

2024. 4. 22



▲ 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 (4.22) **173,300 원**

상승여력 **26.9%**

KOSPI	2,591.86pt
시가총액	1,261,628억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	73.88%
외국인비중	54.51%
52주 최고/최저가	188,400원/85,500원
평균거래대금	6,829.2억원

주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	7.90

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.2	37.9	96.5
상대주가	10.9	28.5	95.2



(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	56.6	1.99	4.3	3.5	64.1
2023	32,765.7	-7,730.3	-9,112.4	-12,517	적자전환	73,495	nm	2.36	16.7	-17.0	87.5
2024E	63,667.1	17,947.9	9,740.7	13,380	흑자전환	85,706	13.0	2.02	2.6	16.8	93.4
2025E	79,745.6	24,504.6	15,680.7	21,539	61.0	106,077	8.0	1.63	1.7	22.5	74.7
2026E	90,011.5	27,509.2	17,835.2	24,499	13.7	128,778	7.1	1.35	1.2	20.9	58.2

SK하이닉스 000660

압도적인 실적, AI 진영 구축의 중심

- ✓ 1Q24 영업이익 2.7조원은 시장 기대치 상회하는 견조한 실적. 견조한 DRAM 이익 (2.5조원)에, NAND 흑자전환 (2,500억원), QLC 수요 증가 속 솔리다임 회복세 주목
- ✓ 동사의 HBM 실적 추정치를 재차 상향 조정 실시. AI 투자 집중 속 24년 HBM 매출 · 영업이익은 10.2조원 · 5.1조원, 25년의 경우 17.5조원 · 7.5조원으로 전망
- ✓ 1Q24 HBM 시장 내 매출점유율 59% 달성 추정. HBM 내 압도적 경쟁력에서 오는 구조적 공헌이익 증가. Si반도체 공조의 중심에서 TSMC 파트너십은 이제 시작일 뿐

1Q24 영업이익 2.7조원 예상. 경쟁사를 압도하는 실적 개선 차별화

SK하이닉스의 1Q24 영업이익은 2.7조원 (+680% QoQ)로 메모리 업사이클 진입 이후 역대급으로 가파른 실적 개선을 시현할 전망이다. 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 발생하고 있기 때문이다. 당사는 동사의 1Q24 판가증가율 (DRAM +20%/NAND +33%)이 실적 개선을 이끄는 데 반해, 출하증가율 (DRAM -15%/NAND -9%)이 아직 보수적 수준에 남아있음에 주목한다. 2Q24부터 계절적 수요 증가 속, 경쟁사 대비 동사의 출하증가는 추가적인 실적개선 차별화를 발생시키리라 예상된다. 동사의 분기 영업이익은 2Q24 4.2조원 이후 3Q25 6.6조원까지 지속 확대될 전망이다 (24년 영업이익 17.9조원).

TSMC와의 기술협력은 이제 시작일 뿐. 2H24부터 다양한 연합 구축 예상

DRAM 고단화과정에서 HBM과 고용량 싱글모듈 D5 등 스페셜티 메모리의 중요성은 날로 부각되고 있다. 과거 레거시 DRAM 시장에서 통용되었던 '게임의 법칙'은 Capa 우위 '원가 경쟁'은 통용되지 않는다. 아날로그 기술이 더해진 후공정 중심 스페셜티 DRAM 시장은 1) 핵심 고객과의 차세대 기술 모색, 2) 전후방업체와의 연합 진영 구축, 3) 소재 · 장비의 배타적 사용권한이 중요해지며 역전을 위한 조건이 복잡해진다. 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 전후방 주요 고객사와의 추가적인 협력체계 구축을 예상한다. Buy 투자 의견을 유지하며 적정주가의 경우 실적추정치 변경 및 적정배수 조정에 기반해 22만원으로 상향조정한다.

표1 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	1Q24E	2024E	1Q24E	2024E	1Q24E	2024E
매출액	12,252.6	63,667.1	11,195.8	57,681.6	9%	10%
DRAM	7,383.8	41,249.6	6,996.8	38,590.4	6%	7%
NAND	4,370.3	20,249.9	3,700.4	16,923.7	18%	20%
영업이익	2,700.3	17,947.9	1,145.0	11,393.8	136%	58%
DRAM	2,490.3	15,918.3	1,932.6	13,188.9	29%	21%
NAND	249.9	2,141.2	-747.8	-1,683.5	흑자전환	흑자전환
Others	-39.9	-111.6	-39.9	-111.6	적자축소	적자축소
세전이익	1,753.0	12,455.9	789.2	10,358.5	122%	20%
지배주주순이익	1,372.4	9,740.7	620.6	8,104.8	121%	20%
영업이익률 (%)	22%	28%	10%	20%		
DRAM	34%	39%	28%	34%		
NAND	6%	11%	-20%	-10%		

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표2 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	5,088.1	7,305.9	9,066.2	11,305.5	12,252.6	15,324.4	17,758.5	18,331.6	32,765.7	63,667.1	79,745.6
DRAM	2,895.3	4,408.8	5,960.5	7,197.5	7,383.8	10,068.8	11,765.8	12,031.3	20,462.1	41,249.6	52,335.0
NAND	1,759.9	2,422.4	2,560.6	3,590.3	4,370.3	4,735.4	5,429.2	5,715.0	10,333.1	20,249.9	25,026.4
영업이익	-3,402.3	-2,882.1	-1,792.0	346.0	2,700.3	4,172.6	5,479.4	5,595.7	-7,730.3	17,947.9	24,504.6
DRAM	-1,430.0	-76.0	535.3	1,507.4	2,490.3	3,707.2	4,831.7	4,889.2	536.7	15,918.3	21,119.0
NAND	-1,944.4	-2,763.6	-2,168.9	-1,092.0	249.9	491.4	675.9	724.0	-7,968.9	2,141.2	3,191.0
기타	-27.9	-42.5	-158.3	-69.3	-39.9	-26.0	-28.2	-17.6	-298.1	-111.6	194.6
세전이익	-3,525.2	-3,788.2	-2,469.7	-1,874.8	1,753.0	3,670.1	5,354.8	1,678.0	-11,657.8	12,455.9	20,071.2
지배주주순이익	-2,580.4	-2,991.2	-2,183.7	-1,357.1	1,372.4	2,859.4	4,177.7	1,331.2	-9,112.4	9,740.7	15,680.7
영업이익률 (%)	-67%	-39%	-20%	3%	22%	27%	31%	31%	-24%	28%	31%
DRAM	-49%	-2%	9%	21%	34%	37%	41%	41%	3%	39%	40%
NAND	-110%	-114%	-85%	-30%	6%	10%	12%	13%	-77%	11%	13%

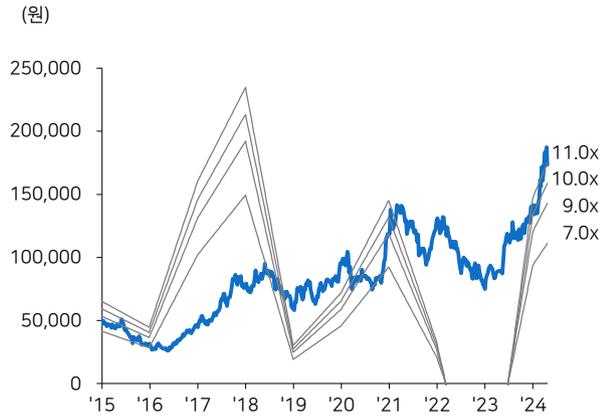
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	11,230	15,161	18,359	18,727	15,918	19,101	20,820	21,029	63,477	76,868	92,866
	% QoQ	-20%	35%	21%	2%	-15%	20%	9%	1%			
	% YoY	-15%	4%	31%	33%	42%	26%	13%	12%	14%	21%	21%
	NAND	202,042	303,064	318,217	311,852	283,786	278,110	305,921	321,217	1,135,175	1,189,034	1,439,683
	% QoQ	-15%	50%	5%	-2%	-9%	-2%	10%	5%			
% YoY	-11%	23%	45%	31%	40%	-8%	-4%	3%	22%	5%	21%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.20	0.22	0.25	0.29	0.35	0.39	0.42	0.43	0.25	0.40	0.43
	% QoQ	-19%	9%	12%	18%	20%	11%	8%	2%			
	% YoY	-59%	-54%	-34%	17%	73%	75%	69%	47%	-37%	62%	9%
	NAND	0.01	0.01	0.01								
	% QoQ	-10%	-11%	1%	42%	33%	8%	5%	1%			
% YoY	-51%	-57%	-45%	15%	70%	106%	114%	52%	-40%	82%	6%	

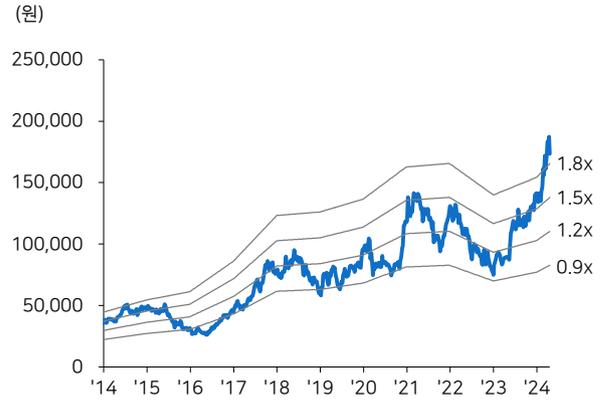
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



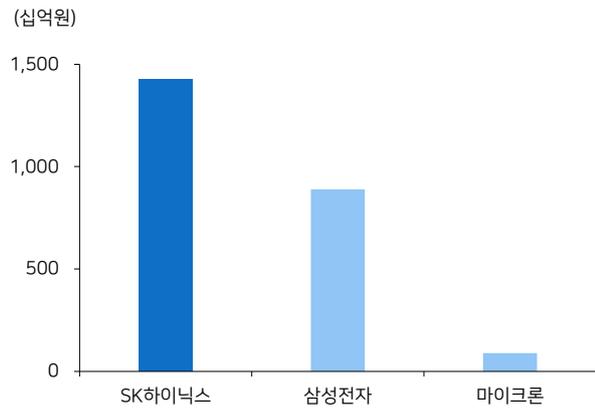
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



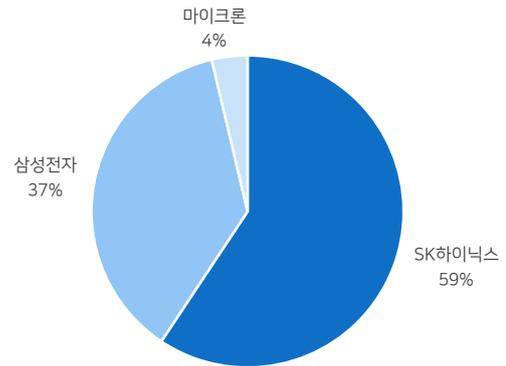
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 1Q24 업체 별 HBM 매출액



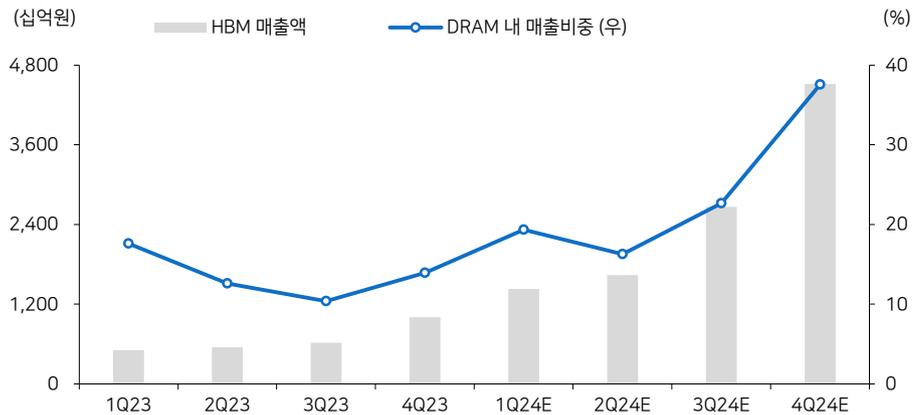
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 1Q24 HBM 매출 점유율



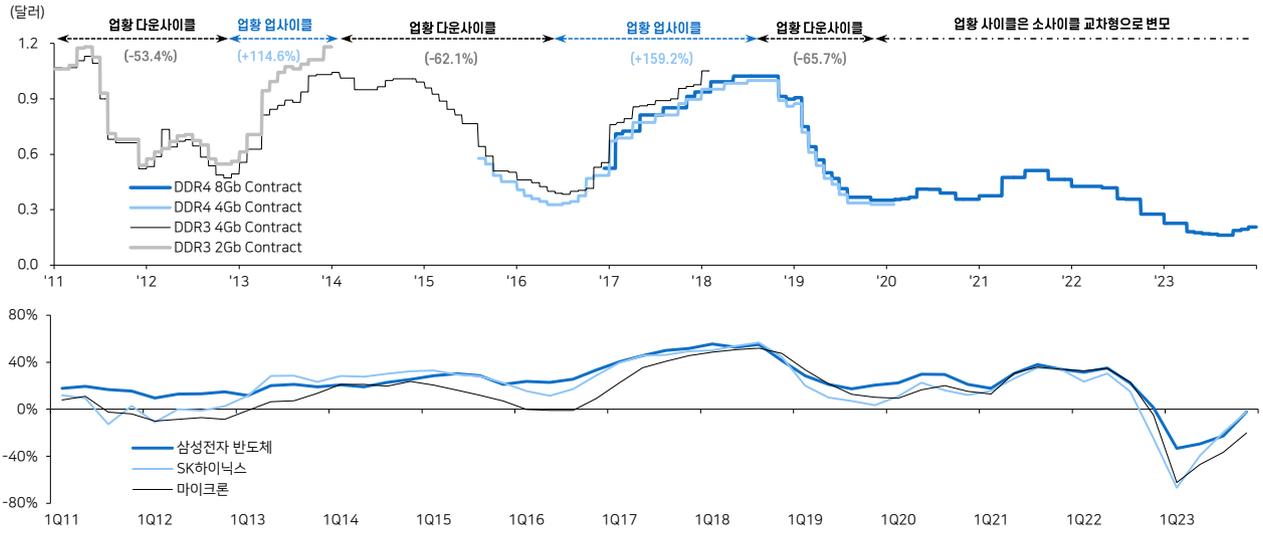
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 SK하이닉스 HBM 매출액 및 DRAM 내 매출비중



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 2024년 DRAM 업황은 4Q12~2Q14과 유사한 형태로 전개될 전망



자료: DRAMeXchange, 메리츠증권 리서치센터

표1 SK하이닉스 적정주가 밸류에이션 (적정배수 1.95배에서 2.3배로 조정)

(원)	2024E/2025E 평균
BVPS	95,892
적정배수 (배) *	2.3
적정가치	220,550
적정주가	220,000
현재주가	173,300
상승여력 (%)	26.9%

참고: * 적정배수는 11-13년 Up-cycle 고점 배수 평균

자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	44,621.6	32,765.7	63,667.1	79,745.6	90,011.5
매출액증가율(%)	3.8	-26.6	94.3	25.3	12.9
매출원가	28,993.7	33,299.2	32,198.9	48,277.4	58,543.3
매출총이익	15,627.9	-533.5	31,468.2	31,468.2	31,468.2
판매관리비	8,818.4	7,196.9	13,520.3	16,729.7	18,830.4
영업이익	6,809.4	-7,730.3	17,947.9	24,504.6	27,509.2
영업이익률(%)	15.3	-23.6	28.2	30.7	30.6
금융손익	-1,377.3	-3,831.4	-5,476.9	-4,418.2	-4,660.5
중속/관계기업손익	131.2	15.1	-15.2	-15.2	-15.2
기타영업외손익	-1,246.1	-3,816.3	-5,492.1	-4,433.4	-4,675.7
세전계속사업이익	4,002.8	-11,657.8	12,455.9	20,071.2	22,833.5
법인세비용	1,761.1	-2,520.3	2,740.3	4,415.7	5,023.4
당기순이익	2,241.7	-9,137.6	9,715.6	15,655.5	17,810.1
지배주주지분 순이익	2,229.6	-9,112.4	9,740.7	15,680.7	17,835.2

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	28,733.3	30,468.1	44,389.3	56,340.3	68,757.5
현금및현금성자산	4,977.0	7,587.3	19,117.5	28,341.7	37,898.4
매출채권	5,186.1	6,600.3	9,702.1	10,172.2	10,612.1
재고자산	15,664.7	13,480.7	11,858.5	13,655.2	15,588.2
비유동자산	75,138.2	69,862.1	76,255.6	78,593.5	79,527.9
유형자산	60,228.5	52,704.9	52,204.9	52,204.9	53,504.9
무형자산	3,512.1	3,834.6	3,315.7	2,734.1	2,226.1
투자자산	1,352.9	1,367.4	1,349.8	1,332.3	1,314.8
자산총계	103,871.5	100,330.2	120,644.9	134,933.9	148,285.4
유동부채	19,843.7	21,007.8	34,633.5	41,437.1	45,189.3
매입채무	2,186.2	1,845.5	2,992.5	3,445.9	3,933.7
단기차입금	3,833.3	4,145.7	4,295.7	4,295.7	4,295.7
유동성장기부채	3,590.0	5,711.5	7,761.1	7,437.0	6,989.8
비유동부채	20,737.3	25,818.6	23,617.6	16,273.1	9,346.1
사채	6,531.9	9,490.4	9,788.8	3,555.1	-2,444.9
장기차입금	9,139.5	10,152.6	7,481.6	6,302.9	5,302.9
부채총계	40,581.0	46,826.4	58,251.1	57,710.1	54,535.4
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	55,619.3	70,449.3	86,975.6
비지배주주지분	24.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
자본총계	63,290.5	53,503.8	62,393.7	77,223.7	93,750.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	14,780.5	4,278.2	27,476.2	33,833.6	35,635.1
당기순이익(손실)	2,241.7	-9,137.6	9,715.6	15,655.5	17,810.1
유형자산상각비	13,371.9	13,121.1	15,000.0	15,500.0	15,500.0
무형자산상각비	779.6	552.5	918.8	981.7	907.9
운전자본의 증감	-2,689.7	793.8	-1,197.3	-1,667.5	-1,728.3
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	-998.6	-8,562.1	-8,731.0
차입금의 증감	4,792.9	6,968.5	-173.0	-7,736.5	-7,447.2
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-81.0	2,610.3	11,530.2	9,224.1	9,556.7
기초현금	5,058.0	4,977.0	7,587.3	19,117.5	28,341.7
기말현금	4,977.0	7,587.3	19,117.5	28,341.7	37,898.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	61,293	45,008	87,455	109,540	123,642
EPS(지배주주)	3,063	-12,517	13,380	21,539	24,499
CFPS	-111	3,586	15,838	12,670	13,127
EBITDAPS	28,792	8,164	46,520	56,300	60,326
BPS	86,904	73,495	85,706	106,077	128,778
DPS	1,200	1,200	1,200	2,532	2,569
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	56.6	nm	13.0	8.0	7.1
PCR	-1,558.0	48.3	10.9	13.7	13.2
PSR	2.8	3.9	2.0	1.6	1.4
PBR	2.0	2.4	2.0	1.6	1.3
EBITDA(십억원)	20,960.9	5,943.4	33,866.7	40,986.3	43,917.1
EV/EBITDA	4.3	16.7	2.6	1.7	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.5	-17.0	16.8	22.5	20.9
EBITDA 이익률	10.1	-67.7	48.9	41.9	42.0
부채비율	64.1	87.5	93.4	74.7	58.2
금융비용부담률	1.0	3.8	1.9	0.8	-0.1
이자보상배율(x)	12.8	-5.3	10.8	17.4	26.6
매출채권회전율(x)	6.6	5.6	7.8	8.0	8.7
재고자산회전율(x)	2.4	2.3	2.5	3.8	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 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	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)	
2022.02.03	기업브리프	Buy	153,000	김선우	-21.7	-13.1	
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	-	-	