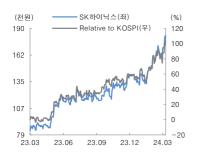
SK하이닉스 (000660)

신석환 seokhwanshin@daishin.com

F자임건 BUY
매수. 신규
6개월 220,000
목표주가 신규
한자주가 (24,03,29) 168,000

KOSPI	2746.63
시기총액	133,224십억원
시기총액1중	6,18%
지본금(보통주)	3,658십억원
52주 최고/최저	183,000원 / 83,800원
120일 평균거래대근	· 5,234억원
외국인지분율	54.76%
주요주주	에스케이스퀘어 외 6 인 20.07%

주기수익률(%)	1M	ЗМ	6M	12M
절대수익률	17.2	29.3	59.5	110.6
상대수익률	12,7	25.0	43.2	87.4



Initiation

HBM으로 이어가는 성장 스토리

- HBM3/HBM3E 시장을 선도하는 동사의 견고한 입지에 주목
- 1Q24 매출액 12.6조원, 영업이익 1.5조원 추정, 실적 호조 예상
- 24년 고부가 D램 중심의 제품 믹스 개선 효과 나타날 전망

투자의견 매수, 목표주가 220,000원으로 커버리지 개시

목표주가는 25년 예상 BPS(100,909원)에 Target Multiple 2,2배(과거 P/B Band 상단에서 10% 프리미엄 부여)를 적용하여 산출. 경쟁사들의 HBM3E 진입에 따른 경쟁 심화 및 밸류에이션 부담에 대한 우려가 제기되나, 25년까지 HBM3/HBM3E 시장을 선도하는 동사의 입지에 집중해야 한다고 판단

압도적인 HBM 시장 지위를 즐기자

생성형 AI가 학습 → 추론으로 넘어가며 GPU 연산능력 및 성능이 더욱 부각을 받고 있음, 더 나은 연산능력 개선을 위해 HBM 탑재량 또한 폭발적 으로 증가 추세. 동사는 HBM3를 독점적으로 공급, HBM3E 공급이 1분기 말부터 공급. 경쟁사의 HBM3E 양산이 예정되어 있으나, 경쟁 심화보다는 증가하는 HBM 수요와 글로벌 1위 HBM 업체임에 주목

스마트폰과 일반 서버 수요의 뚜렷한 성장세는 아직 나타나지 않으나, 디램/ 낸드 가격이 지속 상승하는 추세. 24년 고부가제품(DDR5, HBM) 중심 제품 믹스 개선에 대한 효과가 나타날 전망. 낸드 재고는 여전히 높은 수준이나 가격 상승폭이 더 크기 때문에 낸드 사업부 적자폭이 빠르게 축소 전망

24년 매출액 59,3조원, 영업이익 13,5조원 추정, 추가 업사이드 존재

24년 매출액 59.3조원(yoy +81%), 영업이익 13.5조원(yoy 흑전)으로 추정. 사업부별로는 24년 DRAM 매출액 39조원, 영업이익 14.6조원 추정, NAND 매출액 16.9조원, 영업적자 -0.8조원으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 , 배, %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	59,343	72,206
영업이익	12,410	6,809	-7,730	13,521	21,772
세전순이익	13,416	4,003	-11,658	11,524	18,272
총당기순이익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
지배지분순이익	9,602	2,230	-9,112	8,250	13,082
EPS	13,190	3,063	-12,517	11,333	17,970
PER	9.9	24.5	NA	13.8	8.7
BPS	85,380	86,904	73,495	83,872	100,909
PBR	1.5	0.9	2,5	1.9	1.6
ROE	16.8	3.6	-15.6	14.4	19.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출 자료: SK하이닉스, 대신증권 Research Center

표 12. 디램, 낸드 빗그로스 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
DRAM 출하 (M Gb)	11,017	15,027	18,243	18,690	16,354	18,562	20,047	20,548	54,827	62,978	75,510
QoQ	-20%	36%	21%	2%	-13%	14%	8%	3%			
YoY	-16%	4%	33%	37%	48%	24%	10%	10%	0%	15%	20%
ASP/GB (USD)	0.21	0.23	0,25	0.30	0.35	0,39	0.42	0.44	0.39	0.25	0.40
QoQ	-17%	9%	10%	18%	18%	11%	9%	4%			
YoY	-56%	-51%	-31%	18%	66%	69%	68%	48%	-18%	-35%	60%
NAND 출하 (M GB)	27,343	41,015	42,984	42,124	40,439	40,035	42,437	43,710	127,630	153,467	166,621
QoQ	-16%	50%	5%	-2%	-4%	-1%	6%	3%			
YoY	-13%	21%	44%	29%	48%	-2%	-1%	4%	46%	20%	9%
NAND ASP/GB (USD)	0,05	0.04	0.04	0.06	0.07	0,08	0.08	0.08	0,08	0.05	0,08
QoQ	-10%	-10%	-2%	40%	20%	10%	3%	2%			
YoY	-52%	-58%	-47%	11%	48%	81%	89%	38%	-17%	-43%	62%

자료: 대신증권 Research Center

표 13. SK 하이닉스 실적 Table

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E
매출	5,088	7,306	9,066	11,306	12,066	14,382	16,050	16,845	44,622	32,766	59,343
DRAM	2,951	4,496	6,020	7,350	7,518	9,328	10,837	11,363	28,471	20,817	39,045
NAND	1,679	2,231	2,430	3,335	3,838	4,098	4,415	4,585	14,041	9,675	16,936
기타	458	578	616	621	710	957	797	898	2,110	2,274	3,362
영업이익	-3,402	-2,882	-1,792	346	1,498	3,047	4,177	4,798	6,809	-7,730	13,521
DRAM	-2,049	287	307	1,759	2,020	3,445	4,351	4,765	9,462	305	14,581
NAND	-1,254	-2,106	-1,978	-1,144	-450	-302	-133	77	-1,452	-6,482	-808
기타	-99	-1,064	-121	-268	-71	-96	-40	-45	-1,201	-1,553	-251
영업이익률(%)	-67%	-39%	-20%	3%	12%	21%	26%	28%	15%	-24%	23%
DRAM	-69%	6%	5%	24%	27%	37%	40%	42%	33%	1%	37%
NAND	-75%	-94%	-81%	-34%	-12%	-7%	-3%	2%	-10%	-67%	-5%

자료: 대신증권 Research Center

1. 투까포인트

AI 메모리 반도체 사이클의 주인공은 HBM

여전히 HBM3E 시장에서 경쟁우위 확보

ChatGPT-3 발표 이후 생성형 AI의 시대가 개막했다. AI 시대에서 가장 수혜를 받는 것 은 GPU와 HBM임이 틀림없다. IDC에 따르면 글로벌 HBM 시장은 22년 222백만GB → 23년 304백만GB → 24년 428백만GB로 매년 고성장을 보여줄 것으로 전망한다.

SK하이닉스의 HBM 시장 독주는 한동안 이어질 가능성이 높다. 경쟁사인 삼성전자는 12단 HBM3E 퀄테스트가 진행 중, 하반기부터 공급할 것으로 기대한다. 마이크론은 HBM3E 공 급을 H200향으로 공급할 예정이다. 그럼에도 불구하고 SK하이닉스이 HBM 시장에서 경쟁 우위를 보유한다고 생각하는 이유는 경쟁사 대비 높은 HBM 기술 경쟁력/수율 때문이다. (HBM3 기준 수율은 60~70% 수준, 단수가 높아질수록 수율은 떨어질 수 밖에 없음)

가격 인하 우려보다 HBM 공급 확대에 주목 23년 글로벌 Dram 전체 캐파는 1,430K/월, 23년 메모리 3사의 합산 HBM 캐파는 93K/월로 침투율 7% 수준인 것으로 추정한다. 24년에는 글로벌 메모리 합산 HBM 캐파 는 275K/월, 글로벌 Dram 전체 캐파는 1,770K/월로 침투율 16%로 증가할 전망이다. 23년 SK하이닉스의 전체 HBM 시장 점유율 60% 수준으로 예상, 24년 전체 매출액에서 HBM이 차지하는 비중은 20% 이상 달성 가능하다. HBM 캐파 증설 계획보다 AI GPU 수요 증가 및 필요한 HBM 탑재량 수요 성장의 속도가 더 빠르게 이루어지고 있다.

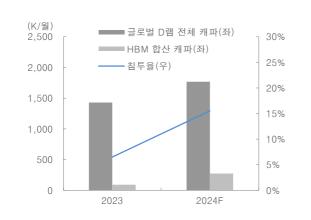
HBM4에서는 하이브리드 본딩 도입 지연

[EDEC은 HBM4 규격을 775 µm(HBM3E는 720 µm)로 합의하였다. HBM4는 높이 규격 이 상향되며 하이브리드 본딩 도입 시기가 지연되는 것으로 판단한다. 더욱 미세화되는 마 이크로 범프의 피치와 높은 I/O 밀도를 커버하기 위해서는 하이브리드 본딩이 요구되나 HBM4 이후에 적용될 것으로 예상한다. HBM4 높이 규제가 완화로 하이브리드 본딩 도입 시기가 지연되는 것은 SK하이닉스에 긍정적일 것이다. SK하이닉스의 HBM3E는 8층/12층 의 디램을 Advanced MR-MUF 방식으로 적층 및 연결한다. Advanced MR-MUF 방식이 HBM4까지 채택이 되며, 신규 본딩방식 도입 대한 우려는 축소된 상황이다.

그림 92, HBM 공급 로드맵 🜟 Early samples to Nvidia 💢 🐠 Samsung 3.2-3.6 1Y 16Gb 8/16GB EOL Time: Not Fixed Yet HBM2e SK Hynix 3.6 1Y 16Gb 8/16GB 16GB 3.2-3.6 1Z 16Gb EOL (16GB) Samsung 5.6-6.4 1Z 16Gb (24GB) намз 16GB SK Hvnix 5.6~6.4 1Z 16Gb 24GB <u></u>★ (24GB) Samsung 8-9.2 1alpha 24Gb 36GB 24GB HBM3e SK Hvnix 8-9.2 1 beta Gb 🜟 (24GB) 🦪 Micron 8-9.2 1 beta Gb HRM4 TRD TBD Full spec may be released in 2H24-2025; C/S in 2026

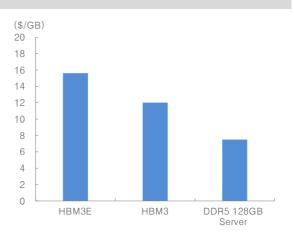
지료: TrendForce 대신증권 Research Center

그림 93. 글로벌 D 램 캐파 vs. HBM 합산 캐파



자료: IDC, 대신증권 Research Center

그림 94. HBM 가격 변화 추정



자료: 신업자료, 대신증권 Research Center

II. 실적추정 및 밸류에이션

디램과 낸드 모두 ASP 상승에 따른 실적 성장

1Q24 실적: 맑음

1Q24 매출액 12.1조원(+137% yoy), 영업이익 1.5조원(흑자전환 yoy)으로 호실적을 기록할 전망이다. 24년 연간 매출액은 59.3조원(+81% yoy), 영업이익 13.5조원(흑자전환 yoy)로 추정한다. 아직까지 디램 레거시 수요가 회복되지는 않은 것으로 보이나, HBM 수요가 폭발적으로 증가하면서 발생하는 디램 레거시 모델 수요에 긍정적으로 작용할 전 망이다. 솔리다임과 낸드의 영업적자 폭이 빠르게 축소되며 2H24부터 재고 정상화와 함께 흑자전환 흐름으로 기대한다. 아직까지는 HBM을 제외하면 공급단에서 재고를 조절하며 가격 인상이 이루어지는 흐름이다. 하반기 이후 IT 수요 성수기와 하이퍼스케일러의 일반 Server 투자 확대에 따른 수요 증가를 기대한다.

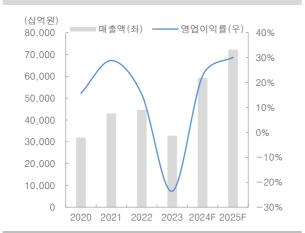
DRAM

1Q24 Dram 매출액과 영업이익은 각각 7.5조원(+155% yoy), 2.02조원(흑자전환 yoy)으로 추정한다. 4Q23대비 디램 빗그로스는 -13%이나 ASP가 +18%를 나타내며 매출성장과 수익성 개선을 달성하였다. 고부가제품(HBM, DDR5) 중심의 제품 믹스 개선 효과가 1Q24부터 본격적으로 나타나기 시작하였다. IT 수요 3대 축인 스마트폰/PC/서버에 대한수요가 2H24부터 회복세를 나타내며 가동률 상승과 일반 Dram 재고가 빠르게 감소할전망이다. 또한 HBM 중심의 공급으로 인해 일반 데이터센터/스토리지에 대한 수요가함께 올라오면서 24년 디램 빗그로스는 +20%, ASP는 +60%로 추정한다.

NAND

1Q24 NAND 매출액은 3.8조원(+129% yoy), 영업적자 -0.45조원으로 전망한다. 낸드는 공급과잉과 수요 둔화가 발생하며 여전히 재고는 높은 상황이다. 1Q24 낸드 빗 그로스는 -4%로 역성장이 이어지나 ASP가 +20% 증가하며 적자폭을 전분기대비 빠르게 축소하였다. 낸드의 투자 확대 시기는 25년으로 예상한다.

그림 95, SK 하이닉스 매출액, 영업이익률 전망



자료: 대신증권 Research Center

그림 96, SK 하이닉스 매출액, 매출 증감률 전망



자료: 대신증권 Research Center

목표주가 220,000 원으로 커버리지 개시

투자의견 매수, 목표주가 220,000원

당사는 투자의견 매수, 목표주가 220,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 25년 BPS 100,909원에 Target P/B 2.2배(Historical PBR 밴드 상단인 2.0배에서 10% 프리미엄부여)를 적용하여 산출하였다. SK하이닉스가 24년에도 HBM 선두주자로서 높은 점유율을 유지할 것이며, HBM 공급 경쟁이 시작되는 25년에도 점유율 유지가 가능하다고 판단한다. HBM 중심으로 메모리 반도체 업황이 구조적인 성장 구간에 진입, HBM과 고용량 다램에서 경쟁우위가 당분간 이어질 전망이다.

표 14. SK 하이닉스 Valuation Table

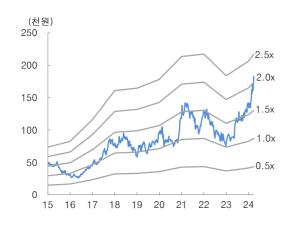
(단위: 원, 배, 십억원)

	2024	2025F
BPS(원)	83,872	100,902
Target P/B	2,2	2,2
적정주가(원)		219,981
목표주가(원)		220,000
현재주가(원) (2024.03.29)		183,600
현재 P/B		1.6
Upside Potential		13.3%

주1: 2025 BPS 에 목표 P/B는 히스토리컬 상단인 2.0배에서 10% 프리미엄을 반영하여 산출

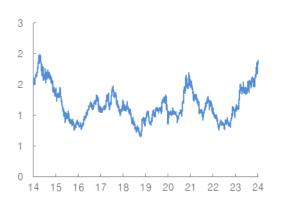
자료: 대신증권 Research Center

그림 97. SK 하이닉스 PBR 밴드 추이



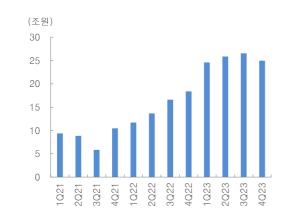
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 98. SK 하이닉스 12MF PBR 추이



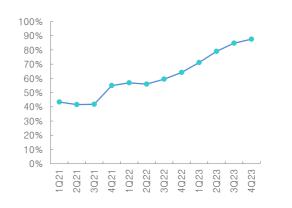
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 99. SK 하이닉스 순차입금 추이



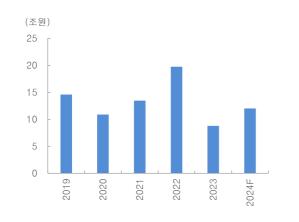
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. SK 하이닉스 부채비율 추이



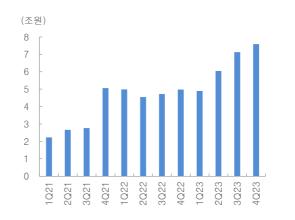
자료: 대신증권 Research Center

그림 101. SK 하이닉스 CAPEX 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 102. SK하이닉스 기말 현금 추이



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포말은역에				(단위	의: 십억원)
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	42,998	44,622	32,766	59,343	72,206
매출원가	24,046	28,994	33,299	34,547	38,159
매출총이익	18,952	15,628	-533	24,796	34,047
판매비외관리비	6,542	8,818	7,197	11,275	12,275
영업이익	12,410	6,809	-7,730	13,521	21,772
영업이P를	28.9	15.3	-23.6	22.8	30.2
⊞TDA .	23,067	20,961	5,943	26,655	35,598
<u> </u>	1,006	-2,807	-3,928	-1,997	-3,500
관계기업손익	162	131	15	15	15
금융수익	2,378	3,714	2,262	2,785	2,628
오횬민련이익	0	0	0	0	0
용내용등	-1,470	-5,092	-6,093	-4,218	-5,391
외환민련소실	1,205	3,892	2,222	2,222	2,222
기타	-64	-1,561	-111	-579	-752
법에왕점선선	13,416	4,003	-11,658	11,524	18,272
반/배용	-3,800	-1,761	2,520	-3,264	- 5,175
계속시업순손익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
중단시업순손익	0	0	0	0	0
당원익	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
당선(를	22.4	5.0	-27. 9	13.9	18.1
의아소를 재배지리	14	12	-25	9	15
지배분선이익	9,602	2,230	-9,112	8,250	13,082
· (평생경등) 기계	0	0	0	0	0
기타프괼이익	107	58	10	2	0
포괄순이익	10,688	2,822	-9,037	8,277	13,100
의 아들모님 재배지비	18	20	-22	10	15
의에들포퇴재	10,669	2,802	-9,015	8,268	13,085

유동사난 26,907 28,733 30,468 50,417 63,406 한글로 남자난 5,068 4,977 7,587 24,193 35,323 매출채면 및 기투채면 8,427 5,444 6,942 12,405 15,142 재교자난 8,950 15,665 13,481 11,307 10,176 기투유동자난 4,472 2,647 2,458 2,511 2,764 비유동자난 69,439 75,138 69,862 70,731 73,494 유향자난 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계 연투자금 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 기투비유동자난 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산들계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동차내 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 매압채무 및 기투차무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 기투유동차내 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 7 月바유동차내 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7 기차보금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7 기차보금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0	재무상태표				(단	위: 십억원)
한글로 남자난 5,068 4,977 7,587 24,193 35,323 미출제단및 7 타제단 8,427 5,444 6,942 12,405 15,142 제고자난 8,950 15,665 13,481 11,307 10,176 7 타유동지난 4,472 2,647 2,458 2,511 2,764 비유동지난 69,439 75,138 69,862 70,731 73,494 유형지난 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계 기업투자금 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 7 타비유동자난 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동차 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 미압차무및 7 타차무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상차무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 7 타유동차 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 7 부바유동차 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부사용계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본의 금 3,668 3,668 3,668 3,668 지본의 금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 0 우임 아금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 타자본 1,413 1-1,255 1-1,125 1-978 반자바자본 34 24 1-1 1-1 1-1 下본환계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461		2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출처단및가타자면 8,950 15,665 13,481 11,307 10,176 가타유동자산 4,472 2,647 2,458 2,511 2,764 바유동자산 69,439 75,138 69,862 70,731 73,494 유형자산 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계기업투자금 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 가타비유동자산 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마라처뮤및가타처뮤 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채뮤 26,48 3,590 5,712 6,425 7,229 가타유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 가타바유롱부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자란 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 3,658 자본의어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이익의어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 가타자란 1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -9,78 비자바자란 34 24 -1 -1 -1	유동자산	26,907	28,733	30,468	50,417	63,406
재교자난 8,950 15,665 13,481 11,307 10,176 7 타유동자난 4,472 2,647 2,458 2,511 2,764 비유동자난 69,439 75,138 69,862 70,731 73,494 유형자난 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계기업투자금 1,410 1,353 1,367 13,96 1,425 7 타비유동자난 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마압처무및가토처무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 가토유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 가토비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채존계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 지본당아금 4,335 4,336 4,373 4,373 0,213 비자타본 15,784 56,685 46,729 54,154 66,410 ア토자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자본 34 24 -1 -1 -1	현금및현금상자산	5,058	4,977	7,587	24,193	35,323
7 분유동자산 4,472 2,647 2,458 2,511 2,764 비유동자산 69,439 75,138 69,862 70,731 73,494 유형자산 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계7 법투자금 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 7 분비유동자산 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마반채무및가토채무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 가토유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전혈증권 0 0 0 0 0 0 가토바유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채존계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 지바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본금 3,658 3,658 3,658 3,658 지본의어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이 막임어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 가토자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자본 34 24 -1 -1 -1	叫ぎ 間 リアド がに	8,427	5,444	6,942	12,405	15,142
비유동자산 69,439 75,138 69,862 70,731 73,494 유형자산 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계기업투자금 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 7투비유동자산 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마라카무및가투채무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 7투유동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환동권 0 0 0 0 0 0 0 7,1 반유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바지본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본공어금 4,335 4,336 4,373 4,373 0,12 하다본등 1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -9,78 반자바지본 34 24 -1 -1 -1 -1	재자산	8,950	15,665	13,481	11,307	10,176
유형자난 53,226 60,229 52,705 52,253 53,161 관계기업투자금 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 기타비유동자난 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마압채무및기타채무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 기타유동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 반유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7 년반유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본당 64,335 4,336 4,373 4,373 0,25,745 66,841 66,841 7,578 15,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7,578 반자반자본 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 자반자분 34 24 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1 -1	기타유동자산	4,472	2,647	2,458	2,511	2,764
관계기업투자담 1,410 1,353 1,367 1,396 1,425 기타비유동자산 14,803 13,557 15,790 17,082 18,908 자산총계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마압채무및기타채무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 기타유동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 기타비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채총계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본당 3,658 3,658 3,658 3,658 지본당 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이익당 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373	비유동자산	69,439	75,138	69,862	70,731	73,494
지난용계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마라치무및기타치무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상자무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 7 타유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7 타비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 지바지본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본의어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 타지본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 반자바지본 34 24 -1 -1 -1 -1 지본론에 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	유행산	53,226	60,229	52,705	52,253	53,161
자반통계 96,347 103,872 100,330 121,148 136,901 유동부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 마압채무및기타채무 8,379 10,807 7,026 6,841 6,6675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동생채무 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 기타유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 기타비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채통계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 지바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본금 3,658 3,658 3,658 3,658 지본의어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이익당어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 기타자본 1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자본 34 24 -1 -1 -1	관계업투자금	1,410	1,353	1,367	1,396	1,425
유롱부채 14,735 19,844 21,008 35,252 38,263 매발처뮤및가토처뮤 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상채뮤 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 가토유롱부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유롱부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전호증권 0 0 0 0 0 0 0 가토비유롱부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본금 3,658 3,658 3,658 3,658 지본의어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이익의어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 가토자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자본 34 24 -1 -1 -1 자본환계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	기타비유동자산	14,803	13,557	15,790	17,082	18,908
매원부 및 7 타자부 8,379 10,807 7,026 6,841 6,675 차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동상처부 2,648 3,590 5,712 6,425 7,229 7 타유동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전호증권 0 0 0 0 0 0 0 7 마바다분 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부자본 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본금 3,658 3,658 3,658 3,658 지본의 금 3,658 3,658 3,658 3,658 지본의 금 3,658 3,658 3,658 3,658 7,125 1	자신총계	96,347	103,872	100,330	121,148	136,901
차입금 233 3,833 4,146 4,146 4,146 유동생유 2648 3,590 5,712 6,425 7,229 7 타유동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 0 7 년 바유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부사용계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 지본금 3,668 3,668 3,668 3,668 지본의 금 3,668 3,668 3,668 지본의 금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 0) 학원 금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 타자본 1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 반자바자본 34 24 -1 -1 -1 -1 天본총계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	유동부채	14,735	19,844	21,008	35,252	38,263
유동상태무 2648 3,590 5,712 6,425 7,229 7투유동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7투비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채점 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 3,658 자본의어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이원의금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7투자본번통 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자본 34 24 -1 -1 -1 자본철계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	매래무및기타제무	8,379	10,807	7,026	6,841	6,675
7 E 마 동부채 3,476 1,614 4,125 17,840 20,213 비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7 타비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부사통계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 3,658 자본의 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이 우양어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 타자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 바자바자본 34 24 -1 -1 -1 -1 자본환계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	치임금	233	3,833	4,146	4,146	4,146
비유동부채 19,420 20,737 25,819 24,838 25,177 차입금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 7 타비유동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 3,658 자본의어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이우당어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 타자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자본 34 24 -1 -1 -1 자본종계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	유통상류	2,648	3,590	5,712	6,425	7,229
차임금 14,743 15,571 19,611 18,421 18,296 전환증권 0 0 0 0 0 0 0 0 0 0 7 부바음동부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채종계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자분 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 7분2,91금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 0 무용,91금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 부자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 반자바자본 34 24 -1 -1 -1 -1 자본종계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	기타유동부채	3,476	1,614	4,125	17,840	20,213
전환증권 0 0 0 0 0 0 0 0 0 7	비유동부채	19,420	20,737	25,819	24,838	25,177
7 타바유당부채 4,677 5,166 6,207 6,416 6,881 부채통계 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자탄 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 3,658 자본강어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이 우리아금 55,784 56,885 46,729 54,154 66,410 7 타자탄반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 비자바자탄 34 24 -1 -1 -1 자본총계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	치임금	14,743	15,571	19,611	18,421	18,296
부분에 34,155 40,581 46,826 60,089 63,440 자바자본 62,157 63,266 53,504 61,059 73,462 자본금 3,658 3,658 3,658 3,658 3,658 자본양어금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이익양어금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7투자본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 바자바자본 34 24 -1 -1 -1 자본총계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	전환증권	0	0	0	0	0
지배자본 62,157 63,266 53,504 61,069 73,462 지본금 3,658 3,658 3,658 3,658 지원이라 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이익당이금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 타자본분 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 바자자본 34 24 -1 -1 -1 -1 지본체 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	기타비유동부채	4,677	5,166	6,207	6,416	6,881
지본금 3,668 3,668 3,668 3,668 3,668 X본의다금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 이유의다금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7타지본당 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 바자자본 34 24 -1 -1 -1 -1 전본계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	부사총계	34,155	40,581	46,826	60,089	63,440
지본이라금 4,335 4,336 4,373 4,373 4,373 0부당이금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7타지본반동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 바다따로 34 24 -1 -1 -1 -1 전본계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	자싸분	62,157	63,266	53,504	61,059	73,462
이 PR 아금 55,784 56,685 46,729 54,154 66,410 7 F N 본병동 -1,619 -1,413 -1,255 -1,125 -978 바 사 사 원 1	쟤본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
7 F 下 E 世	지본잉여금	4,335	4,336	4,373	4,373	4,373
出下排斥 34 24 -1 -1 -1 자본총계 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	마양마	55,784	56,685	46,729	54,154	66,410
지본화 62,191 63,291 53,504 61,058 73,461	7 ET ELLES	-1,619	-1,413	-1,255	-1,125	-978
	刬 깨지비	34	24	-1	-1	-1
순치입금 10,471 18,373 24,960 21,403 13,071	지본총계	62,191	63,291	53,504	61,058	73,461
	순NGH	10,471	18,373	24,960	21,403	13,071

Valuation ⊼⊞E				(단위	: 원배%)
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
₽S	13,190	3,063	-12,517	11,333	17,970
PER	9.9	24.5	NA	13.8	8.7
BPS	85,380	86,904	73,495	83,872	100,909
PBR	1,5	0.9	2,5	22	1,8
EBITDAPS	31,685	28,792	8,164	36,613	48,899
EV/EBITDA	<u>4.</u> 6	3.5	26.6	5 <u>.</u> 8	4.1
SPS	59,063	61,293	45,008	81,515	99,184
PSR	2,2	1.2	4.1	22	1,8
CFPS	32,925	29,909	8,098	39,704	49,968
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200

재무비율				(단위:	원배%)
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성정성					
매출액증/율	34.8	3.8	-26. 6	81.1	21,7
영업)익증/율	147.6	-45.1	적전	흑전	61.0
선익증율	102,1	-76.7	적전	흑전	58.6
수성					
ROIC	14.1	5.0	-7.8	129	20.1
ROA	14.8	6.8	-7.6	122	16.9
ROE	16.8	3.6	-15.6	144	19.4
인정성					
물채분	54.9	64.1	87.5	98.4	86.4
월대의첫	16.8	29.0	46,7	35,1	17.8
웰생돼70	47.7	128	-5.3	9.4	148

지면: SK 하이니시	대신증권 Research Center

				(⊏	위: 십억원)
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금호름	19,798	14,781	4,278	20,735	28,002
당순이	9,616	2,242	-9,138	8,260	13,097
비현금형목의기감	14,354	19,532	15,033	20,645	23,280
감생봬	10,657	14,151	13,674	13,134	13,826
오횬손익	61	1,057	332	319	319
저번명선	0	0	0	0	0
기타	3,636	4,324	1,027	7,192	9,135
재박제공감	-3,018	-2,690	794	-3,536	-1,798
기타현금호름	-1,154	-4,303	-2,411	-4,634	-6,577
튀뚕 현금 흐름	-22,392	-17,884	-7,335	-12,873	-14,976
투자산	-74	198	-19	23	15
유행사산	-12,407	-18,687	-6,785	-11,967	-13,947
기타	-9,911	604	-531	-929	-1,044
재무활동현금호름	4,492	2,822	5,697	1,227	-619
단체금	0	0	0	0	0
人채	0	2,000	0	1,000	-1,000
장체금	5,613	1,532	6,969	810	874
유용사	0	0	0	0	0
きまし	-805	-1,681	-826	-826	-826
기타	-315	971	-446	243	333
현리의	2,082	-81	2,610	16,605	11,131
7초현 금	2,976	5,058	4,977	7,587	24,193
7말현금	5,058	4,977	7,587	24,193	35,323
NOPLAT	8,895	3,813	-6,059	9,691	15,606
FCF	6,094	-1,783	-1,165	9,104	13,678