

## 불안정한 날씨에도 아직은 순항하고 있다

### Analyst 노근창

02-3787-2301 greg@hmsec.com

### RA 윤동욱

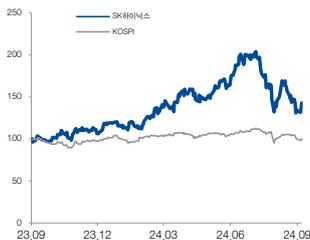
02-3787-2370 donguk.youn@hmsec.com

현재주가 (9/12)	168,800원		
상승여력	57.0%		
시가총액	122,887십억원		
발행주식수	728,002천주		
자본금/액면가	3,658십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	241,000원/114,700원		
일평균 거래대금 (60일)	1,054십억원		
외국인지분율	53.61%		
주요주주	에스케이스퀘어 외 8인 20.07%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.6	-21.5	1.9
상대주가(%p)	-2.9	-16.7	6.2

\* KIFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	24,007	32,929	290,000
After	22,319	32,265	265,000
Consensus	23,443	37,123	271,280
Cons. 차이	-4.8%	-13.1%	-2.3%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- SK하이닉스의 6개월 목표주가를 290,000원에서 265,000원 (2025년 예상 지배주주 BPS에 P/B 2.1배 적용)으로 하향하지만 HBM시장에서의 기술 Leadership과 AI반도체 수요 성장성을 감안하여 투자의견 매수를 유지함. 동사의 3분기 매출액과 영업이익은 부진한 범용 메모리 반도체 수요와 직전분기 대비 비우호적인 환율로 인해 기존 추정치를 각각 4.7%, 4.5% 하회하는 17.7조원과 6.8조원을 기록할 것으로 예상. 다만, 동사의 DRAM내 HBM 매출액 비중은 NVIDIA H200형 HBM3E의 출하량 증가에 힘입어 25%대까지 상승할 것으로 보이며, NAND내 E-SSD 비중도 50%대 수준을 유지할 것으로 보임. Premium 매출 비중 상승에 힘입어 3분기에도 DRAM과 NAND ASP는 QoQ로 각각 두 자리 수 상승이 예상됨. 최근 들어서 LP DDR4X 가격의 약세에도 불구하고 LP DDR5가 주력인 동사의 Mobile DRAM 제품은 3분기에도 QoQ로 상승할 것으로 보임. 한편 NVIDIA Data Center GPU를 독점 생산하고 있는 TSMC의 7월과 8월 평균 매출액은 직전 분기 평균 대비 13.1% 증가하는 등 Guidance 상단을 충족시키고 있으며, Server 수요 Indicator인 Aspeed의 7월과 8월 평균 매출액도 직전 분기 평균 대비 41.4% 증가하는 등 HPC 수요는 여전히 양호한 것으로 파악됨

### 주요 이슈 및 실적전망

- 양호한 실적에도 불구하고 동사 주가의 가격 조정이 심한 이유는 핵심 거래선인 NVIDIA의 Blackwell 제품의 출시 지연 가능성 때문임. 다만, 최근에는 내년 1분기로 출시 연기 가능성이 있었던 Chiplet 기반의 B200까지 연내 공급 가능성이 제기 되고 있으며, Single Die 형태의 B200A는 일반 기업과 통신사들을 중심으로 수요 선호도가 상승하고 있는 것으로 파악됨. 동사는 B200A에 HBM3E 12단 제품 (4개 Stack), B200에는 HBM3E 8단 (8개 Stack) 제품을 납품할 것으로 보임. 한편, AI Data Center 투자 점진론에 대한 우려에도 불구하고 NVIDIA는 NIM 생태계 확장을 통해 AI 칩투율을 다양한 분야로 확대하고 있음. NIM Package와 관련 추론 GPU만 구매할 경우 일반 기업들도 빠른 속도로 AI Tool을 기존 사업에 접목할 수가 있음. 여기에 스마트폰 업체들을 중심으로 Mobile HBM의 개화 가능성까지 부각되고 있다는 점에서 AI 거품론에 대한 우려는 지나치다고 보임. 무엇보다도 과거 CSP가 중심이 된 Cloud Cycle 대비 AI는 Data Center 투자 고객군 (CSP, 정부, 일반기업, 통신사)이 다양하며 추론과 Edge 등 생태계의 Depth가 깊다는 점은 Upside가 될 수 있음

### 주가전망 및 Valuation

- HBM 시장에서의 차별화된 기술 지배력을 감안할 때 Buy & Hold 전략 유효

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	44,622	6,809	2,230	20,961	3,063	-76.8	24.5	0.9	3.4	3.6	1.6
2023	32,766	-7,730	-9,112	5,943	-12,517	적전	N/A	1.9	21.1	NA	0.8
2024F	65,904	22,512	16,248	35,794	22,319	흑전	7.0	1.6	3.4	26.4	0.8
2025F	80,284	31,249	23,489	45,972	32,265	44.6	4.9	1.2	2.2	29.0	0.8
2026F	82,533	33,901	26,143	49,434	35,911	11.3	4.4	1.0	1.6	24.9	0.8

\* KIFRS 연결 기준

<표1> 실적 추정 변경 사항

(십억원)

		변경 후						변경 전					
		1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F	2025F
DRAM	Bit Growth	-15.0%	20.3%	1.1%	5.3%	17.7%	15.0%	-15.0%	20.3%	2.7%	4.5%	18.5%	14.6%
	ASP변화(QoQ)	20.2%	15.8%	11.3%	6.8%	72.4%	13.5%	20.2%	15.8%	13.8%	7.5%	75.1%	12.3%
NAND	Bit Growth	0.0%	-1.2%	-7.0%	10.0%	7.6%	22.0%	0.0%	-1.2%	-5.0%	10.0%	8.8%	22.0%
	ASP변화(QoQ)	30.0%	18.5%	12.0%	1.0%	107.5%	-5.0%	30.0%	18.5%	12.5%	4.0%	110.3%	-5.0%
매출액		12,430	16,423	17,683	19,368	65,904	80,284	12,430	16,423	18,563	20,822	68,238	82,254
영업이익		2,886	5,469	6,817	7,340	22,512	31,249	2,886	5,469	7,493	8,151	23,998	31,704
영업이익률		23.2%	33.3%	38.6%	37.9%	34.2%	38.9%	23.2%	33.3%	40.4%	39.1%	35.2%	38.5%
세전이익		2,373	5,052	6,404	6,327	20,156	29,188	2,373	5,054	7,106	7,136	21,668	29,758
지배주주 손이익		1,919	4,120	5,194	5,015	16,248	23,489	1,919	4,126	5,769	5,663	17,477	23,972

자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

<표2> 분기별 실적 전망

(십억원)

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2024F
매출액 (A+B+C)	44,622	5,088	7,306	9,066	11,306	32,766	12,430	16,423	17,683	19,368	65,904
영업이익	6,809	-3,402	-2,882	-1,792	346	-7,730	2,886	5,469	6,817	7,340	22,512
영업이익률	15.3%	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	-23.6%	23.2%	33.3%	38.6%	37.9%	34.2%
EBITDA	20,961	157	628	1,561	3,597	5,943	6,080	8,600	10,207	10,907	35,794
EBITDA Margin	47.0%	3.1%	8.6%	17.2%	31.8%	18.1%	48.9%	52.4%	57.7%	56.3%	54.3%
DRAM 부문											
매출액 (A)	28,372	2,951	4,530	6,074	7,349	20,904	7,582	10,839	11,128	12,137	41,687
Bit Growth (QoQ, YoY)	0.6%	-19.9%	35.9%	20.0%	2.2%	12.5%	-15.0%	20.3%	1.1%	5.3%	17.7%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-18.2%	-19.7%	7.9%	10.0%	18.3%	-39.4%	20.2%	15.8%	11.3%	6.8%	72.4%
영업이익	9,391	-1,020	-478	501	1,903	906	2,504	5,165	5,838	6,461	19,968
영업이익률	33.1%	-34.6%	-10.5%	8.3%	25.9%	4.3%	33.0%	47.7%	52.5%	53.2%	47.9%
NAND 부문											
매출액 (B)	14,256	1,679	2,192	2,448	3,279	9,597	4,350	5,091	6,047	6,520	22,008
Bit Growth (QoQ, YoY)	60.4%	-15.0%	50.0%	5.0%	-2.0%	34.6%	0.0%	-1.2%	-7.0%	10.0%	7.6%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	-22.5%	-10.4%	-10.0%	-2.0%	40.0%	-51.1%	30.0%	18.5%	12.0%	1.0%	107.5%
영업이익	-1,642	-2,253	-2,550	-2,468	-1,548	-8,819	465	497	1,046	914	2,922
영업이익률	-11.5%	-134.2%	-116.3%	-100.8%	-47.2%	-91.9%	10.7%	9.8%	17.3%	14.0%	13.3%
Others(C)											
매출액	1,993	458	584	544	678	2,265	497	493	508	712	2,209
영업이익	-939	-129	146	175	-9	183	-82	-194	-66	-36	-378
영업이익률	-47.1%	-28.1%	24.9%	32.1%	-1.3%	8.1%	-16.6%	-39.4%	-13.0%	-5.0%	-17.1%
세전 계속사업이익	4,003	-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	-11,658	2,373	5,052	6,404	6,327	20,156
법인세	1,761	-940	-800	-285	-495	-2,520	456	932	1,211	1,312	3,911
지배주주 손이익	2,230	-2,580	-2,991	-2,184	-1,357	-9,112	1,919	4,120	5,194	5,015	16,248

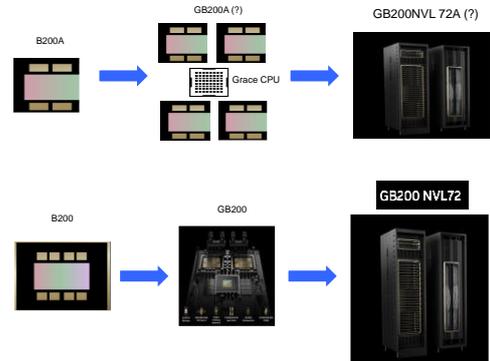
자료: SK하이닉스, 현대차증권, Solidigm 포함

<그림1> TSMC 월별 매출액 추이



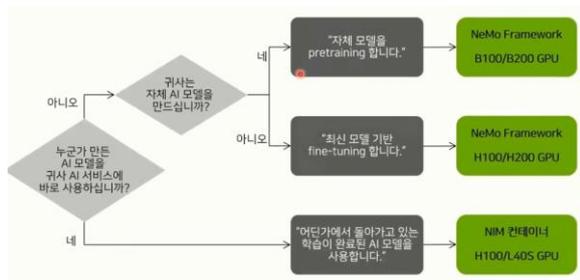
자료: TSMC

<그림2> Blackwell 제품별 시나리오와 HBM 사양



자료: 현대차증권

<그림3> NIM Package 생태계 Positioning

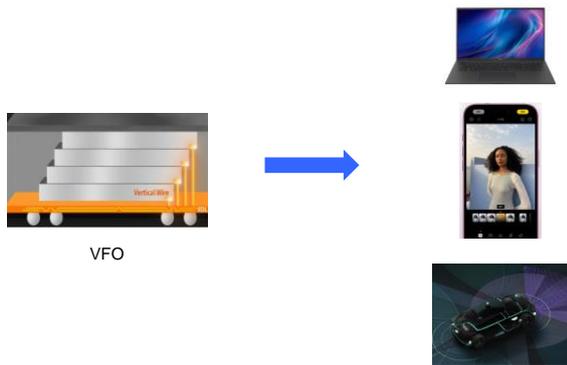


자료: NVIDIA

<그림4> NIM과 추론용 GPU 제품 및 메모리

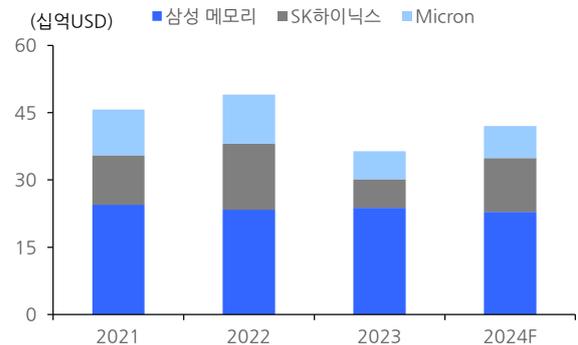
자료: 현대차증권, NVIDIA

<그림5> SK하이닉스의 Mobile HBM



자료: 현대차증권

<그림6> 메모리 반도체 업체별 Capex 추이



자료: 현대차증권

COMPANY NOTE

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	44,622	32,766	65,904	80,284	82,533
증가율 (%)	3.8	-26.6	101.1	21.8	2.8
매출원가	28,994	33,299	33,791	36,840	36,114
매출원가율 (%)	65.0	101.6	51.3	45.9	43.8
매출총이익	15,628	-533	32,113	43,444	46,419
매출이익률 (%)	35.0	-1.6	48.7	54.1	56.2
증가율 (%)	-17.5	적전	흑전	35.3	6.8
판매관리비	8,818	7,197	9,601	12,195	12,519
판매관리비율 (%)	19.8	22.0	14.6	15.2	15.2
EBITDA	20,961	5,943	35,794	45,972	49,434
EBITDA 이익률 (%)	47.0	18.1	54.3	57.3	59.9
증가율 (%)	-9.1	-71.6	502.3	28.4	7.5
영업이익	6,809	-7,730	22,512	31,249	33,901
영업이익률 (%)	15.3	-23.6	34.2	38.9	41.1
증가율 (%)	-45.1	적전	흑전	38.8	8.5
영업외손익	-2,938	-3,943	-2,363	-2,062	-1,399
금융수익	3,714	2,262	2,885	2,515	3,218
금융비용	5,092	6,093	5,216	4,577	4,617
기타영업외손익	-1,561	-111	-32	0	0
중속관계기업관련손익	131	15	7	0	0
세전계속사업이익	4,003	-11,658	20,156	29,188	32,501
세전계속사업이익률	9.0	-35.6	30.6	36.4	39.4
증가율 (%)	-70.2	적전	흑전	44.8	11.4
법인세비용	1,761	-2,520	3,911	5,700	6,360
계속사업이익	2,242	-9,138	16,245	23,487	26,141
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,242	-9,138	16,245	23,487	26,141
당기순이익률 (%)	5.0	-27.9	24.6	29.3	31.7
증가율 (%)	-76.7	적전	흑전	44.6	11.3
지배주주지분 순이익	2,230	-9,112	16,248	23,489	26,143
비지배주주지분 순이익	12	-25	-3	-2	-2
기타포괄이익	580	100	619	0	0
총포괄이익	2,822	-9,037	16,864	23,487	26,141

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	14,781	4,278	33,661	37,778	41,607
당기순이익	2,242	-9,138	16,245	23,487	26,141
유형자산 상각비	13,372	13,121	12,727	14,237	15,114
무형자산 상각비	780	553	555	486	420
외환손익	1,057	332	575	0	0
운전자본의 감소(증가)	-2,690	794	2,162	-432	-68
기타	20	-1,384	1,396	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-17,884	-7,335	-17,415	-18,049	-19,194
투자자산의 감소(증가)	1,048	1,682	-953	-637	-100
유형자산의 감소	324	1,540	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-19,010	-8,325	-16,166	-17,350	-19,085
기타	-245	-2,231	-296	-62	-10
재무활동으로인한현금흐름	2,822	5,697	-4,017	-37	-703
차입금의 증가(감소)	5,123	3,188	-4,683	789	123
사채의 증가(감소)	-716	2,993	2,934	0	0
자본의 증가	2	36	48	0	0
배당금	-1,681	-826	-826	-826	-826
기타	94	306	-1,488	0	0
기타현금흐름	200	-30	138	0	0
현금의증가(감소)	-81	2,610	12,368	19,691	21,710
기초현금	5,058	4,977	7,587	19,955	39,647
기말현금	4,977	7,587	19,955	39,647	61,357

\* K-IFRS 연결기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	28,733	30,468	49,502	75,387	98,065
현금성자산	4,977	7,587	19,955	39,647	61,357
단기투자자산	430	573	286	349	358
매출채권	5,186	6,600	10,261	12,501	12,851
채고자산	15,665	13,481	15,495	18,876	19,405
기타유동자산	1,459	1,366	2,341	2,852	2,931
비유동자산	75,138	69,862	75,087	78,350	82,002
유형자산	60,229	52,705	57,546	60,660	64,631
무형자산	3,512	3,835	3,569	3,083	2,663
투자자산	7,483	5,809	6,844	7,480	7,580
기타비유동자산	3,915	7,514	7,128	7,128	7,128
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	103,872	100,330	124,589	153,737	180,067
유동부채	19,844	21,008	25,377	29,546	30,198
단기차입금	3,833	4,146	1,548	1,548	1,548
매입채무	2,186	1,846	3,162	3,852	3,960
유동성장기부채	3,590	5,712	4,727	4,727	4,727
기타유동부채	10,234	9,305	15,941	19,420	19,964
비유동부채	20,737	25,819	29,586	31,905	32,268
사채	6,498	9,490	12,424	12,424	12,424
장기차입금	9,074	10,121	6,530	6,530	6,530
장기금융부채	4	3	4	4	4
기타비유동부채	5,162	6,204	10,628	12,948	13,310
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	40,581	46,826	54,964	61,451	62,466
지배주주지분	63,266	53,504	69,629	92,291	117,608
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,336	4,373	4,420	4,420	4,420
자본조정 등	-2,311	-2,269	-2,232	-2,232	-2,232
기타포괄이익누계액	899	1,014	1,686	1,686	1,686
이익잉여금	56,685	46,729	62,097	84,760	110,077
비지배주주지분	24	-1	-4	-6	-7
자본총계	63,291	53,504	69,625	92,286	117,601

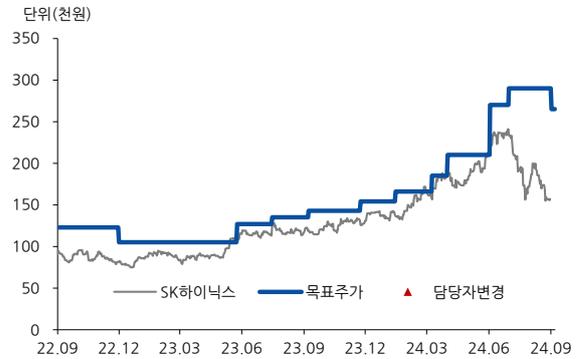
(단위: 원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	3,079	-12,552	22,315	32,263	35,908
EPS(지배순이익 기준)	3,063	-12,517	22,319	32,265	35,911
BPS(자본총계 기준)	86,937	73,494	95,638	126,766	161,539
BPS(지배지분 기준)	86,904	73,495	95,644	126,774	161,549
DPS	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E(당기순이익 기준)	24.4	N/A	7.0	4.9	4.4
P/E(지배순이익 기준)	24.5	N/A	7.0	4.9	4.4
P/B(자본총계 기준)	0.9	1.9	1.6	1.2	1.0
P/B(지배지분 기준)	0.9	1.9	1.6	1.2	1.0
EV/EBITDA(Reported)	3.4	21.1	3.4	2.2	1.6
배당수익률	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-76.7	적전	흑전	44.6	11.3
EPS(지배순이익 기준)	-76.8	적전	흑전	44.6	11.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.6	-15.6	26.4	29.0	24.9
ROE(지배순이익 기준)	3.6	-15.6	26.4	29.0	24.9
ROA	2.2	-8.9	14.4	16.9	15.7
안정성 (%)					
부채비율	64.1	87.5	78.9	66.6	53.1
순차입금비율	26.6	42.2	10.7	순현금	순현금
이자보상배율	12.8	NA	15.6	22.7	24.5

▶ 투자이전 및 목표주가 추이

일자	투자이전	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.07.28	BUY	123,000	-27.02	-19.92
2022.12.12	BUY	105,000	-15.95	5.05
2023.06.05	BUY	127,000	-9.37	-5.91
2023.07.27	BUY	135,000	-11.99	-5.19
2023.09.19	BUY	143,000	-12.19	-6.22
2023.12.05	BUY	154,000	-11.46	-7.40
2024.01.26	BUY	166,000	-8.00	3.55
2024.03.20	BUY	185,000	-2.61	1.84
2024.04.12	BUY	210,000	-10.12	5.71
2024.06.14	BUY	270,000	-13.41	-10.74
2024.07.12	BUY	290,000	-36.43	-19.66
2024.09.13	BUY	265,000		

▶ 최근 2년간 SK하이닉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 중간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 노근창의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자이전 분류

▶ 업종 투자이전 분류 현대차증권의 업종투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자이전은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.