



BUY (유지)

목표주가(12M) 240,000원(상향)

현재주가(10.24) 198,200원

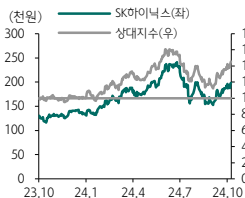
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,581.03
52주 최고/최저(원)	241,000/116,300
시가총액(십억원)	144,290.1
시가총액비중(%)	6.86
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	5,770.1
60일 평균 거래대금(십억원)	1,020.3
외국인지분율(%)	54.66
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 8 인	20.07
국민연금공단	7.35

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	66,664.6	86,414.7
영업이익(십억원)	23,062.9	34,453.0
순이익(십억원)	16,428.8	25,784.5
EPS(원)	22,408	34,988
BPS(원)	100,629	136,816

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	44,621.6	32,765.7	66,255.2	90,529.2
영업이익	6,809.4	(7,730.3)	23,294.0	37,753.6
세전이익	4,002.8	(11,657.8)	21,389.9	36,200.6
순이익	2,229.6	(9,112.4)	17,383.7	28,880.8
EPS	3,063	(12,517)	23,879	39,671
증감율	(76.78)	적전	흑전	66.13
PER	24.49	(11.30)	8.30	5.00
PBR	0.83	1.85	1.99	1.44
EV/EBITDA	3.48	21.53	3.92	2.25
ROE	3.56	(15.61)	28.14	34.35
BPS	90,064	76,616	99,360	137,896
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200



Analyst 김록호 rok.kim@hanafn.com  
RA 김영규 kyg1019@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 10월 25일 | 기업분석\_Earnings Review

## SK하이닉스 (000660)

### AI 수혜로 차별화 입증

#### 3Q24 Review: 컨센서스 소폭 상회

SK하이닉스의 24년 3분기 매출액은 17.6조원(YoY +94%, QoQ +7%), 영업이익은 7.03조원(YoY 흑자전환, QoQ +40%)을 기록했다. 매출액은 컨센서스를 하회한 반면에 영업이익은 상회하는 실적이다. 매출액이 하회한 이유는 PC, 스마트폰의 수요 둔화로 인해 출하량이 당초 예상을 하회했기 때문이다. 그럼에도 영업이익이 전망치를 상회한 것은 DRAM, NAND 모두 수요가 견조한 AI 서버/데이터센터용 고부가 제품인 HBM, eSSD 중심의 공급을 통해 믹스 개선 효과가 두드러졌기 때문이다. 하나증권이 주가의 주요 데이터라고 판단하고 있는 DRAM 가격은 전분기대비 15% 상승해 변동폭이 확대되었다. 이는 과거 싸이클과는 다른 양상인데, HBM 3E 매출 비중 확대를 통해 Blended ASP 상승 효과가 재차 확인된 것이다. NAND는 PC, 스마트폰 고객사 및 채널 재고 증가로 인해 전분기대비 15% 물량 감소에도 불구하고, eSSD 중심의 공급으로 가격은 15% 상승했다.

#### 4Q24 Preview: 영업이익 7.9조원으로 전망

24년 4분기 매출액은 19.8조원(YoY +75%, QoQ +13%), 영업이익은 7.9조원(YoY +2,186%, QoQ +13%)으로 전망한다. DRAM B/G는 전분기대비 4% 증가, 가격은 전분기대비 10% 상승을 가정한다. HBM 3E 12단 공급이 개시되면서 HBM 매출비중은 추가로 확대되어 40%에 달할 것으로 추정된다. 일반 DRAM 가격의 상승폭이 제한될 것으로 예상되는 가운데, SK하이닉스는 HBM 비중 확대를 통해 다시 한번 시장대비 차별화된 가격 흐름을 시현할 것으로 판단한다. NAND B/G는 전분기대비 11% 증가, 가격은 전분기대비 2% 상승을 가정한다. PC 및 스마트폰 고객사들의 재고 증가로 인해 일반 NAND의 가격 하락 압박이 있는 가운데, 매출액에서 eSSD 비중이 이미 60%에 달하고, 기저가 높기 때문에 가격 상승폭은 제한적일 것으로 판단한다.

#### 달라진 체력으로 피크아웃 우려 극복

SK하이닉스에 대한 투자 의견 'BUY'를 유지하고, 목표주가를 240,000원으로 상향한다. 목표 주가는 2025년 BPS에 Target PBR 1.7배를 적용해서 산출한다. HBM의 경쟁력과 그로 인한 가격 및 실적 차별화를 재차 입증했고, 일반 DRAM CAPA 제한으로 인해 공급 과잉 우려를 일부 완화시켜 주었다. AI 관련 수요에 대한 불확실성과 매크로 이슈, 메모리 업황 피크아웃 우려가 동반되던 24년 7~9월과 다른 환경이다. 레거시 수요에 대한 불확실성이 상존하지만, DRAM 내 HBM 매출비중 40%, NAND 내 eSSD 비중 60%를 차지하고 있어 업황을 극복할 수 있는 체력이 확보되었다는 측면 역시 긍정적이다. 테크 내 유일하게 견조한 AI 수요의 최대 수혜주이기 때문에 업종 내 최선호주 전략을 그대로 유지한다.

도표 1. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 후)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
원/달러 평균		1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,371	1,359	1,345	1,306	1,351	1,350
Bit Growth	DRAM	-19%	36%	21%	3%	-15%	21%	-2%	4%	16%	17%	12%
	NAND	-14%	46%	9%	-3%	0%	-3%	-15%	11%	21%	2%	11%
ASP Growth	DRAM	-16%	9%	11%	16%	21%	14%	15%	10%	-38%	75%	31%
	NAND	-10%	-12%	0%	40%	32%	17%	16%	2%	-45%	99%	8%
매출액 (십억원)	DRAM	2,951	4,530	6,075	7,349	7,582	10,839	12,125	13,682	20,904	44,228	64,636
	NAND	1,679	2,221	2,402	3,279	4,351	5,091	4,991	5,595	9,581	20,028	23,894
	Others	458	555	589	678	497	493	457	552	2,281	2,000	1,999
	합계	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	17,573	19,830	32,766	66,255	90,529
매출비중	DRAM	58%	62%	67%	65%	61%	66%	69%	69%	64%	67%	71%
	NAND	33%	30%	26%	29%	35%	31%	28%	28%	29%	30%	26%
	Others	9%	8%	6%	6%	4%	3%	3%	3%	7%	3%	2%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-36%	53%	34%	21%	3%	43%	12%	13%	-26%	112%	46%
	NAND	-27%	32%	8%	37%	33%	17%	-2%	12%	-32%	109%	19%
	Others	-40%	21%	6%	15%	-27%	-1%	-7%	21%	2%	-12%	0%
	합계	-34%	44%	24%	25%	10%	32%	7%	13%	-27%	102%	37%
영업이익 (십억원)	DRAM	-1,450	-326	599	1,931	2,243	4,438	5,762	6,610	755	19,053	32,314
	NAND	-1,918	-2,582	-2,416	-1,654	605	987	1,233	1,301	-8,570	4,126	5,298
	Others	-34	26	25	69	38	44	34	-0	85	115	141
	합계	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,468	7,029	7,910	-7,730	23,294	37,754
영업이익률	DRAM	-49%	-7%	10%	26%	30%	41%	48%	48%	4%	43%	50%
	NAND	-114%	-116%	-101%	-50%	14%	19%	25%	23%	-89%	21%	22%
	Others	-8%	5%	4%	10%	8%	9%	7%	0%	4%	6%	7%
	합계	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	40%	40%	-24%	35%	42%

자료: SK하이닉스, 하나증권

주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

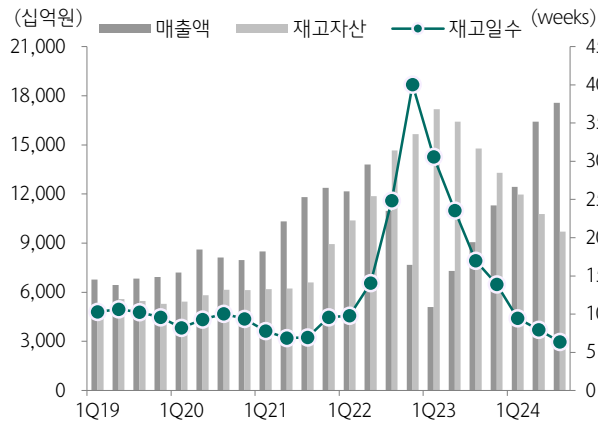
도표 2. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망(수정 전)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
원/달러 평균		1,276	1,315	1,311	1,321	1,328	1,371	1,360	1,330	1,306	1,347	1,311
Bit Growth	DRAM	-19%	36%	21%	3%	-15%	21%	2%	3%	16%	19%	11%
	NAND	-14%	46%	9%	-3%	0%	-3%	-6%	15%	21%	7%	13%
ASP Growth	DRAM	-16%	9%	11%	16%	21%	14%	14%	10%	-38%	75%	31%
	NAND	-10%	-12%	0%	40%	32%	17%	10%	5%	-45%	96%	7%
매출액 (십억원)	DRAM	2,951	4,530	6,075	7,349	7,582	10,839	12,535	13,896	20,904	44,852	63,405
	NAND	1,679	2,221	2,402	3,279	4,351	5,091	5,206	6,142	9,581	20,790	24,416
	Others	458	555	589	678	497	493	654	730	2,281	2,375	2,472
	합계	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	18,395	20,769	32,766	68,017	90,293
매출비중	DRAM	58%	62%	67%	65%	61%	66%	68%	67%	64%	66%	70%
	NAND	33%	30%	26%	29%	35%	31%	28%	30%	29%	31%	27%
	Others	9%	8%	6%	6%	4%	3%	4%	4%	7%	3%	3%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-36%	53%	34%	21%	3%	43%	16%	11%	-26%	115%	41%
	NAND	-27%	32%	8%	37%	33%	17%	2%	18%	-32%	117%	17%
	Others	-40%	21%	6%	15%	-27%	-1%	33%	12%	2%	4%	4%
	합계	-34%	44%	24%	25%	10%	32%	12%	13%	-27%	108%	33%
영업이익 (십억원)	DRAM	-1,450	-326	599	1,931	2,219	4,446	5,597	6,242	755	18,503	29,904
	NAND	-1,918	-2,582	-2,416	-1,654	637	983	1,107	1,483	-8,570	4,211	5,320
	Others	-34	26	25	69	30	39	44	40	85	153	132
	합계	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,468	6,748	7,765	-7,730	22,867	35,356
영업이익률	DRAM	-49%	-7%	10%	26%	29%	41%	45%	45%	4%	41%	47%
	NAND	-114%	-116%	-101%	-50%	15%	19%	21%	24%	-89%	20%	22%
	Others	-8%	5%	4%	10%	6%	8%	7%	5%	4%	6%	5%
	합계	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	37%	37%	-24%	34%	39%

자료: SK하이닉스, 하나증권

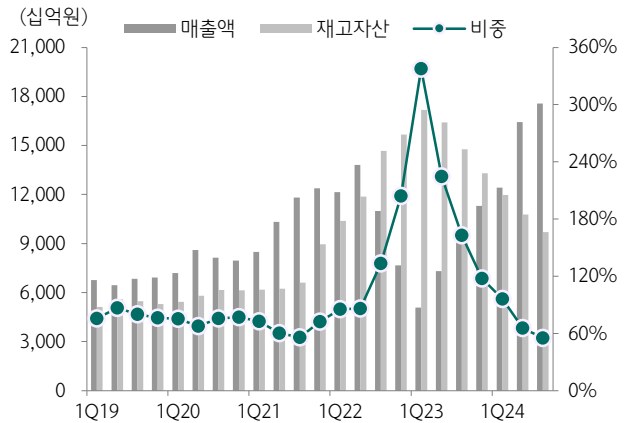
주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

도표 3. 재고일수 추이



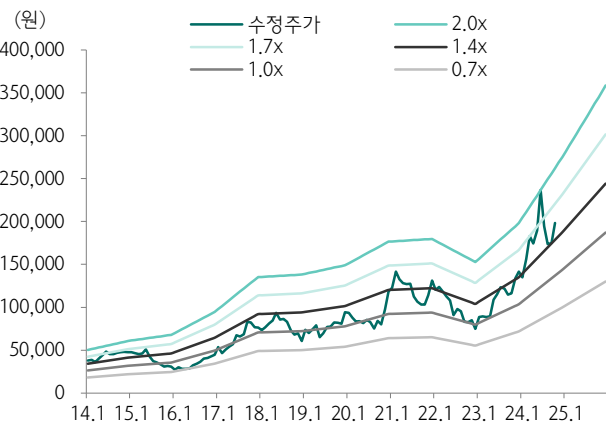
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 4. 매출액대비 재고자산 비중 추이



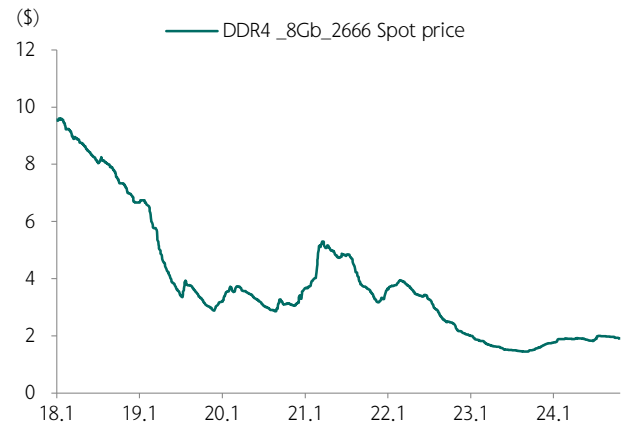
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 5. 12M Forward PBR 밴드



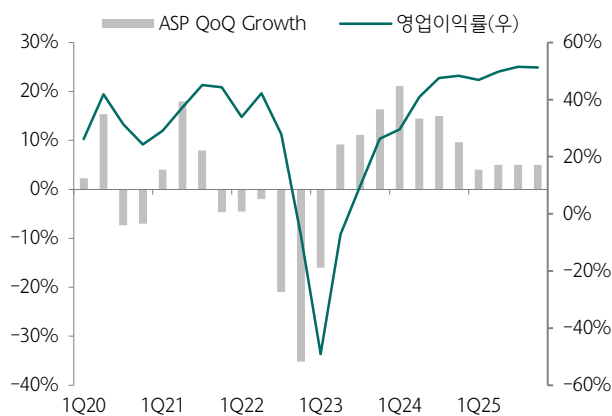
자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 6. DRAM 현물가격 추이



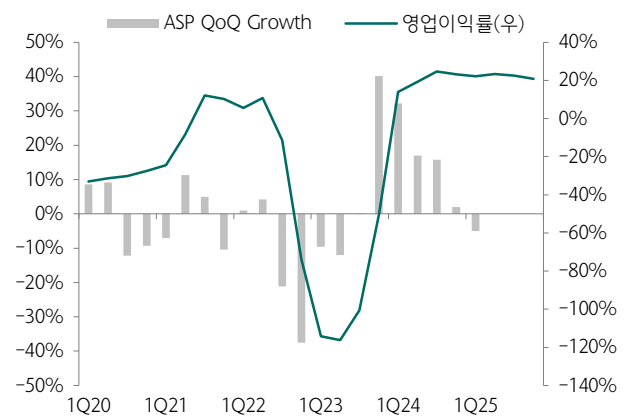
자료: DRAMeXchange, 하나증권

도표 7. DRAM의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



자료: SK하이닉스, 하나증권

도표 8. NAND의 ASP QoQ Growth 및 영업이익률 추이



자료: SK하이닉스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	44,621.6	32,765.7	66,255.2	90,529.2	97,771.5
매출원가	28,993.7	33,299.2	34,450.9	39,913.9	42,707.9
매출총이익	15,627.9	(533.5)	31,804.3	50,615.3	55,063.6
판매비	8,818.4	7,196.9	8,510.3	12,861.7	13,762.0
영업이익	6,809.4	(7,730.3)	23,294.0	37,753.6	41,301.7
금융손익	(1,377.3)	(3,831.4)	(944.5)	(579.0)	297.0
종속/관계기업손익	131.2	15.1	(904.6)	103.4	(1,850.0)
기타영업외손익	(1,560.5)	(111.2)	(55.1)	(1,077.5)	0.0
세전이익	4,002.8	(11,657.8)	21,389.9	36,200.6	39,748.6
법인세	1,761.1	(2,520.3)	3,958.3	7,240.1	8,347.2
계속사업이익	2,241.7	(9,137.5)	17,431.6	28,960.5	31,401.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,241.7	(9,137.5)	17,431.6	28,960.5	31,401.4
비지배주주지분 순이익	12.1	(25.1)	47.9	79.6	86.3
지배주주순이익	2,229.6	(9,112.4)	17,383.7	28,880.8	31,315.1
지배주주지분포괄이익	2,802.4	(9,015.0)	17,388.2	28,888.4	31,323.2
NOPAT	3,813.5	(6,059.1)	18,983.4	30,202.9	32,628.3
EBITDA	20,960.9	5,943.4	38,074.6	53,413.7	57,863.3
성장성(%)					
매출액증가율	3.78	(26.57)	102.21	36.64	8.00
NOPAT증가율	(57.13)	적전	흑전	59.10	8.03
EBITDA증가율	(9.13)	(71.65)	540.62	40.29	8.33
영업이익증가율	(45.13)	적전	흑전	62.07	9.40
(지배주주)순이익증가율	(76.78)	적전	흑전	66.14	8.43
EPS증가율	(76.78)	적전	흑전	66.13	8.43
수익성(%)					
매출총이익률	35.02	(1.63)	48.00	55.91	56.32
EBITDA이익률	46.97	18.14	57.47	59.00	59.18
영업이익률	15.26	(23.59)	35.16	41.70	42.24
계속사업이익률	5.02	(27.89)	26.31	31.99	32.12

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	3,063	(12,517)	23,879	39,671	43,015
BPS	90,064	76,616	99,360	137,896	179,776
CFPS	29,909	8,098	51,191	72,050	76,903
EBITDAPS	28,792	8,164	52,300	73,370	79,482
SPS	61,293	45,008	91,010	124,353	134,301
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	24.49	(11.30)	8.30	5.00	4.61
PBR	0.83	1.85	1.99	1.44	1.10
PCFR	2.51	17.47	3.87	2.75	2.58
EV/EBITDA	3.48	21.53	3.92	2.25	1.61
PSR	1.22	3.14	2.18	1.59	1.48
재무비율(%)					
ROE	3.56	(15.61)	28.14	34.35	27.62
ROA	2.23	(8.92)	15.28	19.67	17.08
ROIC	5.52	(8.41)	28.43	47.69	51.40
부채비율	64.12	87.52	81.45	69.37	55.47
순부채비율	29.03	46.65	9.16	(22.88)	(38.61)
이자보상배율(배)	12.77	(5.26)	14.31	23.65	25.07

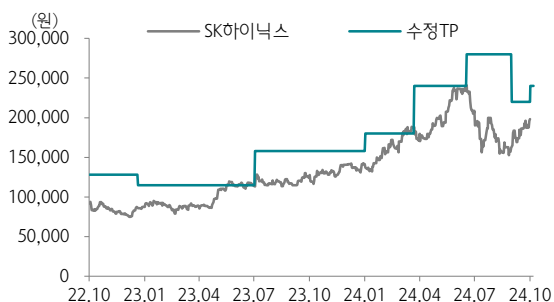
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	28,733.3	30,468.1	52,893.7	87,973.9	118,530.3
금융자산	6,423.3	9,020.8	24,753.4	55,218.6	82,944.2
현금성자산	4,977.0	7,587.3	22,734.7	52,775.7	80,374.8
매출채권	5,186.1	6,600.3	13,346.3	18,236.1	19,694.9
채고자산	15,664.7	13,480.7	12,132.6	10,919.3	12,011.3
기타유동자산	1,459.2	1,366.3	2,661.4	3,599.9	3,879.9
비유동자산	75,138.2	69,862.1	74,322.0	78,423.5	81,738.2
투자자산	7,482.7	5,808.5	7,549.0	8,810.5	9,186.9
금융자산	6,129.9	4,441.2	4,784.1	5,032.6	5,106.8
유형자산	60,228.5	52,704.9	55,891.7	59,126.9	62,399.6
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,367.2	2,971.9	2,637.6
기타비유동자산	3,914.9	7,514.1	7,514.1	7,514.2	7,514.1
자산총계	103,871.5	100,330.2	127,215.6	166,397.3	200,268.5
유동부채	19,843.7	21,007.8	26,648.3	34,876.6	37,331.6
금융부채	7,704.7	11,967.7	8,413.2	9,976.7	10,443.2
매입채무	2,186.2	1,845.5	3,731.8	5,099.1	5,507.0
기타유동부채	9,952.8	7,194.6	14,503.3	19,800.8	21,381.4
비유동부채	20,737.3	25,818.6	30,458.2	33,277.5	34,118.6
금융부채	17,091.9	22,013.1	22,763.1	22,763.1	22,763.1
기타비유동부채	3,645.4	3,805.5	7,695.1	10,514.4	11,355.5
부채총계	40,581.0	46,826.4	57,106.5	68,154.1	71,450.2
지배주주지분	63,266.3	53,504.3	70,061.8	98,116.3	128,605.0
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,336.2	4,372.6	4,372.6	4,372.6	4,372.6
자본조정	(2,311.4)	(2,269.3)	(2,269.3)	(2,269.3)	(2,269.3)
기타포괄이익누계액	898.7	1,014.1	1,014.1	1,014.1	1,014.1
이익잉여금	56,685.3	46,729.3	63,286.8	91,341.3	121,830.0
비지배주주지분	24.2	(0.5)	47.4	127.0	213.3
자본총계	63,290.5	53,503.8	70,109.2	98,243.3	128,818.3
순금융부채	18,373.3	24,959.9	6,422.9	(22,478.8)	(49,737.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14,780.5	4,278.2	43,441.8	53,163.8	49,012.8
당기순이익	2,241.7	(9,137.5)	17,431.6	28,960.5	31,401.4
조정	15,228.5	12,621.9	14,758.8	15,811.9	16,561.7
감가상각비	14,151.5	13,673.7	14,780.6	15,660.0	16,561.7
외환거래손익	1,056.6	332.2	78.5	267.5	0.0
지분법손익	(131.2)	(15.1)	0.0	0.0	0.0
기타	151.6	(1,368.9)	(100.3)	(115.6)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2,689.7)	793.8	11,251.4	8,391.4	1,049.7
투자활동 현금흐름	(17,883.7)	(7,334.7)	(19,904.1)	(20,453.2)	(20,002.9)
투자자산감소(증가)	976.6	1,704.0	(1,740.5)	(1,261.5)	(376.4)
자본증가(감소)	(18,686.5)	(8,325.1)	(17,500.0)	(18,500.0)	(19,500.0)
기타	(173.8)	(713.6)	(663.6)	(691.7)	(126.5)
재무활동 현금흐름	2,821.8	8,437.1	(3,630.6)	737.2	(359.9)
금융부채증가(감소)	5,641.8	9,184.2	(2,804.4)	1,563.5	466.5
자본증가(감소)	1.5	36.4	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,140.6)	42.1	0.0	0.0	(0.1)
배당지급	(1,680.9)	(825.6)	(826.2)	(826.3)	(826.3)
현금의 증감	(81.0)	5,380.6	12,377.2	30,040.9	27,599.0
Unlevered CFO	21,773.6	5,895.1	37,267.1	52,452.5	55,985.5
Free Cash Flow	(4,229.7)	(4,046.9)	25,941.8	34,663.8	29,512.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.10.25	BUY	240,000		
24.9.24	BUY	220,000	-16.06%	-9.91%
24.7.11	BUY	280,000	-34.67%	-16.79%
24.4.15	BUY	240,000	-15.34%	-0.42%
24.1.25	BUY	180,000	-10.52%	4.67%
23.7.26	BUY	158,000	-19.98%	-9.75%
23.1.13	BUY	115,000	-15.61%	3.91%
22.9.27	BUY	128,000	-33.48%	-25.16%

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 10월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2024년 10월 25일 현재 해당회사의 유가증권 권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.18%	4.39%	0.44%	100%

\* 기준일: 2024년 10월 22일