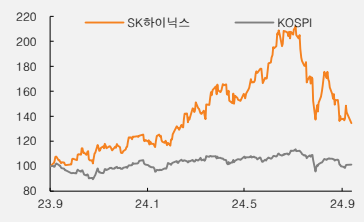


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	260,000원
현재주가(24/9/19)	152,800원
상승여력	70.2%

영업이익(24F, 십억원)	23,417
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	23,782
EPS 성장률(24F, %)	-
MKT EPS 성장률(24F, %)	84.7
P/E(24F, x)	6.3
MKT P/E(24F, x)	9.9
KOSPI	2,580.80
시가총액(십억원)	111,239
발행주식수(백만주)	728
유동주식비율(%)	73.9
외국인 보유비중(%)	53.3
베타(12M) 일간수익률	1.53
52주 최저가(원)	114,700
52주 최고가(원)	241,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.2	-4.6	28.2
상대주가	-18.3	-1.8	27.1



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraeeasset.com

김제호

jaeho.kim.b@miraeeasset.com

SK하이닉스

엘사

투자 의견 및 목표주가 유지

동사에 대한 투자 의견 '매수' 및 목표주가 260,000원을 유지한다. 당사는 최근의 주가 하락을 업황의 유의미한 변화 보다는 관성적 사고에 따른 급진적 수익 실현의 결과로 판단한다. 일부 레거시 응용의 재고 조정으로 3Q24 Bit 출하가 가이던스를 하회할 것으로 전망되나, 밸류에이션 목표치를 2.0배(기존 2.1배)로 소폭 하향하며 목표가도 변경하지 않는다. 안정적 HBM 수요에 기반해 25F OP 성장률(YoY +71%)은 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 설령 겨울이 오더라도 가장 돋보일 수 있다.

선단 노드를 Keep 해놓는 기술적 안정감

동사 DRAM의 경우 1b 노드가 이미 수율 및 성능 검증을 마쳤다. 다운턴 이후 보수적 투자기조 하에 HBM3E에 한정해 적용되었으며, 25년중 다른 응용으로의 확대가 예상된다. 1c 노드의 개발도 연중 마무리될 것으로 전망된다. 경쟁사에 비해 안정적인 공정미세화로 성능과 제조 원가 측면에서의 우위를 지속할 가능성이 높다. 과거 메모리 제조사에게는 당연한 과정이었으나, 공정 난이도가 급등하고 경쟁사들의 개발 난조 소식이 난무하는 작금의 시기에는 귀한 역량이라는 판단이다.

HBM3E 12단의 경우 개발 막바지 단계로, 4분기내 출하되어 Blackwell부터 본격 탑재될 것으로 예상된다. 8단뿐 아니라 12단의 경우에도 25년도 계약 물량에 대한 협의가 대부분 이뤄진 상황이다. 12단의 경우 동일 노드의 DRAM 다이를 가정하더라도 Chip당 Bit density가 50% 늘어나고, 고용량의 경우 가격 프리미엄까지 부여받게 된다. 동사의 24F/25F HBM 예상 OP를 각 5.9조원/10.7조원으로 추정한다.

위기의식까지 갖췄다

HBM 위주의 DRAM 실적 회복에도 불구하고, 동사는 보수적 재고수준을 유지하며 수익성 중심의 사업전략을 구사할 계획이다. HBM의 경우 경쟁사의 3E 8단/12단 신규 진입을, 레거시 DRAM의 경우 CXMT 등 중화권 선두업체 진입을 고려한 증설계획을 수립하고 있다. 25F Capex는 올해(20조원)를 초과할 가능성이 높으나, 신규 팹, EUV 잔금 등을 고려하면 적정 투자다. 또한, 4개분기 연속 부채를 탕감하고 있으며, 3Q23 Peak 대비 순부채 기준 7.5조원 감소하는 등 재무건전성 확보도 순탄하게 진행 중이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	44,622	32,766	68,153	100,422	102,601
영업이익 (십억원)	6,809	-7,730	23,417	40,610	31,466
영업이익률 (%)	15.3	-23.6	34.4	40.4	30.7
순이익 (십억원)	2,230	-9,112	17,780	32,282	25,455
EPS (원)	3,063	-12,517	24,423	44,343	34,966
ROE (%)	3.6	-15.6	28.5	37.2	22.1
P/E (배)	24.5	-	6.3	3.4	4.4
P/B (배)	0.8	1.8	1.5	1.1	0.9
배당수익률 (%)	1.6	0.8	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	12,430	16,423	17,807	20,351	20,161	23,497	26,598	27,185	44,622	32,766	67,011	97,442
QoQ/YoY	9.9	32.1	8.4	14.3	-0.9	16.5	13.2	2.2	3.8	-26.6	104.5	45.4
DRAM	7,582	10,839	12,246	14,003	14,049	16,170	18,326	18,488	28,372	20,904	44,671	67,033
NAND	4,350	5,091	5,019	5,790	5,582	6,754	7,659	8,042	14,230	9,580	20,251	28,037
영업이익	2,886	5,469	6,669	7,945	8,071	9,556	11,044	10,790	6,809	-7,730	22,969	39,462
QoQ/YoY	734.0	89.5	22.0	19.1	1.6	18.4	15.6	-2.3	-45.1	TTR	TTB	71.8
DRAM	2,654	4,878	5,899	7,090	7,296	8,250	9,396	9,155	9,478	731	20,520	34,096
NAND	257	739	879	967	882	1,421	1,771	1,766	-2,092	-7,881	2,842	5,840
영업이익률	23.2	33.3	37.5	39.0	40.0	40.7	41.5	39.7	15.3	-23.6	34.3	40.5
DRAM	35.0	45.0	48.2	50.6	51.9	51.0	51.3	49.5	33.4	3.5	45.9	50.9
NAND	5.9	14.5	17.5	16.7	15.8	21.0	23.1	22.0	-14.7	-82.3	14.0	20.8
EBITDA	6,073	8,591	9,956	11,244	11,373	12,852	14,384	14,170	20,945	5,889	35,863	52,778
QoQ/YoY	69.5	41.5	15.9	12.9	1.1	13.0	11.9	-1.5	-9.2	-71.9	509.0	47.2
세전이익	2,373	5,052	5,946	7,210	7,282	8,767	10,221	9,959	4,003	-11,658	20,581	36,230
QoQ/YoY	TTB	112.9	17.7	21.3	1.0	20.4	16.6	-2.6	-70.2	TTR	TTB	76.0
지배주주 순이익	1,919	4,120	4,278	5,188	5,240	6,134	7,152	6,969	2,230	-9,112	15,506	25,494
QoQ/YoY	TTB	114.7	3.8	21.3	1.0	17.1	16.6	-2.6	-76.8	TTR	TTB	64.4

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK하이닉스 주요 제품별 추정치

	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024F	2025F
DRAM												
Bit shipments (Bil Gb)	17,044	20,623	20,809	21,641	20,798	22,920	24,730	24,840	59,389	68,711	80,116	93,288
Bit growth	-16.0	21.0	0.9	4.0	-3.9	10.2	7.9	0.4	1.6	15.7	16.6	16.4
ASP (\$/Gb)	0.33	0.38	0.43	0.48	0.50	0.52	0.55	0.55	0.37	0.23	0.41	0.53
ASP change	22.2	14.5	13.0	9.9	5.0	4.4	5.0	0.4	-18.7	-37.9	77.1	29.5
NAND												
Bit shipments (Bil GB)	42,039	40,778	37,923	42,474	41,200	45,320	48,946	51,393	126,757	152,749	163,215	186,859
Bit growth	0.0	-3.0	-7.0	12.0	-3.0	10.0	8.0	5.0	47.6	20.5	6.9	14.5
ASP (\$/GB)	0.08	0.09	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.09	0.05	0.09	0.11
ASP change	32.0	16.9	7.0	3.0	0.0	10.0	5.0	0.0	-15.6	-45.5	91.1	21.4

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. SK하이닉스 수익추정 변경 내역

	변경 후			변경 전			변경률(%)		
	3Q24F	2024F	2025F	3Q24F	2024F	2025F	3Q24F	2024F	2025F
매출액	17,807	67,011	97,442	18,424	68,338	100,615	-3.3	-1.9	-3.2
QoQ/YoY	8.4	104.5	45.4	12.2	108.6	47.2	-3.8	-4.1	-1.8
DRAM	12,246	44,671	67,033	12,689	45,729	69,699	-3.5	-2.3	-3.8
NAND	5,019	20,251	28,037	5,194	20,519	28,545	-3.4	-1.3	-1.8
영업이익	6,669	22,969	39,462	7,175	24,258	41,610	-7.0	-5.3	-5.2
QoQ/YoY	22.0	TTB	71.8	31.2	TTB	71.5	-9.2	-	0.3
DRAM	5,899	20,520	34,096	5,822	20,304	33,541	1.3	1.1	1.7
NAND	879	2,842	5,840	1,461	4,273	8,544	-39.8	-33.5	-31.6
영업이익률	37.5	34.3	40.5	38.9	35.5	41.4	-1.5	-1.2	-0.9
DRAM	48.2	45.9	50.9	45.9	44.4	48.1	2.3	1.5	2.7
NAND	17.5	14.0	20.8	28.1	20.8	29.9	-10.6	-6.8	-9.1
EBITDA	9,956	35,863	52,778	10,461	37,152	54,926	-4.8	-3.5	-3.9
QoQ/YoY	15.9	509.0	47.2	21.8	530.9	47.8	-5.9	-21.9	-0.7
DRAM									
Bit shipments (Bil Gb)	20,809	80,116	93,288	21,378	81,733	97,353	-2.7	-2.0	-4.2
Bit growth	0.9	16.6	16.4	3.7	19.0	19.1	-2.8	-2.4	-2.7
ASP (\$/Gb)	0.43	0.41	0.53	0.43	0.41	0.52	0.4	0.4	1.9
ASP change	13.0	77.1	29.5	12.5	76.3	27.7	0.5	0.8	1.8
NAND									
Bit shipments (Bil GB)	37,923	163,215	186,859	38,739	164,169	187,469	-2.1	-0.6	-0.3
Bit growth	-7.0	6.9	14.5	-5.0	7.5	14.2	-2.0	-0.6	0.3
ASP (\$/GB)	0.10	0.09	0.11	0.10	0.09	0.11	0.0	0.0	0.0
ASP change	7.0	91.1	21.4	7.0	91.2	21.3	0.0	-0.1	0.0

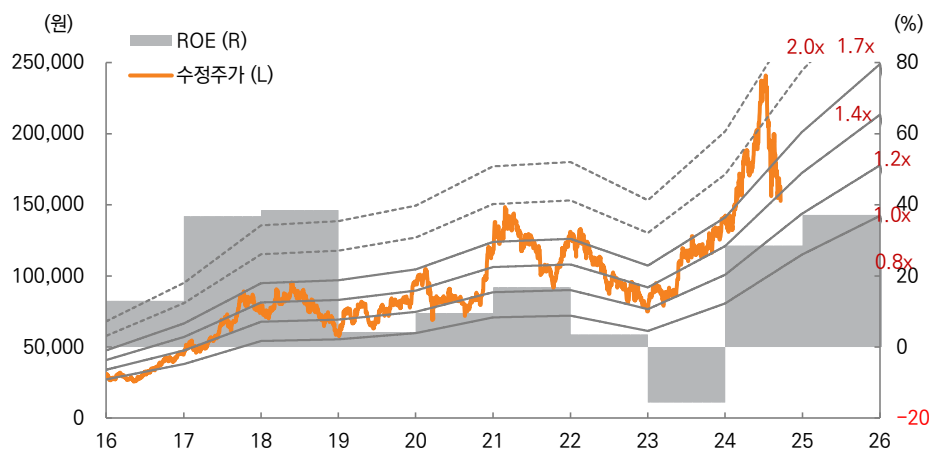
자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. SK하이닉스 밸류에이션

구분	값	비고
12개월 선행 BPS	122,436 원	
목표 PBR	2.0 배	기준 2.1배 → 2.0배
적정주가	244,872 원	현재 목표주가 260,000원 미 변경
현재주가	152,800 원	24.9.19 종가
상승여력	70.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	32,766	68,153	100,422	102,601
매출원가	33,299	33,349	42,742	53,770
매출총이익	-533	34,804	57,680	48,831
판매비와관리비	7,197	11,387	17,070	17,365
조정영업이익	-7,730	23,417	40,610	31,466
영업이익	-7,730	23,417	40,610	31,466
비영업손익	-3,928	-1,334	-500	175
금융손익	-1,252	-1,011	-518	158
관계기업등 투자손익	15	7	0	0
세전계속사업손익	-11,658	22,083	40,110	31,641
계속사업법인세비용	-2,520	4,306	7,830	6,188
계속사업이익	-9,138	17,777	32,280	25,453
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-9,138	17,777	32,280	25,453
지배주주	-9,112	17,780	32,282	25,455
비지배주주	-25	-3	-2	-2
총포괄이익	-9,037	18,396	32,280	25,453
지배주주	-9,015	18,395	32,276	25,450
비지배주주	-22	0	4	3
EBITDA	5,943	36,328	53,926	44,782
FCF	-4,047	14,600	21,793	17,089
EBITDA 마진율 (%)	18.1	53.3	53.7	43.6
영업이익률 (%)	-23.6	34.4	40.4	30.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-27.8	26.1	32.1	24.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	30,468	47,169	78,055	92,429
현금 및 현금성자산	7,587	16,142	37,006	53,288
매출채권 및 기타채권	6,874	11,427	15,261	14,531
재고자산	13,481	17,374	23,205	22,095
기타유동자산	2,526	2,226	2,583	2,515
비유동자산	69,862	78,882	88,647	97,148
관계기업투자등	1,367	2,538	3,389	3,227
유형자산	52,705	60,889	70,063	79,175
무형자산	3,835	3,779	3,309	2,900
자산총계	100,330	126,051	166,701	189,578
유동부채	21,008	26,615	33,441	32,142
매입채무 및 기타채무	5,139	9,184	12,266	11,679
단기금융부채	11,968	10,191	11,506	11,255
기타유동부채	3,901	7,240	9,669	9,208
비유동부채	25,819	28,280	30,650	30,199
장기금융부채	22,013	21,217	21,217	21,217
기타비유동부채	3,806	7,063	9,433	8,982
부채총계	46,826	54,894	64,091	62,341
지배주주지분	53,505	71,160	102,616	127,245
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,373	4,420	4,420	4,420
이익잉여금	46,729	63,629	95,085	119,713
비지배주주지분	-1	-4	-6	-8
자본총계	53,504	71,156	102,610	127,237

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,278	33,748	43,813	39,109
당기순이익	-9,138	17,777	32,280	25,453
비현금수익비용가감	15,033	18,834	21,570	19,252
유형자산감가상각비	13,121	12,366	12,846	12,908
무형자산상각비	553	545	470	408
기타	1,359	5,923	8,254	5,936
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	794	1,088	-1,784	340
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1,406	-3,916	-3,731	710
재고자산 감소(증가)	2,288	-3,823	-5,831	1,110
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	83	-769	823	-157
법인세납부	-1,384	-3,059	-7,830	-6,188
투자활동으로 인한 현금흐름	-7,335	-20,523	-22,586	-21,912
유형자산처분(취득)	-6,785	-19,148	-22,020	-22,020
무형자산감소(증가)	-454	-458	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-82	-777	-566	108
기타투자활동	-14	-140	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5,697	-3,716	488	-1,077
장단기금융부채의 증가(감소)	9,184	-2,573	1,314	-250
자본의 증가(감소)	36	48	0	0
배당금의 지급	-826	-826	-826	-826
기타재무활동	-2,697	-365	0	-1
현금의 증가	2,610	8,555	20,864	16,283
기초현금	4,977	7,587	16,142	37,006
기말현금	7,587	16,142	37,006	53,288

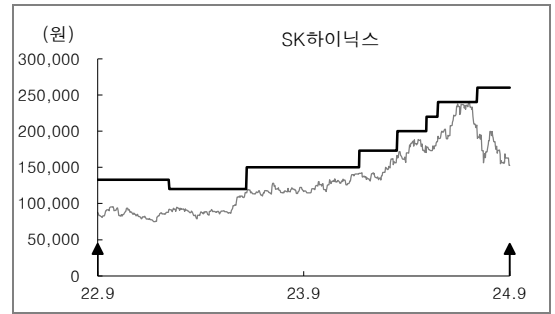
자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	-	6.3	3.4	4.4
P/CF (x)	17.5	3.0	2.1	2.5
P/B (x)	1.8	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	21.7	3.4	1.9	2.0
EPS (원)	-12,517	24,423	44,343	34,966
CFPS (원)	8,098	50,289	73,969	61,408
BPS (원)	76,616	100,832	144,040	177,871
DPS (원)	1,200	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	-9.0	4.6	2.6	3.2
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	-26.6	108.0	47.3	2.2
EBITDA증가율 (%)	-71.6	511.2	48.4	-17.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	73.4	-22.5
EPS증가율 (%)	-	-	81.6	-21.1
매출채권 회전율 (회)	5.6	7.7	7.7	7.1
재고자산 회전율 (회)	2.2	4.4	4.9	4.5
매입채무 회전율 (회)	16.5	15.5	14.9	16.8
ROA (%)	-8.9	15.7	22.1	14.3
ROE (%)	-15.6	28.5	37.2	22.1
ROIC (%)	-8.0	24.5	37.1	25.6
부채비율 (%)	87.5	77.1	62.5	49.0
유동비율 (%)	145.0	177.2	233.4	287.6
순차입금/자기자본 (%)	48.3	18.3	-6.7	-18.3
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.3	16.2	28.8	22.1

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK하이닉스 (000660)				
2024.07.25	매수	260,000	-	-
2024.05.16	매수	240,000	-9.50	0.42
2024.04.26	매수	220,000	-19.14	-15.77
2024.03.05	매수	200,000	-12.72	-5.80
2023.12.29	매수	173,000	-17.61	-3.76
2023.06.12	매수	150,000	-18.31	-5.67
2023.01.26	매수	120,000	-23.95	-3.83
2022.06.07	매수	133,000	-32.46	-20.30



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK하이닉스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.