반도체/디스플레이
이의진
02)739-5932
ujlee@heungkuksec.co.kr

(000660)

SK하이닉스

BUY(유지)

우려일 뿐 변한 것은 없습니다

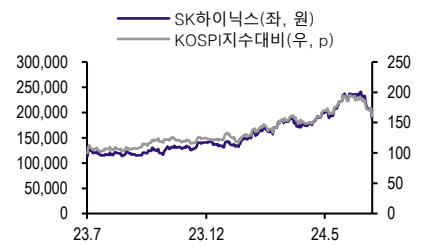
목표주가	250,000원(유지)
현재주가(07/25)	190,000원
상승여력	31.6%
시가총액	138,320십억원
발행주식수	728,002천주
52주 최고가 / 최저가	241,000 / 113,000원
3개월 일평균거래대금	838십억원
외국인 지분율	55.0%
주요주주	
에스케이스퀘어 (외 9인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%
자사주 (외 1인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-15.6	11.4	38.3	67.5
상대수익률(KOSPI)	-13.3	8.3	28.6	64.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	67,685	90,329
영업이익	6,809	-7,730	23,546	35,926
EBITDA	20,961	5,943	37,072	50,382
지배주주순이익	2,230	-9,112	16,664	26,153
EPS	3,063	-12,517	24,216	38,005
순차입금	19,390	25,821	13,118	-5,820
PER	24.5	-11.3	7.8	5.0
PBR	0.9	1.9	2.0	1.5
EV/EBITDA	3.5	21.7	4.1	2.6
배당수익률	1.6	0.8	0.6	0.6
ROE	3.6	-15.6	27.5	32.5
컨센서스영업이익	6,809	-7,730	22,429	31,638
컨센서스 EPS	3,063	-12,517	21,150	30,880

주가추이



2Q24 Review: 여전히 좋다

SK하이닉스의 2024년 1분기 매출액은 16.4조원(+32% QoQ, +125% YoY), 영업이익은 5.5조원(+89% QoQ, 흑자전환 YoY, OPM 33%)를 기록하며 컨센서스 매출액 16.2조원, 영업이익 5.2조원을 각각 상회했다. B/G는 DRAM +21%/NAND -2% QoQ, ASP는 DRAM +15%/ NAND +17% QoQ 기록했다. DRAM은 HBM3E 출하를 시작하며 B/G 가이던스(+10% 중반)를 상회했다. NAND는 eSSD 중심의 수요 성장이 지속되고 있으며, 그 외의 수요는 완만한 회복단계로 파악된다. 재고자산평가손실 충당금 환입은 0.3조원 수준이다.

경쟁력 지속될 것

AI 중심의 고부가 수요가 증가하며 ASP가 견인하는 업사이클임이 매 분기 확인되고 있다. SK하이닉스의 2분기 HBM 매출액은 +83%, eSSD는 +50% QoQ 기록했다. 반면 AI 외의 일반 세트 등의 수요는 올 초 기대치를 하회하고 있으나, HBM 수요 증가로 인한 Capa Loss가 발생하고 있다. 이로 인해 B/G는 제한적이나 ASP는 DRAM을 중심으로 긍정적인 흐름이 나타날 것으로 예상된다. GPU 수요에 대한 우려는 존재하나, 전분기 고객사의 GPU 계약 건수는 최대치를 달성했으며 신제품 출시 주기는 단축되고 있다. 또한 CoWoS Capa는 내년까지 연간 2배 확대되며 AI 수요 감소의 시그널은 아직 관찰되지 않는다. SK하이닉스의 HBM3E 12단 신제품은 3분기 양산을 시작하여 4분기 고객사에 공급 예정이며 신제품 주기는 빨라져 경쟁력은 지속될 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 250,000원 유지

SK하이닉스에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 250,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF BPS 104,631원에 PBR 2.42배(상단 PBR의 20% 프리미엄)를 적용했다. 여전히 GPU 수요 둔화는 보이지 않으며, HBM3E 12단 제품 공급이 본격화되며 SK하이닉스의 경쟁력은 다시 부각될 것으로 예상된다. AI 투자의 증가라는 방향성은 아직 유효하다고 판단되며 주가에 반영된 것은 수요 둔화에 대한 우려일 뿐 아직 현실화되지는 않았다는 생각이다.

표 1 SK하이닉스 분기별 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	**5,088**	**7,306**	**9,066**	**11,306**	**12,430**	**16,423**	**18,222**	**20,610**	**32,766**	**67,685**	**90,329**
QoQ(%)	*-33.7*	*43.6*	*24.1*	*24.7*	*9.9*	*32.1*	*11.0*	*13.1*	*-*	*-*	
YoY(%)	*-58.1*	*-47.1*	*-17.5*	*47.4*	*144.3*	*124.8*	*101.0*	*82.3*	*-26.6*	*106.6*	*33.5*
DRAM	2,958	4,512	6,079	7,280	7,377	10,588	12,270	13,966	20,829	44,201	62,197
NAND	1,688	2,204	2,412	3,449	4,525	5,342	5,402	5,922	9,753	21,191	25,610
영업이익	**-3,402**	**-2,882**	**-1,792**	**346**	**2,886**	**5,469**	**6,732**	**8,459**	**-7,730**	**23,546**	**35,926**
QoQ(%)	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*734.0*	*89.5*	*23.1*	*25.6*	*-*	*-*	
YoY(%)	*적전*	*적전*	*적전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*2344.4*	*적전*	*흑전*	*52.6*
DRAM	-1,299	-62	611	1,542	2,517	4,534	5,703	7,220	792	19,974	31,179
NAND	-1,803	-2,651	-2,128	-1,109	385	949	1,046	1,261	-7,691	3,641	4,495
영업이익률	**-66.9**	**-39.4**	**-19.8**	**3.1**	**23.2**	**33.3**	**36.9**	**41.0**	**-23.6**	**34.8**	**39.8**
DRAM(%)	*-43.9*	*-1.4*	*10.1*	*21.2*	*34.1*	*42.8*	*46.5*	*51.7*	*3.8*	*45.2*	*50.1*
NAND(%)	*-106.8*	*-120.3*	*-88.2*	*-32.2*	*8.5*	*17.8*	*19.4*	*21.3*	*-78.9*	*17.2*	*17.6*

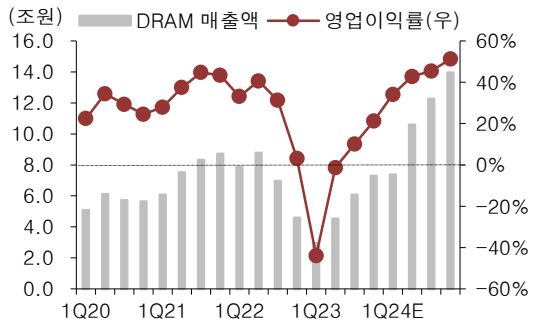
자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

표 2 SK하이닉스 주요 가정 (단위: %)

			1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
DRAM	B/G	QoQ(%)	-19	37	20	2	-16	21	2	5			
		YoY(%)	-16	5	33	36	40	24	5	8	14	17	24
	ASP	QoQ(%)	-17	10	11	18	21	15	13	10			
		YoY(%)	-59	-53	-35	21	75	82	85	72	-36	75	16
NAND	B/G	QoQ(%)	-17	50	5	-2	0	-2	-6	8			
		YoY(%)	-13	20	42	28	53	0	-10	-1	19	6	18
	ASP	QoQ(%)	-10	-15	0	45	31	17	7	3			
		YoY(%)	-51	-59	-49	10	60	121	138	69	-43	93	4

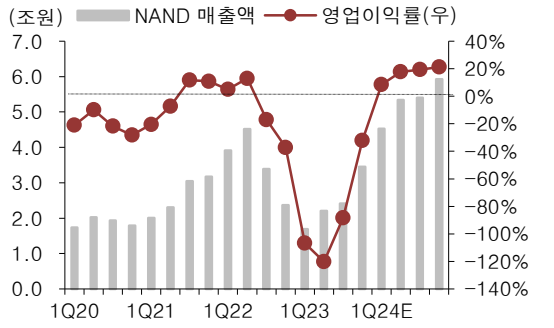
자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

그림 1 DRAM 매출액 및 영업이익률



자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

그림 2 NAND 매출액 및 영업이익률



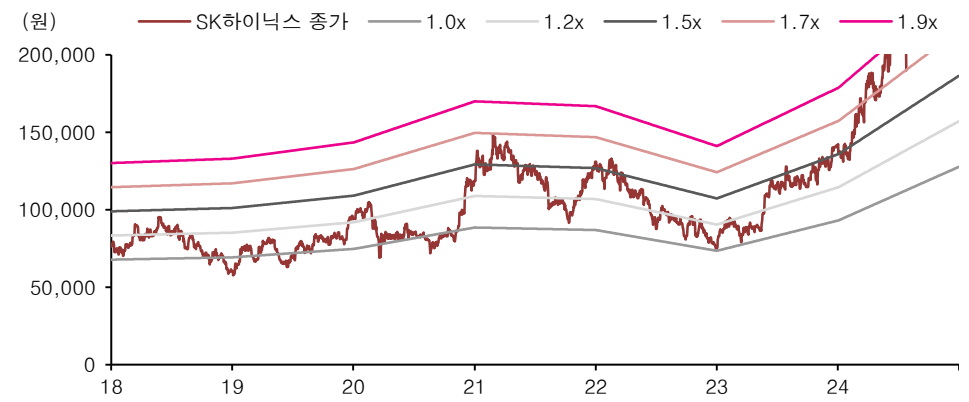
자료: SK하이닉스, 흥국증권 리서치센터

표 22 SK하이닉스 목표주가 산정 PBR Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
BPS (원)	93,035	127,825	12M Fwd BPS 104,631원
목표 P/B (배)		2.42	과거 메모리 업사이클 상단 P/B의 프리미엄 +20%
목표주가 (원)		**250,000**	252,964
현재주가 (원)		190,000	
상승여력 (%)		31.6	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 134 12M Fwd P/B Band



자료: Quantiwise, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**44,622**	**32,766**	**67,685**	**90,329**	**99,362**
증가율 (Y-Y,%)	3.8	(26.6)	106.6	33.5	10.0
영업이익	**6,809**	**(7,730)**	**23,546**	**35,926**	**33,308**
증가율 (Y-Y,%)	(45.1)	적전	흑전	52.6	(7.3)
EBITDA	20,961	5,943	37,072	50,382	49,554
영업외손익	(2,807)	(3,928)	(2,525)	(2,460)	(2,371)
순이자수익	(441)	(1,238)	(1,295)	(1,214)	(1,113)
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	131	15	25	25	25
세전계속사업손익	4,003	(11,658)	21,020	33,466	30,936
당기순이익	**2,242**	**(9,138)**	**16,693**	**26,231**	**24,248**
지배기업당기순이익	**2,230**	**(9,112)**	**16,664**	**26,153**	**24,176**
증가율 (Y-Y,%)	(76.8)	적전	흑전	56.9	(7.6)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	18.2	0.9	16.3	26.5	44.7
영업이익증가율(3Yr)	35.8	n/a	23.8	74.1	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	22.7	(26.2)	17.1	34.0	102.8
순이익증가율(3Yr)	3.7	n/a	20.2	127.0	n/a
영업이익률(%)	15.3	(23.6)	34.8	39.8	33.5
EBITDA마진(%)	47.0	18.1	54.8	55.8	49.9
순이익률 (%)	5.0	(27.9)	24.7	29.0	24.4
NOPLAT	3,813	(5,604)	18,699	28,159	26,107
(+) Dep	14,151	13,674	13,527	14,456	16,246
(-) 운전자본투자	1,376	2,081	(2,145)	1,899	1,378
(-) Capex	19,010	8,325	13,603	18,000	25,246
OpFCF	(2,421)	(2,337)	20,768	22,716	15,729

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733	30,468	47,936	69,152	82,340
현금성자산	5,407	8,160	20,024	37,117	47,249
매출채권	5,444	6,942	12,005	13,899	15,288
재고자산	15,665	13,481	13,527	15,660	17,226
비유동자산	75,138	69,862	70,934	75,448	85,440
투자자산	11,397	13,254	13,455	14,001	14,569
유형자산	60,229	52,705	53,753	57,843	67,371
무형자산	3,512	3,835	3,726	3,604	3,499
자산총계	**103,872**	**100,330**	**118,870**	**144,600**	**167,779**
유동부채	19,844	21,008	27,817	30,041	31,719
매입채무	10,807	7,026	13,174	15,252	16,777
유동성이자부채	7,705	11,968	11,028	11,028	11,028
비유동부채	20,737	25,819	23,326	21,505	19,657
비유동이자부채	17,092	22,013	22,114	20,268	18,395
부채총계	**40,581**	**46,826**	**51,143**	**51,546**	**51,376**
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,406	4,406	4,406
이익잉여금	56,685	46,729	63,136	88,463	111,813
자본조정	(1,413)	(1,255)	(3,470)	(3,470)	(3,470)
자기주식	(2,300)	(2,273)	(2,245)	(2,245)	(2,245)
자본총계	**63,291**	**53,504**	**67,727**	**93,054**	**116,404**
투하자본	75,593	73,783	75,228	81,388	92,495
순차입금	19,390	25,821	13,118	(5,820)	(17,826)
ROA(%)	2.2	(8.9)	15.2	19.9	15.5
ROE(%)	3.6	(15.6)	27.5	32.5	23.1
ROIC(%)	5.3	(7.5)	25.1	36.0	30.0

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data (원)					
EPS	3,063	(12,517)	24,216	38,005	35,132
BPS	86,904	73,495	93,035	127,825	159,898
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Multiples (배)					
PER	24.5	(11.3)	7.8	5.0	5.4
PBR	0.9	1.9	2.0	1.5	1.2
EV/ EBITDA	3.5	21.7	4.1	2.6	2.4
배당수익율(%)	1.6	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	2.5	17.5	4.8	3.4	3.4
PSR	1.2	3.1	2.0	1.5	1.4
재무건전성 (%)					
부채비율	64.1	87.5	75.5	55.4	44.1
Net debt/Equity	30.6	48.3	19.4	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	92.5	434.4	35.4	n/a	n/a
유동비율	144.8	145.0	172.3	230.2	259.6
이자보상배율	15.4	n/a	18.2	29.6	29.9
이자비용/매출액	1.2	4.5	2.4	1.7	1.4
자산구조 (%)					
투하자본	81.8	77.5	69.2	61.4	59.9
현금+투자자산	18.2	22.5	30.8	38.6	40.1
자본구조 (%)					
차입금	28.2	38.8	32.9	25.2	20.2
자기자본	71.8	61.2	67.1	74.8	79.8

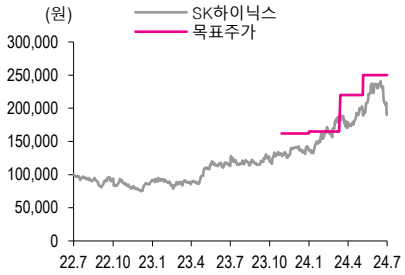
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	**14,781**	**4,278**	**28,224**	**38,710**	**39,044**
당기순이익	2,242	(9,138)	16,693	26,231	24,248
자산상각비	14,151	13,674	13,527	14,456	16,246
운전자본증감	(2,690)	794	(342)	(1,899)	(1,378)
매출채권감소(증가)	3,342	(1,406)	(4,678)	(1,893)	(1,390)
재고자산감소(증가)	(6,572)	2,288	126	(2,133)	(1,566)
매입채무증가(감소)	141	83	2,842	2,078	1,525
투자현금	**(17,884)**	**(7,335)**	**(15,021)**	**(18,985)**	**(26,255)**
단기투자자산감소	2,251	140	(598)	(40)	(41)
장기투자증권감소	169	(14)	(159)	(203)	(213)
설비투자	(19,010)	(8,325)	(13,603)	(18,000)	(25,246)
유무형자산감소	(414)	1,086	(415)	(424)	(424)
재무현금	**2,822**	**5,697**	**(1,891)**	**(2,672)**	**(2,700)**
차입금증가	4,491	6,507	(1,922)	(1,846)	(1,874)
자본금증가	0	0	0	0	0
배당금	(1,681)	(826)	(826)	(826)	(826)
현금 증감	(81)	2,610	11,456	17,053	10,090
총현금흐름(Gross CF)	**21,774**	**5,895**	**28,957**	**40,609**	**40,423**
(-) 운전자본증가(감소)	1,376	2,081	(2,145)	1,899	1,378
(-) 설비투자	19,010	8,325	13,603	18,000	25,246
(+) 자산매각	(414)	1,086	(415)	(424)	(424)
Free Cash Flow	973	(3,425)	17,085	20,286	13,375
(-) 기타투자	(169)	14	159	203	213
잉여현금	1,143	(3,439)	16,926	20,083	13,162

SK하이닉스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
o 2023-11- 담당자변경				
2023-11-23	Buy	162,000	(16.6)	(12.0)
2024-01-26	Buy	165,000	(3.6)	13.9
2024-04-08	Buy	220,000	(16.2)	(8.0)
2024-05-31	Buy	250,000	(11.3)	(3.6)
2024-07-26	Buy	250,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 06월 30일 기준)

Buy (98.0%)	Hold (2.0%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286