

HBM 수요 축소 조짐과 영향 분석

내년 엔비디아 HBM 수요량 예상보다 감소할 수도

GPU 2개와 HBM 192GB(8단x8개)를 탑재하는 B100 대부분과 B200이, 지나친 전력 과소비 지적에 따라 출사가 취소되고, B200A(GPU 1개와 HBM 144GB(12단x4개))로 변경될 전망이다. 사실상 내년 엔비디아 향 HBM 수요량이 이전 예상보다 축소되는 건데, 기대치가 너무 높았던 AI 투자심리에는 부정적 소식이다. 그러나 실제로 동사 매출에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 동사가 우선공급자여서 내년 CAPA 물량 확보에는 문제가 없을 것이고, 8단 대비 12단 제품의 가격 프리미엄이 있기 때문이다.

일반 메모리 시장 피크아웃에도, 내년 고용량 DRAM으로 실적 차별화

비록 NAND와 모바일 시장이 피크아웃을 치고 연말부터 가격 하락이 예상(서버는 내년 초부터)되나, 내년에도 AI 서버에 들어가는 HBM과 고용량 DRAM 시장은 성장이 지속될 전망이다. 경쟁사가 11월 엔비디아 인증을 받더라도 퍼포먼스 문제로 블랙웰에는 공급되지 못할 것이며, 내년 마이크론의 증설도 크지 않아, 동사의 HBM 시장 지배력은 더 커질 수 밖에 없다. 또한 최근 가격 프리미엄이 하락하고 있는 128GB 모듈 대신에 동사는 4Q24부터 256GB 모듈(32Gb TSV 기반)을 유일 양산, 2배 프리미엄을 누릴 전망이다.

수요 우려 반영, 목표주가 25만원에서 23만원으로 하향조정

메모리 수요 둔화 우려로 동사 주가도 단기적인 모멘텀은 없다. 그러나 내년에는 HBM과 고용량 서버 매출 비중이 DRAM 매출의 60% 이상을 차지하며 실적 차별화가 예상되고, 선진국 금리 인하 이후 소프트웨어 기대가 커지면, 주가는 다시 반등할 수 있을 것으로 전망한다. 투자 의견 '매수'를 유지하나, 목표가는 23만원(리레이팅 이후 평균 P/B 2x)으로 하향조정한다.

Fig. 1: SK하이닉스 연결재무제표 요약

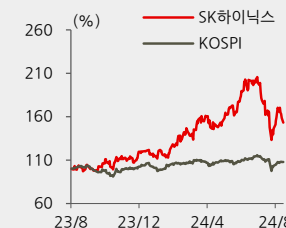
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	44,622	32,766	66,000	74,188	66,769
영업이익	6,809	-7,730	22,828	27,571	19,393
세전이익	4,003	-11,658	21,134	27,416	19,689
순이익[지배]	2,230	-9,112	17,915	24,607	17,671
EPS(원)	3,063	-12,517	24,608	33,800	24,274
증감률(%)	-76.8	적자전환	흑자전환	37.4	-28.2
PER(배)	24.5	-	7.3	5.3	7.4
PBR	0.8	1.8	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.5	21.5	3.9	3.0	3.2
ROE(%)	3.6	-15.6	28.7	29.4	16.9
배당수익률	1.6	0.8	0.6	0.6	0.6

자료: SK하이닉스, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견	매수
[유지]	
목표주가(6M)	230,000원
[하향]	28.1%
현재주가	179,600원
2024/8/26	

주식지표	
시가총액	130,749십억원
52주최고가	241,000원
52주최저가	113,700원
상장주식수	72,800만주/0.0만주
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원
60일평균거래량	502만주
60일평균거래대금	1,015십억원
외국인지분율	54.8%
자기주식수	3,938만주/5.4%
주요주주및지분율	
에스케이스퀘어 외	20.1%
국민연금공단	7.4%

주가동향



이민희

반도체/IT

mhlee@bnkfn.co.kr

(02)2115-5148

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 여의대로 56

한화손해보험빌딩 10층

www.bnkfn.co.kr

표1. SK하이닉스 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
원/US\$(평균)	1,276	1,316	1,313	1,322	1,330	1,371	1,370	1,369	1,307	1,360	1,366
매출액	5,088	7,306	9,066	11,306	12,430	16,423	17,865	19,282	32,766	66,000	74,188
DRAM	2,919	4,414	6,025	7,411	7,493	10,700	12,324	13,421	20,769	43,939	51,479
NAND	1,688	2,285	2,402	3,278	4,407	5,185	5,020	5,310	9,653	19,922	20,573
기타	481	607	639	616	529	538	521	551	2,344	2,139	2,136
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	346	2,886	5,469	6,814	7,660	-7,730	22,828	27,571
DRAM	-1,222	-389	304	1,733	2,352	4,421	5,914	6,714	426	19,401	24,422
NAND	-2,098	-2,411	-2,056	-1,333	475	932	899	945	-7,898	3,252	3,149
기타	-82	-82	-41	-54	59	116	0	0	-258	175	0
영업이익률	-67%	-39%	-20%	3%	23%	33%	38%	40%	-24%	35%	37%
DRAM	-42%	-9%	5%	23%	31%	41%	48%	50%	2%	44%	47%
NAND	-124%	-106%	-86%	-41%	11%	18%	18%	18%	-82%	16%	15%
세전이익	-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	2,373	5,052	6,452	7,257	-11,658	21,134	27,416
순이익(지배)	-2,580	-2,991	-2,184	-1,357	1,919	4,120	5,486	6,389	-9,112	17,915	24,607

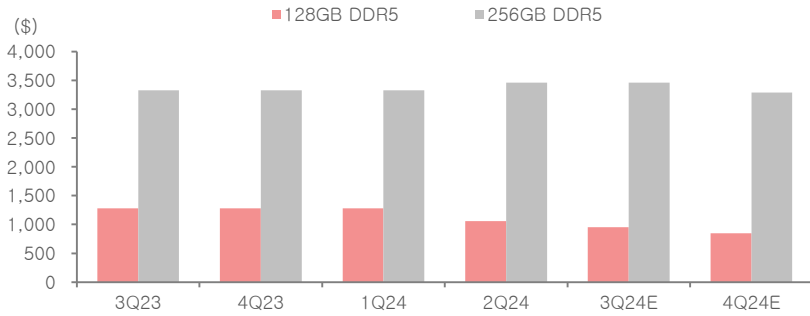
자료: BNK투자증권

표2. SK하이닉스 DRAM, NAND 실적 추정 가점들

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
DRAM											
Bit 출하(1Gb eq, Mn)	11,276	15,336	18,556	19,113	16,055	19,587	20,174	21,769	64,281	77,585	92,881
%QoQ, %YoY	-18%	36%	21%	3%	-16%	22%	3%	8%	16%	21%	20%
ASP(1Gb eq, US\$)	0.20	0.22	0.25	0.29	0.35	0.40	0.45	0.45	0.25	0.42	0.41
%QoQ, %YoY	-17%	8%	13%	19%	20%	14%	12%	1%	-37%	68%	-3%
Full cost/chip(US\$)	0.29	0.24	0.23	0.22	0.24	0.23	0.23	0.23	0.24	0.23	0.21
%QoQ, %YoY	20%	-17%	-1%	-4%	7%	-3%	-1%	-3%	-11%	-4%	-8%
NAND											
Bit 출하(1GB eq, Mn)	33,472	49,203	52,155	50,591	51,097	49,564	47,086	50,852	185,421	198,598	220,699
%QoQ, %YoY	-15%	47%	6%	-3%	1%	-3%	-5%	8%	19%	7%	11%
ASP(1GB eq, US\$)	0.04	0.04	0.04	0.05	0.06	0.08	0.08	0.08	0.04	0.07	0.07
%QoQ, %YoY	-11%	-11%	-1%	40%	32%	18%	2%	-2%	-44%	85%	-8%
Full cost/chip(US\$)	0.09	0.07	0.07	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.06	0.06
%QoQ, %YoY	11%	-18%	-10%	6%	-16%	8%	2%	-2%	-10%	-15%	-6%

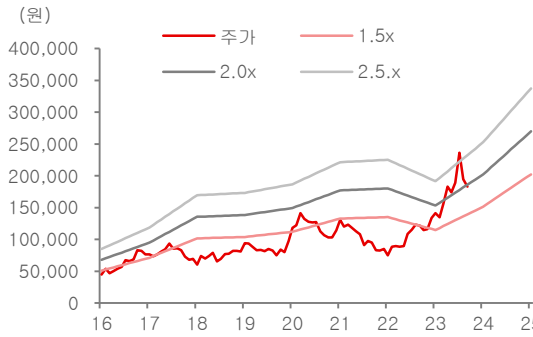
자료: BNK투자증권

Fig. 2: 고용량 DDR5 DRAM 모듈 가격 추이



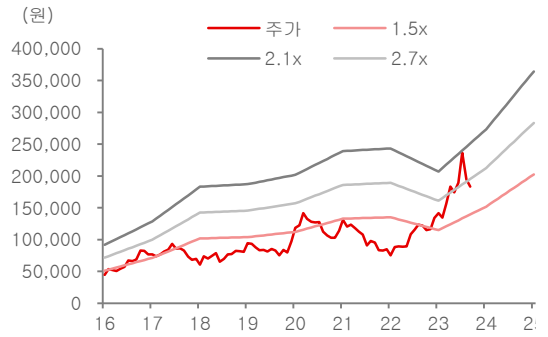
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 3: SK하이닉스 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: SK하이닉스 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	28,733	30,468	48,101	66,209	76,534
현금성자산	4,977	7,587	20,223	36,755	49,831
매출채권	5,186	6,600	9,429	10,598	9,538
재고자산	15,665	13,481	14,667	14,838	13,354
비유동자산	75,138	69,862	72,936	82,330	84,878
투자자산	7,483	5,809	7,536	7,961	7,576
유형자산	60,229	52,705	53,673	62,322	64,985
무형자산	3,512	3,835	4,213	4,533	4,804
자산총계	103,872	100,330	121,038	148,539	161,413
유동부채	19,844	21,008	26,211	28,301	24,122
매입채무	2,186	1,846	2,781	3,127	2,814
단기차입금	3,833	4,146	3,646	3,646	3,646
비유동부채	20,737	25,819	23,447	24,184	23,517
사채및장기차입금	15,571	19,611	15,111	15,111	15,111
부채총계	40,581	46,826	49,658	52,485	47,639
지배기업지분	63,267	53,505	71,330	95,937	113,609
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,373	4,373	4,373
이익잉여금	56,685	46,729	64,556	89,162	106,834
자본총계	63,291	53,504	71,379	96,054	113,774
총차입금	24,797	33,981	31,121	31,649	28,886
순차입금	18,373	24,960	10,035	-6,076	-21,817

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동현금흐름	14,781	4,278	32,143	39,772	33,048
당기순이익	2,242	-9,138	17,964	24,674	17,720
비현금비용	20,891	18,932	17,649	18,598	18,239
감가상각비	14,151	13,674	12,853	14,288	14,758
비현금수익	-1,359	-3,899	-128	-906	-1,299
자산및부채의증감	-2,690	794	984	831	569
매출채권감소	3,342	-1,406	-2,828	-1,170	1,060
재고자산감소	-6,572	2,288	-1,186	-171	1,484
매입채무증가	141	83	936	345	-313
법인세환급(납부)	-3,979	-1,384	-3,170	-2,742	-1,969
투자활동현금흐름	-17,884	-7,335	-16,559	-23,767	-17,210
유형자산증가	-19,010	-8,325	-13,200	-22,256	-16,692
유형자산감소	324	1,540	0	0	0
무형자산순감	-738	-454	-1,000	-1,000	-1,000
재무활동현금흐름	2,822	5,697	-3,686	-299	-3,589
차입금증가	5,642	9,184	-2,859	527	-2,762
자본의증감	2	36	0	0	0
배당금지급	-1,681	-826	-826	-826	-826
현금의증가	-81	2,610	12,636	16,532	13,075
기말현금	4,977	7,587	20,223	36,755	49,831
잉여현금흐름(FCF)	-4,230	-4,047	18,943	17,516	16,355

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	44,622	32,766	66,000	74,188	66,769
매출원가	28,994	33,299	35,028	37,844	37,974
매출총이익	15,628	-533	30,972	36,343	28,795
매출총이익률	35.0	-1.6	46.9	49.0	43.1
판매비와관리비	8,818	7,197	8,144	8,773	9,402
판매비율	19.8	22.0	12.3	11.8	14.1
영업이익	6,809	-7,730	22,828	27,571	19,393
영업이익률	15.3	-23.6	34.6	37.2	29.0
EBITDA	20,961	5,943	35,681	41,859	34,151
영업외손익	-2,807	-3,928	-1,694	-155	296
금융이자손익	-444	-1,252	-1,192	-720	-249
외화관련손익	-405	-319	-342	21	0
기타영업외손익	-1,958	-2,357	-160	544	545
세전이익	4,003	-11,658	21,134	27,416	19,689
세전이익률	9.0	-35.6	32.0	37.0	29.5
법인세비용	1,761	-2,520	3,170	2,742	1,969
법인세율	44.0	21.6	15.0	10.0	10.0
계속사업이익	2,242	-9,138	17,964	24,674	17,720
당기순이익	2,242	-9,138	17,964	24,674	17,720
당기순이익률	5.0	-27.9	27.2	33.3	26.5
지배기업순이익	2,230	-9,112	17,915	24,607	17,671
총포괄손익	2,822	-9,037	17,964	24,674	17,720

주요투자지표

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (원)	3,063	-12,517	24,608	33,800	24,274
BPS	90,064	76,616	101,103	134,903	159,177
CFPS	29,909	8,098	48,744	58,195	47,610
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
PER (배)	24.5	-	7.3	5.3	7.4
PSR	1.2	3.1	2.0	1.8	2.0
PBR	0.8	1.8	1.8	1.3	1.1
PCR	2.5	17.5	3.7	3.1	3.8
EV/EBITDA	3.5	21.5	3.9	3.0	3.2
배당성향 (%)	36.8	-9.0	4.6	3.3	4.7
배당수익률	1.6	0.8	0.6	0.6	0.6
매출액증가율	3.8	-26.6	101.4	12.4	-10.0
영업이익증가율	-45.1	0.0	0.0	20.8	-29.7
순이익증가율	-76.8	0.0	0.0	37.4	-28.2
EPS증가율	-76.8	0.0	0.0	37.4	-28.2
부채비율 (%)	64.1	87.5	69.6	54.6	41.9
차입금비율	39.2	63.5	43.6	32.9	25.4
순차입금/자기자본	29.0	46.7	14.1	-6.3	-19.2
ROA (%)	2.2	-8.9	16.2	18.3	11.4
ROE	3.6	-15.6	28.7	29.4	16.9
ROIC	5.3	-8.0	25.8	30.6	20.2

주: K-IFRS 연결 기준, 2024/8/26 종가 기준

투자 의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자 의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
SK하이닉스 (000660)	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	-16.4	-10.3
	24/04/26	매수	210,000원	-13.0	-5.9
	24/05/23	매수	250,000원	-12.3	-3.6
	24/07/26	매수	250,000원	-26.8	-20.1
	24/08/26	매수	230,000원	-	-

주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자 의견은 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(2024.06.30기준) / 매수(Buy) 85.7%, 보유(Hold) 13.5%, 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 하시기를 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.