

SK 하이닉스

(000660)

엔비디아 효과 반영한 어닝 및 밸류에이션 리비전

투자의견

BUY(유지)

목표주가

180,000 원(상향)

현재주가

161,400 원(2/23)

시가총액

117,500(십억원)

이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

- 생성 AI 혁명에 따른 엔비디아의 실적 서프라이즈와 주가 급상승이 진행 중. 따라서, 세계 증시의 대장주인 엔비디아의 공급망에 속한 기업들과 그렇지 못한 기업들 간의 실적 및 주가 차별화가 진행 중.
- AI 학습용 GPU 수요가 폭발적으로 늘어나고, 여기에 채택되는 HBM의 용량도 확장됨에 따라, HBM 총 공급물량은 지난해 약 3.5~4억GB에서 올해는 12억GB 또는 그 이상으로 대폭 증가할 것으로 전망됨.
- 하지만, 후발 경쟁사들의 HBM3 성과는 3개월 전의 기대치와 비교할 때, 아직은 기대에 다소 못 미치는 수준. 따라서, HBM3와 3E 의 시장 지배적 공급자인 SK 하이닉스의 실적 추정치를 상향 조정하고, 목표주기도 종전 15.5만원에서 18만원으로 16% 상향.
- SK하이닉스의 2024년과 2025년 영업이익 전망치를 12조원과 16.6조원으로 종전 대비 19%, 10% 상향 제시. 목표주가 산정은 2024년 예상 실적 기준 타겟 P/E 16배와 타겟 P/B 2.0배를 평균하여 산출.

주가(원,2/23)	161,400
시가총액(십억원)	117,500

발행주식수	728,002천주
52주 최고가	166,900원
최저가	76,700원
52주 일간 Beta	0.91
60일 일평균거래대금	4,773억원
외국인 지분율	54.0%
배당수익률(2024F)	0.9%

주주구성	
에스케이스퀘어 (외 10인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	7%	32.7%	64.7%
절대기준	14.6%	39.1%	74.1%

(조원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	180,000	155,000	▲
영업이익(24)	12.0	10.0	▲
영업이익(25)	16.6	15.3	▲

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	44,622	32,766	56,032	65,019
영업이익	6,809	-7,730	11,994	16,644
세전손익	4,003	-11,658	10,594	15,561
당기순이익	2,242	-10,129	8,671	11,795
EPS(원)	3,063	-13,908	11,899	16,181
증감률(%)	11.1	적전	흑전	36.0
PER(배)	52.7	N/A	13.6	10.0
ROE(%)	3.6	-17.3	15.1	17.7
PBR(배)	1.9	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	6.4	23.2	5.1	4.0

자료: 유진투자증권

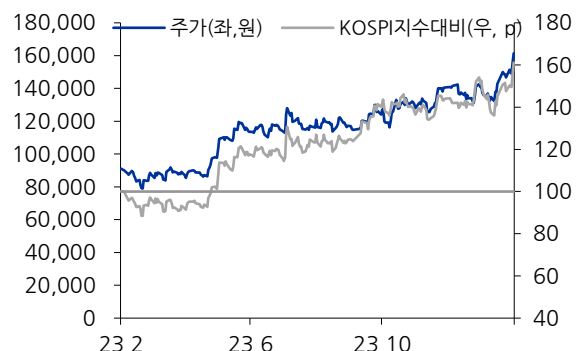


도표 1. 주요 가정

주요 가정	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
원/달러 (평균)	1,276	1,315	1,311	1,321	1,330	1,320	1,310	1,300	1,290	1,306	1,315	1,300
(기말)	1,302	1,318	1,349	1,288	1,330	1,320	1,310	1,300	1,290	1,306	1,315	1,300
DRAM												
Wafers Out (K/M)	330	300	280	270	290	320	320	340	384	295	318	360
Bits Ship. (GB m)	1,425	1,925	2,313	2,375	2,055	2,184	2,453	2,449	7,130	8,038	9,141	10,063
B/G	-20%	35%	20%	3%	-13%	6%	12%	0%	-1%	13%	14%	10%
ASP (\$/GB)	\$1.7	\$1.8	\$2.0	\$2.4	\$2.8	\$2.9	\$3.2	\$3.5	\$3.2	\$2.0	\$3.1	\$3.5
Chg.	-18%	9%	10%	18%	17%	7%	10%	7%	-17%	-37%	56%	12%
NAND												
Wafers Out (K/M)	250	250	250	250	270	270	290	290	313	250	280	310
Bits Ship. (GB m)	26.2	38.0	42.0	40.2	40.8	37.2	41.4	44.3	121.1	146.3	163.6	180.4
B/G	-15%	45%	11%	-4%	1%	-9%	11%	7%	43%	21%	12%	10%
ASP (\$/TB)	\$52	\$46	\$46	\$67	\$74	\$79	\$84	\$82	\$93	\$53	\$80	\$76
Chg.	-10%	-11%	0%	45%	10%	7%	6%	-2%	-18%	-43%	50%	-5%

자료: 유진투자증권

도표 2. 실적 전망 요약

SK하이닉스	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액 (백만\$)	3,989	5,557	6,916	8,560	8,857	9,648	11,714	12,451	34,906	25,021	42,610	50,015
Y/Y	-60%	-49%	-16%	52%	122%	74%	69%	45%	-7%	-28%	70%	17%
Q/Q	-29%	39%	24%	24%	3%	9%	21%	6%				
매출액 (십억원)	5,088	7,306	9,066	11,306	11,780	12,736	15,345	16,186	44,622	32,766	56,032	65,019
Y/Y	-58%	-47%	-17%	47%	132%	74%	69%	43%	4%	-27%	71%	16%
Q/Q	-34%	44%	24%	25%	4%	8%	20%	5%				
DRAM	2,919	4,414	6,086	7,340	7,296	8,319	10,198	10,810	28,169	20,759	36,623	44,926
NAND	1,688	2,240	2,426	3,460	3,920	3,800	4,449	4,624	14,184	9,815	16,804	17,225
Foundry	316	432	329	235	340	350	400	430	1,221	1,312	1,520	1,737
Others	165	220	225	270	224	267	298	322	1,048	880	1,085	1,132
DRAM 비중	57%	60%	67%	65%	62%	65%	66%	67%	63%	63%	65%	69%
NAND 비중	33%	31%	27%	31%	33%	30%	29%	29%	32%	30%	30%	26%
총영업코스트	8,490	10,188	10,858	10,960	10,565	10,445	11,491	11,551	37,812	40,496	44,038	48,376
감가상각비	3,560	3,510	3,353	3,268	3,210	3,149	3,158	3,122	14,151	13,691	12,639	12,139
캐시코스트	4,931	6,678	7,505	7,692	7,355	7,296	8,333	8,429	23,661	26,806	31,399	36,237
EBITDA	157	628	1,561	3,614	4,425	5,440	7,012	7,757	20,961	5,960	24,634	28,783
EBITDA 마진율	3.1%	8.6%	17.2%	32.0%	37.6%	42.7%	45.7%	47.9%	47.0%	18.2%	44.0%	44.3%
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	346	1,214	2,291	3,854	4,635	6,809	-7,730	11,994	16,644
DRAM	-1,547	-412	665	1,522	1,924	2,496	3,724	4,347	8,738	227	12,491	17,298
NAND	-1,871	-2,489	-2,464	-1,183	-723	-226	103	258	-2,081	-8,007	-589	-791
영업이익률	-66.9%	-39.4%	-19.8%	3.1%	10.3%	18.0%	25.1%	28.6%	15.3%	-23.6%	21.4%	25.6%
DRAM	-53%	-9%	11%	21%	26%	30%	37%	40%	31%	1%	34%	39%
NAND	-111%	-111%	-102%	-34%	-18%	-6%	2%	6%	-15%	-82%	-4%	-5%
세전이익	-3,525	-3,788	-2,470	-1,875	844	1,936	3,514	4,300	4,003	-11,658	10,594	15,561
순이익	-2,585	-2,988	-2,185	-1,379	751	1,684	2,882	3,354	2,242	-10,129	8,671	11,795
지배주주순이익	-2,580	-2,991	-2,184	-1,378	751	1,682	2,879	3,350	2,230	-10,125	8,662	11,780

자료: 유진투자증권

24 년과 25 년 영업
이익 추정치를 각각
19%, 9% 상향

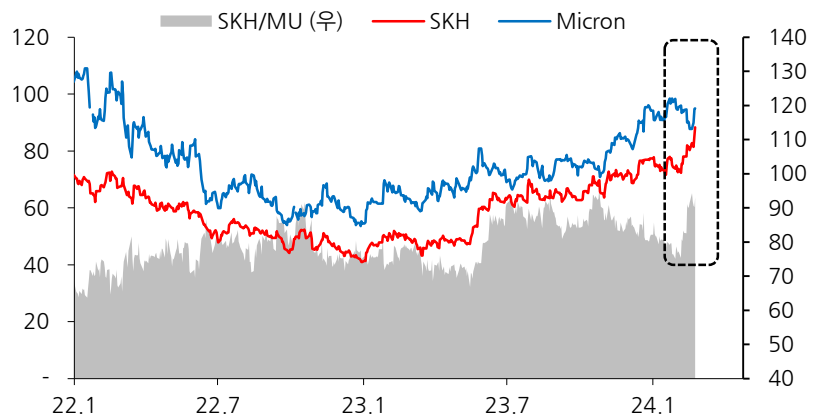
도표 3. 실적 추정치 변경 요약

(십억원)	신규전망		기존전망		변경폭	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
원달러	1,315	1,300	1,310	1,310	0%	-1%
매출액	56,032	65,019	55,022	64,778	2%	0%
영업이익	11,994	16,644	10,077	15,316	19%	9%
세전이익	10,594	15,561	8,677	14,153	22%	10%
순이익	8,671	11,795	6,877	10,728	26%	10%
EPS (원)	11,899	16,181	9,437	14,717	26%	10%

자료: 유진투자증권

HBM의 실적 성과
에 따라, 최근 하이
닉스 주가가 마이크
론 대비 뚜렷하게
아웃퍼폼

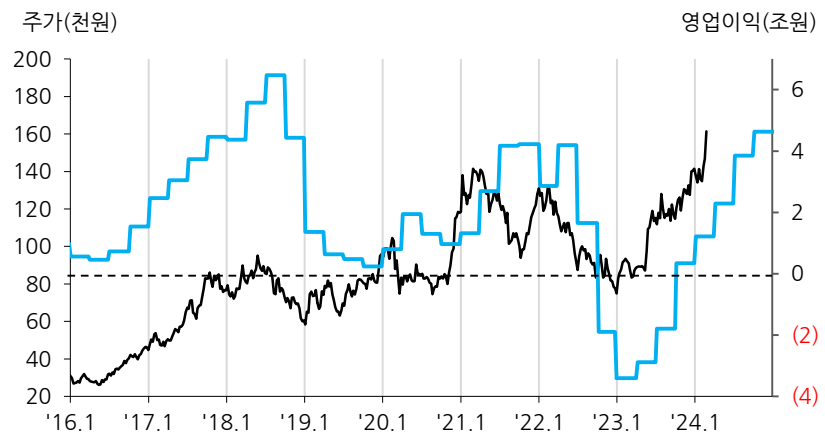
도표 4. SK 하이닉스와 마이크론 시가총액 비교



자료: 유진투자증권

실적은 최고치가
아니지만,
주가는 최고치

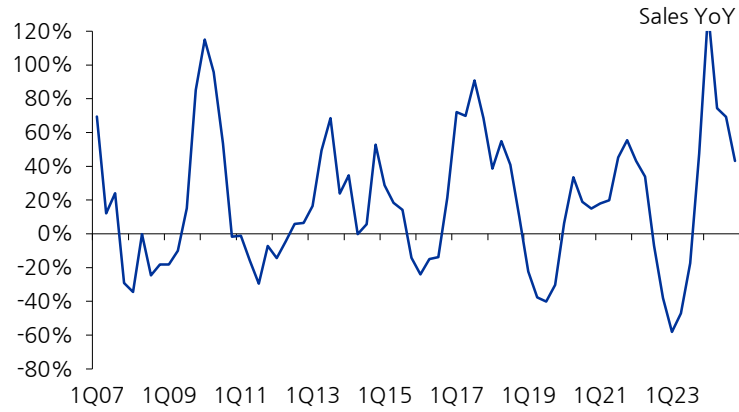
도표 5. SK 하이닉스 주가 vs. 분기 영업이익



자료: 유진투자증권

다만, 매출 증가 모
멘텀은 '24년 1분
기를 피크로 다소
둔화세에 들어갈 가
능성이 높음

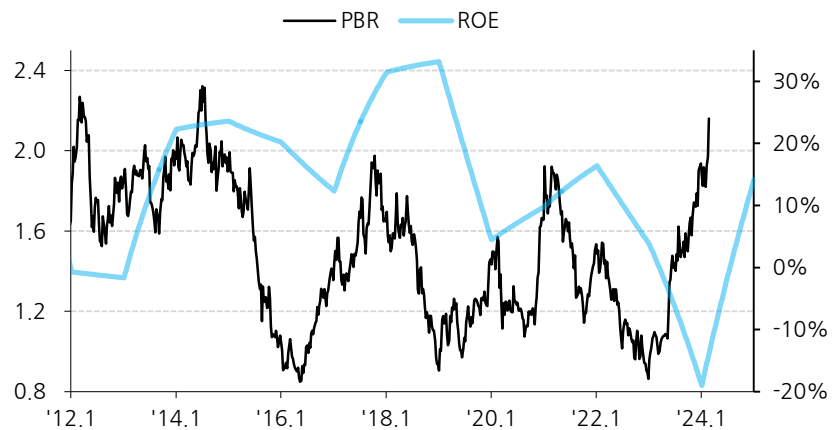
도표 6. SK 하이닉스 매출액 증가율



자료: 유진투자증권

P/B 배수 상승도
ROE 개선에 비해
다소 빠르게 상승

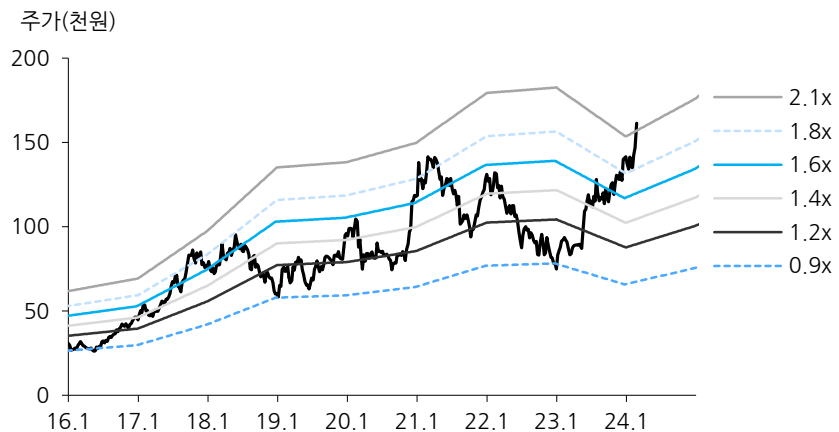
도표 7. SK 하이닉스 ROE vs. P/B



자료: 유진투자증권

P/B도 마음 편한
수준은 아님. 다만,
HBM이 기존
DRAM의 커머시티
적 성격을 얼마나
벗어날 수 있느냐에
따라, 밸류에이션
허들이 변할 가능성
도 있을 듯

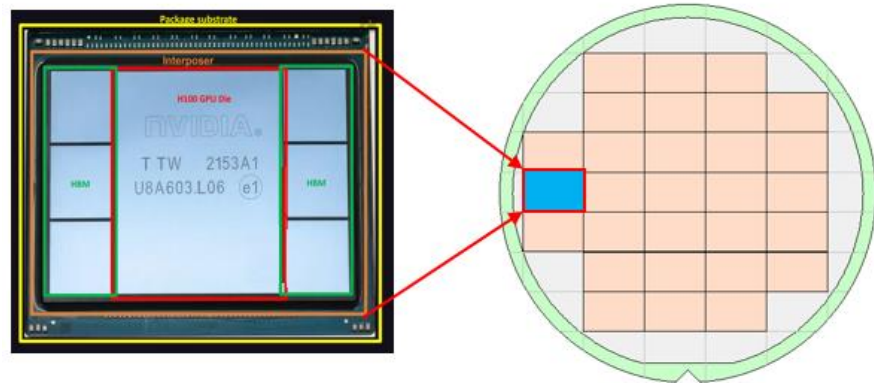
도표 8. P/B 밴드



자료: 유진투자증권

참고: HBM DRAM 시장 규모 추정

도표 9. H100 +HBM 패키징 다이(CoW)는 웨이퍼당 29 개로 추정



자료: 유진투자증권

TSMC의 CoWoS 캐파는 2023년 연간 약 12만장 수준에서 2024년에는 최대 30만장까지 증가할 것으로 추정됨. 한편, GPU+HBM 패키징 다이 사이즈는 H100을 기준으로 48mm x 32mm로 웨이퍼당 CoW 다이는 29개로 추정됨. 이에 따라, 올해 TSMC가 만들어 낼 수 있는 GPU 물량은 최대 870만개에 이를 것으로 보임. GPU 한 개당 HBM 용량을 평균 120GB로 가정하면, 올해 TSMC에 의해 패키징되는 HBM 총 용량은 약 10.4억 GB에 달할 것으로 추정됨.

여기에 TSMC 이외의 일부 OSAT 업체와 다른 파운드리 업체들의 AVP 생산능력을 감안하면, 2024년 HBM 수요 및 공급 물량은 12억 GB를 상회할 것으로 추정됨.

한편 유진 리서치의 DRAM 수급 모델에 의하면 올해 전세계 DRAM 총 수요는 308억 GB, 총 생산은 299억 GB로 추정됨. 따라서, HBM DRAM이 전체 DRAM 수요와 생산에서 차지하는 비중은 비트 기준으로 3.9%~4%에 달할 것으로 추정됨.

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
자산총계	65,248	103,872	100,330	106,270	110,356
유동자산	14,458	28,733	30,468	39,183	44,227
현금성자산	4,002	6,423	8,921	19,969	23,188
매출채권	4,273	5,186	6,600	7,620	8,322
재고자산	5,296	15,665	13,481	10,063	11,118
비유동자산	50,791	75,138	69,862	67,087	66,129
투자자산	8,270	11,398	13,322	12,966	13,498
유형자산	39,950	60,229	52,705	50,264	48,804
기타	2,571	3,512	3,835	3,856	3,826
부채총계	17,312	40,581	46,826	45,273	37,919
유동부채	7,962	19,844	19,430	19,117	16,454
매입채무	3,410	2,186	1,846	2,297	2,146
유동성이자부채	3,031	7,705	9,858	8,850	7,000
기타	1,521	9,953	7,726	7,970	7,309
비유동부채	9,351	20,737	27,396	26,156	21,465
비유동이자부채	9,175	15,571	19,611	19,600	15,200
기타	175	5,166	7,785	6,556	6,265
자본총계	47,936	63,291	53,504	60,997	72,436
지배지분	47,921	63,266	53,479	60,970	72,403
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,336	4,373	4,373	4,373
이익잉여금	42,923	56,685	46,729	54,450	65,856
기타	(2,804)	(1,413)	(1,281)	(1,511)	(1,484)
비지배지분	15	24	25	27	33
자본총계	47,936	63,291	53,504	60,997	72,436
총차입금	12,206	23,276	29,469	28,450	22,200
순차입금	8,204	16,853	20,548	8,481	(988)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업현금	6,550	14,781	6,323	23,589	21,407
당기순이익	2,009	2,242	(10,129)	8,671	11,795
자산상각비	8,620	14,151	13,691	12,639	12,139
기타비현금성손익	2,543	1,077	138	(1,560)	(1,944)
운전자본증감	270	(2,690)	2,623	3,838	(583)
매출채권감소(증가)	2,215	3,342	(1,146)	(574)	(377)
재고자산감소(증가)	(852)	(6,572)	2,936	4,422	(422)
매입채무증가(감소)	(295)	141	833	(10)	217
기타	(798)	399	0	0	0
투자현금	(10,451)	(17,884)	(8,921)	(12,397)	(11,141)
단기투자자산감소	4,390	2,251	(151)	(2,177)	(492)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	13,920	19,010	8,328	9,600	10,000
유형자산처분	54	324	0	0	0
무형자산처분	(673)	(738)	(443)	(620)	(649)
재무현금	3,837	2,822	5,055	(2,155)	(7,382)
차입금증가	4,858	4,793	6,193	(1,019)	(6,250)
자본증가	(1,026)	(1,681)	(825)	(825)	(825)
배당금지급	1,026	1,681	825	825	825
현금 증감	(43)	(81)	2,347	8,871	2,726
기초현금	2,349	5,058	4,977	7,324	16,195
기말현금	2,306	4,977	7,324	16,195	18,922
Gross Cash flow	11,626	21,774	2,724	24,636	29,604
Gross Investment	14,571	22,824	6,147	6,382	11,231
Free Cash Flow	(2,945)	(1,051)	(3,423)	18,254	18,373

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	26,991	44,622	32,766	56,032	65,019
증가율(%)	(10.4)	65.3	(26.6)	71.0	16.0
매출원가	18,819	28,994	33,299	35,650	37,777
매출총이익	8,172	15,628	(533)	20,382	27,242
판매 및 일반관리비	5,453	8,818	7,197	8,388	10,598
기타영업손익	48	62	(18)	17	26
영업이익	2,719	6,809	(7,730)	11,994	16,644
증가율(%)	(80.2)	150.4	적전	흑전	38.8
EBITDA	11,340	20,961	5,960	24,634	28,783
증가율(%)	(39.5)	84.8	(71.6)	313.3	16.8
영업외손익	(287)	(2,807)	(3,928)	(1,400)	(1,083)
이자수익	30	90	220	340	659
이자비용	245	533	1,472	1,640	1,565
지분법손익	23	131	15	70	114
기타영업외손익	(94)	(2,494)	(2,691)	(170)	(291)
세전순이익	2,433	4,003	(11,658)	10,594	15,561
증가율(%)	(81.9)	64.5	적전	흑전	46.9
법인세비용	424	1,761	(1,529)	1,923	3,766
당기순이익	2,009	2,242	(10,129)	8,671	11,795
증가율(%)	(81.1)	11.6	적전	흑전	36.0
지배주주지분	2,006	2,230	(10,125)	8,662	11,780
증가율(%)	(81.1)	11.1	적전	흑전	36.0
비지배지분	3	12	(4)	9	15
EPS(원)	2,755	3,063	(13,908)	11,899	16,181
증가율(%)	(81.1)	11.1	적전	흑전	36.0
수정EPS(원)	2,755	3,063	(13,908)	11,899	16,181
증가율(%)	(81.1)	11.1	적전	흑전	36.0

주요투자지표

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,755	3,063	(13,908)	11,899	16,181
BPS	65,825	86,904	73,460	83,749	99,454
DPS	1,000	1,200	1,200	1,200	1,200
밸류에이션(배, %)					
PER	34.2	42.4	n/a	13.6	10.0
PBR	1.4	1.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.8	5.3	23.2	5.1	4.0
배당수익율	1.1	0.9	0.7	0.7	0.7
PCR	5.9	4.3	43.1	4.8	4.0
수익성(%)					
영업이익율	10.1	15.3	(23.6)	21.4	25.6
EBITDA이익율	42.0	47.0	18.2	44.0	44.3
순이익율	7.4	5.0	(30.9)	15.5	18.1
ROE	4.2	3.6	(17.3)	15.1	17.7
ROIC	4.6	5.6	(8.0)	15.3	20.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	17.1	26.6	38.4	13.9	(1.4)
유동비율	181.6	144.8	156.8	205.0	268.8
이자보상배율	11.1	12.8	(5.3)	7.3	10.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.4	0.4	0.3	0.5	0.6
매출채권회전율	5.1	6.6	5.6	7.9	8.2
재고자산회전율	5.6	3.6	2.2	4.8	6.1
매입채무회전율	6.6	25.2	16.3	27.0	29.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

