2024. 7. 26

▲ 반도체/디스플레이
Analyst **김선우**
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

SK하이닉스 000660

업사이클 순항 중 조정은 기회

- ✓ 업사이클 내 실적발표일은 업황 개선의 확신보다는 차익 실현 기회로 활용돼 온 사례가 많음. 금번 역시 AI 과잉투자 논란 속 불확실성 증대되며 주가 하락 발생
- ✓ 2Q24 영업이익 5.5조원은 시장 기대 수준. 견조한 DRAM 이익 (4.9조원)에, NAND의 안정적 실적 회복 (0.7조원)이 반영. 분기가 거듭될수록 실적 개선이 증명되며 주가는 사이클과 동행. 고점 판단 요인 등장할 때까지 조정은 매수 기회로 인식 필요
- ✓ 3Q24 영업이익 7.1조원 예상. HBM 압도적 경쟁력은 당분간 유지될 전망

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	260,000 원
현재주가 (7.25)	190,000 원
상승여력	36.8%
KOSPI	2,710.65pt
시가총액	1,383,204억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.95%
외국인비중	54.97%
52주 최고/최저가	241,000원/113,000원
평균거래대금	8,344.0억원
주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	7.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.6	38.3	67.5
상대주가	-13.6	26.0	63.0

주가그래프

2Q24 실적은 시장 기대 수준이나, 차익실현 요인 점증하며 시장은 실망

SK하이닉스는 2Q24 영업이익 5.5조원 (+89% QoQ)을 기록하며 최근 형성된 시장 기대치에 부응했다. 이는 1) HBM 및 고용량 서버 DRAM 등 특수 DRAM 매출 증가와, 2) 솔리다임과 본사 NAND 사업이 안정적 턴어라운드를 시현한데 기반한다. 다만 실적발표회를 통해 동사는 1) Capex는 전년 대비 증가되겠지만 합리적 수준을 견지하고, 2) 서버 및 AI 등 일부를 제외하고 아직 수요 회복은 조심스러우며, 3) HBM 등 수요 가시성 높은 영역에서 대응하겠다 밝혔다. 3Q24 출하량에 관해서는 DRAM과 NAND 각각 한자릿수 초반% 증가, 한자릿수 중반% 감소로 다소 보수적인 수치를 제공했다. 당사는 3Q24 동사 HBM 매출액은 3조원 수준으로 전분기 대비 70% 가까이 성장할 것으로 예상한다. 동사의 분기 영업이익은 3Q24 7.1조원, 4Q24 9.3조원으로 지속 확대될 전망이다 (24년, 25년 영업이익 24.7조원, 40.0조원).

시장이 놓친 투자 포인트: 1) Capex 우려 과도, 2) HBM 연합 구축 가능성

시장은 동사의 설비투자 증가세 (23년 8.3조원, 24년 예상 16.5조원)에 지나치게 우려하는 모습이다. 하지만 이는 1) 2022년 19.0조원 대비 23년 지나치게 축소된 기저효과가 있으며, 2) HBM 등 스페셜티 메모리는 투자금액 당 bit 생산성이 떨어지고, 3) 선주문 구속력이 있음을 감안해야 한다. 결국 금번 DRAM 사이클은 당사가 기존 강조해온 바와 같이 12년 (적자 = 23년) → 13년 (회복 = 24년) → 14년 (장기호황 =25년)으로 전개될 가능성이 높아보인다. 특히 AI 주도 서버 투자 트렌드 내 동사가 이미 입증해낸 HBM 경쟁력은 전후방 모든 업체로부터 연합의 대상으로 이미 각인된 상황이다. 2H24부터 AI 밸류체인 내 전후방 주요 고객사와 TSMC 이후 추가적인 협력체계 구축을 예상한다. Buy 투자의견과 26만원 적정주가를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,062.6	-76.8	86,904.0	62.0	2.2	4.3	3.5	64.1
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517.0	적자전환	73,494.7	nm	2.6	16.7	-17.0	87.5
2024E	66,817.1	24,721.2	15,566.3	21,382.2	흑자전환	93,834.3	8.9	2.0	2.9	25.6	84.5
2025E	86,930.6	39,986.4	27,526.3	37,810.7	76.8	130,480.5	5.0	1.5	1.6	33.7	62.4
2026E	98,142.4	43,754.4	30,630.7	42,075.0	11.3	170,371.8	4.5	1.1	1.0	28.0	48.7

표1 SK하이닉스 2Q24P 실적 Review

(십억원)	2Q24P	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**16,423.3**	**7,305.9**	**125%**	**12,429.6**	**32%**	**16,188.6**	**1%**	**16,158.4**	**2%**
DRAM	10,517.2	4,408.8	139%	7,388.4	42%			10,261.1	2%
NAND	5,532.1	2,422.4	128%	4,635.7	19%			5,410.3	2%
영업이익	**5,468.5**	**-2,882.1**	**흑자전환**	**2,886.0**	**89%**	**5,192.3**	**5%**	**5,050.2**	**8%**
DRAM	4,889.7	-76.0	흑자전환	2,494.9	96%			4,437.8	10%
NAND	765.4	-2,763.6	흑자전환	454.5	68%			685.4	12%
Others	-186.6	-42.5	적자확대	-63.3	적자확대			-73.1	적자확대
세전이익	**5,052.2**	**-3,788.2**	**흑자전환**	**2,372.6**	**113%**	**4,797.5**	**5%**	**4,534.2**	**11%**
지배주주순이익	**4,120.3**	**-2,991.2**	**흑자전환**	**1,919.3**	**115%**	**3,528.0**	**17%**	**3,660.4**	**13%**
영업이익률 (%)	33%	-39%		23%		32%		31%	
DRAM	46%	-2%		34%				43%	
NAND	14%	-114%		10%				13%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (2Q24P 매출 가정비교)

	DRAM		NAND	
(전분기 대비)	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+21%	+14%	-2%	+18%
메리츠 추정치	+19%	+14%	0%	+14%

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

	New		Old		차이 (%)	
(십억원)	3Q24E	2024E	3Q24E	2024E	3Q24E	2024E
매출액	**17,830.7**	**66,817.1**	**18,943.2**	**67,403.0**	**-6%**	**-1%**
DRAM	11,620.4	42,855.0	12,212.6	42,595.1	-5%	1%
NAND	5,692.9	21,972.0	6,202.9	22,778.3	-8%	-4%
영업이익	**7,090.1**	**24,721.2**	**6,522.4**	**21,746.9**	**9%**	**14%**
DRAM	6,161.7	21,580.3	5,690.5	19,029.9	8%	13%
NAND	1,021.5	3,587.9	911.1	3,023.9	12%	19%
Others	-93.1	-447.0	-79.2	-306.9	적자확대	적자확대
세전이익	7,281.2	19,237.7	6,373.7	16,317.1	14%	18%
지배주주순이익	**5,884.1**	**15,566.3**	**5,150.9**	**13,206.5**	**14%**	**18%**
영업이익률 (%)	40%	37%	34%	32%		
DRAM	53%	50%	47%	45%		
NAND	18%	16%	15%	13%		

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	12,429.6	16,423.3	17,830.7	20,141.5	19,471.0	21,756.0	22,696.3	23,007.3	32,765.7	66,817.1	86,930.6
DRAM	7,388.4	10,517.2	11,620.4	13,329.0	12,919.5	14,759.2	15,002.8	15,298.3	20,462.1	42,855.0	57,979.8
NAND	4,635.7	5,532.1	5,692.9	6,111.2	6,048.0	6,471.3	7,124.3	7,117.9	10,333.1	21,972.0	26,761.5
영업이익	2,886.0	5,468.5	7,090.1	9,275.4	8,640.9	10,240.2	10,591.9	10,513.5	-7,730.3	24,721.2	39,986.4
DRAM	2,494.9	4,889.7	6,161.7	8,034.1	7,465.7	8,869.1	8,818.2	8,990.0	536.7	21,580.3	34,143.0
NAND	454.5	765.4	1,021.5	1,346.5	1,235.6	1,418.3	1,768.1	1,493.9	-7,968.9	3,587.9	5,915.9
기타	-62.1	-186.6	-93.1	-105.2	-60.4	-47.3	5.7	29.6	-298.1	-447.0	-72.5
세전이익	2,372.6	4,593.5	7,281.2	4,990.4	8,858.2	10,090.0	10,542.0	5,771.3	-11,657.8	19,237.7	35,261.6
지배주주순이익	1,919.3	3,708.3	5,884.1	4,054.6	6,911.6	7,867.0	8,223.7	4,524.0	-9,112.4	15,566.3	27,526.3
영업이익률 (%)	23%	33%	40%	46%	44%	47%	47%	46%	-24%	37%	46%
DRAM	34%	46%	53%	60%	58%	60%	59%	59%	3%	50%	59%
NAND	10%	14%	18%	22%	20%	22%	25%	21%	-77%	16%	22%

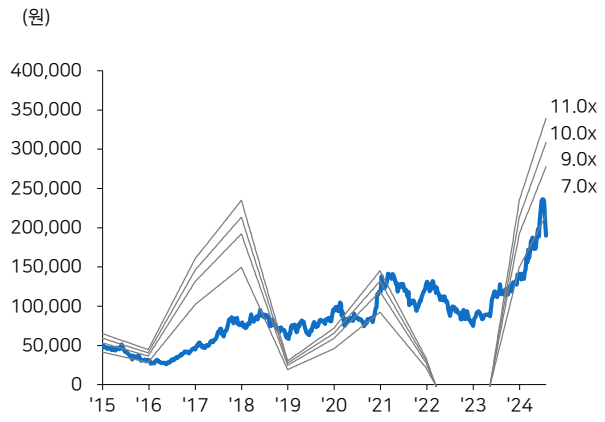
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
출하량	DRAM	15,862	19,192	19,576	20,947	20,318	22,756	24,349	25,080	63,477	75,577	92,504
(백만, 1Gb eq)	% QoQ	-15%	21%	2%	7%	-3%	12%	7%	3%			
	% YoY	41%	27%	7%	12%	28%	19%	24%	20%	14%	19%	22%
	NAND	305,615	299,503	284,528	298,754	301,742	322,864	351,922	362,479	1,135,175	1,188,401	1,339,006
	% QoQ	-2%	-2%	-5%	5%	1%	7%	9%	3%			
	% YoY	51%	-1%	-11%	-4%	-1%	8%	24%	21%	22%	5%	13%
ASP	DRAM	0.35	0.40	0.44	0.47	0.49	0.50	0.47	0.47	0.25	0.42	0.48
(1Gb, 달러)	% QoQ	21%	14%	10%	8%	3%	2%	-5%	-1%			
	% YoY	73%	81%	78%	63%	39%	25%	8%	-1%	-37%	70%	15%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02
	% QoQ	31%	18%	10%	3%	1%	0%	1%	-3%			
	% YoY	67%	122%	141%	75%	35%	14%	5%	-1%	-40%	97%	12%

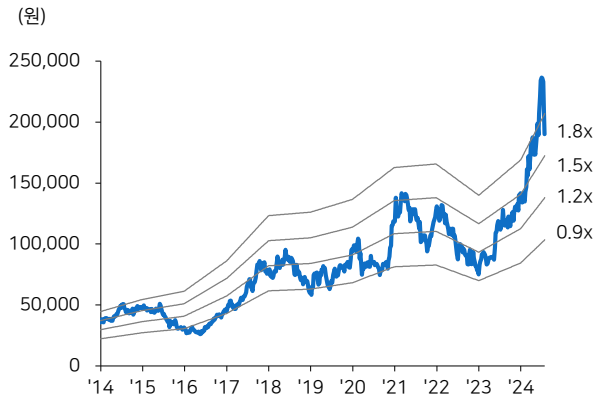
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



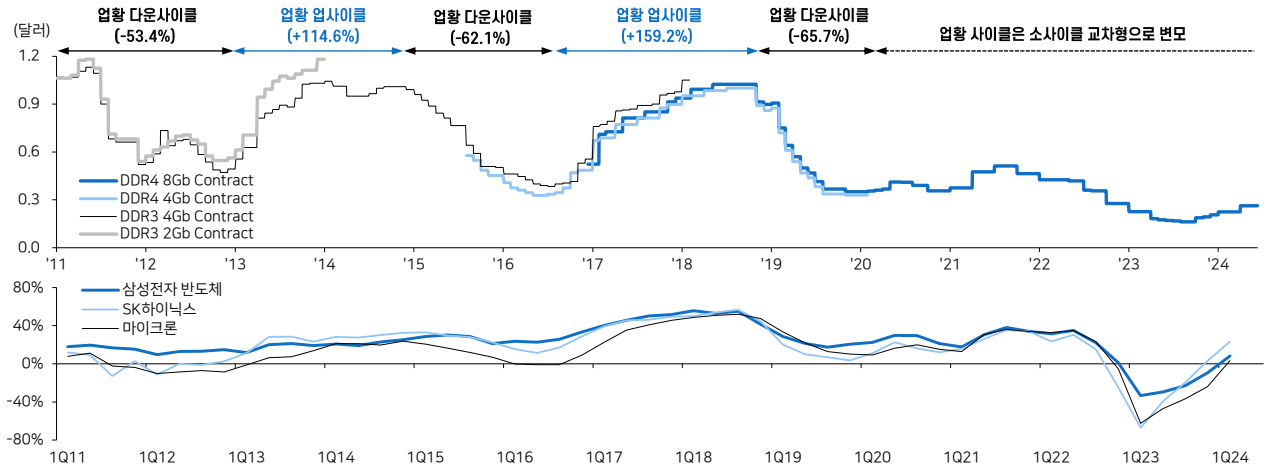
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 2024-25년 DRAM 업황은 2013-14년과 유사한 형태로 전개될 전망



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**44,621.6**	**32,765.7**	**66,817.1**	**86,930.6**	**98,142.4**
매출액증가율(%)	3.8	-26.6	103.9	30.1	12.9
매출원가	28,993.7	33,299.2	30,431.4	50,544.8	61,756.7
매출총이익	15,627.9	-533.5	36,385.8	36,385.8	36,385.8
판매관리비	8,818.4	7,196.9	11,665.8	15,259.8	17,234.0
영업이익	**6,809.4**	**-7,730.3**	**24,721.2**	**39,986.4**	**43,754.4**
영업이익률(%)	15.3	-23.6	37.0	46.0	44.6
금융손익	-1,377.3	-3,831.4	-5,494.9	-4,749.5	-4,537.4
종속/관계기업손익	131.2	15.1	24.6	24.6	24.6
기타영업외손익	-1,246.1	-3,816.3	-5,482.3	-4,724.8	-4,512.8
세전계속사업이익	4,002.8	-11,657.8	19,237.7	35,261.6	39,241.6
법인세비용	1,761.1	-2,520.3	3,693.7	7,757.6	8,633.2
당기순이익	**2,241.7**	**-9,137.6**	**15,544.0**	**27,504.0**	**30,608.4**
지배주주지분 순이익	2,229.6	-9,112.4	15,566.3	27,526.3	30,630.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**14,780.5**	**4,278.2**	**29,559.4**	**45,208.9**	**47,743.7**
당기순이익(손실)	2,241.7	-9,137.6	15,544.0	27,504.0	30,608.4
유형자산상각비	13,371.9	13,121.1	15,000.0	15,500.0	15,500.0
무형자산상각비	779.6	552.5	855.1	924.7	839.7
운전자본의 증감	-2,689.7	793.8	-4,685.9	-1,878.8	-2,137.8
투자활동 현금흐름	**-17,883.8**	**-7,334.7**	**-17,019.4**	**-16,060.7**	**-17,360.7**
유형자산의증가(CAPEX)	-19,010.3	-8,325.1	-16,500.0	-15,500.0	-16,800.0
투자자산의감소(증가)	198.5	-18.7	-49.0	4.4	4.4
재무활동 현금흐름	**2,821.8**	**5,696.9**	**-3,829.0**	**-6,463.7**	**-4,874.0**
차입금의 증감	4,792.9	6,968.5	-2,874.3	-5,638.1	-3,306.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-81.0	2,610.3	8,855.6	22,684.5	25,509.0
기초현금	5,058.0	4,977.0	7,587.3	16,442.9	39,127.4
기말현금	4,977.0	7,587.3	16,442.9	39,127.4	64,636.4

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733.3	30,468.1	45,190.4	70,871.7	99,778.4
현금및현금성자산	4,977.0	7,587.3	16,442.9	39,127.4	64,636.4
매출채권	5,186.1	6,600.3	10,758.8	11,289.6	11,891.7
재고자산	15,664.7	13,480.7	14,016.6	16,011.0	18,283.1
비유동자산	75,138.2	69,862.1	80,834.7	83,360.8	84,693.9
유형자산	60,228.5	52,704.9	54,608.7	54,608.7	55,908.7
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,438.4	2,913.7	2,474.0
투자자산	1,352.9	1,367.4	1,488.5	1,508.7	1,528.9
자산총계	**103,871.5**	**100,330.2**	**126,025.1**	**154,232.5**	**184,472.4**
유동부채	19,843.7	21,007.8	38,273.3	45,104.7	49,223.9
매입채무	2,186.2	1,845.5	3,287.9	3,755.8	4,288.7
단기차입금	3,833.3	4,145.7	3,138.7	3,138.7	3,138.7
유동성장기부채	3,590.0	5,711.5	8,675.5	8,409.9	8,103.3
비유동부채	20,737.3	25,818.6	19,443.0	14,140.5	11,220.3
사채	6,531.9	9,490.4	11,362.6	7,091.2	5,091.2
장기차입금	9,139.5	10,152.6	4,235.4	3,134.3	2,134.3
부채총계	**40,581.0**	**46,826.4**	**57,716.3**	**59,245.2**	**60,444.1**
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,336.2	4,372.6	4,405.9	4,405.9	4,405.9
기타포괄이익누계액	898.7	1,014.1	1,293.6	1,293.6	1,293.6
이익잉여금	56,685.3	46,729.3	61,193.1	87,871.6	116,912.5
비지배주주지분	24.2	-0.5	-2.8	-2.8	-2.8
자본총계	**63,290.5**	**53,503.8**	**68,308.8**	**94,987.2**	**124,028.2**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	61,293	45,008	91,781	119,410	134,811
EPS(지배주주)	3,063	-12,517	21,382	37,811	42,075
CFPS	-111	3,586	12,164	31,160	35,040
EBITDAPS	28,792	8,164	55,737	77,488	82,547
BPS	86,904	73,495	93,834	130,480	170,372
DPS	1,200	1,200	1,200	3,357	3,447
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	1.8	1.8
Valuation(Multiple)					
PER	62.0	nm	8.9	5.0	4.5
PCR	-1,708.1	53.0	15.6	6.1	5.4
PSR	3.1	4.2	2.1	1.6	1.4
PBR	2.2	2.6	2.0	1.5	1.1
EBITDA(십억원)	20,960.9	5,943.4	40,576.4	56,411.1	60,094.1
EV/EBITDA	4.3	16.7	2.9	1.6	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	-17.0	25.6	33.7	28.0
EBITDA 이익률	10.1	-67.7	66.9	56.8	52.6
부채비율	64.1	87.5	84.5	62.4	48.7
금융비용부담률	1.0	3.8	1.9	0.6	-0.7
이자보상배율(x)	12.8	-5.3	14.7	28.6	36.0
매출채권회전율(x)	6.6	5.6	7.7	7.9	8.5
재고자산회전율(x)	2.4	2.3	2.2	3.4	3.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

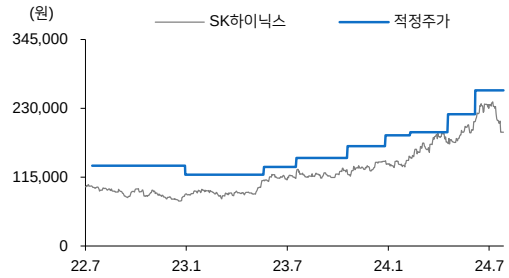
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2022.07.28	기업브리프	Buy	134,000	김선우	-34.4	-25.8
2023.01.10	Indepth	Buy	119,000	김선우	-25.1	-8.2
2023.05.30	Indepth	Buy	132,000	김선우	-13.3	-9.5
2023.07.27	기업브리프	Buy	147,000	김선우	-18.4	-11.6
2023.10.26	기업브리프	Buy	167,000	김선우	-21.6	-15.3
2024.01.02	기업브리프	Buy	185,000	김선우	-25.6	-18.9
2024.02.15	산업분석	Buy	190,000	김선우	-10.9	-0.8
2024.04.22	기업브리프	Buy	220,000	김선우	-15.1	-5.7
2024.06.10	산업분석	Buy	260,000	김선우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이