

BUY 유지

목표주가 상향 210,000원

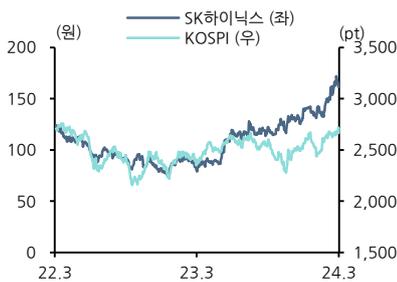
종가(24.03.15) 161,200원

상승여력 30.3%

Stock Data

KOSPI(03/15)	2,666.8pt
시가총액	1,173,540억원
액면가	5,000원
52주 최고가	171,900원
52주 최저가	79,000원
외국인지분율	54.2%
90일 일평균거래대금	5,317억원
주요주주지분율	
에스케이스퀘어 (외 10인)	20.1%
유동주식비율	73.9%

Stock Price



1Q24 Preview: Re-rating

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 210,000원으로 상향

SK하이닉스에 대해 투자 의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 210,000원으로 상향한다. 목표주가는 24M Fwd BPS 89,891원, Target P/B 2.3배를 적용했으며, 현재 역사적 밴드 상단 돌파 및 리레이팅이 진행 중이다. 투자 포인트는 1) HBM3E 양산 시작 및 높은 수율을 바탕으로 한 경쟁사 대비 더 빠른 실적 개선이 전망되고, 2) HBM 생산 증가에 따른 범용 제품 Capa 잠식이 DRAM 수급 환경 개선과 ASP 지속 상승을 유도한다는 것이다.

1분기 실적은 컨센서스를 소폭 상회할 전망

1분기 매출액과 영업이익은 11조 8,378억원(+132.7% YoY, +4.7% QoQ), 1조 2,746억원(YoY 흑자전환, +268.3% QoQ)으로 컨센서스(Fnguide 3/17 기준 영업이익 1조 1,846억원)를 소폭 상회할 전망이다. DRAM은 계절적 비수기로 전 분기 대비 Bit 출하량이 -15% 감소하나, 고객사 재고비축수요에 따른 ASP +17% 상승으로 매출액 7.4조원(+0.4%QoQ)이 예상된다. NAND는 출하량과 ASP 모두 증가해 약 4조원(+21.0%QoQ)의 매출이 전망된다.

2분기 HBM3e 양산 실적 본격화

엔비디아 AI GPU H200과 B100에 탑재될 SK하이닉스의 HBM3E 양산 시작은 전자 실적 개선을 이끌어 갈 전망이다. 2024년 HBM 시장은 약 20.2조원(+233.7%YoY) 규모의 가파른 성장이 예상된다. 당사는 양산 경험을 통한 빠른 수율 안정화로 가장 큰 수혜를 받을 것으로 기대된다. 2024년 DRAM 매출 중 HBM의 비중은 20% 후반대까지 상승해 10조원 이상의 매출 달성도 가능할 것으로 보인다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	42,998	12,410	9,602	13,190	9.9	4.7	1.5	16.8	1.2
2022	44,622	6,809	2,230	3,063	24.5	3.5	0.9	3.6	1.6
2023	32,766	-7,730	-9,112	-12,517	n/a	24.1	2.2	-15.6	0.7
2024E	57,107	12,578	7,586	11,024	14.6	5.2	2.0	13.7	0.7
2025E	62,394	13,835	9,669	14,051	11.5	4.7	1.8	15.7	0.9

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2024 HBM 시장 전망

표1. HBM 시장 분기별 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
Revenue (십억USD)	0.82	0.97	1.21	1.55	2.17	3.25	4.41	5.34	4.55	15.17
HBM2, 2E	0.54	0.43	0.39	0.35	0.30	0.20	0.15	0.09	1.72	0.74
HBM3	0.28	0.54	0.81	1.19	1.39	1.34	1.37	1.29	2.82	5.40
HBM3E	-	-	0.00	0.00	0.49	1.71	2.89	3.96	0.01	9.04
Revenue share (%)										
HBM2, 2E	66.4	44.6	32.5	22.8	13.7	6.2	3.4	1.8	37.9	4.9
HBM3	33.6	55.4	67.4	76.9	64.0	41.2	31.2	24.2	62.0	35.6
HBM3E	-	-	0.1	0.3	22.4	52.6	65.5	74.0	0.1	59.6
Shipments (Eb)	0.55	0.65	0.80	1.04	1.35	1.80	2.37	2.73	3.04	8.26
HBM2, 2E	0.39	0.33	0.30	0.29	0.25	0.17	0.13	0.08	1.32	0.62
HBM3	0.16	0.32	0.50	0.74	0.86	0.79	0.81	0.74	1.72	3.19
HBM3E	-	-	0.00	0.00	0.25	0.85	1.44	1.91	0.00	4.45
Shipments share (%)										
HBM2, 2E	70.8	51.0	37.9	28.3	18.3	9.3	5.3	2.9	43.4	7.5
HBM3	29.2	49.0	62.1	71.5	63.2	43.7	34.2	27.1	56.6	38.7
HBM3E	-	-	0.1	0.2	18.6	47.0	60.5	69.9	0.1	53.8
ASP (USD/Gb)										
HBM2, 2E	1.40	1.30	1.30	1.20	1.20	1.20	1.18	1.18	1.31	1.19
HBM3	1.72	1.68	1.64	1.60	1.63	1.70	1.70	1.74	1.64	1.69
HBM3E	-	-	1.87	1.90	1.93	2.02	2.01	2.07	1.90	2.03
주요 제품 가격 (USD)										
HBM3 16GB(8H)	220	215	210	205	208	218	217	223	210	216
HBM3E 24GB(8H)	-	-	359	365	371	388	386	397	364	390
HBM3E 36GB(12H)	-	-	-	-	-	-	695	715	-	702

자료: 산업자료, 상상인증권

* Eb: 엑사비트, 10^{18} 비트 * Gb: 기가비트, 10^9 비트 * GB: 기가바이트, 1GB = 8Gb

시장 규모 전망치 지속 상향될 것

**2024년 HBM 시장 규모
20.2조원(152억 달러) 전망**
(원달러 환율 1,330원 기준)

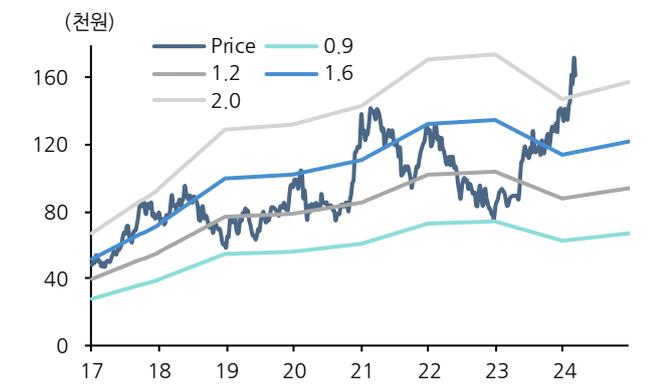
산업내 HBM 시장 규모 전망치가 상향 조정되고 있다. 상상인증권은 HBM 시장 규모를 전년 대비 233.7% 상승한 151.7억달러로 전망한다. 폭발적인 시장 성장을 예상하는 이유는 메모리 3사의 HBM 시장 본격 진입과 함께 1) Bottleneck을 유발하는 TSMC의 CoWoS 패키징 생산능력 계획도 확장되고 있으며, 2) 신제품인 5세대 HBM3E가 양산되더라도 이전 세대인 HBM3 가격이 하락하지 않을 것으로 보이고, 3) 하반기 엔비디아 B100에 대한 수요가 집중되면서 12H HBM3E의 가격 프리미엄이 높을 것으로 전망되기 때문이다.

표 2. SK하이닉스 실적 Table

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출액	5,088.1	7,305.9	9,066.2	11,305.5	11,837.8	13,050.2	14,801.4	17,417.8	44,621.6	32,765.7	57,107.2
DRAM	2,918.7	4,414.1	6,085.6	7,350.2	7,382.9	8,297.8	9,767.8	11,816.9	28,168.8	20,768.7	37,265.5
NAND	1,688.0	2,240.2	2,426.2	3,298.6	3,990.0	4,141.4	4,422.6	4,903.8	14,183.9	9,653.1	17,457.9
기타	481.4	651.6	554.3	656.7	464.9	611.0	610.9	697.1	2,268.8	2,344.0	2,383.9
매출원가	6,733.4	8,483.8	9,002.0	9,080.0	8,744.2	8,893.2	9,238.5	10,298.1	28,993.7	33,299.2	37,174.0
매출총이익	-1,645.3	-1,177.8	64.1	2,225.6	3,093.5	4,157.0	5,562.9	7,119.7	15,627.9	-533.4	19,933.2
GPM (%)	-32.3	-16.1	0.7	19.7	26.1	31.9	37.6	40.9	35.0	-1.6	34.9
판매비	1,757.0	1,704.3	1,856.1	1,879.5	1,818.9	1,779.4	1,802.4	1,954.2	8,818.4	7,196.9	7,355.0
영업이익	-3,402.3	-2,882.1	-1,792.0	346.0	1,274.6	2,377.6	3,760.5	5,165.5	6,809.4	-7,730.3	12,578.2
DRAM	-1,152.9	-529.7	426.0	1,653.8	1,971.2	2,605.5	3,897.4	4,844.9	9,410.0	397.2	13,319.1
NAND	-2,190.7	-2,352.2	-2,183.6	-1,329.3	-718.2	-244.3	-185.8	279.5	-2,034.7	-8,055.9	-868.8
기타	-58.7	-0.2	-34.4	21.6	21.6	16.4	48.9	41.1	-565.9	-71.6	127.9
OPM (%)	-66.9	-39.4	-19.8	3.1	10.8	18.2	25.4	29.7	15.3	-23.6	22.0
DRAM	-39.5	-12.0	7.0	22.5	26.7	31.4	39.9	41.0	33.4	1.9	35.7
NAND	-129.8	-105.0	-90.0	-40.3	-18.0	-5.9	-4.2	5.7	-14.3	-83.5	-5.0
기타	-12.2	0.0	-6.2	3.3	4.6	2.7	8.0	5.9	-24.9	-3.1	5.4
세전이익	-3,525.2	-3,788.2	-2,469.7	-1,874.8	1,080.5	1,372.4	2,768.0	4,650.3	4,002.8	-11,657.8	9,871.3
당기순이익	-2,585.5	-2,987.9	-2,184.7	-1,379.5	832.0	1,056.8	2,131.4	3,580.8	2,241.7	-9,137.5	7,600.9
지배주주순이익	-2,580.4	-2,991.2	-2,183.7	-1,357.1	830.4	1,054.7	2,127.2	3,573.7	2,229.6	-9,112.4	7,586.0

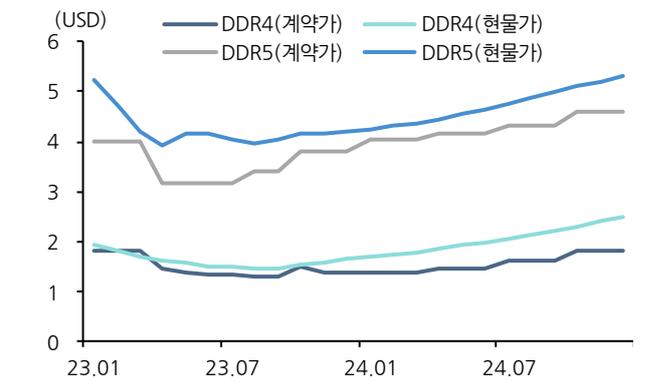
자료: SK하이닉스, 상상인증권

그림 1. SK하이닉스 PBR 밴드(Re-rating 진행 중)



자료: SK하이닉스, 상상인증권

그림 2. DRAM 가격 전망



자료: Trendforce, 상상인증권

*DDR4 8Gb(1Gx8) 2666, DDR5 16Gb(2Gx8) 4800/5600

표 2. 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	1Q24E			2Q24E			2024E		
	변경 전	변경 후	변경률(%)	변경 전	변경 후	변경률(%)	변경 전	변경 후	변경률(%)
매출액	7,357.2	7,382.9	0.3	8,269.0	8,297.8	0.3	37,135.8	37,265.5	0.3
DRAM 영업이익	1,964.4	1,971.2	0.3	2,431.1	2,605.5	7.2	11,364.0	13,319.1	17.2
OPM(%)	26.7	26.7		29.4	31.4		30.6	35.7	
매출액	3,906.3	3,990.0	2.1	4,012.3	4,141.4	3.2	16,811.3	17,457.9	3.8
NAND 영업이익	-878.9	-718.2	18.3	-642.0	-244.3	61.9	-1,111.1	-868.8	21.8
OPM(%)	-22.5	-18.0		-16.0	-5.9		-6.6	-5.0	
매출액	11,650.9	11,837.8	1.6	12,790.4	13,050.2	2.0	55,898.6	57,107.2	2.2
합계 영업이익	1,066.5	1,274.6	19.5	1,699.1	2,377.6	39.9	9,912.7	12,578.2	26.9
OPM(%)	9.2	10.8		13.3	18.2		17.7	22.0	

자료: SK하이닉스, 상상인증권

표 3. SK하이닉스 컨센서스 비교

(단위: 십억원)	상상인증권		컨센서스		차이(%)	
	1Q24E	2024E	1Q24E	2024E	1Q24E	2024E
매출액	11,838	57,107	11,795	57,420	0.4	-0.5
영업이익	1,275	12,578	1,185	11,494	7.6	9.4
세전이익	1,081	9,871	1,044	9,953	3.5	-0.8
지배주주순이익	830	7,586	801	7,745	3.6	-2.1

자료: Fnguide, 상상인증권

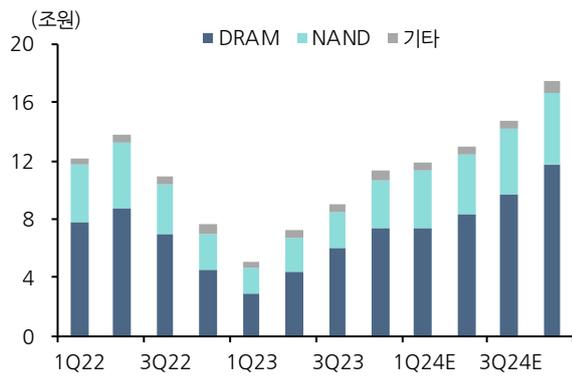
*컨센서스는 Fnguide 2024년 3월 17일 기준

표 4. SK하이닉스 P/B-ROE Valuation

항목명	단위	비 고
Cost of Equity	%	9.75 (a): (b) + [Market Risk Premium] X (c) 시장위험 프리미엄 6.1%
무위험수익률	%	3.50 (b): 1년만기 통안채 수익률 3개월 평균
베타		1.02 (c): 52주 KOSPI대비 Adjusted 베타
ROE	%	18.2 (d): 2024 ~ 2027년 평균 지배주주기준 ROE
영구성장률	%	3.4 (e): 30년만기 국고채 수익률 3개월 평균
적정 PBR	X	2.3 (f): [(d)-(e)] / [(a)-(e)]
적용 BPS	원	89,891 (g): 24M FWD BPS
주당 가치	원	209,546 (h): (f) X (g)
목표주가	원	210,000
현재주가	원	161,200 2024년 3월 15일 종가
상승여력	%	30.3

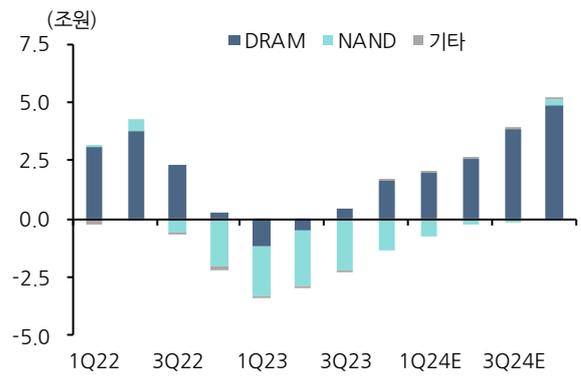
자료: SK하이닉스, 상상인증권

그림 3. SK하이닉스 사업부별 분기 매출 추이



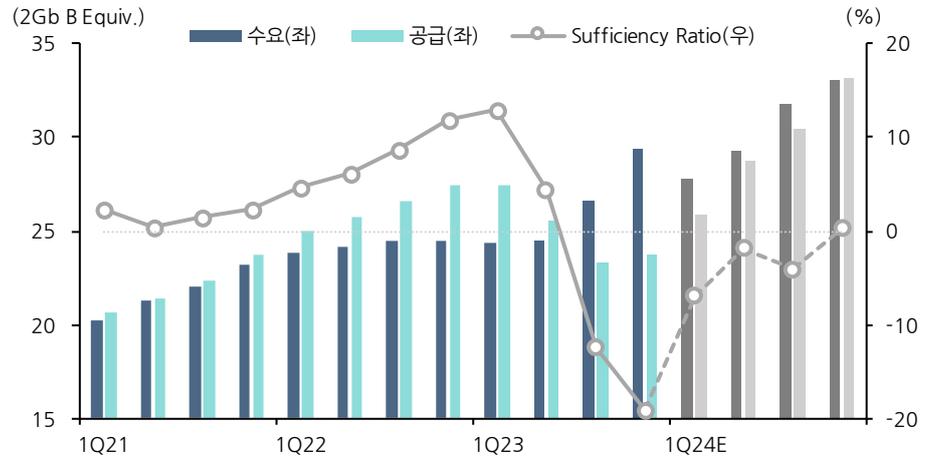
자료: SK하이닉스, 상상인증권

그림 4. SK하이닉스 사업부별 분기 영업이익 추이



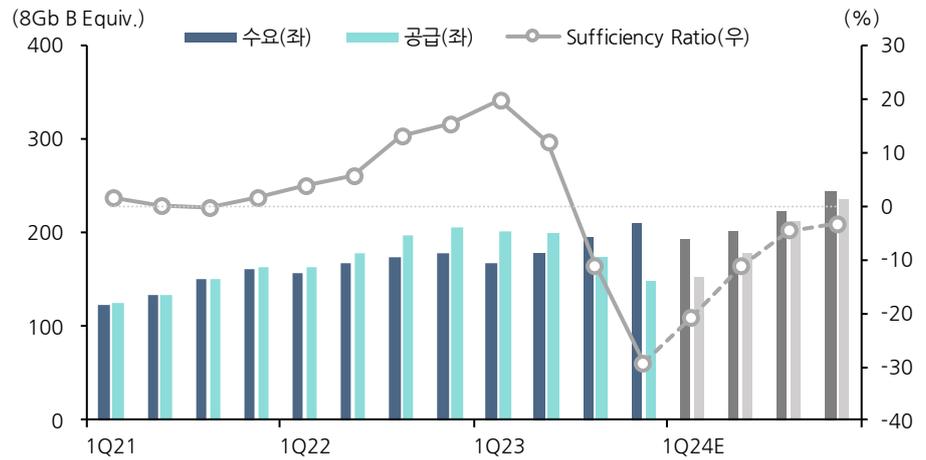
자료: SK하이닉스, 상상인증권

그림 5. 글로벌 DRAM 수급 전망



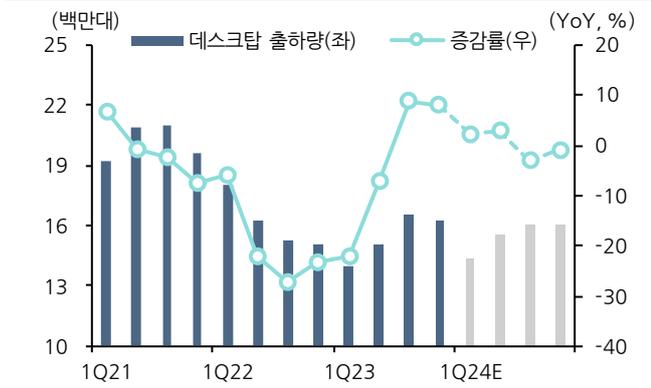
자료: Trendforce, 상상인증권

그림 6. 글로벌 NAND 수급 전망



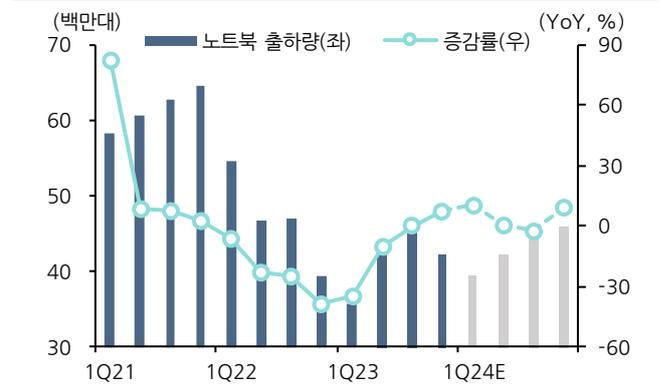
자료: Trendforce, 상상인증권

그림 7. 글로벌 데스크탑 출하량 전망



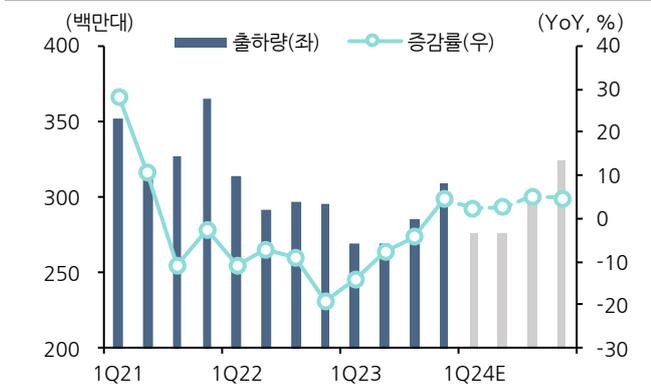
자료: Trendforce, 상상인증권

그림 8. 글로벌 노트북 출하량 전망



자료: Trendforce, 상상인증권

그림 9. 글로벌 스마트폰 출하량 전망



자료: SA, 상상인증권

그림 10. 글로벌 서버 출하량 전망



자료: Trendforce, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	26,907.1	28,733.3	30,468.1	34,250.2	36,281.4
현금 및 현금성자산	5,058.0	4,977.0	7,587.3	10,715.7	12,735.6
매출채권	8,427.5	5,444.3	6,941.8	8,235.6	9,635.7
재고자산	8,950.1	15,664.7	13,480.7	12,740.7	11,248.1
비유동자산	69,439.5	75,138.2	69,862.1	75,428.5	81,989.1
관계기업투자등	8,167.1	7,086.4	5,473.1	5,695.3	5,926.5
유형자산	53,225.7	60,228.5	52,704.9	56,448.0	61,280.1
무형자산	4,797.2	3,512.1	3,834.6	5,187.8	6,356.4
자산총계	96,346.5	103,871.5	100,330.2	109,678.6	118,270.6
유동부채	14,735.4	19,843.7	21,007.8	22,819.2	23,242.9
매입채무	8,379.1	10,806.5	7,025.6	6,968.0	7,196.6
단기금융부채	3,183.4	7,704.7	11,967.7	13,754.8	13,864.7
비유동부채	19,420.1	20,737.3	25,818.6	29,598.5	28,922.3
장기금융부채	15,971.4	17,091.9	22,013.1	25,770.0	25,070.0
부채총계	34,155.5	40,581.0	46,826.4	52,417.7	52,165.2
지배주주지분	62,157.1	63,266.4	53,504.3	57,261.3	66,105.6
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,334.6	4,336.2	4,372.6	4,372.6	4,372.6
이익잉여금	55,784.1	56,685.3	46,729.3	53,489.6	62,333.9
비지배주주지분	34.0	24.2	-0.5	-0.3	-0.2
자본총계	62,191.1	63,290.5	53,503.8	57,261.0	66,105.4

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	19,797.6	14,780.5	4,278.2	20,915.6	26,838.0
당기순이익(손실)	9,616.2	2,241.7	-9,137.5	7,600.9	9,688.3
현금수익비용가감	14,353.7	19,531.9	15,032.6	13,920.8	16,823.0
유형자산감가상각비	9,860.8	13,371.9	13,121.1	14,574.6	15,916.3
무형자산상각비	795.9	779.6	552.5	701.9	886.6
기타현금수익비용	3,696.9	5,380.5	1,358.9	-1,355.7	20.1
운전자본 증감	-3,018.4	-2,689.7	793.8	-606.2	326.6
매출채권의 감소(증가)	-2,525.7	3,342.0	-1,406.2	-1,293.8	-1,400.1
재고자산의 감소(증가)	-696.6	-6,572.1	2,288.0	740.0	1,492.6
매입채무의 증가(감소)	176.1	141.3	83.2	-57.6	228.6
기타영업현금흐름	27.8	399.1	-171.2	5.2	5.4
투자활동 현금흐름	-22,392.3	-17,883.7	-7,334.7	-20,949.6	-23,402.9
유형자산 처분(취득)	-12,406.7	-18,686.5	-6,785.3	-18,317.8	-20,748.3
무형자산 감소(증가)	-971.8	-737.6	-454.2	-2,055.2	-2,055.2
투자자산 감소(증가)	-1,621.3	2,419.9	125.8	-260.7	-270.6
기타투자활동	-7,392.4	-879.5	-221.0	-316.0	-328.8
재무활동 현금흐름	4,492.3	2,821.8	5,696.8	3,162.4	-1,415.1
차입금의 증가(감소)	5,288.9	4,491.0	6,507.1	5,544.0	-590.1
자본의 증가(감소)	-796.5	-1,669.2	-801.0	-1,556.4	-825.0
배당금 지급	805.0	1,680.9	825.6	825.7	825.0
기타재무활동	0.0	0.0	-9.2	-825.2	0.0
현금의 증감	2,082.0	-81.0	2,610.3	3,128.4	2,019.9
기초현금	2,976.0	5,058.0	4,977.0	7,587.3	10,715.7
기말현금	5,058.0	4,977.0	7,587.3	10,715.7	12,735.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	42,997.8	44,621.6	32,765.7	57,107.2	62,394.1
매출원가	24,045.6	28,993.7	33,299.2	37,174.0	39,099.7
매출충이익	18,952.2	15,627.9	-533.4	19,933.2	23,294.4
판매비와 관리비	6,541.9	8,818.4	7,196.9	7,355.0	9,459.4
영업이익	12,410.3	6,809.4	-7,730.3	12,578.2	13,834.9
EBITDA	23,067.1	20,960.9	5,943.4	27,854.8	30,637.9
금융손익	-227.4	-441.1	-1,238.5	-1,409.0	-983.1
관계기업등 투자손익	162.3	131.2	15.1	-15.2	-15.2
기타영업외손익	1,070.7	-2,496.7	-2,704.1	-1,282.7	-254.4
세전계속사업이익	13,416.0	4,002.8	-11,657.8	9,871.3	12,582.3
계속사업법인세비용	3,799.8	1,761.1	-2,520.3	2,270.4	2,893.9
당기순이익	9,616.2	2,241.7	-9,137.5	7,600.9	9,688.3
지배주주순이익	9,602.3	2,229.6	-9,112.4	7,586.0	9,669.3
매출충이익률 (%)	44.1	35.0	-1.6	34.9	37.3
영업이익률 (%)	28.9	15.3	-23.6	22.0	22.2
EBITDA 마진률 (%)	53.6	47.0	18.1	48.8	49.1
세전이익률 (%)	31.2	9.0	-35.6	17.3	20.2
지배주주순이익률 (%)	22.3	5.0	-27.8	13.3	15.5
ROA (%)	11.5	2.2	-8.9	7.2	8.5
ROE (%)	16.8	3.6	-15.6	13.7	15.7
ROIC (%)	14.6	5.3	-7.5	12.6	12.9

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (배)					
P/E	9.9	24.5	n/a	14.6	11.5
P/B	1.5	0.9	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.7	3.5	24.1	5.2	4.7
P/S	2.2	1.2	3.6	2.1	1.9
배당수익률 (%)	1.2	1.6	0.7	0.7	0.9
성장성 (%)					
매출액 증가율	34.8	3.8	-26.6	74.3	9.3
영업이익 증가율	147.6	-45.1	적전	흑전	10.0
세전이익 증가율	115.1	-70.2	적전	흑전	27.5
지배주주순이익 증가율	101.9	-76.8	적전	흑전	27.5
EPS 증가율	101.9	-76.8	적전	흑전	27.5
안정성 (%)					
부채비율	54.9	64.1	87.5	91.5	78.9
유동비율	182.6	144.8	145.0	150.1	156.1
순차입금/자기자본	21.9	30.6	48.3	49.3	38.7
영업이익/금융비용	47.7	12.8	-5.3	7.4	10.7
총차입금 (십억원)	19,154.8	24,796.6	33,980.7	39,524.8	38,934.7
순차입금 (십억원)	13,611.0	19,389.7	25,820.9	28,213.3	25,579.1
주당지표 (원)					
EPS	13,190	3,063	-12,517	11,024	14,051
BPS	85,380	86,904	73,495	78,655	90,804
SPS	59,063	61,293	45,008	78,444	85,706
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,450

SK하이닉스 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:정민규)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	85.7%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	14.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	