

2023년 11월 27일 | 기업분석_Update

SK하이닉스(000660)

New Paradigm

BUY (유지)

목표주가(12M) 158,000원

현재주가(11.24) 128,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,496.63
52주 최고/최저(원)	134,100/75,000
시가총액(십억원)	93,184.3
시가총액비중(%)	4.67
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,349.3
60일 평균 거래대금(십억원)	412.2
외국인지분율(%)	52.67
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	7.90

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	31,720.7	50,126.5
영업이익(십억원)	(8,422.1)	8,380.3
순이익(십억원)	(8,096.6)	5,564.2
EPS(원)	(11,059)	7,630
BPS(원)	79,347	86,285

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	42,997.8	44,621.6	31,692.5	49,752.6
영업이익	12,410.3	6,809.4	(8,650.8)	6,317.3
세전이익	13,416.0	4,002.8	(10,696.4)	5,463.7
순이익	9,602.3	2,229.6	(8,442.8)	4,075.6
EPS	13,190	3,063	(11,597)	5,598
증감율	101.93	(76.78)	적전	흑전
PER	9.93	24.49	(11.04)	22.87
PBR	1.48	0.83	1.66	1.56
EV/EBITDA	4.59	3.48	14.60	5.27
ROE	16.84	3.56	(14.40)	7.33
BPS	88,543	90,064	77,333	81,797
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200



Analyst 김록호 roko.kim@hanafn.com
RA 김민경 minjung.kim@hanafn.com

HBM으로 기존과 다른 새로운 영역 진입

SK하이닉스 22년 하반기에서 23년 상반기에 이르는 DRAM 다운 사이클에서 경쟁업체대비 선제적인 실적 턴어라운드에 성공했다. 이를 기반으로 23년 하반기 이후 업황 안정화 구간에서 경쟁업체보다 우월한 수익성을 시현할 것으로 전망된다. 예상보다 강한 HBM 수요로 인해 기존과는 다른 가격 흐름이 시현되었고, 이는 확실한 차별화 요소이기도 하다. 물론 공급이 철저히 제한된 덕분이기도 하지만, 이는 모두에게 동일한 상황이기도 하다. 동일한 환경 및 조건 안에서 특정 제품으로 인한 실적 차별화는 충분히 새로운 영역으로 해석해야 한다고 판단한다.

HBM의 경쟁력 입증 완료. 선점 효과 기대

HBM의 전방산업 및 고객사는 다양하지만, 현재 특정 영역의 특정 고객사의 수요가 워낙에 강한 상황이기 때문에 해당 고객사향 HBM 공급은 유의미하다. SK하이닉스는 Nvidia와의 오랜 협업을 통해 HBM 내에서의 입지 및 경쟁력이 입증되었다. 금번 생성형 AI 관련 폭발적인 수요에 SK하이닉스 수혜가 유독 강한 이유도 해당 고객사 내 독보적인 점유율 때문이다. 현재 주력 제품인 HBM 3는 물론 HBM 3e도 SK하이닉스의 입지 및 점유율이 흔들릴 가능성은 낮은 것으로 추정된다. 수개월에서 1년여 전부터 고객사와 개발해온 제품이라는 특성상 추가 공급업체 선정에 진입장벽이 있을 것으로 예상된다. 24년 2분기에 출시되는 Nvidia의 H200 수혜 역시 SK하이닉스의 수혜 강도가 가장 강할 전망이다.

밸류에이션 할증을 위한 실적 차별화 대기중

SK하이닉스는 경쟁업체보다 높은 HBM 매출비중을 통해 23년 3분기 흑자 전환에 성공했다. 24년 2분기부터는 추가 증설 분이 반영되기 시작하고, 하반기에는 CAPA 증설분이 온전히 돌아가야 하는 상황이 전망된다. 이를 통해 재차 실적 차별화가 가능할 것으로 기대된다. HBM 매출 비중의 추가 확대와 그를 통한 실적 차별화는 밸류에이션 할증의 근거가 될 것으로 판단한다.

새로운 시대에 걸맞는 밸류에이션 기대

SK하이닉스에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 158,000원을 유지한다. 하나증권의 현재 추정치에는 HBM 추가 증설에 의한 가격 상승 요인을 포함하지 않았기 때문에 실적 상향 가능성이 높다. 현재 주가는 2024년 기준 PBR 1.56배로 과거 6~8년 PBR 밴드 상단 수준인데, 실적 상향 가능성과 HBM에 의한 밸류에이션 할증 가능성을 감안한 투자 전략이 필요하다. 실적, 밸류에이션 모두 상향 여력 높다고 판단한다.

도표 1. SK하이닉스의 HBM 관련 매출비중 전망

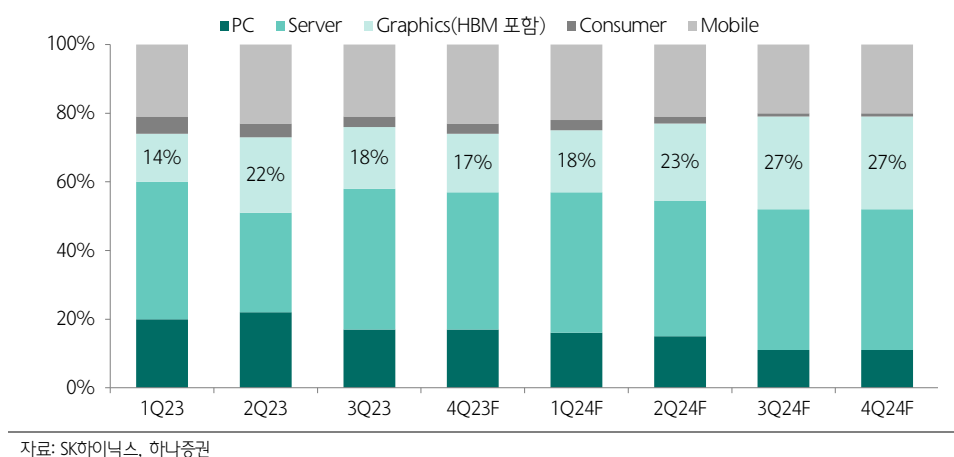


도표 2. SK하이닉스의 분기 및 연간 주요 가정 및 실적 전망

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
원/달러 평균		1,276	1,315	1,311	1,317	1,290	1,290	1,285	1,280	1,293	1,305	1,286
Bit Growth	DRAM	-19%	36%	21%	8%	-3%	5%	6%	3%	2%	17%	27%
	NAND	-14%	46%	9%	-13%	1%	6%	10%	5%	47%	18%	15%
ASP Growth	DRAM	-16%	9%	11%	12%	10%	10%	8%	5%	-19%	-38%	43%
	NAND	-10%	-12%	0%	0%	0%	3%	5%	5%	-17%	-51%	4%
매출액 (십억원)	DRAM	2,951	4,530	6,075	7,359	7,681	8,831	10,028	10,833	28,291	20,914	37,373
	NAND	1,679	2,221	2,402	2,108	2,091	2,275	2,629	2,893	14,103	8,410	9,887
	Others	458	555	589	765	496	583	618	796	2,227	2,368	2,492
	합계	5,088	7,306	9,066	10,233	10,267	11,689	13,275	14,521	44,621	31,692	49,753
매출비중	DRAM	58%	62%	67%	72%	75%	76%	76%	75%	63%	66%	75%
	NAND	33%	30%	26%	21%	20%	19%	20%	20%	32%	27%	20%
	Others	9%	8%	6%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	7%	5%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출액 Growth (QoQ, YoY)	DRAM	-36%	53%	34%	21%	4%	15%	14%	8%	-8%	-26%	79%
	NAND	-27%	32%	8%	-12%	-1%	9%	16%	10%	35%	-40%	18%
	Others	-40%	21%	6%	30%	-35%	18%	6%	29%	33%	6%	5%
	합계	-34%	44%	24%	13%	0%	14%	14%	9%	4%	-29%	57%
영업이익 (십억원)	DRAM	-1,450	-326	599	1,537	1,805	2,781	3,795	4,449	8,012	361	12,830
	NAND	-1,918	-2,582	-2,416	-2,217	-1,987	-1,817	-1,504	-1,350	-1,382	-9,133	-6,658
	Others	-34	26	25	105	-36	28	12	142	180	121	146
	합계	-3,402	-2,882	-1,792	-574	-218	992	2,303	3,241	6,810	-8,651	6,317
영업이익률	DRAM	-49%	-7%	10%	21%	24%	31%	38%	41%	28%	2%	34%
	NAND	-114%	-116%	-101%	-105%	-95%	-80%	-57%	-47%	-10%	-109%	-67%
	Others	-8%	5%	4%	14%	-7%	5%	2%	18%	8%	5%	6%
	합계	-67%	-39%	-20%	-6%	-2%	8%	17%	22%	15%	-27%	13%

자료: SK하이닉스, 하나증권

주: 2022년부터 Intel NAND 사업부 실적 포함

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	42,997.8	44,621.6	31,692.5	49,752.6	57,215.5
매출원가	24,045.6	28,993.7	32,775.7	34,157.6	39,281.3
매출총이익	18,952.2	15,627.9	(1,083.2)	15,595.0	17,934.2
판매비	6,541.9	8,818.4	7,567.5	9,277.7	4,774.7
영업이익	12,410.3	6,809.4	(8,650.8)	6,317.3	13,159.5
금융손익	907.7	(1,377.3)	(283.2)	(103.3)	(300.5)
중속/관계기업손익	162.3	131.2	(870.3)	(653.9)	157.0
기타영업외손익	(64.3)	(1,560.5)	(892.1)	(96.4)	(1,172.4)
세전이익	13,416.0	4,002.8	(10,696.4)	5,463.7	11,843.7
법인세	3,799.8	1,761.1	(2,207.8)	1,365.9	2,960.9
계속사업이익	9,616.2	2,241.7	(8,488.6)	4,097.8	8,882.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9,616.2	2,241.7	(8,488.6)	4,097.8	8,882.8
비지배주주지분 순이익	13.9	12.1	(45.9)	22.1	48.0
지배주주순이익	9,602.3	2,229.6	(8,442.8)	4,075.6	8,834.8
지배주주지분포괄이익	10,669.3	2,802.4	(8,429.2)	4,069.1	8,820.6
NOPAT	8,895.4	3,813.5	(6,865.3)	4,738.0	9,869.7
EBITDA	23,067.1	20,960.9	7,201.6	19,342.4	25,601.3
성장성(%)					
매출액증가율	34.79	3.78	(28.97)	56.99	15.00
NOPAT증가율	132.58	(57.13)	적전	흑전	108.31
EBITDA증가율	56.02	(9.13)	(65.64)	168.58	32.36
영업이익증가율	147.58	(45.13)	적전	흑전	108.31
(지배주주)순이익증가율	101.94	(76.78)	적전	흑전	116.77
EPS증가율	101.93	(76.78)	적전	흑전	116.79
수익성(%)					
매출총이익률	44.08	35.02	(3.42)	31.35	31.35
EBITDA이익률	53.65	46.97	22.72	38.88	44.75
영업이익률	28.86	15.26	(27.30)	12.70	23.00
계속사업이익률	22.36	5.02	(26.78)	8.24	15.53

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	13,190	3,063	(11,597)	5,598	12,136
BPS	88,543	90,064	77,333	81,797	92,798
CFPS	32,925	29,909	7,631	25,788	33,869
EBITDAPS	31,685	28,792	9,892	26,569	35,167
SPS	59,063	61,293	43,533	68,341	78,593
DPS	1,540	1,200	1,200	1,200	1,200
주가지표(배)					
PER	9.93	24.49	(11.04)	22.87	10.55
PBR	1.48	0.83	1.66	1.56	1.38
PCFR	3.98	2.51	16.77	4.96	3.78
EV/EBITDA	4.59	3.48	14.60	5.27	3.65
PSR	2.22	1.22	2.94	1.87	1.63
재무비율(%)					
ROE	16.84	3.56	(14.40)	7.33	14.42
ROA	11.46	2.23	(8.87)	4.47	8.72
ROIC	15.85	5.52	(9.77)	7.25	15.21
부채비율	54.92	64.12	60.28	67.71	63.29
순부채비율	16.84	29.03	32.97	25.55	9.31
이자보상배율(배)	47.74	12.77	(15.53)	12.29	25.51

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	26,907.1	28,733.3	19,182.1	31,488.7	43,812.4
금융자산	8,683.7	6,423.3	3,332.1	6,614.9	15,209.6
현금성자산	5,058.0	4,977.0	2,010.4	5,119.2	13,642.0
매출채권	8,267.1	5,186.1	3,683.4	5,782.4	6,649.8
재고자산	8,950.1	15,664.7	11,125.9	17,466.0	20,085.9
기타유동자산	1,006.2	1,459.2	1,040.7	1,625.4	1,867.1
비유동자산	69,439.5	75,138.2	67,328.9	64,511.8	62,812.5
투자자산	8,459.4	7,482.7	6,975.9	7,683.9	7,976.4
금융자산	7,049.0	6,129.9	6,015.1	6,175.5	6,241.8
유형자산	53,225.7	60,228.5	53,531.7	50,477.0	48,850.7
무형자산	4,797.2	3,512.1	2,906.5	2,436.1	2,070.6
기타비유동자산	2,957.2	3,914.9	3,914.8	3,914.8	3,914.8
자산총계	96,346.5	103,871.5	86,511.0	96,000.5	106,624.9
유동부채	14,735.4	19,843.7	12,856.7	17,601.9	19,562.7
금융부채	3,183.4	7,704.7	4,033.2	4,147.1	4,194.2
매입채무	1,359.2	2,186.2	1,552.8	2,437.6	2,803.3
기타유동부채	10,192.8	9,952.8	7,270.7	11,017.2	12,565.2
비유동부채	19,420.1	20,737.3	19,681.0	21,156.5	21,766.2
금융부채	15,971.4	17,091.9	17,091.9	17,091.9	17,091.9
기타비유동부채	3,448.7	3,645.4	2,589.1	4,064.6	4,674.3
부채총계	34,155.5	40,581.0	32,537.7	38,758.3	41,328.8
지배주주지분	62,157.1	63,266.3	53,998.0	57,247.9	65,256.9
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2	4,336.2
자본조정	(2,294.6)	(2,311.4)	(2,311.4)	(2,311.4)	(2,311.4)
기타포괄이익누계액	675.3	898.7	898.7	898.7	898.7
이익잉여금	55,784.1	56,685.3	47,416.9	50,666.8	58,675.8
비지배주주지분	34.0	24.2	(24.8)	(5.7)	39.2
자본총계	62,191.1	63,290.5	53,973.2	57,242.2	65,296.1
순금융부채	10,471.1	18,373.3	17,792.9	14,624.1	6,076.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	19,797.6	14,780.5	8,576.0	15,342.7	20,698.8
당기순이익	9,616.2	2,241.7	(8,488.6)	4,097.8	8,882.8
조정	13,199.8	15,228.5	15,845.4	12,948.0	12,519.8
감가상각비	10,656.7	14,151.5	15,852.4	13,025.1	12,441.8
외환거래손익	61.1	1,056.6	35.7	(15.9)	141.7
지분법손익	(162.3)	(131.2)	0.0	0.0	0.0
기타	2,644.3	151.6	(42.7)	(61.2)	(63.7)
영업활동 자산·부채변동	(3,018.4)	(2,689.7)	1,219.2	(1,703.1)	(703.8)
투자활동 현금흐름	(22,392.3)	(17,883.7)	(7,957.4)	(10,369.1)	(10,959.2)
투자자산감소(증가)	(1,115.3)	976.6	503.7	(711.1)	(295.6)
자본증가(감소)	(12,406.7)	(18,686.5)	(8,550.0)	(9,500.0)	(10,450.0)
기타	(8,870.3)	(173.8)	88.9	(158.0)	(213.6)
재무활동 현금흐름	4,492.3	2,821.8	(4,497.1)	(711.8)	(778.7)
금융부채증가(감소)	6,170.8	5,641.8	(3,671.5)	113.9	47.1
자본증가(감소)	190.9	1.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,064.4)	(1,140.6)	(0.0)	0.0	(0.1)
배당지급	(805.0)	(1,680.9)	(825.6)	(825.7)	(825.7)
현금의 증감	2,082.0	(81.0)	(2,966.6)	3,108.7	8,522.9
Unlevered CFO	23,969.8	21,773.6	5,555.2	18,773.5	24,656.9
Free Cash Flow	7,311.0	(4,229.7)	26.0	5,842.7	10,248.8