

# SK하이닉스 (000660)

## 레거시 메모리 둔화 Vs. HBM 경쟁력 강세

### 3Q24 실적: 부진한 출하량과 예상을 상회한 ASP

SK하이닉스가 3Q24에 17.6조원의 매출과 7.0조원의 영업이익을 기록했다. 매출은 시장 컨센서스 18.0조원에 소폭 하회했으나 영업이익은 6조원 후반대였던 시장 컨센서스를 소폭 상회한 것이다. 3Q24 실적의 특징은 출하 증가율이 기존 동사 가이드언스를 하회했으나 ASP는 시장 기대치를 상회했다는 것이다.

출하 증가율의 부진은 PC, Mobile향 레거시 메모리 수요 둔화 영향에 따른 것이고 ASP의 호조는 HBM, eSSD 등 고가 제품 판매 비중 증가에 의한 것으로 판단된다. 당사는 동사 3Q24 DRAM, NAND 영업이익 규모를 6.1조원 (OPM +50%)과 1.0조원 (OPM +18%)으로 추정하고 있다.

### 4Q24 영업이익을 7.8조원으로 전망

당사는 4Q24 DRAM, NAND 출하량이 전분기 대비 각각 한자리수대 증반, 10%대 초반 증가할 것으로 제시했다. 다만 당사는 최근의 PC, Mobile향 메모리 수요 둔화를 감안 시 동사의 가이드언스는 다소 도전적이고, 실제 출하 증가율은 동사 가이드언스를 소폭 하회할 가능성이 높은 것으로 보고 있다.

동사 4Q24 DRAM ASP 증감률은 +4%를 기록할 전망이다. PC, Mobile DRAM 판매 가격은 전분기 대비 소폭 하락하거나 유지하고, HBM을 포함한 Server DRAM 판매 가격은 HBM 3E 및 고용량 DDR5 판매 비중 증가에 따라 10% 가량 상승할 것으로 예상되기 때문이다. 반면 4Q24 NAND ASP 증감률은 -2%를 기록할 것으로 추정된다. eSSD 가격은 적어도 전분기 가격을 유지할 것으로 보이나 그 외 NAND 가격은 5~10% 가량 하락할 것으로 판단된다.

당사가 전망하고 있는 동사 4Q24 DRAM, NAND 영업이익은 전분기 대비 12%, 2% 증가하는 6.8조원과 1.0조원이다.

### 강력한 HBM 경쟁력에 따라 동사의 상대적 실적 안정성은 높은 듯

당사는 컨콜에서 내년 동사 HBM 출하량과 가격이 이미 확정되었으며 동사 HBM 실적은 내년에도 호조세를 보일 것이란 입장을 재확인했다. 당사는 여전히 급격한 경기 둔화나 빅테크 업체 실적 악화 시, 고객들의 요청에 따라 HBM 출하량과 가격에 대한 재협상이 발생할 가능성을 배제할 수 없는 것으로 전망하고 있다.

그러나 GPU, 파운드리 등 여러 업체들이 HBM 공급에 연관되어 있는 만큼 재협상에 대한 가능성은 과거 레거시 메모리의 경우보다는 크게 낮을 것으로 판단된다. 따라서 내년에도 HBM 부문의 1<sup>st</sup> Supplier가 될 것이 거의 확실한 동사의 향후 실적 안정성은 경쟁사들 대비 훨씬 높은 것으로 판단된다.

다만 최대 경쟁사가 4Q24 중 HBM 3E 8단 최종 인증에 성공해 Nvidia 시장에 본격 진입할 경우, 동사의 내년 시장 점유율이 올해 대비 하락할 가능성은 존재한다.

### 반면 레거시 메모리 업황은 예상보다 부진

반면 부진한 동사 3Q24 출하 증가율에서 알 수 있듯이 PC, Mobile향 레거시 메모리 업황은 최근에 빠르게 둔화되고 있는 상황이다. 이는 2Q23부터 시작된 고객들의 재고

## Company Brief

## Hold (Maintain)

목표주가(12M)	203,000원(상향)
증가(2024.10.24)	198,200원
상승여력	2.4 %

### Stock Indicator

자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	144,290십억원
외국인지분율	54.5%
52주 주가	116,300~241,000원
60일평균거래량	5,767,094주
60일평균거래대금	1,019.7십억원

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

### Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	32,766	65,163	70,087	66,582
영업이익(십억원)	-7,730	23,161	23,109	17,164
순이익(십억원)	-9,112	15,415	15,902	11,737
EPS(원)	-12,517	21,174	21,844	16,123
BPS(원)	73,495	93,671	114,517	129,642
PER(배)		9.4	9.1	12.3
PBR(배)	1.9	2.1	1.7	1.5
ROE(%)	-15.6	25.3	21.0	13.2
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	21.2	4.4	3.9	4.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

### [반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@imfnsec.com

### [IT RA]

손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

축적이 한계에 이르러 해당 메모리 주문이 축소되고 있고, 중국 반도체 업체들의 레거시 메모리 생산이 예상보다 빠르게 증가 중이기 때문이다.

반도체 업체들과 일부 시장 조사 기관은 완성품 Set 및 레거시 메모리 재고가 1Q25 중에 정상 수준까지 하락할 것으로 언급하고 있다. 그러나 과거 재고 사이클의 흐름을 감안 시 완전한 재고 정상화는 2H25 중까지 이어질 가능성이 높으며, 만약 경기 둔화 발생 시 수요 부진에 따라 재고 정상화 기간은 좀더 지속될 수도 있다.

중국 CXMT는 CY23말 100K/월 수준이었던 DRAM 양산 규모를 CY24말 200K/월 이상, CY25말 300K/월 이상으로 확대하고, 현재 소량에 그치고 있는 DDR5 생산량도 점차 증가시킬 전망이다. Swaysure 역시 Industrial (산업 기계용) DRAM의 양산을 1H25 중에 개시할 전망이다. 따라서 DRAM 장기 호황 전망의 중요한 논거였던 Legacy DRAM 생산 부족은 당분간 발생하지 않을 것으로 판단된다.

### 목표주가를 203,000원으로 소폭 상향

당사는 동사 FY24 실적 전망치를 소폭 상향 조정했으며 레거시 메모리 업황 둔화에도 불구하고 동사 FY25 실적의 안정성이 경쟁사들 대비 훨씬 높을 것으로 판단한다. 이를 반영해 동사에 대한 목표주가를 기존의 181,000원에서 203,000원으로 소폭 상향 조정한다.

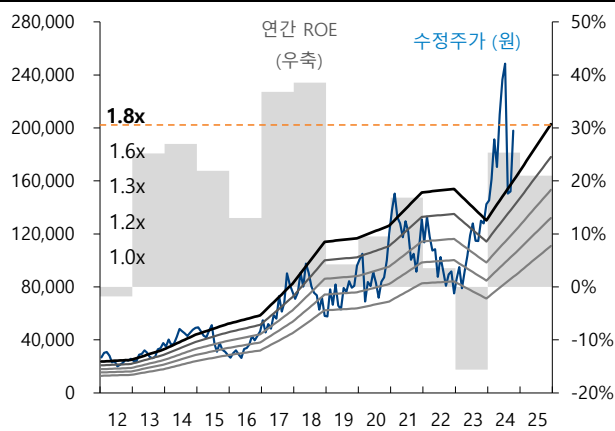
신규 목표주가는 동사 FY25 예상 BPS에 동사의 역사적 연간 고점 P/B 배수들의 평균값인 1.8배를 적용하여 도출한 것이다. 다만 신규 목표주가와 현재 주가 간 편차가 15% 미만이므로 중립 투자 의견은 유지한다.

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	FY23	FY24E	FY25E
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	16,266	19,687	19,508	20,181	19,636	21,151	22,836	23,871	66,563	75,642	87,494
% QoQ / YoY	-16.3%	21.0%	-0.9%	3.4%	-2.7%	7.7%	8.0%	4.5%	13.1%	13.6%	15.7%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.35	0.40	0.46	0.48	0.47	0.45	0.40	0.36	0.25	0.43	0.42
% QoQ / YoY	20.3%	14.8%	14.1%	4.2%	-1.0%	-5.4%	-10.4%	-10.7%	-36.8%	72.6%	-2.1%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,687	7,901	8,934	9,633	9,279	9,451	9,139	8,532	16,390	32,154	36,400
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	36,247	35,522	30,167	32,623	32,623	36,247	39,872	42,047	131,867	134,559	150,789
% QoQ / YoY	-0.4%	-2.0%	-15.1%	8.1%	0.0%	11.1%	10.0%	5.5%	23.6%	2.0%	12.1%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.10	0.11	0.13	0.13	0.12	0.11	0.09	0.08	0.06	0.12	0.10
% QoQ / YoY	30.3%	17.0%	14.0%	-2.0%	-3.0%	-10.0%	-15.0%	-15.0%	-43.3%	92.8%	-13.3%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	3,543	4,062	3,933	4,168	4,043	4,043	3,780	3,388	7,982	15,706	15,254
기타 매출 (백만달러)	107	110	79	79	71	66	66	59	563	376	262
연결기준 매출 (백만달러)	9,337	12,073	12,946	13,880	13,393	13,560	12,985	11,978	24,935	48,236	51,916
원/달러 환율 (원)	1,331	1,360	1,357	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350	1,314	1,351	1,350
<b>연결기준 매출 (십억원)</b>	<b>12,430</b>	<b>16,423</b>	<b>17,573</b>	<b>18,737</b>	<b>18,080</b>	<b>18,306</b>	<b>17,530</b>	<b>16,171</b>	<b>32,766</b>	<b>65,163</b>	<b>70,087</b>
매출원가 (십억원)	7,635	8,927	8,401	8,690	8,634	9,205	9,789	10,086	33,299	33,653	37,714
매출총이익 (십억원)	4,795	7,496	9,172	10,047	9,446	9,101	7,741	6,085	-533	31,510	32,373
판관비 (십억원)	1,909	2,028	2,142	2,271	2,204	2,268	2,332	2,460	7,197	8,349	9,264
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>2,886</b>	<b>5,469</b>	<b>7,030</b>	<b>7,776</b>	<b>7,242</b>	<b>6,833</b>	<b>5,409</b>	<b>3,625</b>	<b>-7,730</b>	<b>23,161</b>	<b>23,109</b>
영업이익률	23.2%	33.3%	40.0%	41.5%	40.1%	37.3%	30.9%	22.4%	-23.6%	35.5%	33.0%
DRAM 영업이익 (십억원)	2,544	4,707	6,056	6,784	6,431	6,386	5,668	4,621	1,021	20,091	23,106
%/Sales	33.6%	43.8%	49.9%	52.2%	51.3%	50.1%	45.9%	40.1%	4.7%	46.2%	47.0%
NAND 영업이익 (십억원)	337	749	976	999	813	454	-244	-972	-8,763	3,061	51
%/Sales	7.2%	13.6%	18.3%	17.8%	14.9%	8.3%	-4.8%	-21.2%	-83.6%	14.4%	0.2%

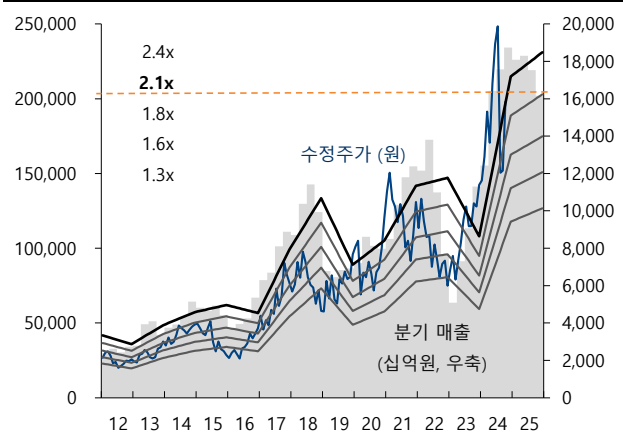
자료: SK 하이닉스, IM 증권 리서치본부

그림1. P/B Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



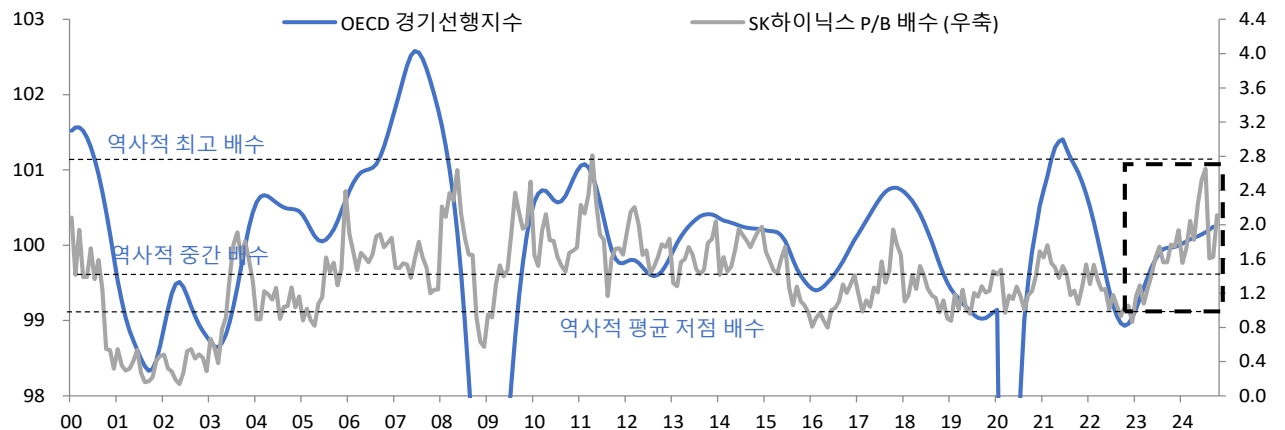
자료: SK하이닉스, IM증권 리서치본부

그림2. P/S Valuation을 이용한 SK하이닉스 목표주가 도출



자료: SK하이닉스, IM증권 리서치본부

그림 3. OECD 경기선행지수와 SK 하이닉스의 역사적 P/B 밴드



자료: SK 하이닉스, Datastream, IM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	30,468	31,753	45,651	60,177	매출액	32,766	65,163	70,087	66,582
현금 및 현금성자산	7,587	9,908	22,471	38,170	증가율(%)	-26.6	98.9	7.6	-5.0
단기금융자산	1,433	1,421	1,408	1,396	매출원가	33,299	33,653	37,714	39,949
매출채권	6,942	9,775	10,513	6,658	매출총이익	-533	31,510	32,373	26,633
재고자산	13,481	9,775	10,513	13,316	판매비와관리비	7,197	8,349	9,264	9,469
비유동자산	69,862	74,355	75,953	72,273	연구개발비	3,751	4,236	4,766	4,994
유형자산	52,705	59,325	61,289	57,761	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3,835	3,217	2,726	2,334	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	100,330	106,107	121,604	132,450	영업이익	-7,730	23,161	23,109	17,164
유동부채	21,008	16,254	16,531	16,334	증가율(%)	적전	흑전	-0.2	-25.7
매입채무	1,846	3,670	3,948	3,750	영업이익률(%)	-23.6	35.5	33.0	25.8
단기차입금	4,146	2,146	2,146	2,146	이자수익	2,262	2,317	2,618	2,995
유동성장기부채	5,712	3,200	3,200	3,200	이자비용	6,093	4,733	4,480	4,480
비유동부채	25,819	21,619	21,619	21,619	지분법이익(손실)	15	15	15	15
사채	9,490	7,290	7,290	7,290	기타영업외손익	-111	-150	-	-
장기차입금	12,523	10,523	10,523	10,523	세전계속사업이익	-11,658	20,610	21,262	15,693
부채총계	46,826	37,872	38,150	37,952	법인세비용	-2,520	5,152	5,315	3,923
지배주주지분	53,504	68,193	83,369	94,380	세전계속이익률(%)	-35.6	31.6	30.3	23.6
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	당기순이익	-9,138	15,457	15,946	11,770
자본잉여금	4,373	4,373	4,373	4,373	순이익률(%)	-27.9	23.7	22.8	17.7
이익잉여금	46,729	61,318	76,394	87,305	지배주주귀속 순이익	-9,112	15,415	15,902	11,737
기타자본항목	-1,255	-1,155	-1,055	-955	기타포괄이익	100	100	100	100
비지배주주지분	-1	42	86	118	총포괄이익	-9,037	15,558	16,046	11,870
자본총계	53,504	68,235	83,455	94,498	지배주주귀속총포괄이익	-9,013	15,515	16,002	11,837

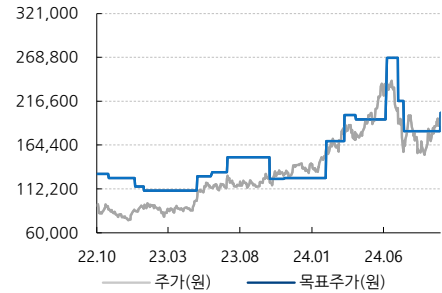
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	4,278	27,629	27,796	26,045	주당지표 (원)				
당기순이익	-9,138	15,457	15,946	11,770	EPS	-12,517	21,174	21,844	16,123
유형자산감가상각비	13,121	11,380	13,036	13,528	BPS	73,495	93,671	114,517	129,642
무형자산감가상각비	553	617	492	391	CFPS	6,265	37,654	40,426	35,242
지분법관련손실(이익)	15	15	15	15	DPS	1,200	1,200	1,200	1,200
투자활동 현금흐름	-7,335	-19,683	-16,684	-11,684	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-6,785	-18,000	-15,000	-10,000	PER		9.4	9.1	12.3
무형자산의 처분(취득)	-454	-	-	-	PBR	1.9	2.1	1.7	1.5
금융상품의 증감	13	13	13	12	PCR	22.6	5.3	4.9	5.6
재무활동 현금흐름	5,697	-10,008	-1,297	-1,297	EV/EBITDA	21.2	4.4	3.9	4.1
단기금융부채의증감	-	-4,512	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	6,969	-4,200	-	-	ROE	-15.6	25.3	21.0	13.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	18.1	54.0	52.3	46.7
배당금지급	-826	-826	-826	-826	부채비율	87.5	55.5	45.7	40.2
현금및현금성자산의증감	2,610	2,321	12,562	15,699	순부채비율	42.7	17.3	-0.9	-17.4
기초현금및현금성자산	4,977	7,587	9,908	22,471	매출채권회전율(x)	5.3	7.8	6.9	7.8
기말현금및현금성자산	7,587	9,908	22,471	38,170	재고자산회전율(x)	2.2	5.6	6.9	5.6

자료 : SK하이닉스, IM증권 리서치본부

## SK하이닉스 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-11-18	Buy	125,000	-34.9%	-30.2%
2023-01-13	Buy	115,000	-23.1%	-19.7%
2023-02-01	Buy	110,000	-19.1%	-10.7%
2023-05-25	Buy	127,000	-10.7%	-5.9%
2023-06-26	Buy	132,000	-12.5%	-6.1%
2023-07-28	Buy	150,000	-20.2%	-13.3%
2023-10-26	Hold	124,000	3.2%	8.1%
2023-11-27	Hold	125,000	10.1%	25.2%
2024-02-23	Hold	169,000	-1.2%	9.8%
2024-04-02	Hold	200,000	-9.9%	-5.8%
2024-04-26	Hold	195,000	4.1%	21.8%
2024-07-01	Hold	268,000	-15.6%	-10.1%
2024-07-25	Hold	217,000	-14.8%	-9.9%
2024-08-06	Hold	181,000	-2.5%	10.3%
2024-10-24	Hold	203,000		



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자 의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%