

2024. 4. 26



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 김동관
02. 6454-4880
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **220,000 원**

현재주가 (4.25) **170,600 원**

상승여력 **29.0%**

KOSPI	2,628.62pt
시가총액	1,241,972억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.91%
외국인비중	54.40%
52주 최고/최저가	188,400원/85,500원
평균거래대금	7,078.5억원

주요주주(%)

에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	7.90

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.7	33.8	99.5
상대주가	4.9	20.3	88.9

주가그래프



SK하이닉스 000660

업사이클 초입에서의 선부른 판단은 금물

- ✓ 사이클 산업인 메모리에 있어, 국면 판단은 주가수익률에 가장 중요. 업사이클 구간 내 매 분기 실적발표일은 업황 개선의 확신보다는 실적의 실현 기회로 활용돼 옴
- ✓ 1Q24 영업이익의 2.89조원은 시장 기대치 상회. 견조한 DRAM 이익 (2.5조원)에, NAND 흑자전환 (0.4조원)이 반영. 분기가 거듭될수록 실적 개선이 증명되며 주가는 사이클과 동행. 고점 판단 요인이 등장할 때까지 매수 기회로 인식할 필요
- ✓ 2Q24 영업이익의 4.0조원 예상. HBM 압도적 경쟁력은 내년까지 유지될 전망

1Q24 영업이익 2.89조원은 역대 가장 가파른 실적 개선세

SK하이닉스는 1Q24 영업이익 2.9조원을 기록하며, 시장 내 가장 높은 당사 추정치 (2.7조원) 역시 크게 능가했다. 이는 1) HBM 및 128GB DDR5 등 특수 DRAM 매출 증가가 폭발적 공헌이익을 제공하고, 2) 솔리다임과 NAND 사업부는 극심한 업황 악화 구간 이후 탄력적 실적 개선이 발생했기 때문이다. 평가 증가율이 1Q24 실적 개선을 견인했다면, 2Q24에는 DRAM 출하량 성장세가 추가적인 실적 개선 차별화를 발생시킨다. 동사의 분기 영업이익은 2Q24 4.0조원 이후 3Q24 5.2조원, 4Q24 5.9조원으로 지속 확대될 전망이다 (24년, 25년 영업이익 18.0조원, 25.2조원).

시장이 놓친 투자 포인트: 1) 선부른 한계 인식, 2) HBM 연합 구축 가능성

현재 전개되고 있는 DRAM 업사이클은 2013~14년과 유사하다. 당시 2012년 적자를 기록한 DRAM 업체들은 2013년 보수적 투자 속 순부채 탈피를 위해 경쟁을 자제하는 한편, 구매자들은 가수요를 발생시키며 재고 축적을 이어갔다. 결과적으로 2013년에는 예상을 능가하는 업황 개선이, 2014년에는 안정적인 '고점 평탄화' 유형의 고점 사이클이 도출됐다 (그림 4). 그 과정 속 SK하이닉스 주가는 크고 작은 등락을 거듭하다 2014년에서야 최고점에 이르렀다. 지난해 막대한 적자를 기록한 메모리 업체들의 대응 전략 역시 이와 유사하게 전개되며 금번 DRAM 사이클은 2025년에 고점이 발생할 전망이다. 아울러 AI 주도 서버 투자 트렌드 내 동사가 이미 입증해낸 HBM 경쟁력은 전후방 모든 업체로부터 연합의 대상으로 이미 각인된 상황이다. 최근 발표된 동사와 TSMC의 HBM4 협력은 이제 시작일뿐이란 판단이다. 2H24부터 엔비디아 등 전후방 주요 고객사와의 추가적인 협력체계 구축을 예상한다. Buy 투자의견과 22만원 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	3,063	-76.8	86,904	55.7	1.96	4.3	3.5	64.1
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517	-508.7	73,495	nm	2.32	16.7	-17.0	87.5
2024E	64,545.3	18,033.7	10,436.0	14,335	-214.5	86,665	11.9	1.97	2.6	17.9	93.8
2025E	81,436.7	25,250.7	16,192.6	22,243	55.2	107,743	7.7	1.58	1.7	22.9	77.3
2026E	91,899.4	28,682.2	18,638.7	25,603	15.1	131,534	6.7	1.30	1.2	21.4	64.3

(십억원)	1Q24P	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	12,429.6	5,088.1	144%	11,305.5	10%	12,157.5	2%	12,252.6	1%
DRAM	7,388.4	2,895.3	155%	7,197.5	3%			7,383.8	0%
NAND	4,635.7	1,759.9	163%	3,590.3	29%			4,370.3	6%
영업이익	2,886.0	-3,402.3	흑자전환	346.0	734%	1,855.1	56%	2,700.3	7%
DRAM	2,494.9	-1,430.0	흑자전환	1,507.4	66%			2,490.3	0%
NAND	454.5	-1,944.4	흑자전환	-1,092.0	흑자전환			249.9	82%
Others	-63.3	-27.9	적자확대	-69.3	적자축소			-39.9	적자확대
세전이익	2,372.6	-3,525.2	흑자전환	-1,874.8	흑자전환	1,421.1	67%	1,753.0	35%
지배주주순이익	1,919.3	-2,580.4	흑자전환	-1,357.1	흑자전환	1,259.7	52%	1,372.4	40%
영업이익률 (%)	23%	-67%		3%		15%		22%	
DRAM	34%	-49%		21%				34%	
NAND	10%	-110%		-30%				6%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	-15%	+21%	-2%	+31%
메리츠 추정치	-15%	+20%	-9%	+33%

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	2Q24E	2024E	2Q24E	2024E	2Q24E	2024E
매출액	15,446.7	64,545.3	15,324.4	63,667.1	1%	1%
DRAM	9,739.2	40,373.9	10,068.8	41,249.6	-3%	-2%
NAND	5,220.4	22,141.7	4,735.4	20,249.9	10%	9%
영업이익	3,995.9	18,033.7	4,172.6	17,947.9	-4%	0%
DRAM	3,573.4	15,953.3	3,707.2	15,918.3	-4%	0%
NAND	495.6	2,387.4	491.4	2,141.2	1%	11%
Others	-73.1	-306.9	-26.0	-111.6	적자확대	적자확대
세전이익	3,492.3	12,888.3	3,670.1	12,455.9	-5%	3%
지배주주순이익	2,818.5	10,436.0	2,859.4	9,740.7	-1%	7%
영업이익률 (%)	26%	28%	27%	28%		
DRAM	37%	40%	37%	39%		
NAND	9%	11%	10%	11%		

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	5,088.1	7,305.9	9,066.2	11,305.5	12,429.6	15,446.7	17,893.6	18,775.3	32,765.7	64,545.3	81,436.7
DRAM	2,895.3	4,408.8	5,960.5	7,197.5	7,388.4	9,739.2	11,380.7	11,865.7	20,462.1	40,373.9	51,614.6
NAND	1,759.9	2,422.4	2,560.6	3,590.3	4,635.7	5,220.4	5,985.2	6,300.3	10,333.1	22,141.7	27,589.6
영업이익	-3,402.3	-2,882.1	-1,792.0	346.0	2,886.0	3,995.9	5,212.5	5,939.3	-7,730.3	18,033.7	25,250.7
DRAM	-1,430.0	-76.0	535.3	1,507.4	2,494.9	3,573.4	4,598.3	5,286.8	536.7	15,953.3	21,997.5
NAND	-1,944.4	-2,763.6	-2,168.9	-1,092.0	454.5	495.6	693.4	743.9	-7,968.9	2,387.4	3,280.4
기타	-27.9	-42.5	-158.3	-69.3	-63.3	-73.1	-79.2	-91.4	-298.1	-306.9	-27.2
세전이익	-3,525.2	-3,788.2	-2,469.7	-1,874.8	2,372.6	3,492.3	5,090.1	1,933.4	-11,657.8	12,888.3	20,731.2
지배주주순이익	-2,580.4	-2,991.2	-2,183.7	-1,357.1	1,919.3	2,818.5	4,113.8	1,584.5	-9,112.4	10,436.0	16,192.6
영업이익률 (%)	-67%	-39%	-20%	3%	23%	26%	29%	32%	-24%	28%	31%
DRAM	-49%	-2%	9%	21%	34%	37%	40%	45%	3%	40%	43%
NAND	-110%	-114%	-85%	-30%	10%	9%	12%	12%	-77%	11%	12%

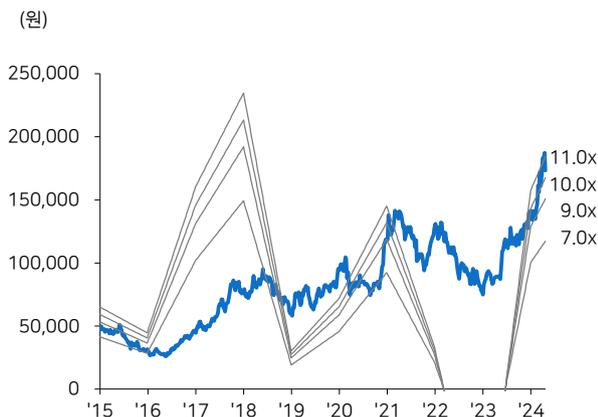
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	11,230	15,161	18,359	18,727	15,862	18,399	20,055	20,256	63,477	74,572	89,453
	% QoQ	-20%	35%	21%	2%	-15%	16%	9%	1%			
	% YoY	-15%	4%	31%	33%	41%	21%	9%	8%	14%	17%	20%
	NAND	202,042	303,064	318,217	311,852	305,615	305,615	336,177	352,986	1,135,175	1,300,393	1,582,070
	% QoQ	-15%	50%	5%	-2%	-2%	0%	10%	5%			
% YoY	-11%	23%	45%	31%	51%	1%	6%	13%	22%	15%	22%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.20	0.22	0.25	0.29	0.35	0.39	0.42	0.44	0.25	0.40	0.44
	% QoQ	-19%	9%	12%	18%	21%	11%	8%	4%			
	% YoY	-59%	-54%	-34%	17%	73%	76%	70%	50%	-37%	63%	10%
	NAND	0.01	0.01	0.01								
	% QoQ	-10%	-11%	1%	42%	31%	10%	5%	1%			
% YoY	-51%	-57%	-45%	15%	67%	107%	115%	53%	-40%	82%	6%	

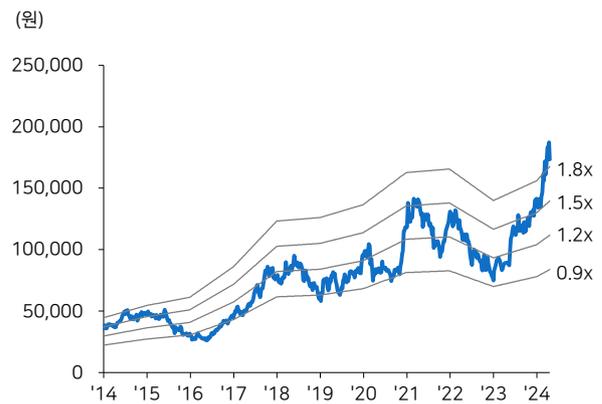
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



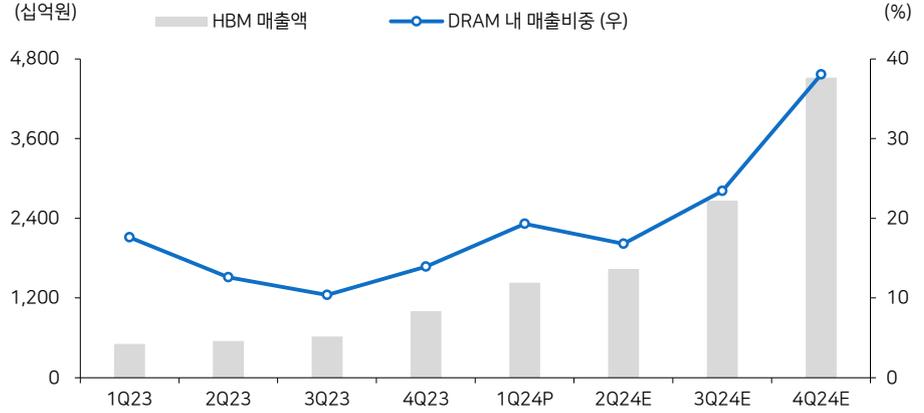
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



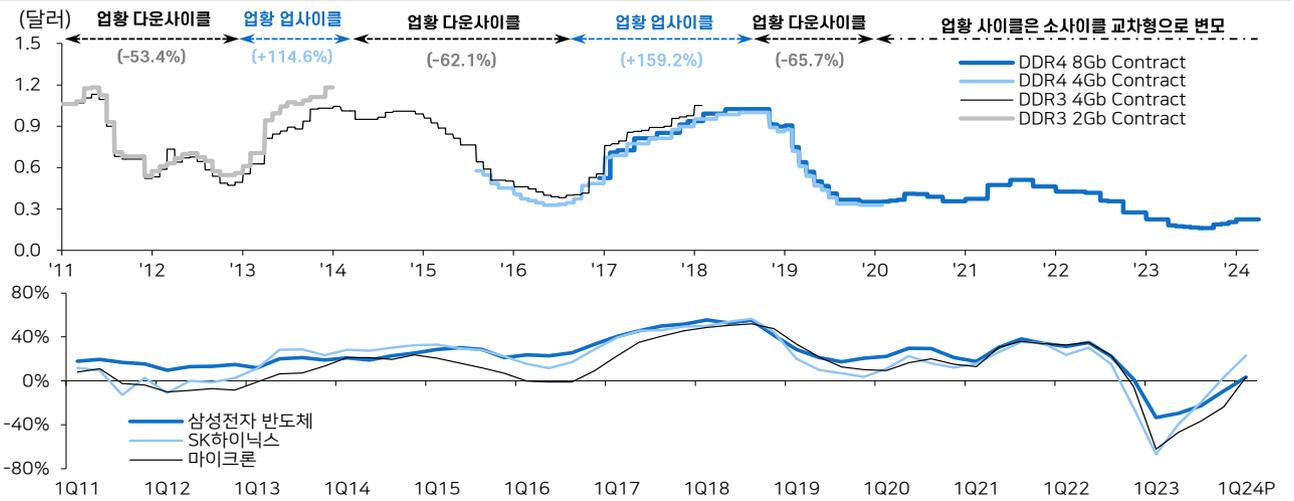
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 HBM 매출액 및 DRAM 내 매출비중



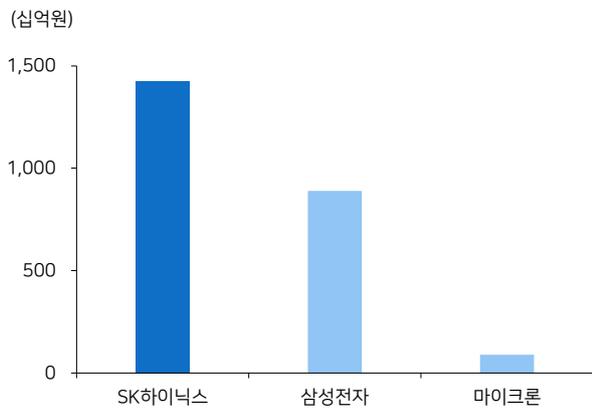
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 2024년 DRAM 업황은 4Q12~2Q14과 유사한 형태로 전개될 전망



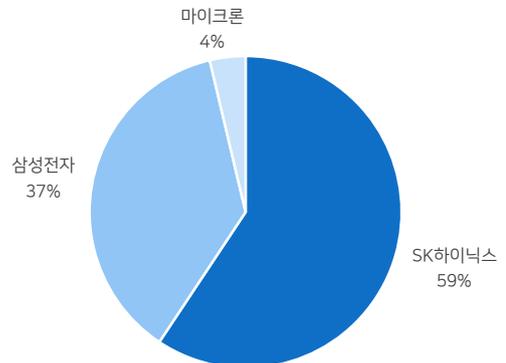
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1Q24 업체 별 HBM 매출액



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 1Q24 HBM 매출 점유율



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	44,621.6	32,765.7	64,545.3	81,436.7	91,899.4
매출액증가율(%)	3.8	-26.6	97.0	26.2	12.8
매출원가	28,993.7	33,299.2	32,805.0	49,696.5	60,159.2
매출총이익	15,627.9	-533.5	31,740.3	31,740.3	31,740.3
판매관리비	8,818.4	7,196.9	13,706.5	17,084.5	19,225.3
영업이익	6,809.4	-7,730.3	18,033.7	25,250.7	28,682.2
영업이익률(%)	15.3	-23.6	27.9	31.0	31.2
금융손익	-1,377.3	-3,831.4	-5,563.1	-4,504.3	-4,799.8
중속/관계기업손익	131.2	15.1	-15.2	-15.2	-15.2
기타영업외손익	-1,246.1	-3,816.3	-5,145.4	-4,519.5	-4,815.0
세전계속사업이익	4,002.8	-11,657.8	12,888.3	20,731.2	23,867.3
법인세비용	1,761.1	-2,520.3	2,474.6	4,560.9	5,250.8
당기순이익	2,241.7	-9,137.6	10,413.8	16,170.4	18,616.5
지배주주지분 순이익	2,229.6	-9,112.4	10,436.0	16,192.6	18,638.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733.3	30,468.1	45,531.5	60,052.0	77,361.3
현금및현금성자산	4,977.0	7,587.3	19,414.0	31,159.0	45,491.2
매출채권	5,186.1	6,600.3	9,961.2	10,438.5	10,912.3
재고자산	15,664.7	13,480.7	12,387.7	14,224.8	16,233.2
비유동자산	75,138.2	69,862.1	76,710.9	79,027.7	79,989.4
유형자산	60,228.5	52,704.9	52,204.9	52,204.9	53,504.9
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,301.7	2,691.6	2,151.8
투자자산	1,352.9	1,367.4	1,349.8	1,332.3	1,314.8
자산총계	103,871.5	100,330.2	122,242.4	139,079.7	157,350.7
유동부채	19,843.7	21,007.8	35,521.9	42,358.9	46,235.6
매입채무	2,186.2	1,845.5	3,064.9	3,519.5	4,016.4
단기차입금	3,833.3	4,145.7	4,295.7	4,295.7	4,295.7
유동성장기부채	3,590.0	5,711.5	7,985.3	7,669.5	7,252.4
비유동부채	20,737.3	25,818.6	23,628.5	18,284.1	15,358.4
사채	6,531.9	9,490.4	9,788.8	5,555.1	3,555.1
장기차입금	9,139.5	10,152.6	7,481.6	6,302.9	5,302.9
부채총계	40,581.0	46,826.4	59,150.4	60,643.0	61,594.0
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,336.2	4,372.6	4,372.6	4,372.6	4,372.6
기타포괄이익누계액	898.7	1,014.1	1,014.1	1,014.1	1,014.1
이익잉여금	56,685.3	46,729.3	56,317.5	71,662.3	88,982.2
비지배주주지분	24.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
자본총계	63,290.5	53,503.8	63,091.9	78,436.7	95,756.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	14,780.5	4,278.2	27,548.5	34,346.2	36,393.2
당기순이익(손실)	2,241.7	-9,137.6	10,413.8	16,170.4	18,616.5
유형자산상각비	13,371.9	13,121.1	15,000.0	15,500.0	15,500.0
무형자산상각비	779.6	552.5	932.8	1,010.1	939.9
운전자본의 증감	-2,689.7	793.8	-1,841.4	-1,706.4	-1,817.7
투자활동 현금흐름	-17,883.8	-7,334.7	-14,947.4	-16,047.4	-17,347.4
유형자산의증가(CAPEX)	-19,010.3	-8,325.1	-14,500.0	-15,500.0	-16,800.0
투자자산의감소(증가)	198.5	-18.7	2.3	2.3	2.3
재무활동 현금흐름	2,821.8	5,696.9	-774.4	-6,553.8	-4,713.6
차입금의 증감	4,792.9	6,968.5	51.2	-5,728.2	-3,417.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-81.0	2,610.3	11,826.6	11,745.0	14,332.2
기초현금	5,058.0	4,977.0	7,587.3	19,414.0	31,159.0
기말현금	4,977.0	7,587.3	19,414.0	31,159.0	45,491.2

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	61,293	45,008	88,661	111,863	126,235
EPS(지배주주)	3,063	-12,517	14,335	22,243	25,603
CFPS	-111	3,586	16,245	16,133	19,687
EBITDAPS	28,792	8,164	46,657	57,364	61,981
BPS	86,904	73,495	86,665	107,743	131,534
DPS	1,200	1,200	1,200	2,569	2,624
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	55.7	nm	11.9	7.7	6.7
PCR	-1,533.7	47.6	10.5	10.6	8.7
PSR	2.8	3.8	1.9	1.5	1.4
PBR	2.0	2.3	2.0	1.6	1.3
EBITDA(십억원)	20,960.9	5,943.4	33,966.6	41,760.8	45,122.1
EV/EBITDA	4.3	16.7	2.6	1.7	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	-17.0	17.9	22.9	21.4
EBITDA 이익률	10.1	-67.7	52.3	42.8	42.9
부채비율	64.1	87.5	93.8	77.3	64.3
금융비용부담률	1.0	3.8	1.9	0.8	-0.1
이자보상배율(x)	12.8	-5.3	10.8	17.7	22.9
매출채권회전율(x)	6.6	5.6	7.8	8.0	8.6
재고자산회전율(x)	2.4	2.3	2.5	3.7	4.0

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 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 종가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2022.04.28	기업브리프	Buy	141,000	김선우	-27.8	-19.5	
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	-	-	