



SK하이닉스 (000660)

수요 둔화 구간에서 HBM 시장 주도권 지속 부각될 것

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 260,000원

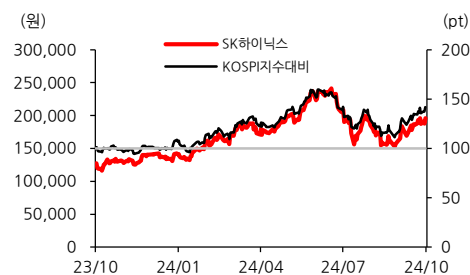
현재 주가(10/24)	198,200원
상승여력	▲31.2%
시가총액	1,442,901억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	241,000 / 116,300원
90 일 일평균 거래대금	10,197.19억원
외국인 지분율	54.5%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 9 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	21.2	-4.9	10.2	56.3
상대수익률(KOSPI)	23.1	1.5	13.8	48.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	66,019	81,238
영업이익	6,809	-7,730	23,515	31,676
EBITDA	20,961	5,943	36,101	45,054
지배주주순이익	2,230	-9,112	18,111	23,789
EPS	3,063	-12,517	26,318	34,570
순차입금	19,390	25,821	16,841	936
PER	24.5	-11.3	7.5	5.7
PBR	0.9	1.9	2.0	1.5
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.5	3.2
배당수익률	1.6	0.8	0.6	0.6
ROE	3.6	-15.6	28.9	28.6

주가 추이



3Q24 Review : 수요 둔화 구간에서 돋보인 HBM 경쟁력

3Q24 실적은 매출액 17.6조원(+7% QoQ), 영업이익 7.0조원(+29% QoQ)으로 최근 상향됐던 시장의 기대치에 부합하는 수준의 실적 달성. 출하량은 다소 저조, 디램과 낸드 각각 -1%, -14% 수준으로 당초 목표치 미달. 하반기 들어 심화된 PC, 모바일 등 전통 수요처에서의 수요 둔화가 주 원인. 다만 출하량 감소에도 Blended ASP가 디램 낸드 각각 +14%, +13% 상승하며 수익성 방어. HBM3E와 eSSD 등 고부가 제품에서의 경쟁사 대비 높은 판매 비중 효과에 기인. 특히 디램 내 HBM 판매 비중이 30%를 상회하는 수준까지 상승. 4Q24부터 HBM3E 12단 판매가 개시되는 점 고려하면 레거시 제품 수요 둔화 구간에서 HBM 경쟁력은 더욱 돋보일 것으로 판단

내년 전망 소폭 하향하나, HBM 주도권 지속 부각될 것

내년 영업이익 전망치를 기존 34.8조원에서 31.7조원으로 소폭 하향. 내년 업계 수요 성장은 전통 수요처의 부진으로 기존 예상 대비 둔화 되는 반면 공급은 증가할 가능성이 높은 점을 고려해 가격 전망을 하향 조정한 데 따른 것

다만, 업황 둔화 구간에서 동사가 보유한 HBM 시장 주도권은 오히려 지속 부각될 것으로 판단. 올해 HBM3E 8단 시장을 사실상 독점했던 것처럼 4Q24부터 본격화되는 12단 시장에서도 독주 체제 유지될 것. HBM4 고객사 샘플 대응도 가장 빠를 것으로 예상. 높은 HBM3E 판매 비중이 내년 실적 방어 요인으로 작용할 것

목표주가 26만원으로 소폭 하향하나 대형주 Top pick 유지

동사에 대해 매수의견과 대형주 Top-pick 의견을 유지하나, 내년 영업이익 전망치 하향에 따른 BPS 하락을 반영해 목표주가는 기존 28만원에서 26만원으로 -7% 하향. Target P/B는 과거 밴드 상단 수준인 1.9X 유지. 내년 이익 성장세는 올해 대비 둔화되나 여전히 증익구간인 점을 고려한 것. 또한 HBM 선두업체로써 보유한 시장 주도권이 Multiple 방어 논리로 작용할 것

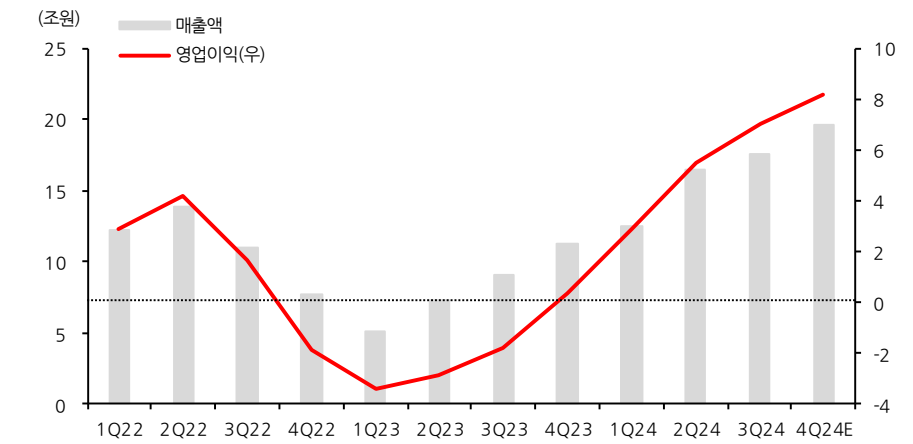
[표1] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	5,088	7,306	9,066	11,315	12,429	16,423	17,573	19,593	32,766	66,019	81,238
DRAM	2,891	4,313	5,814	7,051	7,298	10,463	11,749	13,429	20,069	42,939	56,604
NAND	1,696	2,366	2,518	3,483	4,546	5,340	5,177	5,462	10,064	20,524	22,186
기타	501	627	734	781	585	620	647	702	2,634	2,556	2,448
QoQ(%) / YoY(%)	-34%	44%	24%	25%	10%	32%	7%	11%	-27%	101%	23%
DRAM	-38%	49%	35%	21%	3%	43%	12%	14%	-30%	114%	32%
NAND	-28%	39%	6%	38%	31%	17%	-3%	6%	-28%	104%	8%
기타	-21%	25%	17%	6%	-25%	6%	4%	8%	31%	-3%	-4%
영업이익	-3,404	-2,882	-1,792	346	2,886	5,469	7,030	8,130	-7,730	23,515	31,676
DRAM	-1,025	-68	560	1,501	2,637	4,694	6,112	7,406	968	20,848	29,925
NAND	-2,351	-2,784	-2,308	-1,108	281	811	950	760	-8,551	2,803	1,874
기타	-29	-30	-44	-47	-32	-36	-32	-35	-147	-136	-122
OPM(%)	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	40%	41%	-24%	36%	39%
DRAM	-35%	-2%	10%	21%	36%	45%	52%	55%	5%	49%	53%
NAND	-139%	-118%	-92%	-32%	6%	15%	18%	14%	-85%	14%	8%
주요가정											
DRAM B/G	-20%	35%	22%	2%	-15%	21%	-1%	7%	14%	18%	19%
DRAM ASP	-18%	8%	10%	18%	22%	15%	14%	8%	-40%	77%	12%
NAND B/G	-14%	51%	7%	-3%	0%	-2%	-14%	12%	27%	4%	13%
NAND ASP	-11%	-10%	-1%	42%	31%	16%	13%	-5%	-45%	91%	-4%

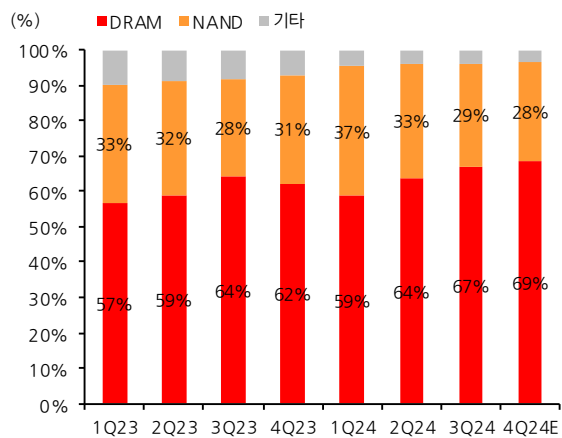
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 하이닉스 실적 추이



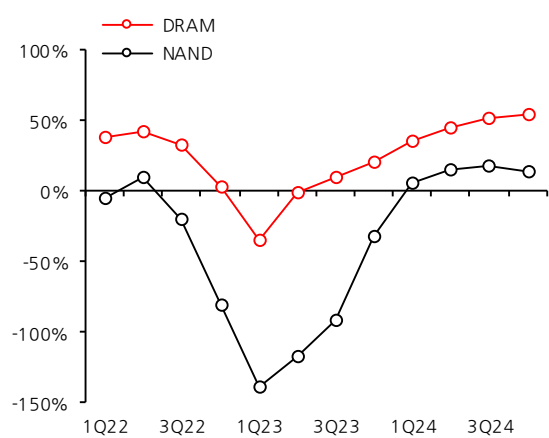
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	66,019	81,238
매출총이익	18,952	15,628	-533	33,388	46,821
영업이익	12,410	6,809	-7,730	23,515	31,676
EBITDA	23,067	20,961	5,943	36,101	45,054
순이자손익	-227	-441	-1,238	-1,074	-832
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	162	131	15	57	107
세전계속사업손익	13,416	4,003	-11,658	21,690	30,644
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	18,124	23,820
지배주주순이익	9,602	2,230	-9,112	18,111	23,789
증가율(%)					
매출액	203.5	3.8	-26.6	101.5	23.1
영업이익	267.2	-45.1	적전	흑전	34.7
EBITDA	257.2	-9.1	-71.6	507.4	24.8
순이익	234.7	-76.7	적전	흑전	31.4
이익률(%)					
매출총이익률	44.1	35.0	-1.6	50.6	57.6
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	35.6	39.0
EBITDA 이익률	53.6	47.0	18.1	54.7	55.5
세전이익률	31.2	9.0	-35.6	32.9	37.7
순이익률	22.4	5.0	-27.9	27.5	29.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	19,798	14,781	4,278	25,068	35,764
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	18,124	23,820
자산상각비	10,657	14,151	13,674	12,586	13,378
운전자본증감	-3,018	-2,690	794	-7,519	-1,152
매출채권 감소(증가)	-2,526	3,342	-1,406	-3,290	-803
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	2,288	-4,336	-905
매입채무 증가(감소)	176	141	83	-106	866
투자활동 현금	-22,392	-17,884	-7,335	-15,896	-18,975
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-6,785	-14,458	-17,872
무형자산 감소(증가)	-972	-738	-454	-561	-535
투자자산 감소(증가)	-1,576	2,251	140	-357	-31
재무현금흐름	4,492	2,822	5,697	-7,903	-6,146
차입금의 증가(감소)	5,289	4,491	6,507	-7,773	-5,230
자본의 증가(감소)	-797	-1,669	-801	-753	-916
배당금의 지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
총현금흐름	23,970	21,774	5,895	33,253	36,916
(-)운전자본증가(감소)	2,268	1,376	2,081	3,040	1,152
(-)설비투자	12,487	19,010	8,325	14,458	17,872
(+)자산매각	-892	-414	1,086	-561	-535
Free Cash Flow	8,323	973	-3,425	15,195	17,357
(-)기타투자	8,187	2,024	-2,640	4,999	536
잉여현금	136	-1,051	-786	10,196	16,821
NOPLAT	8,895	3,813	-5,604	19,649	24,622
(+) Dep	10,657	14,151	13,674	12,586	13,378
(-)운전자본투자	2,268	1,376	2,081	3,040	1,152
(-)Capex	12,487	19,010	8,325	14,458	17,872
OpFCF	4,797	-2,421	-2,337	14,738	18,975

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	30,468	42,069	54,941
현금성자산	5,544	5,407	8,160	9,758	20,433
매출채권	8,427	5,444	6,942	10,751	11,554
재고자산	8,950	15,665	13,481	17,887	18,792
비유동자산	69,439	75,138	69,862	73,676	79,349
투자자산	11,417	11,397	13,254	13,269	13,913
유형자산	53,226	60,229	52,705	56,543	61,598
무형자산	4,797	3,512	3,835	3,863	3,838
자산총계	96,347	103,872	100,330	115,745	134,290
유동부채	14,735	19,844	21,008	24,464	23,656
매입채무	8,379	10,807	7,026	11,593	12,459
유동성이자부채	3,183	7,705	11,968	8,461	6,608
비유동부채	19,420	20,737	25,819	19,374	16,023
비유동이자부채	15,971	17,092	22,013	18,138	14,761
부채총계	34,155	40,581	46,826	43,837	39,679
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,420	4,420
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	64,373	87,336
자본조정	-1,619	-1,413	-1,255	-540	-799
자기주식	-2,302	-2,300	-2,273	-2,245	-2,245
자본총계	62,191	63,291	53,504	71,907	94,611

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	13,190	3,063	-12,517	26,318	34,570
BPS	85,380	86,904	73,495	98,778	129,965
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	32,925	29,909	8,098	45,677	50,709
ROA(%)	11.5	2.2	-8.9	16.8	19.0
ROE(%)	16.8	3.6	-15.6	28.9	28.6
ROIC(%)	14.6	5.3	-7.5	25.0	28.4
Multiples(x, %)					
PER	9.9	24.5	-11.3	7.5	5.7
PBR	1.5	0.9	1.9	2.0	1.5
PSR	2.2	1.2	3.1	2.2	1.8
PCR	4.0	2.5	17.5	4.3	3.9
EV/EBITDA	4.7	3.5	21.7	4.5	3.2
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	54.9	64.1	87.5	61.0	41.9
Net debt/Equity	21.9	30.6	48.3	23.4	1.0
Net debt/EBITDA	59.0	92.5	434.4	46.6	2.1
유동비율	182.6	144.8	145.0	172.0	232.3
이자보상배율	47.7	12.8	n/a	16.8	27.5
자산구조(%)					
투하자본	80.0	81.8	77.5	78.3	72.4
현금+투자자산	20.0	18.2	22.5	21.7	27.6
자본구조(%)					
차입금	23.5	28.2	38.8	27.0	18.4
자기자본	76.5	71.8	61.2	73.0	81.6

[Compliance Notice]

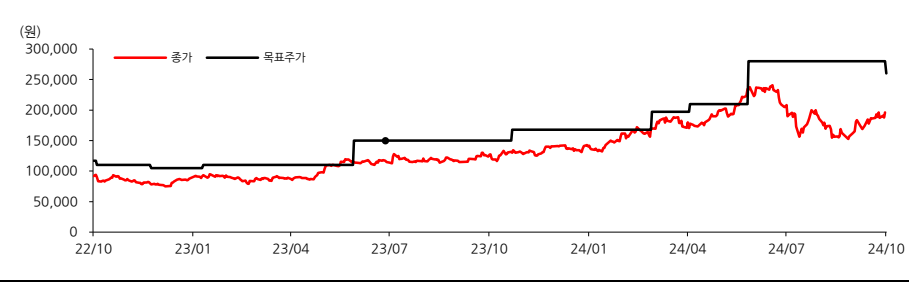
(공표일:2024년 10월 25일)

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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 자	2016.08.12	2022.10.27	2022.10.31	2022.11.16	2022.12.16	2023.01.12
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가		110,000	110,000	110,000	105,000	105,000
일 자	2023.02.02	2023.03.20	2023.04.04	2023.04.27	2023.05.16	2023.06.05
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 자	2023.06.21	2023.07.27	2023.09.14	2023.09.20	2023.10.26	2023.11.14
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	168,000
일 자	2023.11.29	2023.12.14	2024.01.15	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	168,000	168,000	168,000	168,000	197,000	210,000
일 자	2024.06.10	2024.06.19	2024.06.28	2024.07.26	2024.08.12	2024.08.30
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	210,000	280,000	280,000	280,000	280,000	280,000
일 자	2024.09.05	2024.09.27	2024.10.25			
투자 의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	280,000	280,000	260,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-8.75	-4.37
2024.04.26	Buy	210,000	-7.09	11.67
2024.06.19	Buy	280,000	-30.96	-13.93
2024.10.25	Buy	260,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 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 09월 30일)

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