Company Note
2024. 7. 26

SK하이닉스 (000660)

BUY
TP 290,000원

AI Chasm을 논하기에는 이른 시점

Analyst 노근창
02-3787-2301 greg@hmsec.com

RA 윤동욱
02-3787-2370 donguk.youn@hmsec.com

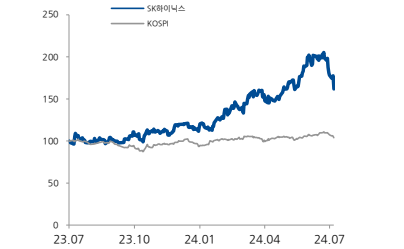
현재주가 (7/25)	190,000원
상승여력	52.6%
시가총액	138,320십억원
발행주식수	728,002천주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	241,000원/113,000원
일평균 거래대금 (60일)	834십억원
외국인지분율	55.48%
주요주주	에스케이스퀘어 외 8 인 20.07%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-15.6	11.4	38.3
상대주가(%p)	-13.6	8.0	26.0

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	23,519	32,429	290,000
After	24,007	32,929	290,000
Consensus	21,167	31,678	272,600
Cons. 차이	13.4%	3.9%	6.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- SK하이닉스에 대해 6개월 목표주가 290,000원 (2024년 예상 지배주주 BPS에 P/B 3.0배 적용)에 투자의견 매수를 유지함. 동사의 **2분기 매출액과 영업이익은 당사 추정치와 일치하는 16.4조원과 5.47조원**을 기록하였음. DRAM Bit Growth는 HBM 판매호조에 힘입어 추정치를 상회하는 20.3%를 기록하였지만 NAND Bit Growth는 소비자 제품 수요 부진 속에 추정치를 하회하는 -1.2%를 기록한 것으로 추정됨. 동사는 3분기 DRAM과 NAND Bit Growth는 상이하게 제시하였는데 DRAM은 Low Single 성장, NAND는 Middle Single 감소를 제시하였음. 스마트폰과 PC 수요의 점진적인 회복을 감안하여 NAND는 고부가가치 제품인 SSD 제품 위주로 집중할 계획이지만 고객사 재고가 소진되는 4분기 NAND 출하량은 재차 증가할 것으로 예상. 2분기부터 HBM3E 제품이 본격적으로 공급되고 있으며 3분기에는 HBM3E가 HBM3 대비 Cross Over를 예상하였고, HBM3E 12단은 3분기 양산 및 4분기에 고객사에 공급할 계획임. **HBM3E 12단 제품의 Cross Over는 내년 상반기 중에 발생**할 것으로 예상하였음. 동사의 **3분기** 매출액과 **영업이익**은 QoQ로 각각 13.0%, 37.0% 증가한 18.6조원과 **7.49조원을 기록**할 것으로 전망됨

주요 이슈 및 실적전망

- 북미 CSP들의 AI Data Center 투자가 조기에 ROE 상승으로 나타날 수는 없기 때문에 **AI Data Center 투자의 속도 조절은 언제든지 올 수 있음**. 다만, **특정 CSP가 AI Data Center 투자에 속도조절**을 할 경우 **다른 CSP가 승자 독식**할 수 있기 때문에 AI Infra 투자에 따른 비용 증가에도 불구하고 AI Data Center 투자를 멈추기 어려운 상황임. **북미 CSP들**은 Chat GPT에 대항하기 위해 **자체 LLM과 S (small) LLM을 지속적으로 출시**하고 있다는 점에서 **AI Chasm을 논하기에는 이른 시점**으로 보임. 무엇보다도 **2017년~2018년 Cloud Cycle 이후**에도 CSP들의 **일반 Server 투자는 증가**하였음. 다만, **CSP들은 메모리 반도체 가격 인하**를 통해 수익성을 높였음. 현재 **AI Server Cycle**은 **NVIDIA GPU Cycle**인데 GPU에 HBM은 Packaging 되어 있으며, **GPU내 원가 비중도 미미**한 수준임. 본격적인 **AI Chasm**이 아니라면 GPU 맞춤형 HBM 시장이 조기에 위축될 가능성은 미미하며, TSMC 등을 통해 충분히 **사전에 감지**할 수 있다는 점에서 과거 Cloud Cycle처럼 **선제적인 대응은 Upside Risk**가 될 수 있음

주가전망 및 Valuation

- HBM 시장에서의 차별화된 기술 지배력을 감안할 때 Buy & Hold 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	44,622	6,809	2,230	20,961	3,063	-76.8	24.5	0.9	3.4	3.6	1.6
2023	32,766	-7,730	-9,112	5,943	-12,517	적전	N/A	1.9	21.1	NA	0.8
2024F	68,238	23,998	17,477	36,589	24,007	흑전	8.7	2.2	4.2	28.2	0.6
2025F	82,254	31,704	23,972	44,901	32,929	37.2	6.3	1.6	3.0	29.3	0.6
2026F	83,374	33,631	26,012	47,904	35,731	8.5	5.8	1.3	2.4	24.5	0.6

** K-IFRS 연결 기준*

현대차증권

〈표1〉 실적 추정 변경 사항 (십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F
DRAM	Bit Growth	-15.0%	20.3%	2.7%	4.5%	18.5%	14.6%	-15.0%	17.0%	4.8%	2.1%	16.4%	14.6%
	ASP변화(QoQ)	20.2%	15.8%	13.8%	7.5%	75.1%	12.3%	20.2%	18.9%	12.5%	9.3%	78.6%	12.6%
NAND	Bit Growth	0.0%	-1.2%	-5.0%	10.0%	8.8%	22.0%	0.0%	0.0%	5.0%	1.0%	12.9%	22.0%
	ASP변화(QoQ)	30.0%	18.5%	12.5%	4.0%	110.3%	-5.0%	30.0%	22.0%	10.0%	4.0%	125.0%	-5.0%
매출액		12,430	16,423	18,563	20,822	68,238	82,254	12,430	16,434	18,904	20,578	68,345	84,107
영업이익		2,886	5,469	7,493	8,151	23,998	31,704	2,886	5,490	7,474	8,084	23,934	31,320
영업이익률		23.2%	33.3%	40.4%	39.1%	35.2%	38.5%	23.2%	33.4%	39.5%	39.3%	35.0%	37.2%
세전이익		2,373	5,054	7,106	7,136	21,668	29,758	2,373	4,811	7,087	7,081	21,352	29,472
지배주주 순이익		1,919	4,126	5,769	5,663	17,477	23,972	1,919	3,874	5,734	5,594	17,122	23,608

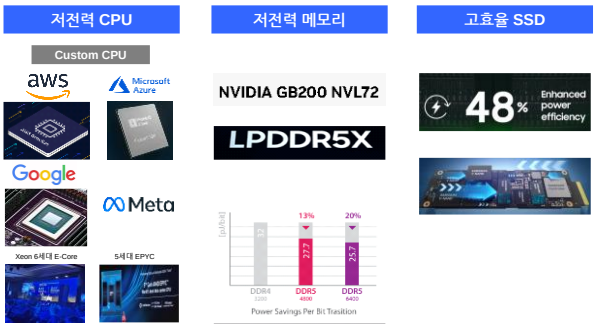
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

〈표2〉 분기별 실적 전망 (십억원)

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액 (A+B+C)	44,622	5,088	7,306	9,066	11,306	32,766	12,430	16,423	18,563	20,822	68,238
영업이익	6,809	-3,402	-2,882	-1,792	346	-7,730	2,886	5,469	7,493	8,151	23,998
영업이익률	15.3%	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	-23.6%	23.2%	33.3%	40.4%	39.1%	35.2%
EBITDA	20,961	157	628	1,561	3,597	5,943	6,080	8,601	10,620	11,287	36,589
EBITDA Margin	47.0%	3.1%	8.6%	17.2%	31.8%	18.1%	48.9%	52.4%	57.2%	54.2%	53.6%
DRAM 부문											
매출액 (A)	28,372	2,951	4,530	6,074	7,349	20,904	7,582	10,839	11,692	12,991	43,104
Bit Growth (QoQ, YoY)	0.6%	-19.9%	35.9%	20.0%	2.2%	12.5%	-15.0%	20.3%	2.7%	4.5%	18.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-18.2%	-19.7%	7.9%	10.0%	18.3%	-39.4%	20.2%	15.8%	13.8%	7.5%	75.1%
영업이익	9,391	-1,020	-478	501	1,903	906	2,504	5,165	6,371	6,940	20,980
영업이익률	33.1%	-34.6%	-10.5%	8.3%	25.9%	4.3%	33.0%	47.7%	54.5%	53.4%	48.7%
NAND 부문											
매출액 (B)	14,256	1,679	2,192	2,448	3,279	9,597	4,350	5,091	6,273	7,098	22,812
Bit Growth (QoQ, YoY)	60.4%	-15.0%	50.0%	5.0%	-2.0%	34.6%	0.0%	-1.2%	-5.0%	10.0%	8.8%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-22.5%	-10.4%	-10.0%	-2.0%	40.0%	-51.1%	30.0%	18.5%	12.5%	4.0%	110.3%
영업이익	-1,642	-2,253	-2,550	-2,468	-1,548	-8,819	465	497	1,152	1,247	3,361
영업이익률	-11.5%	-134.2%	-116.3%	-100.8%	-47.2%	-91.9%	10.7%	9.8%	18.4%	17.6%	14.7%
Others(C)											
매출액	1,993	458	584	544	678	2,265	497	493	599	733	2,322
영업이익	-939	-129	146	175	-9	183	-82	-194	-30	-37	-343
영업이익률	-47.1%	-28.1%	24.9%	32.1%	-1.3%	8.1%	-16.6%	-39.3%	-5.0%	-5.0%	-14.8%
세전 계속사업이익	4,003	-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	-11,658	2,373	5,054	7,106	7,136	21,668
법인세	1,761	-940	-800	-285	-495	-2,520	456	932	1,343	1,480	4,211
지배주주 순이익	2,230	-2,580	-2,991	-2,184	-1,357	-9,112	1,919	4,126	5,769	5,663	17,477

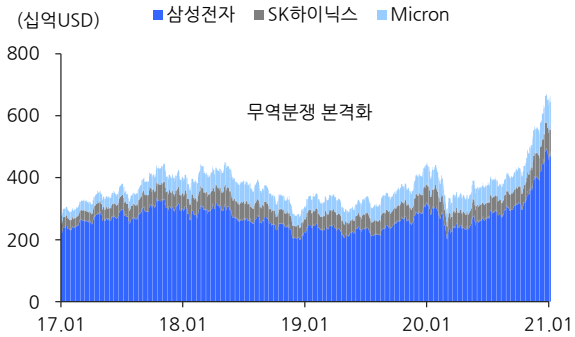
자료: SK하이닉스, 현대차증권. Solidigm 포함

<그림1> 일반 Data Center의 전력 효율성 제고



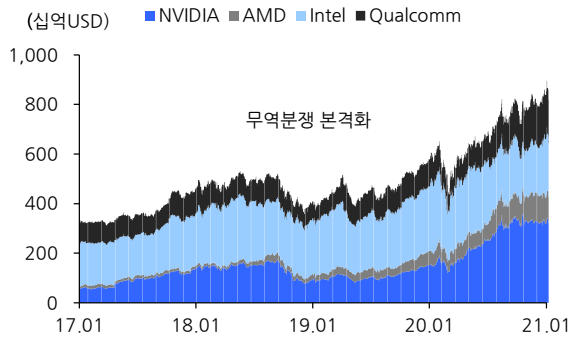
자료: 현대차증권

<그림2> 트럼프 재임 기간 메모리 시가총액 추이



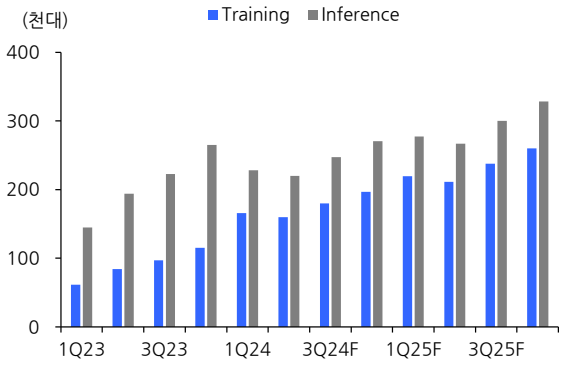
자료: 현대차증권

<그림3> 트럼프 재임기간 Logic Chip 시가총액 추이



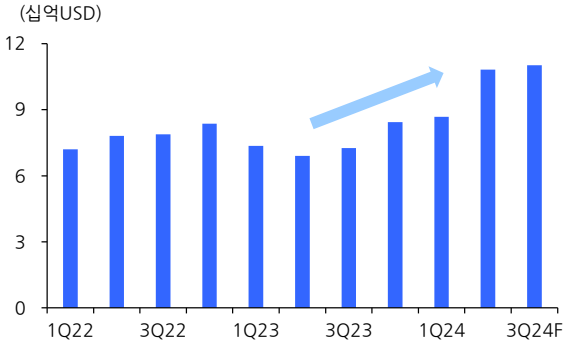
자료: 현대차증권

<그림4> 전세계 AI Server 분기별 출하량 추이



자료: 현대차증권, Trend Force

<그림5> TSMC 분기별 HPC 매출액 추이



자료: 현대차증권, TSMC

<그림6> NVIDIA GPU 제품별 HBM Content 추이

	Hopper Platform		Blackwell Platform		Rubin Platform	
GPU						
Each Die Density	16Gb	24Gb	24Gb	24Gb	24/32Gb	32Gb
Single Stack 수	6개	6개	8개	8개	8개	12개
Dram 적층수	8단	8단	8/12단	12단	12/16단	12/16단
HBM Content	96GB (실제 80GB)	144GB (실제 141GB)	192/288GB	288GB	288/512GB	576/768GB

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	44,622	32,766	68,238	82,254	83,374
증가율 (%)	3.8	-26.6	108.3	20.5	1.4
매출원가	28,994	33,299	34,282	38,061	37,108
매출원가율 (%)	65.0	101.6	50.2	46.3	44.5
매출총이익	15,628	-533	33,956	44,193	46,266
매출이익률 (%)	35.0	-1.6	49.8	53.7	55.5
증가율 (%)	-17.5	적전	흑전	30.1	4.7
판매관리비	8,818	7,197	9,957	12,489	12,636
판관비율(%)	19.8	22.0	14.6	15.2	15.2
EBITDA	20,961	5,943	36,589	44,901	47,904
EBITDA 이익률 (%)	47.0	18.1	53.6	54.6	57.5
증가율 (%)	-9.1	-71.6	515.6	22.7	6.7
영업이익	6,809	-7,730	23,998	31,704	33,631
영업이익률 (%)	15.3	-23.6	35.2	38.5	40.3
증가율 (%)	-45.1	적전	흑전	32.1	6.1
영업외손익	-2,938	-3,943	-2,336	-1,946	-1,327
금융수익	3,714	2,262	2,862	2,813	3,472
금융비용	5,092	6,093	5,186	4,760	4,799
기타영업외손익	-1,561	-111	-12	0	0
종속/관계기업관련손익	131	15	6	0	0
세전계속사업이익	4,003	-11,658	21,668	29,758	32,304
세전계속사업이익률	9.0	-35.6	31.8	36.2	38.7
증가율 (%)	-70.2	적전	흑전	37.3	8.6
법인세비용	1,761	-2,520	4,211	5,813	6,321
계속사업이익	2,242	-9,138	17,457	23,945	25,982
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,242	-9,138	17,457	23,945	25,982
당기순이익률 (%)	5.0	-27.9	25.6	29.1	31.2
증가율 (%)	-76.7	적전	흑전	37.2	8.5
지배주주지분 순이익	2,230	-9,112	17,477	23,972	26,012
비지배주주지분 순이익	12	-25	-20	-28	-30
기타포괄이익	580	100	229	0	0
총포괄이익	2,822	-9,037	17,686	23,945	25,982

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	28,733	30,468	59,247	84,133	104,950
현금성자산	4,977	7,587	27,125	45,644	65,953
단기투자자산	430	573	286	345	350
매출채권	5,186	6,600	11,541	13,912	14,101
재고자산	15,665	13,481	16,658	20,079	20,353
기타유동자산	1,459	1,366	2,516	3,033	3,075
비유동자산	75,138	69,862	70,447	75,245	80,108
유형자산	60,229	52,705	52,527	57,181	62,419
무형자산	3,512	3,835	3,399	2,899	2,473
투자자산	7,483	5,809	7,155	7,799	7,850
기타비유동자산	3,915	7,514	7,366	7,366	7,366
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	103,872	100,330	129,694	159,377	185,058
유동부채	19,844	21,008	29,382	33,600	33,938
단기차입금	3,833	4,146	3,139	3,139	3,139
매입채무	2,186	1,846	3,399	4,097	4,153
유동성장기부채	3,590	5,712	5,707	5,707	5,707
기타유동부채	10,234	9,305	17,138	20,658	20,939
비유동부채	20,737	25,819	30,091	32,437	32,625
사채	6,498	9,490	10,407	10,407	10,407
장기차입금	9,074	10,121	8,254	8,254	8,254
장기금융부채	4	3	4	4	4
기타비유동부채	5,162	6,204	11,426	13,773	13,961
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	40,581	46,826	59,473	66,038	66,563
지배주주지분	63,266	53,504	70,242	93,388	118,574
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,406	4,406	4,406
자본조정 등	-2,311	-2,269	-2,239	-2,239	-2,239
기타포괄이익누계액	899	1,014	1,294	1,294	1,294
이익잉여금	56,685	46,729	63,123	86,269	111,455
비지배주주지분	24	-1	-21	-48	-78
자본총계	63,291	53,504	70,221	93,340	118,496

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	14,781	4,278	34,229	36,599	40,213
당기순이익	2,242	-9,138	17,457	23,945	25,982
유형자산 상각비	13,372	13,121	12,013	12,697	13,847
무형자산 상각비	780	553	577	500	426
외환손익	1,057	332	334	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,690	794	3,398	-542	-43
기타	20	-1,384	451	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-17,884	-7,335	-12,804	-18,053	-19,141
투자자산의 감소(증가)	1,048	1,682	-1,298	-644	-51
유형자산의 감소	324	1,540	9	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19,010	-8,325	-11,432	-17,350	-19,085
기타	-245	-2,231	-83	-59	-5
재무활동으로인한현금흐름	2,822	5,697	-2,032	-28	-763
차입금의 증가(감소)	5,123	3,188	-1,097	798	64
사채의증가(감소)	-716	2,993	917	0	0
자본의 증가	2	36	33	0	0
배당금	-1,681	-826	-826	-826	-826
기타	94	306	-1,058	0	0
기타현금흐름	200	-30	145	0	0
현금의증가(감소)	-81	2,610	19,538	18,518	20,309
기초현금	5,058	4,977	7,587	27,125	45,644
기말현금	4,977	7,587	27,125	45,644	65,953

(단위: 원,배,%)

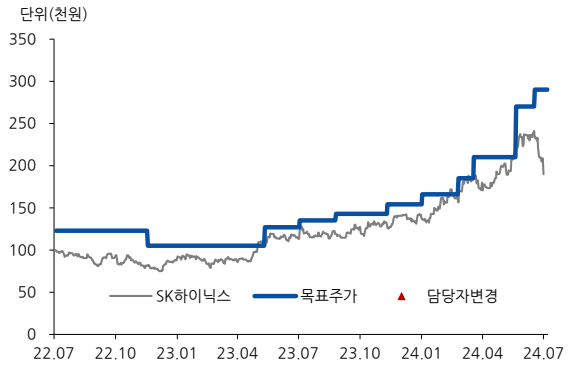
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	3,079	-12,552	23,979	32,891	35,690
EPS(지배순이익 기준)	3,063	-12,517	24,007	32,929	35,731
BPS(자본총계 기준)	86,937	73,494	96,457	128,213	162,768
BPS(지배지분 기준)	86,904	73,495	96,486	128,280	162,876
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	24.4	N/A	8.7	6.3	5.8
P/E(지배순이익 기준)	24.5	N/A	8.7	6.3	5.8
P/B(자본총계 기준)	0.9	1.9	2.2	1.6	1.3
P/B(지배지분 기준)	0.9	1.9	2.2	1.6	1.3
EV/EBITDA(Reported)	3.4	21.1	4.2	3.0	2.4
배당수익률	1.6	0.8	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-76.7	적전	흑전	37.2	8.5
EPS(지배순이익 기준)	-76.8	적전	흑전	37.2	8.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.6	-15.6	28.2	29.3	24.5
ROE(지배순이익 기준)	3.6	-15.6	28.2	29.3	24.5
ROA	2.2	-8.9	15.2	16.6	15.1
안정성 (%)					
부채비율	64.1	87.5	84.7	70.8	56.2
순차입금비율	26.6	42.2	4.1	순현금	순현금
이자보상배율	12.8	NA	15.4	20.3	21.5

** K-IFRS 연결기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.06.23	BUY	130,000	-26.39	-21.15
2022.07.28	BUY	123,000	-27.02	-19.92
2022.12.12	BUY	105,000	-15.95	5.05
2023.06.05	BUY	127,000	-9.37	-5.91
2023.07.27	BUY	135,000	-11.99	-5.19
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-25.69	-19.66
2024.07.26	BUY	290,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.