적전 | 적전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 2321% | | | |
| DRAM | (1,339) | (44) | 610 | 1,515 | 2,563 | 4,819 | 6,521 | 7,683 | 742 | 21,587 | 35,296 |
| NAND | (1,712) | (2,719) | (2,033) | (997) | 431 | 753 | 847 | 1,024 | (7,462) | 2,989 | 5,584 |
| 지배순이익 | (2,580) | (2,991) | (2,184) | (1,357) | 1,919 | 4,120 | 5,288 | 5,836 | (8,533) | 17,163 | 29,668 |
| QoQ % | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 115% | 28% | 10% | 적전 | 흑전 | 73% |
| YoY % | 적전 | 적전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | | | |
| 영업이익률 | -67% | -39% | -20% | 3% | 23% | 33.3% | 40% | 41% | -24% | 36% | 43% |
| DRAM | -46% | -1% | 10% | 21% | 34% | 45% | 54% | 56% | 4% | 49% | 56% |
| NAND | -102% | -119% | -85% | -30% | 10% | 15% | 16% | 17% | -77% | 14% | 21% |
| 지배순이익률 | -51% | -41% | -24% | -12% | 15% | 25% | 29% | 29% | -26% | 26% | 32% |

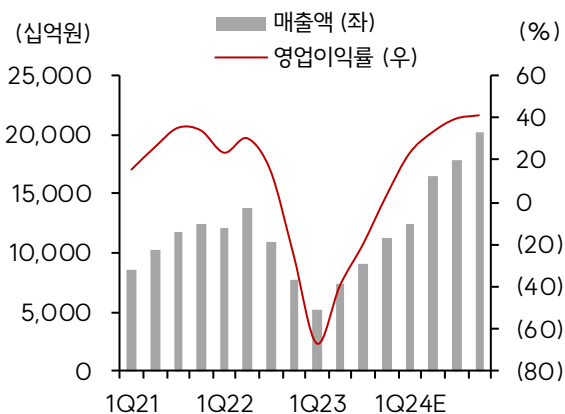
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24E | 4Q24E | 2023 | 2024E | 2025E |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| DRAM | | | | | | | | | | | |
| Shipment (1Gb equiv. mn) | 11,749 | 15,919 | 19,389 | 19,872 | 16,693 | 20,115 | 20,316 | 21,535 | 66,930 | 78,658 | 92,829 |
| QoQ % | -19% | 35% | 22% | 2% | -16% | 21% | 1% | 6% | 16% | 18% | 18% |
| ASP (\$) | 0.20 | 0.21 | 0.24 | 0.29 | 0.34 | 0.40 | 0.44 | 0.48 | 0.24 | 0.42 | 0.52 |
| QoQ % | -17% | 9% | 12% | 19% | 20% | 15% | 11% | 9% | -37% | 75% | 24% |
| NAND | | | | | | | | | | | |
| Shipment (1GB equiv. mn) | 30,864 | 46,296 | 49,301 | 48,561 | 48,076 | 47,114 | 44,759 | 48,339 | 175,023 | 188,288 | 213,343 |
| QoQ % | -18% | 50% | 6% | -2% | -1% | -2% | -5% | 8% | 19% | 8% | 13% |
| ASP (\$) | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.08 | 0.09 | 0.09 | 0.04 | 0.08 | 0.10 |
| QoQ % | -8% | -12% | -2% | 42% | 30% | 17% | 11% | 5% | -43% | 94% | 15% |

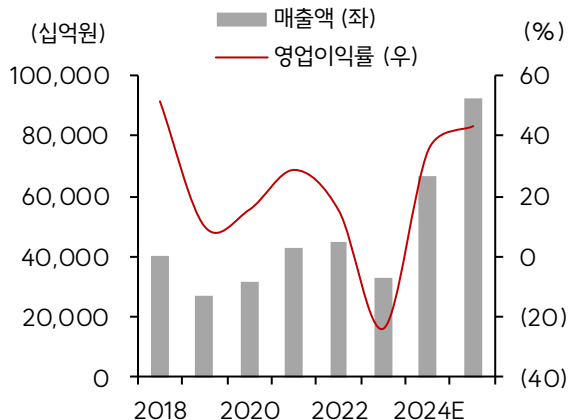
자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망



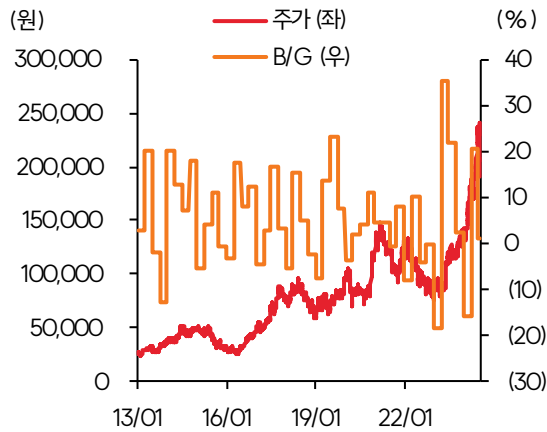
자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망



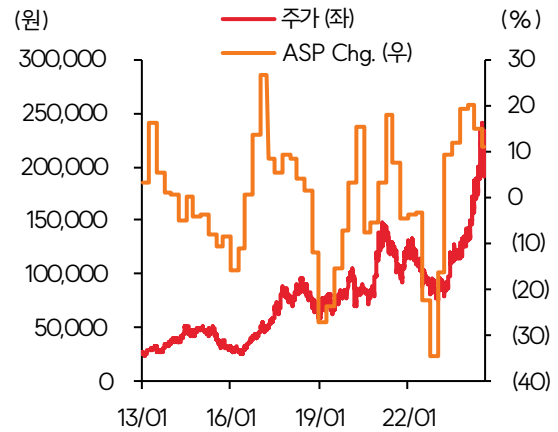
자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAMB/G의 상관관계



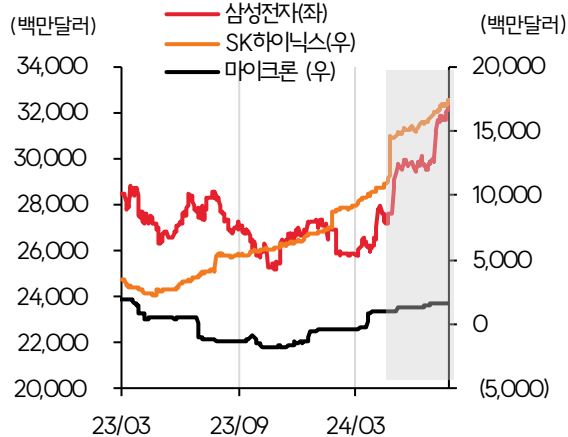
자료: FnGuide, SK 증권 추정

SK 하이닉스 주가와 DRAM ASP 변화율의 상관관계



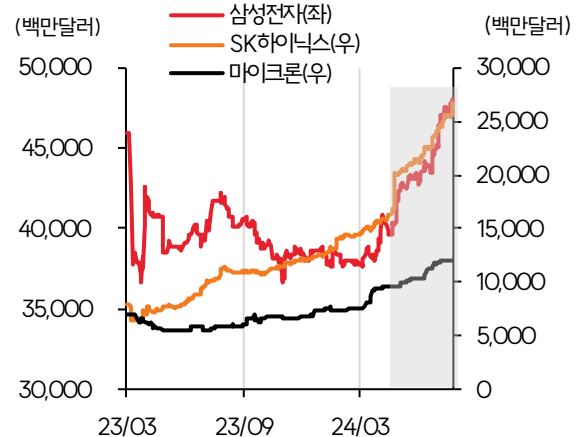
자료: FnGuide, SK 증권 추정

2024년 DRAM 3사 영업이익 컨센서스 추이



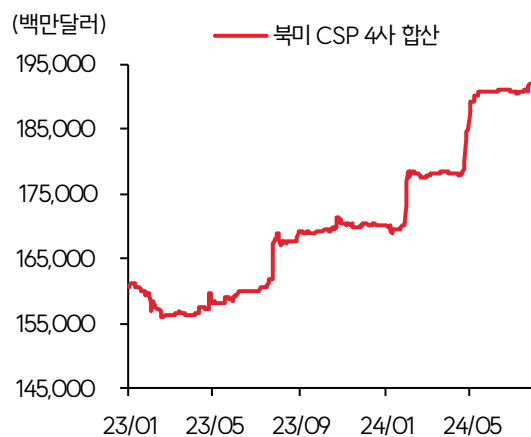
자료: Bloomberg, SK 증권

2025년 DRAM 3사 영업이익 컨센서스 추이



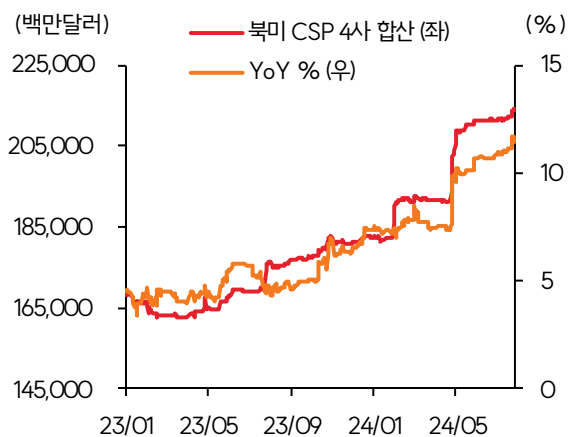
자료: Bloomberg, SK 증권

2024년 북미 CSP 4사 CapEx 컨센서스 추이



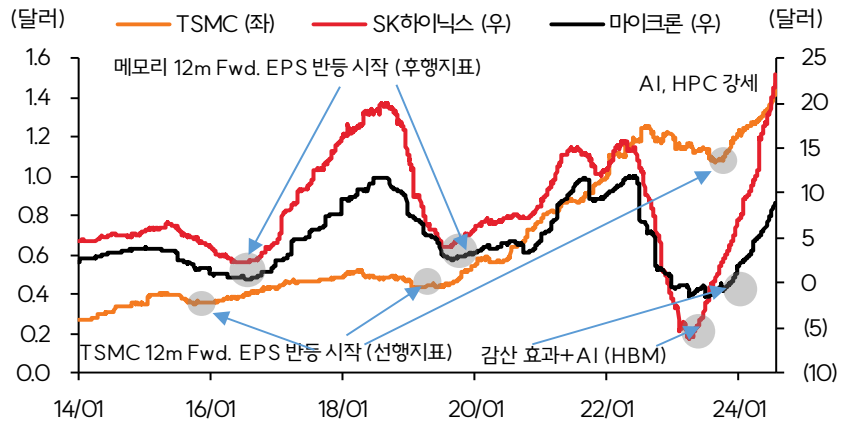
자료: Bloomberg, SK 증권

2025년 북미 CSP 4사 CapEx 컨센서스 추이



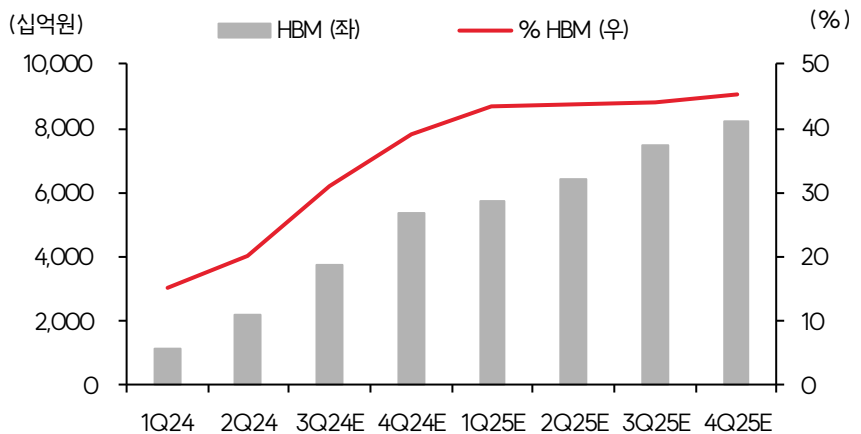
자료: Bloomberg, SK 증권

TSMC, SK 하이닉스, 마이크론 12MFwd. EPS 추이



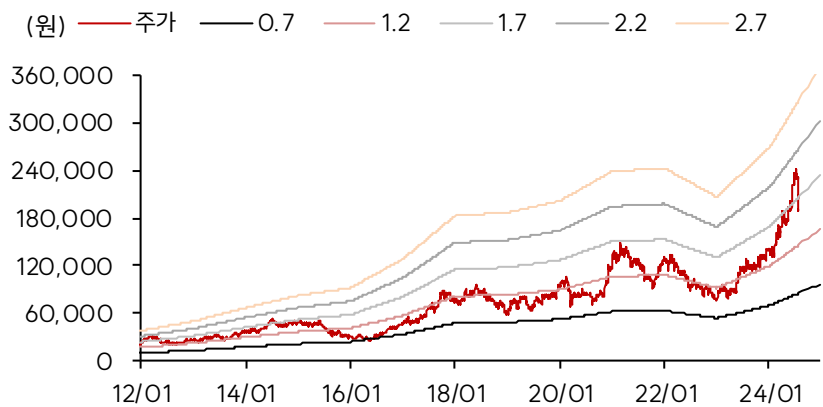
자료: Bloomberg, SK 증권

SK 하이닉스 분기 HBM 매출액, DRAM 내 매출액 비중 추이 및 전망



자료: SK 증권 추정

SK 하이닉스 12MFwd. P/B 추이



자료: FnGuide, SK 증권 추정

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 28,733 | 30,468 | 63,975 | 99,941 | 134,014 |
| 현금및현금성자산 | 4,977 | 7,587 | 33,450 | 68,299 | 98,870 |
| 매출채권 및 기타채권 | 5,444 | 6,942 | 11,935 | 14,421 | 14,494 |
| 재고자산 | 15,665 | 13,481 | 15,313 | 13,247 | 15,767 |
| 비유동자산 | 75,138 | 69,862 | 76,311 | 84,895 | 89,060 |
| 장기금융자산 | 7,462 | 5,845 | 7,140 | 8,095 | 8,543 |
| 유형자산 | 60,229 | 52,705 | 55,928 | 63,285 | 67,060 |
| 무형자산 | 3,512 | 3,835 | 3,422 | 2,945 | 2,534 |
| 자산총계 | 103,872 | 100,330 | 140,286 | 184,836 | 223,074 |
| 유동부채 | 19,844 | 21,008 | 44,662 | 58,207 | 64,571 |
| 단기금융부채 | 7,705 | 11,968 | 18,003 | 23,507 | 26,092 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7,632 | 5,139 | 21,157 | 27,625 | 30,664 |
| 단기충당부채 | 252 | 287 | 500 | 653 | 724 |
| 비유동부채 | 20,737 | 25,819 | 25,493 | 27,765 | 28,000 |
| 장기금융부채 | 17,092 | 22,013 | 23,795 | 25,757 | 26,529 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 2,987 | 3,240 | 683 | 683 | 683 |
| 장기충당부채 | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 부채총계 | 40,581 | 46,826 | 70,155 | 85,972 | 92,571 |
| 지배주주지분 | 63,266 | 53,504 | 70,134 | 98,870 | 130,512 |
| 자본금 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 | 3,658 |
| 자본잉여금 | 4,336 | 4,373 | 4,406 | 4,406 | 4,406 |
| 기타자본구성요소 | -2,311 | -2,269 | -2,239 | -2,239 | -2,239 |
| 자기주식 | -2,300 | -2,273 | -2,245 | -2,245 | -2,245 |
| 이익잉여금 | 56,685 | 46,729 | 63,016 | 91,751 | 123,393 |
| 비지배주주지분 | 24 | -1 | -4 | -6 | -8 |
| 자본총계 | 63,291 | 53,504 | 70,131 | 98,864 | 130,503 |
| 부채와자본총계 | 103,872 | 100,330 | 140,286 | 184,836 | 223,074 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 14,781 | 4,278 | 39,150 | 51,879 | 49,771 |
| 당기순이익(손실) | 2,242 | -9,138 | 17,160 | 29,663 | 32,604 |
| 비현금성항목등 | 19,532 | 15,033 | 18,769 | 23,081 | 25,595 |
| 유형자산감가상각비 | 13,372 | 13,121 | 12,438 | 13,743 | 14,515 |
| 무형자산상각비 | 780 | 553 | 554 | 477 | 411 |
| 기타 | 5,380 | 1,359 | 5,776 | 8,860 | 10,669 |
| 운전자본감소(증가) | -2,690 | 794 | 8,305 | 7,932 | 1,290 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 3,342 | -1,406 | -4,607 | -2,486 | -73 |
| 재고자산의감소(증가) | -6,572 | 2,288 | -1,661 | 2,067 | -2,520 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 141 | 83 | 10,825 | 6,468 | 3,039 |
| 기타 | -8,283 | -3,795 | -9,028 | -17,164 | -18,912 |
| 법인세납부 | -3,979 | -1,384 | -3,944 | -8,366 | -9,196 |
| 투자활동현금흐름 | -17,884 | -7,335 | -20,348 | -23,373 | -20,521 |
| 금융자산의감소(증가) | 2,251 | 140 | -1,180 | -564 | -230 |
| 유형자산의감소(증가) | -18,687 | -6,785 | -15,249 | -21,100 | -18,290 |
| 무형자산의감소(증가) | -738 | -454 | -142 | 0 | 0 |
| 기타 | -710 | -235 | -3,777 | -1,709 | -2,001 |
| 재무활동현금흐름 | 2,822 | 5,697 | 6,145 | 6,536 | 2,394 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | 6,974 | 5,504 | 2,586 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 4,491 | 6,507 | -241 | 1,961 | 773 |
| 자본의증가(감소) | 2 | 36 | 33 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -1,681 | -826 | -620 | -930 | -964 |
| 기타 | 10 | -21 | -2 | 0 | -0 |
| 현금의 증가(감소) | -81 | 2,610 | 25,863 | 34,849 | 30,571 |
| 기초현금 | 5,058 | 4,977 | 7,587 | 33,450 | 68,299 |
| 기말현금 | 4,977 | 7,587 | 33,450 | 68,299 | 98,870 |
| FCF | -3,906 | -2,507 | 23,901 | 30,779 | 31,481 |

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

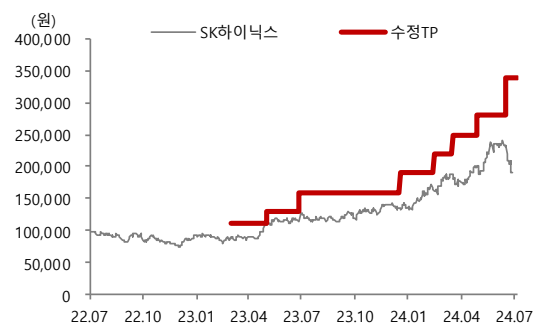
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 매출액 | 44,622 | 32,766 | 67,071 | 92,327 | 102,483 |
| 매출원가 | 28,994 | 33,299 | 36,793 | 49,357 | 50,729 |
| 매출총이익 | 15,628 | -533 | 30,277 | 42,970 | 51,754 |
| 매출총이익률(%) | 35.0 | -1.6 | 45.1 | 46.5 | 50.5 |
| 판매비와 관리비 | 8,818 | 7,197 | 6,436 | 2,967 | 8,199 |
| 영업이익 | 6,809 | -7,730 | 23,842 | 40,003 | 43,555 |
| 영업이익률(%) | 15.3 | -23.6 | 35.5 | 43.3 | 42.5 |
| 비영업손익 | -2,807 | -3,928 | -2,338 | -1,974 | -1,756 |
| 순금융손익 | -444 | -1,252 | -1,138 | -449 | -538 |
| 외환관련손익 | -405 | -319 | -1,108 | -1,145 | -1,200 |
| 관계기업등 투자손익 | 131 | 15 | 92 | 53 | 41 |
| 세전계속사업이익 | 4,003 | -11,658 | 21,504 | 38,029 | 41,800 |
| 세전계속사업이익률(%) | 9.0 | -35.6 | 32.1 | 41.2 | 40.8 |
| 계속사업법인세 | 1,761 | -2,520 | 4,344 | 8,366 | 9,196 |
| 계속사업이익 | 2,242 | -9,138 | 17,160 | 29,663 | 32,604 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 2,242 | -9,138 | 17,160 | 29,663 | 32,604 |
| 순이익률(%) | 5.0 | -27.9 | 25.6 | 32.1 | 31.8 |
| 지배주주 | 2,230 | -9,112 | 17,163 | 29,665 | 32,606 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 5.0 | -27.8 | 25.6 | 32.1 | 31.8 |
| 비지배주주 | 12 | -25 | -3 | -2 | -2 |
| 총포괄이익 | 2,822 | -9,037 | 17,389 | 29,663 | 32,604 |
| 지배주주 | 2,802 | -9,015 | 17,406 | 29,691 | 32,635 |
| 비지배주주 | 20 | -22 | -17 | -28 | -31 |
| EBITDA | 20,961 | 5,943 | 36,834 | 54,223 | 58,481 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 3.8 | -26.6 | 104.7 | 37.7 | 11.0 |
| 영업이익 | -45.1 | 적전 | 흑전 | 67.8 | 8.9 |
| 세전계속사업이익 | -70.2 | 적전 | 흑전 | 76.8 | 9.9 |
| EBITDA | -9.1 | -71.6 | 519.8 | 47.2 | 7.9 |
| EPS | -76.8 | 적전 | 흑전 | 72.8 | 9.9 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 2.2 | -8.9 | 14.3 | 18.2 | 16.0 |
| ROE | 3.6 | -15.6 | 27.8 | 35.1 | 28.4 |
| EBITDA마진 | 47.0 | 18.1 | 54.9 | 58.7 | 57.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 144.8 | 145.0 | 143.2 | 171.7 | 207.5 |
| 부채비율 | 64.1 | 87.5 | 100.0 | 87.0 | 70.9 |
| 순차입금/자기자본 | 29.0 | 46.7 | 8.1 | -22.5 | -38.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 39.3 | 4.0 | 20.9 | 25.8 | 71.0 |
| 배당성향 | 37.0 | -9.1 | 4.8 | 3.2 | 3.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,063 | -12,517 | 23,576 | 40,748 | 44,788 |
| BPS | 90,064 | 76,616 | 99,423 | 138,894 | 182,358 |
| CFPS | 22,501 | 6,265 | 41,423 | 60,282 | 65,291 |
| 주당 현금배당금 | 1,200 | 1,200 | 1,200 | 1,400 | 1,400 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 24.5 | -11.3 | 8.1 | 4.7 | 4.3 |
| PBR | 0.8 | 1.8 | 1.9 | 1.4 | 1.1 |
| PCR | 3.3 | 22.6 | 4.6 | 3.2 | 2.9 |
| EV/EBITDA | 3.5 | 21.5 | 4.8 | 2.7 | 2.1 |
| 배당수익률 | 1.6 | 0.8 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2024.07.16 | 매수 | 340,000원 | 6개월 | | |
| 2024.05.27 | 매수 | 280,000원 | 6개월 | -20.57% | -13.93% |
| 2024.04.15 | 매수 | 250,000원 | 6개월 | -27.32% | -20.00% |
| 2024.03.14 | 매수 | 220,000원 | 6개월 | -19.73% | -14.36% |
| 2024.01.15 | 매수 | 190,000원 | 6개월 | -21.94% | -9.53% |
| 2023.07.25 | 매수 | 160,000원 | 6개월 | -21.54% | -11.00% |
| 2023.05.31 | 매수 | 130,000원 | 6개월 | -11.71% | -8.08% |
| 2023.03.30 | 매수 | 110,000원 | 6개월 | -17.51% | 0.27% |
| 2022.10.27 | 매수 | 120,000원 | 6개월 | -28.53% | -20.92% |
| 2022.06.20 | 매수 | 130,000원 | 6개월 | -28.33% | -21.15% |



Compliance Notice

작성자(한동희)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 29일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.91% | 중립 | 3.09% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|