



더 많은 리포트 보기

SK하이닉스 (000660)

신규 고객사 확보 기대

2023년 12월 8일

반도체 / 전기전자 Analyst 김동원
02-6114-2913 jeff.kim@kbf.com

연구원 이경아
02-6114-2111 kyunga.lee@kbf.com

북미 GPU 및 CSP 신규 고객사 확보 예상

KB증권은 SK하이닉스 목표주가 160,000원, 투자 의견 Buy를 유지한다. 이는 SK하이닉스가 ① 북미 GPU 및 클라우드 (CSP) 업체로의 신규 고객사 확보가 추정되고, ② HBM과 RDIMM (128GB DDR5 고용량 메모리 모듈) 등 고부가 스페셜티 (specialty) 메모리 매출 비중이 올해 전년대비 +3배 증가할 것으로 전망되어 2024~2025년 실적 상향 가능성이 높기 때문이다. 특히 SK하이닉스는 고부가 메모리의 독점 공급구조 확보 및 1b nm 생산성 향상으로 HBM과 RDIMM의 판가 (ASP)는 경쟁사 대비 두 자릿수 이상의 프리미엄을 당분간 유지할 것으로 예상된다.

D램 영업이익률, 경쟁사 대비 +2배 이상

4분기 SK하이닉스 D램 영업이익률 (27.2%)은 경쟁사 (10.8%) 대비 +2.5배 격차가 예상된다. 이는 ① TSV 기반의 128GB DDR5 고용량 서버 메모리 모듈 (RDIMM)을 데이터센터와 엔터프라이즈 서버 업체에 독점 공급하고, ② 1b nm 기반의 HBM 생산성도 동시에 개선되고 있기 때문이다. 특히 HBM과 RDIMM은 범용 메모리 대비 판가 (ASP)가 최소 +5배 이상 높아 영업이익률 개선의 주 요인으로 작용할 전망이다.

실적 상향 가능성 ↑, 추가 상승여력 충분

2025년까지 SK하이닉스 스페셜티 (HBM, RDIMM) 메모리 매출 비중은 전체의 절반 수준에 이를 것으로 추정되어 2024년, 2025년 실적 추정치 상향 가능성은 한층 높아질 전망이다. 2024년 메모리 시장은 생산량이 수요 (B/G 20%)의 절반 수준에 불과해 공급부족에 진입할 것으로 예상된다. 따라서 향후 2년간 전방산업 수요증가와 메모리 수급개선 지속을 가정한다면 SK하이닉스 시가총액 (현재 적정 시가총액 116조원: 목표주가 16만원)은 최대 150조원 (21만원) 수준에 이를 것으로 추정되어 최근 추가 상승에도 향후 추가 상승여력은 충분할 전망이다.

Buy 유지

목표주가 (유지, 원) **160,000**

Dividend yield* (%)	1.0
Total return (%)	28.4
현재가 (12/7, 원)	125,600
Consensus target price (원)	156,955
시가총액 (조원)	91.4

※ Dividend Yield는 12개월 Forward

Trading Data

Free float (%)	74.0
거래대금 (3m, 십억원)	421.3
외국인 지분율 (%)	52.7
주요주주 지분율 (%)	에스케이스퀘어 외 9인 20.1
	국민연금공단 7.9

Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.7	6.3	16.9	61.2
시장대비 상대수익률	-5.5	8.4	22.1	50.6

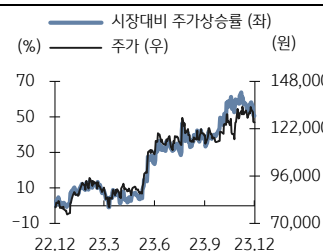
Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액 (십억원)	42,998	44,622	30,852	45,539
영업이익 (십억원)	12,410	6,809	-8,154	7,615
지배주주순이익 (십억원)	9,602	2,230	-8,182	4,366
EPS (원)	13,190	3,063	-11,240	5,997
증감률 (%)	101.9	-76.8	적전	흑전
P/E (x)	9.9	24.5	N/A	20.9
EV/EBITDA (x)	4.6	3.5	24.2	6.3
P/B (x)	1.5	0.9	1.7	1.6
ROE (%)	16.8	3.6	-13.9	7.7
배당수익률 (%)	1.2	1.6	1.0	1.0

Risk & Total Return (annualized over three years)

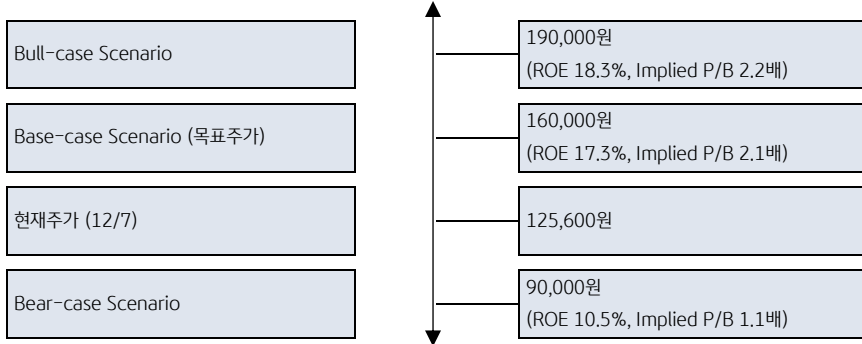


Stock Price & Relative Performance



자료: SK하이닉스, KB증권

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) AI 수요 증가에 따른 고사양 D램 매출 확대
- 2) NAND 업황 개선 및 수익 정상화

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 2023E DRAM ASP -42% 이내 하락
- 2) 2023E NAND ASP -50% 이내 하락

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 2023E DRAM ASP -42% 이상 하락
- 2) 2023E NAND ASP -50% 이상 하락

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	30,832	45,539	30,832	45,539	0.0	0.0
영업이익	-8,154	7,615	-8,154	7,615	0.0	0.0
지배주주순이익	-8,182	4,366	-8,182	4,366	0.0	0.0

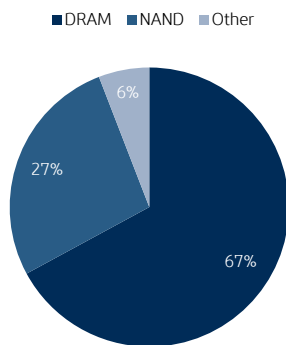
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	30,832	45,539	29,437	45,989	4.7	-1.0
영업이익	-8,154	7,615	-8,453	8,488	-3.5	-10.3
지배주주순이익	-8,182	4,366	-7,773	5,545	5.3	-21.3

자료: FnGuide, KB증권 추정

매출액 구성 (3Q23)



자료: SK하이닉스, KB증권

PEER 그룹 비교

(십억USD, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd ROE	12M Fwd P/B
SK하이닉스	69.6	N/A	N/A	-13.9	1.7
Intel	174.0	23.2	67.3	7.0	1.6
MU	80.7	N/A	N/A	-3.5	1.9

자료: FactSet Consensus, SK하이닉스는 KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation

2) 목표주가 산정:
24F BVPS 80,050 x P/B 2.0배

3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
190,000원 ~ 90,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
P/B 2.0배

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2023E	2024E
환율 1% 상승 시	0.9	0.9

표 1. 4분기 추정 DRAM 영업이익률 27%, 경쟁사 대비 +2.5배

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	12,156	13,811	10,983	7,672	5,088	7,306	9,066	9,372	44,622	30,832	45,539
DRAM	7,858	8,862	7,029	4,798	2,970	4,529	6,074	6,468	28,546	20,041	31,792
NAND	3,913	4,641	3,405	2,523	1,832	2,191	2,447	2,343	14,482	8,813	12,034
매출비중 (%)											
DRAM	65	64	64	63	58	62	67	69	64	65	70
NAND	32	34	31	33	36	30	27	25	32	29	26
Bit Growth (%)											
DRAM	(8)	10	(5)	0	(20)	35	22	10	1	16	19
NAND	19	13	(12)	7	(15)	50	5	(14)	51	25	16
ASP Growth (%)											
DRAM	(4)	(3)	(20)	(32)	(19)	8	12	8	(18)	(42)	39
NAND	2	(1)	(21)	(31)	(10)	(10)	(2)	2	(18)	(50)	14
영업이익	2,860	4,193	1,656	(1,898)	(3,402)	(2,882)	(1,792)	(78)	6,809	(8,154)	7,615
DRAM	2,722	3,499	1,985	176	(1,286)	(82)	703	1,759	8,382	1,095	13,046
NAND	107	261	(269)	(1,877)	(2,104)	(2,780)	(2,467)	(1,809)	(1,777)	(9,159)	(5,318)
영업이익률 (%)	24	30	15	(25)	(67)	(39)	(20)	(1)	15	(26)	17
DRAM	35	39	28	4	(43)	(2)	12	27	29	5	41
NAND	3	6	(8)	(74)	(115)	(127)	(101)	(77)	(12)	(104)	(44)
지배기업순이익	1,979	2,872	1,107	(3,728)	(2,580)	(2,991)	(2,188)	(423)	2,230	(8,182)	4,366
순이익률 (%)	16	21	10	(49)	(51)	(41)	(24)	(5)	5	(27)	10

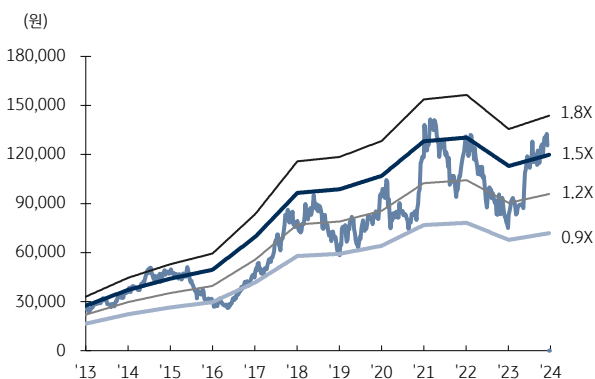
자료: SK하이닉스, KB증권 추정

표 2. SK하이닉스 Historical P/B 밸류에이션

(십억원, %, 배)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	10년 평균
매출액	14,165	17,126	18,798	17,198	30,109	40,445	26,991	31,900	42,998	44,622	28,435
영업이익	3,380	5,109	5,336	3,277	13,721	20,844	2,719	5,013	12,410	6,809	7,862
영업이익률	23.9	29.8	28.4	19.1	45.6	51.5	10.1	15.7	28.9	15.3	26.8
BVPS (원)	18,399	24,775	30,294	34,028	47,905	68,497	70,082	75,890	90,444	92,039	55,235
P/B (High)	2.0	2.1	1.7	1.4	1.9	1.4	1.4	1.6	1.7	1.5	1.7
P/B (Low)	1.3	1.4	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	1.0
P/B (Avg.)	1.6	1.8	1.3	1.0	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.1	1.3
ROE	25.2	27.0	21.9	13.0	36.8	38.5	4.2	9.5	16.9	3.6	19.7

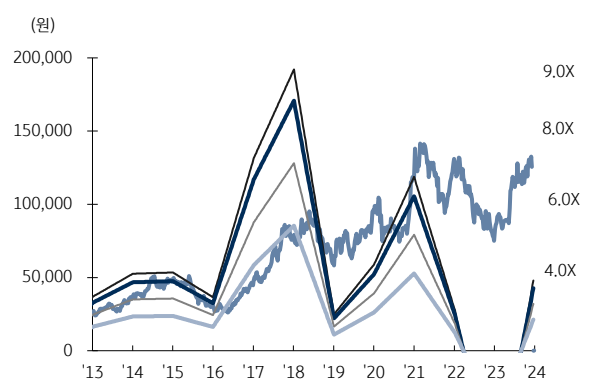
자료: SK하이닉스, KB증권

그림 1. SK하이닉스 2024E P/B 1.6배



자료: SK하이닉스, KB증권 추정

그림 2. SK하이닉스 2024E P/E 20.9배



자료: SK하이닉스, KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	31,900	42,998	44,622	30,832	45,539
매출원가	21,090	24,046	28,994	32,183	30,086
매출총이익	10,811	18,952	15,628	-1,351	15,454
판매비와관리비	5,798	6,542	8,818	6,775	7,726
영업이익	5,013	12,410	6,809	-8,154	7,615
EBITDA	14,785	23,067	20,961	5,099	20,443
영업외손익	1,224	1,006	-2,807	-2,207	-1,602
이자수익	28	22	90	137	101
이자비용	253	260	533	1,083	975
지분법손익	-36	162	131	35	39
기타영업외손익	1,486	1,081	-2,494	-1,296	-768
세전이익	6,237	13,416	4,003	-10,362	6,014
법인세비용	1,478	3,800	1,761	-2,180	1,652
당기순이익	4,759	9,616	2,242	-8,181	4,361
지배주주순이익	4,755	9,602	2,230	-8,182	4,366
수정순이익	4,755	9,602	2,230	-8,182	4,366

성장성 및 수익성 비율

(%)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액 성장률	18.2	34.8	3.8	-30.9	47.7
영업이익 성장률	84.3	147.6	-45.1	적전	흑전
EBITDA 성장률	30.4	56.0	-9.1	-75.7	301.0
지배기업순이익 성장률	137.1	101.9	-76.8	적전	흑전
매출총이익률	33.9	44.1	35.0	-4.4	33.9
영업이익률	15.7	28.9	15.3	-26.5	16.7
EBITDA이익률	46.4	53.7	47.0	16.5	44.9
세전이익률	19.6	31.2	9.0	-33.6	13.2
지배기업순이익률	14.9	22.3	5.0	-26.5	9.6

현금흐름표

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	12,315	19,798	14,781	-2,027	8,535
당기순이익	4,759	9,616	2,242	-8,181	4,361
유무형자산상각비	9,772	10,657	14,151	13,253	12,828
기타비현금손익 조정	36	3,697	5,380	-961	1,613
운전자본증감	-1,650	-3,018	-2,690	-5,117	-8,694
매출채권감소 (증가)	-935	-2,526	3,342	926	-2,069
재고자산감소 (증가)	-844	-697	-6,572	-5,271	-6,856
매입채무증가 (감소)	215	176	141	25	924
기타운전자본증감	-86	28	399	-797	-692
기타영업현금흐름	-602	-1,154	-4,303	-1,020	-1,573
투자활동 현금흐름	-11,840	-22,392	-17,884	-10,878	-15,278
유형자산투자감소 (증가)	-10,010	-12,407	-18,687	-8,453	-10,319
무형자산투자감소 (증가)	-800	-972	-738	-296	95
투자자산감소 (증가)	-483	-74	462	-1,835	-4,225
기타투자현금흐름	-548	-8,939	1,079	-294	-829
재무활동 현금흐름	252	4,492	2,822	10,820	7,927
금융부채 증감	932	5,289	4,491	10,727	6,921
자본의 증감	0	8	12	7	0
배당금 당기지급액	-684	-805	-1,681	-826	-619
기타재무현금흐름	4	0	0	912	1,625
기타현금흐름	-56	184	200	51	0
현금의 증가 (감소)	670	2,082	-81	-2,034	1,184
기말현금	2,976	5,058	4,977	2,943	4,127
잉여현금흐름 (FCF)	2,305	7,391	-3,906	-10,480	-1,784
순현금흐름	229	-2,486	-7,923	-13,874	-4,908
순현금 (순차입금)	-7,683	-10,168	-18,092	-31,965	-36,874

자료: SK하이닉스, KB증권 추정

재무상태표

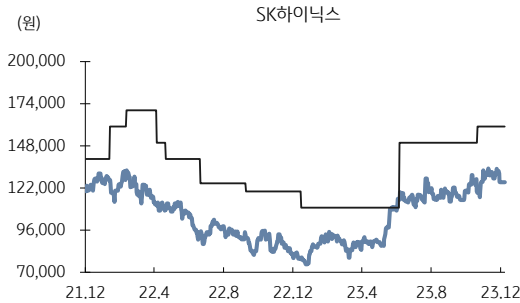
(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
자산총계	71,174	96,347	103,872	104,164	117,560
유동자산	16,571	26,907	28,733	31,963	43,738
현금 및 현금성자산	2,976	5,058	4,977	2,943	4,127
단기금융자산	1,977	3,626	1,446	1,767	2,596
매출채권	4,931	8,267	5,186	4,408	6,477
재고자산	6,136	8,950	15,665	21,063	27,919
기타유동자산	550	1,006	1,459	1,783	2,619
비유동자산	54,603	69,439	75,138	72,201	73,822
투자자산	7,553	8,624	7,368	9,000	13,225
무형자산	41,231	53,226	60,229	54,084	52,094
기타비유동자산	3,400	4,797	3,512	3,515	2,901
기타비유동자산	2,419	2,793	4,030	5,602	5,602
부채총계	19,265	34,155	40,581	49,311	59,261
유동부채	9,072	14,735	19,844	23,203	31,192
매입채무	1,046	1,359	2,186	1,968	2,891
단기금융부채	3,114	2,881	7,423	14,745	21,667
기타유동부채	4,912	10,495	10,234	6,490	6,634
비유동부채	10,192	19,420	20,737	26,108	28,069
장기금융부채	9,522	15,971	17,092	21,930	21,930
기타비유동부채	671	3,449	3,645	4,179	6,139
자본총계	51,909	62,191	63,291	54,853	58,299
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,335	4,336	4,345	4,345
기타자본항목	-2,503	-2,295	-2,311	-2,281	-2,281
기타포괄손익누계액	-405	675	899	1,442	1,353
이익잉여금	46,996	55,784	56,685	47,662	51,203
지배자본 계	51,889	62,157	63,266	54,826	58,277
비지배자본	21	34	24	28	23

주요투자지표

(X, %, 원)	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
Multiples					
P/E	18.1	9.9	24.5	N/A	20.9
P/B	1.7	1.5	0.9	1.7	1.6
P/S	2.7	2.2	1.2	3.0	2.0
EV/EBITDA	6.4	4.6	3.5	24.2	6.3
EV/EBIT	18.7	8.5	10.7	N/A	16.9
배당수익률	1.0	1.2	1.6	1.0	1.0
EPS	6,532	13,190	3,063	-11,240	5,997
BVPS	71,275	85,380	86,904	75,310	80,050
SPS (주당매출액)	43,819	59,063	61,293	42,351	62,554
DPS (주당배당금)	1,170	1,540	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	16.8	11.0	37.0	0.0	18.9
수익성지표					
ROE	9.5	16.8	3.6	-13.9	7.7
ROA	7.0	11.5	2.2	-7.9	3.9
ROIC	8.1	13.6	3.3	-7.9	5.5
안정성지표					
부채비율	37.1	54.9	64.1	89.9	101.7
순차입비율	14.8	16.4	28.6	58.3	63.3
유동비율	1.8	1.8	1.5	1.4	1.4
이자보상배율 (배)	19.8	47.7	12.8	-7.5	7.8
활동성지표					
총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.3	0.4
매출채권회전율	6.9	6.5	6.6	6.4	8.4
매입채무회전율	30.6	35.8	25.2	14.8	18.8
재고자산회전율	5.6	5.7	3.6	1.7	1.9

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



SK하이닉스 (000660)

변경일	투자의견	애널리스트	목표주가 (원)	과락율 (%)	
				평균	최고/최저
21-11-29	Buy	김동원	140,000	-11.21	
22-01-19	Buy	김동원	160,000	-22.56	-17.19
22-02-17	Buy	김동원	170,000	-28.96	-22.65
22-04-11	Buy	김동원	150,000	-26.15	-24.67
22-04-27	Buy	김동원	140,000	-24.74	-18.93
22-06-27	Buy	김동원	125,000	-23.89	-18.00
22-09-15	Buy	김동원	120,000	-27.92	-20.17
22-12-21	Buy	김동원	110,000	-18.59	4.91
23-06-12	Buy	김동원	150,000	-21.07	-13.33
23-10-27	Buy	김동원	160,000		

KB증권은 자료 공표일 현재 [SK하이닉스]를(를) 기초자산으로 하는 ELW의 발행자 및 유동성공급자입니다.

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2023. 09. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
89.0	11.0	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.