



SK하이닉스 (000660)

AI형 메모리 경쟁력 지속 부각될 것

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 210,000원

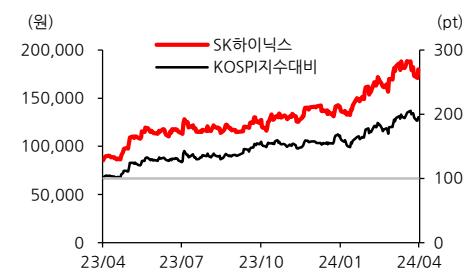
현재 주가(4/25)	170,600원
상승여력	▲ 23.1%
시가총액	1,241,972억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	188,400 / 85,500원
90 일 일평균 거래대금	7,026.38억원
외국인 지분율	54.4%
주주 구성	
에스케이스퀘어 (외 7 인)	20.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.7	24.2	33.8	99.5
상대수익률(KOSPI)	4.7	17.8	22.6	93.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	62,469	74,990
영업이익	6,809	-7,730	17,552	22,227
EBITDA	20,961	5,943	31,072	35,739
지배주주순이익	2,230	-9,112	13,138	15,785
EPS	3,063	-12,517	19,092	22,939
순차입금	19,390	25,821	24,420	14,301
PER	24.5	-11.3	8.9	7.4
PBR	0.9	1.9	1.9	1.5
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.8	3.9
배당수익률	1.6	0.8	0.7	0.7
ROE	3.6	-15.6	21.9	21.4

주가 추이



1Q24 Review : 컨센서스를 크게 상회하는 실적

1Q24 잠정실적은 매출액 12.4조원(+10% QoQ), 영업이익 2.9조원(+734% QoQ)으로 시장 컨센서스를 크게 상회하는 우수한 실적 기록. 수익성 확보 우선의 보수적 판매 전략에 따른 ASP 상승 효과에 기인. 메모리 출하량은 디램 -15%, 낸드 0%로 전분기 대비 증가하지 못했으나 Blended ASP가 디램 +22%, 낸드 +31% 수준으로 큰 폭 상승.

특히 낸드 부문 실적 개선 주목 필요. 그간 낸드는 디램 대비 AI형 수혜 강도가 약해 상대적으로 회복 속도가 더뎠으나 1Q24부터 AI형 수혜가 본격적으로 확인되기 시작. eSSD 중심으로 수요가 회복되며 전반적인 가격 상승을 견인. 이에 따라 약 9천억원 수준의 재고평가손충당금 환입되며 낸드 부문 흑자전환 성공

커스텀 HBM과 QLC SSD로 AI 시장 경쟁력 지속 부각 전망

동사의 AI 시장 내 메모리 경쟁력은 커스텀 HBM과 QLC 기반 eSSD를 중심으로 향후 지속 부각될 전망

커스텀 HBM은 기존 범용 HBM에서 베이스다이 교체를 통해 한단계 진화한 HBM으로 고객 맞춤형인 점이 특징. 최근 보도된 TSMC와의 MOU 체결도 커스텀 HBM을 위한 것으로 HBM4부터 적용될 가능성 높으며, 고객 맞춤형이라는 측면에서 수주 기반 사업 구조를 유지하기에 유리할 것으로 판단. 또한 QLC 기반 eSSD는 AI 서버에서 가격과 성능을 고려했을 때 HDD를 대체하기 가장 적합한 제품으로 동사의 솔리다임이 강점을 보유한 제품. 그간 계층으로 평가받아온 솔리다임의 활용가치가 재평가되는 계기가 될 것으로 판단

목표주가 21만원으로 상향

투자 의견 BUY를 유지하고 목표주가를 기존 19.7만원에서 21만원으로 +7% 상향. 올해 실적 추정치 상향(OP 12.7조원 → 17.6조원)에 따른 BPS 상승을 반영한 것. Target P/B는 기존 2.3X(과거 P/B Band 상단값 15% 할증)를 유지. 실적 개선 가시성이 지속적으로 높아지고 있고, 커스텀 HBM, QLC SSD를 기반으로 AI 시장에서의 높은 경쟁력은 지속 부각 전망. 현 주가 조정 구간을 매수 기회로 활용할 필요

[표1] SK하이닉스 실적 추이

(단위: 십억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	5,088	7,306	9,066	11,315	12,429	15,034	16,443	18,563	44,622	32,766	62,469
DRAM	2,891	4,313	5,814	7,051	7,298	9,312	10,077	11,811	28,570	20,069	38,498
NAND	1,696	2,366	2,518	3,483	4,546	5,066	5,635	5,960	14,036	10,064	21,206
기타	501	627	734	781	585	657	731	792	2,016	2,633	2,765
QoQ(%) / YoY(%)	-34%	44%	24%	25%	10%	21%	9%	13%	4%	-27%	91%
DRAM	-38%	49%	35%	21%	3%	28%	8%	17%	-7%	-30%	92%
NAND	-28%	39%	6%	38%	31%	11%	11%	6%	32%	-28%	111%
기타	-21%	25%	17%	6%	-25%	12%	11%	8%	32%	31%	5%
영업이익	-3,404	-2,882	-1,792	346	2,886	4,184	4,864	5,619	6,811	-7,732	17,552
DRAM	-1,025	-68	560	1,501	2,637	3,679	4,223	4,927	9,292	968	15,466
NAND	-2,351	-2,784	-2,308	-1,108	281	540	677	732	-2,371	-8,551	2,230
기타	-29	-30	-44	-47	-32	-36	-37	-40	-110	-147	-144
OPM(%)	-67%	-39%	-20%	3%	23%	28%	30%	30%	15%	-24%	28%
DRAM	-35%	-2%	10%	21%	36%	40%	42%	42%	33%	5%	40%
NAND	-139%	-118%	-92%	-32%	6%	11%	12%	12%	-17%	-85%	11%
주요가정											
DRAM B/G	-20%	35%	22%	2%	-15%	16%	4%	12%	2%	14%	18%
DRAM ASP	-18%	8%	10%	18%	22%	10%	5%	5%	-18%	-40%	62%
NAND B/G	-14%	51%	7%	-3%	0%	1%	10%	6%	47%	27%	19%
NAND ASP	-11%	-10%	-1%	42%	31%	10%	2%	0%	-19%	-45%	77%

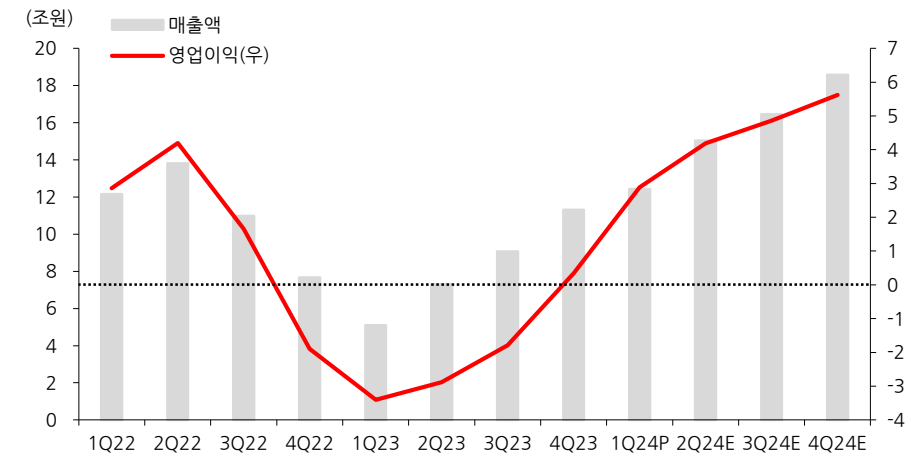
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK하이닉스 HBM 매출 효과 추정

	2023	2024
매출액(B\$)	1.9	6.7
HBM2E(16GB)	0.3	0.2
HBM3(16GB)	1.5	3.4
HBM3E(24GB)		3.1
TSV Capa(K/월)	45	120
HBM Portion(%)	70%	80%
Mix(%)	100%	100%
HBM2E(16GB)	25%	5%
HBM3(16GB)	75%	60%
HBM3E(24GB)		35%
P&T TAT Penalty	45%	60%
Shipment (M Unit)	8.9	34.5
HBM2E(16GB)	1.9	1.6
HBM3(16GB)	7.0	22.6
HBM3E(24GB)		10.3
용량(M GB)	142.3	635.2
HBM2E(16GB)	31.0	25.2
HBM3(16GB)	111.4	362.0
HBM3E(24GB)		248.0

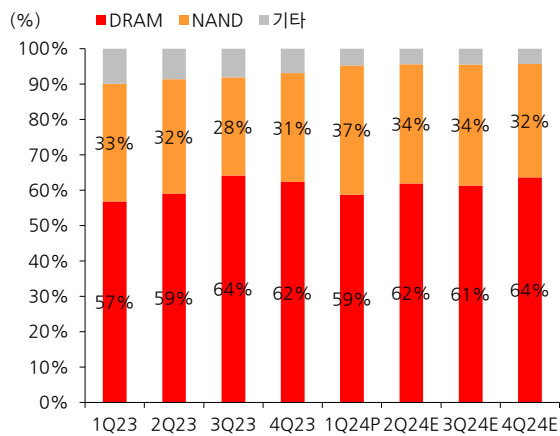
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 하이닉스 실적 추이



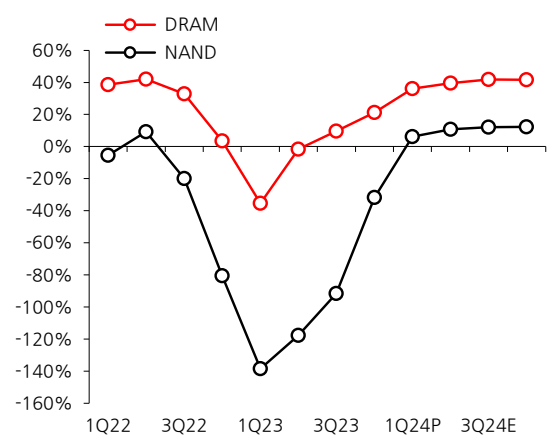
자료: 한화투자증권 리서치센터

[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	62,469	74,990
매출총이익	18,952	15,628	-533	28,000	37,241
영업이익	12,410	6,809	-7,730	17,552	22,227
EBITDA	23,067	20,961	5,943	31,072	35,739
순이자손익	-227	-441	-1,238	-1,254	-1,206
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	162	131	15	30	82
세전계속사업손익	13,416	4,003	-11,658	14,890	20,169
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	13,160	15,809
지배주주순이익	9,602	2,230	-9,112	13,138	15,785
증가율(%)					
매출액	34.8	3.8	-26.6	90.7	20.0
영업이익	147.6	-45.1	적전	흑전	26.6
EBITDA	56.0	-9.1	-71.6	422.8	15.0
순이익	102.1	-76.7	적전	흑전	20.1
이익률(%)					
매출총이익률	44.1	35.0	-1.6	44.8	49.7
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	28.1	29.6
EBITDA 이익률	53.6	47.0	18.1	49.7	47.7
세전이익률	31.2	9.0	-35.6	23.8	26.9
순이익률	22.4	5.0	-27.9	21.1	21.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	19,798	14,781	4,278	15,394	26,987
당기순이익	9,616	2,242	-9,138	13,160	15,809
자산상각비	10,657	14,151	13,674	13,520	13,512
운전자본증감	-3,018	-2,690	794	-11,795	-2,083
매출채권 감소(증가)	-2,526	3,342	-1,406	-3,570	-2,390
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	2,288	-12,251	-2,053
매입채무 증가(감소)	176	141	83	4,293	2,573
투자현금흐름	-22,392	-17,884	-7,335	-13,399	-16,007
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-6,785	-12,229	-14,998
무형자산 감소(증가)	-972	-738	-454	-419	-381
투자자산 감소(증가)	-1,576	2,251	140	-23	-24
재무현금흐름	4,492	2,822	5,697	-1,017	-1,286
차입금의 증가(감소)	5,289	4,491	6,507	-400	-400
자본의 증가(감소)	-797	-1,669	-801	-826	-886
배당금의 지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
총현금흐름	23,970	21,774	5,895	27,189	29,070
(-)운전자본증감(감소)	2,268	1,376	2,081	11,795	2,083
(-)설비투자	12,487	19,010	8,325	12,229	14,998
(+)자산매각	-892	-414	1,086	-419	-381
Free Cash Flow	8,323	973	-3,425	2,746	11,608
(-)기타투자	8,187	2,024	-2,640	728	604
잉여현금	136	-1,051	-786	2,018	11,004
NOPLAT	8,895	3,813	-5,604	15,513	17,422
(+) Dep	10,657	14,151	13,674	13,520	13,512
(-)운전자본투자	2,268	1,376	2,081	11,795	2,083
(-)Capex	12,487	19,010	8,325	12,229	14,998
OpFCF	4,797	-2,421	-2,337	5,009	13,853

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	26,907	28,733	30,468	47,639	62,099
현금성자산	5,544	5,407	8,160	9,161	18,879
매출채권	8,427	5,444	6,942	10,512	12,902
재고자산	8,950	15,665	13,481	25,732	27,785
비유동자산	69,439	75,138	69,862	69,680	72,233
투자자산	11,417	11,397	13,254	14,012	14,698
유형자산	53,226	60,229	52,705	51,973	53,997
무형자산	4,797	3,512	3,835	3,695	3,538
자산총계	96,347	103,872	100,330	117,319	134,331
유동부채	14,735	19,844	21,008	25,383	28,041
매입채무	8,379	10,807	7,026	11,319	13,892
유동성이자부채	3,183	7,705	11,968	11,968	11,968
비유동부채	19,420	20,737	25,819	25,442	25,065
비유동이자부채	15,971	17,092	22,013	21,613	21,213
부채총계	34,155	40,581	46,826	50,824	53,107
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,373	4,373
이익잉여금	55,784	56,685	46,729	59,042	74,001
자본조정	-1,619	-1,413	-1,255	-577	-806
자기주식	-2,302	-2,300	-2,273	-2,273	-2,273
자본총계	62,191	63,291	53,504	66,495	81,225

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	13,190	3,063	-12,517	19,092	22,939
BPS	85,380	86,904	73,495	91,339	111,573
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
CFPS	32,925	29,909	8,098	37,347	39,931
ROA(%)	11.5	2.2	-8.9	12.1	12.5
ROE(%)	16.8	3.6	-15.6	21.9	21.4
ROIC(%)	14.6	5.3	-7.5	19.5	19.9
Multiples(x, %)					
PER	9.9	24.5	-11.3	8.9	7.4
PBR	1.5	0.9	1.9	1.9	1.5
PSR	2.2	1.2	3.1	2.0	1.7
PCR	4.0	2.5	17.5	4.6	4.3
EV/EBITDA	4.7	3.5	21.7	4.8	3.9
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	54.9	64.1	87.5	76.4	65.4
Net debt/Equity	21.9	30.6	48.3	36.7	17.6
Net debt/EBITDA	59.0	92.5	434.4	78.6	40.0
유동비율	182.6	144.8	145.0	187.7	221.5
이자보상배율(배)	47.7	12.8	n/a	11.2	14.4
자산구조(%)					
투하자본	80.0	81.8	77.5	78.7	72.8
현금+투자자산	20.0	18.2	22.5	21.3	27.2
자본구조(%)					
차입금	23.5	28.2	38.8	33.6	29.0
자기자본	76.5	71.8	61.2	66.4	71.0

[Compliance Notice]

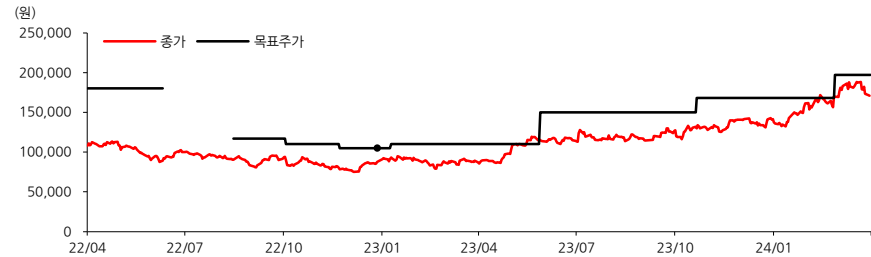
(공표일: 2024년 04월 26일)

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 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.09.08	2022.09.08	2022.10.05	2022.10.27	2022.10.31
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김광진	117,000	117,000	110,000	110,000
일 시	2022.11.16	2022.12.16	2023.01.12	2023.02.02	2023.03.20	2023.04.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	110,000	105,000	105,000	110,000	110,000	110,000
일 시	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
목표가격	110,000	110,000	110,000	150,000	150,000	150,000
일 시	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
목표가격	150,000	150,000	168,000	168,000	168,000	168,000
일 시	2024.01.26	2024.03.22	2024.04.26			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	168,000	197,000	210,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.09.08	Buy	117,000	-23.30	-18.12
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	-8.54	-4.37
2024.04.26	Buy	210,000		

[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 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%