

## AI 반도체 위주의 산업 성장, 그리고 핵심 공급망의 주연

## HBM 공급부족 장기화, 프리미엄 제품 시장 지배력 수혜

AI 서버 투자 열풍이 지속되는 가운데, 자체 개발한 CSP업체들의 AI칩 성능 저하로 최근 엔비디아 칩에 대한 선호도는 더 높아지고 있다. HBM 수요 전망은 상향되고 있지만, 낮은 수율로 인해 공급부족은 장기화될 전망이다. 동사의 MR-MUF 기술 우수성이 입증되고 있고, 최소 HBM3E까지는 경쟁사들의 진입이 제한적인 수준일 것 같다. HBM4부터 경쟁사의 MR-MUF 기술 도입 가능성이 있으나, 동사가 핵심 소재 공급선을 독점계약했기 때문에 한동안 진입은 쉽지 않을 전망이다.

## 고용량 서버 DRAM과 HBM 제품믹스로 인한 실적 고성장 지속

동사 서버 DRAM ASP 급상승의 주요인인 128GB 고용량 DRAM 모듈 제품은 지금도 일반 DRAM 대비 3배 가격을 형성하고 있다. 또한 주력 제품 HBM3의 bit 당 가격은 작년 초기 수준에서 그대로 유지되고 있어, 제품 믹스 개선에 따른 동사 DRAM ASP 상승과 수익성 개선은 지속될 전망이다. 동사 1Q24 매출액은 12.4조원, 영업이익 1.74조원으로 예상되며, DRAM과 NAND ASP는 각각 15%, 20% QoQ 상승 예상된다. 특히 동사의 DRAM 영업이익률은 3개 분기 연속 경쟁사와 격차를 더 벌릴 전망이다.

## 합당한 리레이팅, 목표주가 21만원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

예상 보다 높은 ASP 상승을 반영한 실적 상향 조정과 최근 리레이팅 추이를 고려해 목표주가를 21만원(P/B 2.3x 적용)으로 상향조정한다. AI 서버 투자 붐과 엔비디아-TSMC-SK하이닉스 공급망의 핵심적 역할을 고려할 때, 최근 주가 리레이팅 진행은 합당하다는 판단이다. 단기 주가 상승 부담도 있지만, 보다 큰 그림에 주목해야 할 것 같다.

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

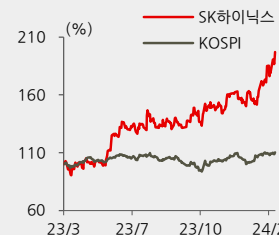
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액(십억원)	42,998	44,622	32,766	56,607	60,908
영업이익	12,410	6,809	-7,730	12,295	13,734
세전이익	13,416	4,003	-11,663	11,667	13,507
순이익[지배]	9,602	2,230	-9,094	9,864	10,344
EPS(원)	13,190	3,063	-12,492	13,549	14,209
증감률(%)	101.9	-76.8	적자전환	흑자전환	4.9
PER(배)	9.9	24.5	-	12.7	12.1
PBR	1.5	0.8	1.8	1.9	1.6
EV/EBITDA	4.6	3.5	21.4	5.1	4.4
ROE(%)	16.8	3.6	-15.5	16.7	15.0
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.7	0.7

자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	210,000원
[상향]	22.2%
현재주가	171,900원
2024/3/8	

주식지표	
시가총액	125,144십억원
52주최고가	171,900원
52주최저가	79,000원
상장주식수	72,800만주/0.0만주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
60일평균거래량	364만주
60일평균거래대금	524십억원
외국인지분율	54.3%
자기주식수	3,939만주/5.4%
주요주주및지분율	
에스케이스퀘어 외	20.1%
국민연금공단	7.9%

## 주가동향

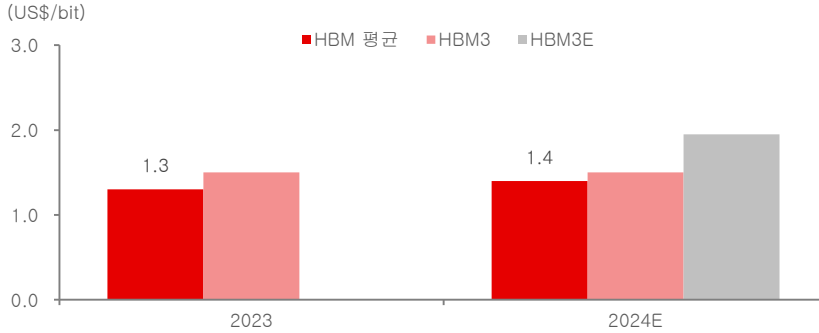


## 이민희

IT/반도체  
mhlee@bnkfn.co.kr  
(02)2115-5148

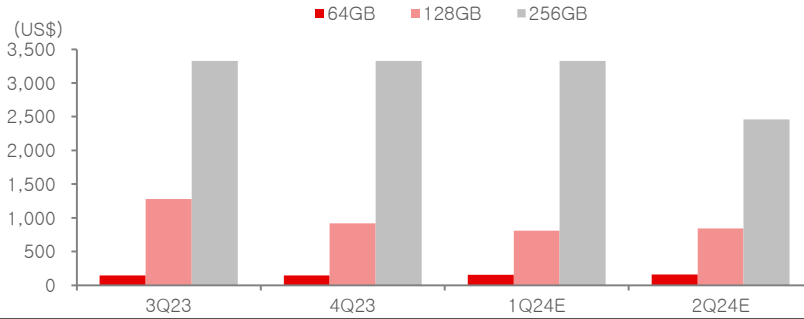
BNK투자증권 리서치센터  
07325 서울시 영등포구 여의대로 56  
한화손해보험빌딩 10층  
www.bnkfn.co.kr

Fig. 2: Bit당 HBM 가격 전망



자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 3: 일반 Server DRAM(64GB) 대비 고용량(128/256GB) DRAM 모듈 가격 비교



자료: 옴디아, BNK투자증권

표1. SK하이닉스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
<b>매출액</b>	5,088	7,306	9,066	11,306	12,395	13,971	14,905	15,336	44,622	32,766	56,607
DRAM	2,919	4,414	6,025	7,306	7,268	8,418	9,141	9,439	28,169	20,664	34,266
NAND	1,688	2,285	2,402	3,279	4,248	4,601	4,776	4,887	14,184	9,654	18,512
기타	481	607	639	721	879	952	988	1,011	2,269	2,449	3,830
<b>영업이익</b>	-3,402	-2,882	-1,792	346	1,741	3,167	3,636	3,751	6,809	-7,730	12,295
DRAM	-1,223	-387	306	1,712	2,412	3,402	3,846	3,976	8,692	408	13,635
NAND	-2,098	-2,412	-2,055	-1,324	-617	-235	-229	-265	-1,990	-7,889	-1,346
기타	-81	-84	-43	-42	-54	0	20	40	107	-248	6
<b>영업이익률</b>	-67%	-39%	-20%	3%	14%	23%	24%	24%	15%	-24%	22%
DRAM	-42%	-9%	5%	23%	33%	40%	42%	42%	31%	2%	40%
NAND	-124%	-106%	-86%	-40%	-15%	-5%	-5%	-5%	-14%	-82%	-7%
<b>세전이익</b>	-3,525	-3,788	-2,470	-1,880	1,591	3,021	3,533	3,523	4,003	-11,663	11,667
<b>순이익(지배)</b>	-2,580	-2,991	-2,184	-1,339	1,702	2,655	2,992	2,515	2,230	-9,094	9,864

자료: BNK투자증권

표2. SK하이닉스 DRAM, NAND 실적 추정 가정들

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
<b>DRAM</b>											
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	11,276	15,336	18,556	19,113	16,628	18,131	19,743	21,303	55,432	64,281	75,805
%QoQ, %YoY	-18%	36%	21%	3%	-13%	9%	9%	8%	2%	16%	18%
ASP(1Gb eq, US\$)	0.20	0.22	0.25	0.29	0.33	0.35	0.35	0.34	0.39	0.25	0.34
%QoQ, %YoY	-17%	8%	13%	17%	15%	6%	0%	-4%	-20%	-37%	40%
Full cost/chip(US\$)	0.29	0.24	0.23	0.22	0.22	0.21	0.20	0.20	0.27	0.24	0.21
%QoQ, %YoY	20%	-17%	-1%	-6%	0%	-5%	-3%	-4%	-6%	-11%	-14%
<b>NAND</b>											
Bit 출하(1GB eq, Mn)	33,472	49,203	52,155	50,591	53,120	55,902	59,256	63,873	155,468	185,421	232,151
%QoQ, %YoY	-15%	47%	6%	-3%	5%	5%	6%	8%	45%	19%	25%
ASP(1GB eq, US\$)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.04	0.06
%QoQ, %YoY	-11%	-11%	-1%	40%	24%	3%	-2%	-5%	-17%	-44%	52%
Full cost/chip(US\$)	0.09	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.08	0.07	0.07
%QoQ, %YoY	11%	-18%	-10%	6%	1%	-5%	-2%	-4%	-5%	-10%	-10%

자료: BNK투자증권

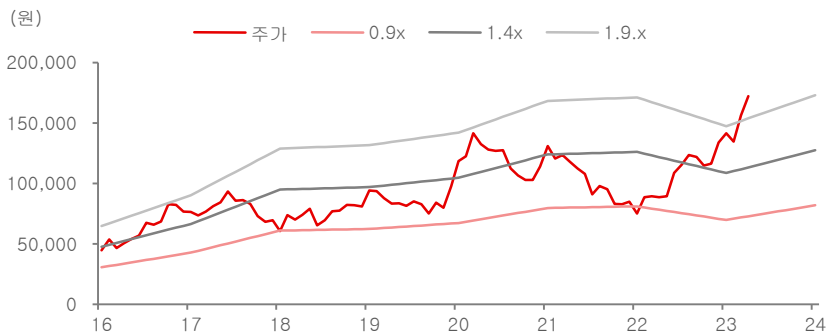
표3. SK하이닉스 2024년 실적 추정 변경

(단위: 십억원)

	수정후		수정전		변경률	
	1Q24E	2024E	1Q24E	2024E	2023E	2024E
원/US\$(평균)	1,315	1,314	1,315	1,314	0%	0%
매출액	12,395	56,607	11,649	50,647	6%	12%
DRAM	7,268	34,266	6,894	31,011	5%	10%
NAND	4,248	18,512	3,940	16,270	8%	14%
기타	879	3,830	815	3,366	8%	14%
영업이익	1,741	12,295	1,336	7,732	30%	59%
DRAM	2,412	13,635	1,920	10,053	26%	36%
NAND	-617	-1,346	-652	-2,447	-5%	-45%
기타	-54	6	68	126	-179%	n.a
세전이익	1,591	11,667	1,185	7,091	34%	65%
순이익(지배)	1,702	9,864	1,298	5,995	31%	65%

자료: BNK투자증권

Fig. 4: SK하이닉스 P/B 밴드 추이 - 리레이팅 진행 중



자료: BNK투자증권

**재무상태표**

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	26,907	28,733	26,577	37,994	45,955
현금성자산	5,058	4,977	7,163	16,309	22,765
매출채권	8,267	5,186	4,681	7,076	7,613
재고자산	8,950	15,665	12,136	11,321	12,182
비유동자산	69,439	75,138	69,882	72,169	76,210
투자자산	8,459	7,483	7,018	7,953	8,121
유형자산	53,226	60,229	55,655	56,787	60,489
무형자산	4,797	3,512	3,295	3,515	3,685
<b>자산총계</b>	<b>96,347</b>	<b>103,872</b>	<b>96,459</b>	<b>110,163</b>	<b>122,164</b>
유동부채	14,735	19,844	17,144	23,280	24,477
매입채무	1,359	2,186	1,605	2,773	2,984
단기차입금	233	3,833	4,433	3,933	3,933
비유동부채	19,420	20,737	25,168	22,907	23,311
사채및장기차입금	14,743	15,571	20,571	16,071	16,071
<b>부채총계</b>	<b>34,155</b>	<b>40,581</b>	<b>42,312</b>	<b>46,187</b>	<b>47,788</b>
지배기업지분	62,157	63,267	54,172	63,948	74,291
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,336	4,336	4,336
이익잉여금	55,784	56,685	47,591	57,366	67,711
<b>자본총계</b>	<b>62,191</b>	<b>63,291</b>	<b>54,147</b>	<b>63,976</b>	<b>74,376</b>
총차입금	19,155	24,797	30,322	25,472	25,499
순차입금	10,471	18,373	22,843	8,618	2,147

**현금흐름표**

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>19,798</b>	<b>14,781</b>	<b>4,810</b>	<b>30,400</b>	<b>25,892</b>
당기순이익	9,616	2,242	-9,143	9,917	10,401
비현금비용	15,635	20,948	12,668	16,227	19,125
감가상각비	10,657	14,151	13,619	13,800	15,400
비현금수익	-1,281	-1,416	-1,182	-249	-362
자산및부채의증감	-3,018	-2,690	434	6,683	111
매출채권감소	-2,526	3,342	505	-2,395	-538
재고자산감소	-697	-6,572	3,529	814	-860
매입채무증가	176	141	-581	1,168	211
법인세환급(납부)	-1,015	-3,979	2,520	-1,750	-3,107
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-22,392</b>	<b>-17,884</b>	<b>-8,149</b>	<b>-16,316</b>	<b>-19,464</b>
유형자산증가	-12,487	-19,010	-8,328	-14,152	-18,272
유형자산감소	80	324	0	0	0
무형자산순감	-972	-738	-500	-1,000	-1,000
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>4,492</b>	<b>2,822</b>	<b>4,700</b>	<b>-5,676</b>	<b>-799</b>
차입금증가	6,171	5,642	5,525	-4,850	27
자본의증감	191	2	0	0	0
배당금지급	-805	-1,681	-826	-826	-826
현금의증가	2,082	-81	2,186	9,146	6,456
기말현금	5,058	4,977	7,163	16,309	22,765
잉여현금흐름(FCF)	7,311	-4,230	-3,518	16,249	7,620

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>42,998</b>	<b>44,622</b>	<b>32,766</b>	<b>56,607</b>	<b>60,908</b>
매출원가	24,046	28,994	33,299	36,670	38,805
매출총이익	18,952	15,628	-533	19,938	22,103
매출총이익률	44.1	35.0	-1.6	35.2	36.3
판매비와관리비	6,542	8,818	7,197	7,642	8,369
판매비율	15.2	19.8	22.0	13.5	13.7
<b>영업이익</b>	<b>12,410</b>	<b>6,809</b>	<b>-7,730</b>	<b>12,295</b>	<b>13,734</b>
영업이익률	28.9	15.3	-23.6	21.7	22.5
EBITDA	23,067	20,961	5,889	26,095	29,134
영업외손익	1,006	-2,807	-3,933	-628	-227
금융이자손익	-238	-444	-580	-520	-368
외화관련손익	489	-405	100	0	19
기타영업외손익	755	-1,958	-3,453	-108	122
<b>세전이익</b>	<b>13,416</b>	<b>4,003</b>	<b>-11,663</b>	<b>11,667</b>	<b>13,507</b>
세전이익률	31.2	9.0	-35.6	20.6	22.2
법인세비용	3,800	1,761	-2,520	1,750	3,107
법인세율	28.3	44.0	21.6	15.0	23.0
계속사업이익	9,616	2,242	-9,143	9,917	10,401
<b>당기순이익</b>	<b>9,616</b>	<b>2,242</b>	<b>-9,143</b>	<b>9,917</b>	<b>10,401</b>
당기순이익률	22.4	5.0	-27.9	17.5	17.1
지배기업순이익	9,602	2,230	-9,094	9,864	10,344
총포괄손익	10,688	2,822	-9,143	9,917	10,401

**주요투자지표**

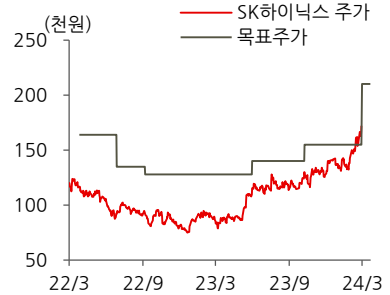
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (원)	13,190	3,063	-12,492	13,549	14,209
BPS	88,543	90,064	77,572	91,000	105,209
CFPS	32,925	29,909	3,218	35,570	40,059
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
PER (배)	9.9	24.5	-	12.7	12.1
PSR	2.2	1.2	3.1	2.2	2.1
PBR	1.5	0.8	1.8	1.9	1.6
PCR	4.0	2.5	44.0	4.8	4.3
EV/EBITDA	4.6	3.5	21.4	5.1	4.4
배당성향 (%)	11.0	36.8	-9.0	8.3	7.9
배당수익률	1.2	1.6	0.8	0.7	0.7
매출액증가율	34.8	3.8	-26.6	72.8	7.6
영업이익증가율	147.6	-45.1	0.0	0.0	11.7
순이익증가율	101.9	-76.8	0.0	0.0	4.9
EPS증가율	101.9	-76.8	0.0	0.0	4.9
부채비율 (%)	54.9	64.1	78.1	72.2	64.3
차입금비율	30.8	39.2	56.0	39.8	34.3
순차입금/자기자본	16.8	29.0	42.2	13.5	2.9
ROA (%)	11.5	2.2	-9.1	9.6	9.0
ROE	16.8	3.6	-15.5	16.7	15.0
ROIC	14.9	5.3	-8.1	14.9	15.0

주: K-IFRS 연결 기준, 2024/3/8 종가 기준

투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK하이닉스 (000660)	22/04/04	매수	164,000원	-32.1	-29.0
	22/04/28	매수	164,000원	-37.1	-30.8
	22/07/06	매수	135,000원	-27.5	-24.1
	22/07/28	매수	135,000원	-30.0	-27.0
	22/09/15	매수	128,000원	-33.5	-28.8
	22/10/04	매수	128,000원	-27.6	-25.2
	22/10/27	매수	128,000원	-35.1	-27.0
	23/01/12	매수	128,000원	-30.9	-27.9
	23/02/02	매수	128,000원	-30.4	-25.9
	23/03/17	매수	128,000원	-31.7	-28.3
	23/04/27	매수	128,000원	-24.1	-13.8
	23/06/09	매수	140,000원	-17.5	-14.6
	23/07/27	매수	140,000원	-14.9	-7.1
	23/10/18	매수	155,000원	-19.3	-17.7
	23/10/27	매수	155,000원	-14.1	-8.0
	24/01/26	매수	155,000원	-3.2	10.9
	24/03/11	매수	210,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +15% 이상, 보유(Hold) -15~+15%, 매도(Sell) -15% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2023.12.31기준) / 매수(Buy) 84.2%, 보유(Hold) 15.0%, 매도(Sell) 0.8%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공 일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하 여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목 의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.