

SK하이닉스 (000660)

NAND 가격 및 China 리스크 완화

목표주가를 10만 원에서 12만 원으로 상향 조정

목표주가를 상향 조정하는 이유는 1) 월요일 종가가 98,000 원으로 기존 목표주가에 근접했고, 2) MCP (스마트폰용 NAND, DRAM 복합제품) 수출 호조에 힘입어 2021년 NAND 가격의 변동성이 완화될 것으로 전망하며, 3) 칭화유니그룹 채권 (2020.11.15 만기, US\$196M, RMB 1.3B) 상환 지연 (delay) 시도 실패를 계기로 중국발 메모리 반도체 굴기 리스크가 줄었기 때문이다. 칭화유니그룹 관련 뉴스 보도 이후 11/16 (월) 미국 반도체 공급사 주가는 이를 바로 반영했다. Micron +6.8%, Western Digital +5.1%로 마감했다.

목표주가 12만원 산정 시 Forward BPS 8만 원, PBR 1.5배 적용

BPS 추정치 변경은 크지 않다. 2021~2022년 전사 실적 추정치가 크게 변하지 않았기 때문이다. 다만 MCP 수출 호조와 이에 따른 NAND 가격의 변동성 완화를 반영해 NAND 및 기타 부문 영업이익은 2021년 7,675억 원 적자에서 2022년 4,934억 원 흑자 전환하는 것으로 추정한다. 2021년 하반기에 NAND 가격이 턴어라운드한다고 가정했기 때문이다. 2020년 분기별 NAND 가격 변화율은 1분기 -2%, 2분기 -1%, 3분기 +4%, 4분기 +6%로 추정한다. 삼성전자 외에 나머지 NAND 공급사들의 증설 규모가 제한적이고, 중국에서의 NAND 양산 가능성도 제한적이라고 가정했다.

한국 반도체 수출에서 MCP 수출이 호조세라 NAND 가격 방어

Huawei Rush Order가 발생했던 9월을 제외한, 10월과 8월의 MCP 수출 금액은 19.6억 달러, 17.8억 달러이다. 반도체 서플라이 체인 (팹리스, 파운드리, 후공정) 기업들을 체크해 보면, Huawei 매출의 빈자리를 OVX가 빠르게 채우고 있어, OVX의 부품 재고 축적이 2021년 상반기에도 지속되는 흐름이다. MCP 수출에서도 그런 흐름이라고 전제하면, 2020년 상반기 대비 성장 여부를 확인해야 하는데, 전년 1~6월의 MCP 수출 금액 평균이 월평균 15.6억 달러 (최고 19.9억 달러, 최저 11.9억 달러)임을 고려하면, OVX향 MCP 수출 호조는 2021년 상반기에 기저 효과를 누릴 것이다. 이런 흐름이 NAND 가격 방어에 기여할 것으로 판단해 2021년 1분기 및 2분기 NAND 가격을 각각 -2%, -1%로 가정한다.

칭화유니그룹의 재정 위기는 SK하이닉스 PBR에 긍정적

2015년 3분기에 칭화유니그룹을 중심으로 중국에서 반도체 굴기를 선언했을 때 SK하이닉스의 PBR은 Trailing 기준 Forward 기준 1.0배, Trailing 기준 1.2배를 하회했다. 미중 갈등이 커질 때도 유사한 흐름을 보였다. 어제 종가와 컨센서스 BPS 기준 Forward 및 Trailing PBR은 각각 1.21배, 1.35배이다. 목표주가 산정 시에 언급했던 것처럼 Forward PBR은 1.5배까지 상승할 것으로 전망한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 120,000원(상향) | CP(11월16일): 98,000원

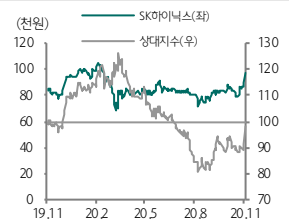
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,543.03
52주 최고/최저(원)	105,000/69,000
시가총액(십억원)	71,344.2
시가총액비중(%)	4.09
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,909,783.2
60일 평균 거래대금(십억원)	320.7
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.02
외국인지분율(%)	49.87
주요주주 지분율(%)	
SK텔레콤 외 2인	20.07
국민연금공단	11.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	14.9 19.7 15.0
상대	5.8 (9.3) (2.2)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	31,474.1	35,977.5
영업이익(십억원)	4,931.6	8,012.7
순이익(십억원)	3,670.8	6,047.3
EPS(원)	5,050	8,299
BPS(원)	74,483	81,936

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	40,445.1	26,990.7	31,264.1	35,120.2	40,698.7
영업이익	십억원	20,843.8	2,712.7	4,936.2	7,577.6	11,506.8
세전이익	십억원	21,341.0	2,442.7	4,938.0	7,789.6	11,752.5
순이익	십억원	15,540.1	2,013.3	3,735.1	6,225.4	9,392.6
EPS	원	21,346	2,765	5,131	8,551	12,902
증감율	%	46.04	(87.05)	85.57	66.65	50.88
PER	배	2.83	34.03	19.10	11.46	7.60
PBR	배	0.89	1.36	1.33	1.20	1.06
EV/EBITDA	배	1.50	6.77	5.56	4.43	3.26
ROE	%	38.53	4.25	7.54	11.53	15.43
BPS	원	67,794	69,281	73,785	81,396	92,701
DPS	원	1,500	1,000	1,000	1,700	2,600



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA
김주연
kim_juyeon@hanafn.com

표 1. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
DRAM												
Q: 1Gb eq./백만대	10,906	11,124	11,513	12,089	11,847	12,558	13,814	14,090	37,916	45,631	52,308	60,052
비트그로스	-4%	+2%	+4%	+5%	-2%	+6%	+10%	+2%	+22%	+20%	+15%	+15%
P: 가격	0.40	0.46	0.43	0.39	0.39	0.43	0.46	0.44	0.49	0.42	0.43	0.42
QoQ%, YoY%	+3%	+15%	-7%	-10%	+0%	+10%	+7%	-3%	-48%	-14%	+1%	-2%
NAND												
Q: 8Gb eq./백만대	12,601	13,206	14,328	14,615	14,030	17,257	18,638	20,409	38,970	54,751	70,335	89,490
비트그로스	+12%	+5%	+9%	+2%	-4%	+23%	+8%	+10%	+53%	+40%	+28%	+27%
P: 가격	0.12	0.13	0.12	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.12	0.12	0.10	0.10
QoQ%, YoY%	+7%	+8%	-10%	-13%	-2%	-1%	+4%	+6%	-57%	-2%	-13%	+2%
매출												
전사	7,199.0	8,606.7	8,128.6	7,330.1	7,128.4	8,352.1	9,680.2	9,959.6	26,990.8	31,264.4	35,120.2	40,698.7
DRAM	5,249.0	6,300.6	5,876.3	5,356.7	5,249.6	6,121.0	7,204.5	7,128.1	20,932.0	22,782.6	25,703.2	28,781.5
NAND	1,807.0	2,089.1	1,976.3	1,691.8	1,591.7	1,938.2	2,176.9	2,526.8	5,302.0	7,564.3	8,233.5	10,636.0
영업이익												
전사	800.3	1,947.0	1,299.7	889.5	846.8	1,493.4	2,564.4	2,673.0	2,712.7	4,936.5	7,577.6	11,506.8
DRAM	1,154.8	2,205.2	1,592.5	1,205.3	1,128.7	1,805.7	2,737.7	2,673.0	5,998.8	6,157.7	8,345.1	11,013.4
NAND 및 기타	-354.5	-258.2	-292.8	-315.7	-281.8	-312.3	-173.3	0.0	-3,285.3	-1,221.2	-767.5	493.4
영업이익률%												
전사	11%	23%	16%	12%	12%	18%	26%	27%	10%	16%	22%	28%
DRAM	22%	35%	27%	23%	22%	30%	38%	38%	29%	27%	32%	38%
NAND 및 기타	-18%	-11%	-13%	-16%	-15%	-14%	-7%	0%	-54%	-14%	-8%	4%
순이익												
전사	649.1	1,264.3	1,077.9	746.2	711.2	1,233.7	2,096.1	2,184.3	2,016.4	3,737.4	6,225.3	9,392.3
순이익률%	9%	15%	13%	10%	10%	15%	22%	22%	7%	12%	18%	23%

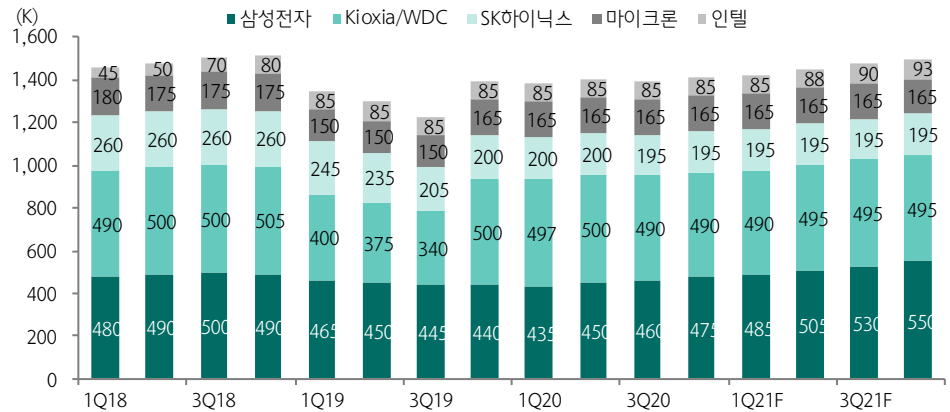
자료: SK하이닉스, 하나금융투자

삼성전자는 Xian 및 평택 2기
생산라인에서 NAND 중설 지속

SK하이닉스의 경우 인텔의 NAND
Flash 사업 인수 영향으로 NAND
중설 규모는 제한적

Kioxia와 Micron은 각각 일본과
싱가포르에서 소규모 중설 전개

그림 1. NAND Flash 공급사의 생산라인 전망 (삼성전자의 적극적, 경쟁사의 소극적 중설 전제)



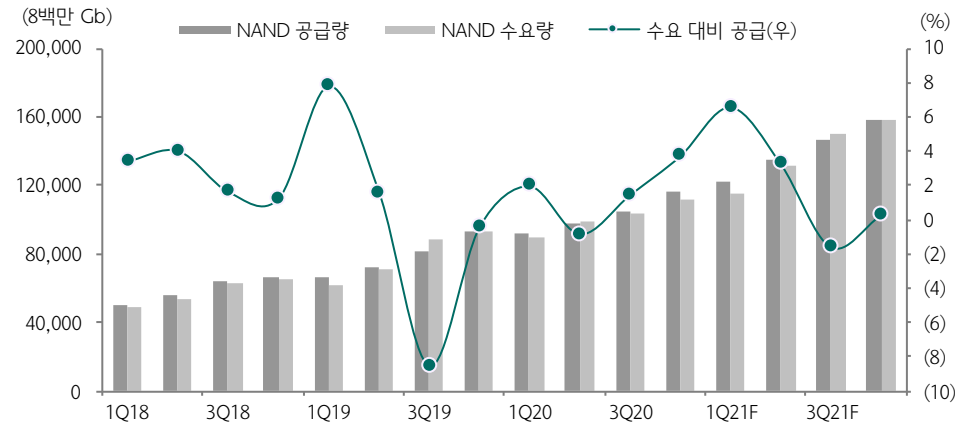
자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

2019년에는 무역 분쟁과 Kioxia
정전 사건의 영향으로 2019년 2분
기부터 3분기까지 감소 전개

이후 삼성전자가 Xian 2기 생산라
인에 NAND 중설을 전개하며 공급
량이 다시 증가하는 중

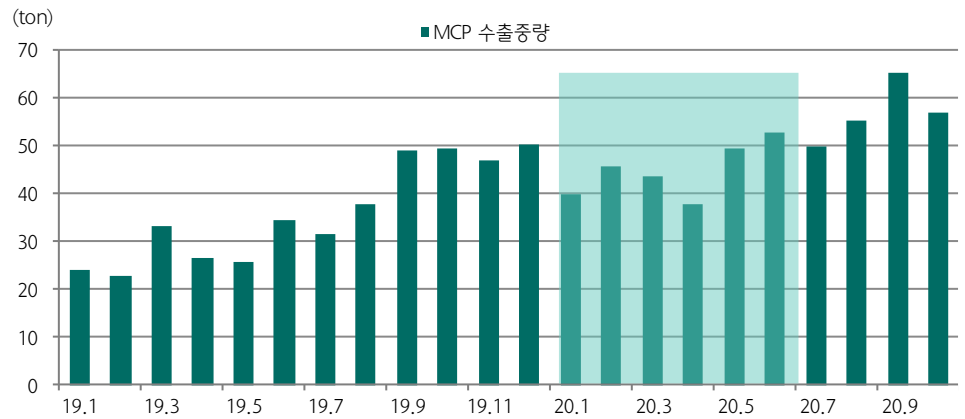
나머지 공급사들의 중설이 제한적
이므로 2021년 NAND 수급은 소폭
의 공급 과잉 예상

그림 2. 2021년 NAND Flash 수요 대비 소폭 공급 과잉 (삼성전자의 적극적, 경쟁사의 소극적 중설 전제)



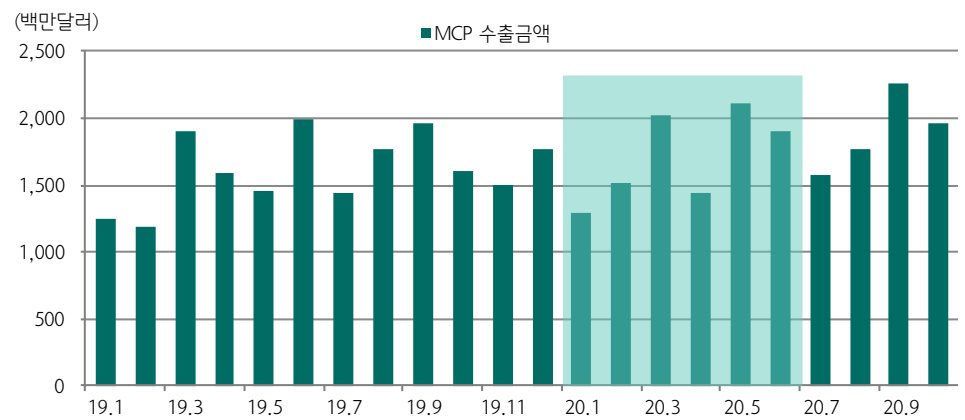
자료: DRAMeXchange, 하나금융투자

그림 3. MCP (안드로이드 스마트폰용 NAND+DRAM 복합제품) 수출증량, 눈에 띄게 증가



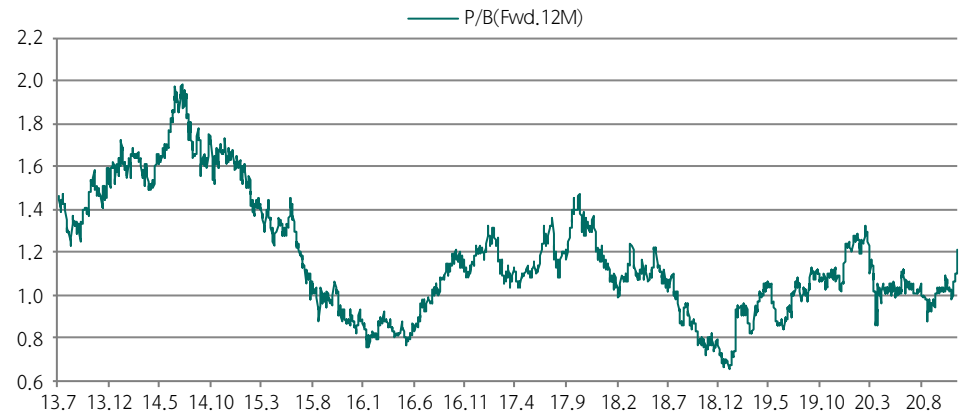
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 4. MCP (안드로이드 스마트폰용 NAND+DRAM 복합제품) 수출금액, 2020년 상반기 기저 낮음



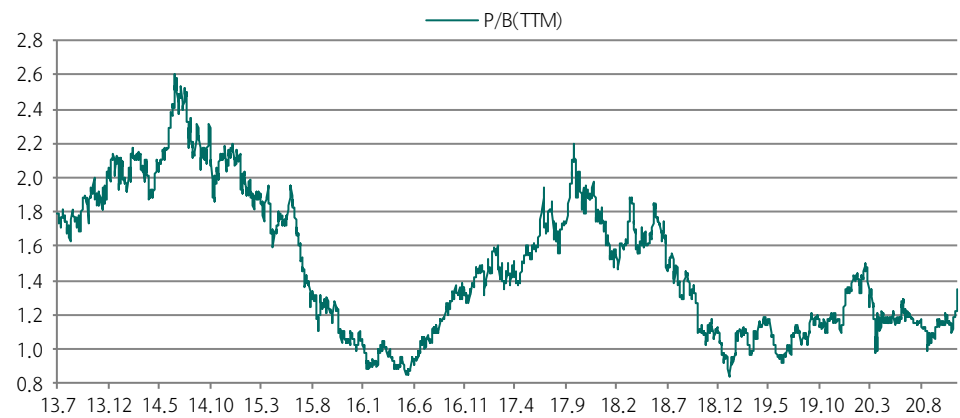
자료: 무역통계, 하나금융투자

그림 5. Forward PBR, 3Q15 청화유니그룹 중심의 반도체 굴기 선언 이후 1.0배 하회, 현재 1.21배



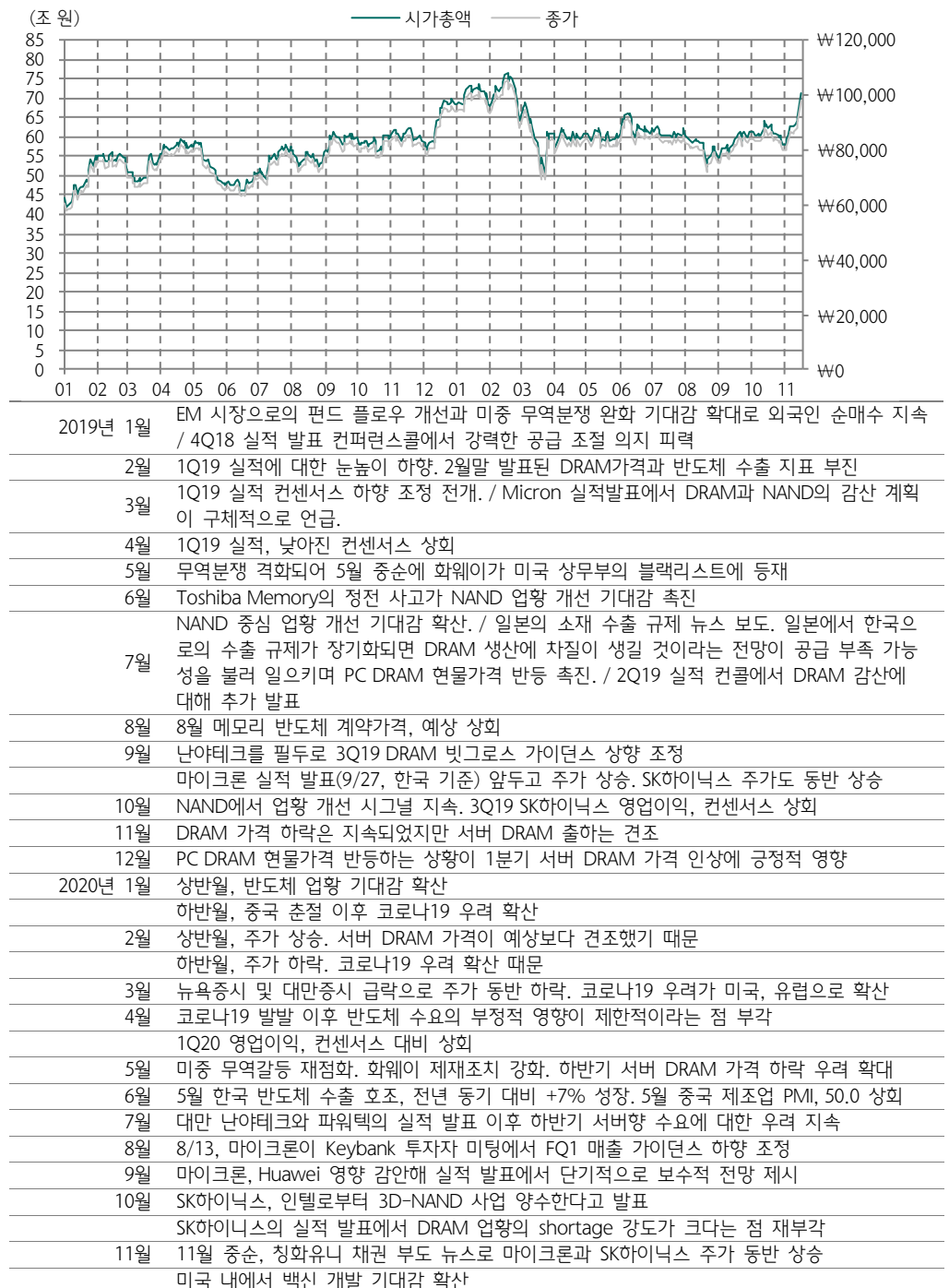
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 6. Trailing PBR, 3Q15 3분기 청화유니그룹 중심의 반도체 굴기 선언 이후 1.2배 하회, 현재 1.35배



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 7. SK하이닉스의 시가총액 및 주가 추이와 월별 이벤트



자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	40,445.1	26,990.7	31,264.1	35,120.2	40,698.7
매출원가	15,180.8	18,825.3	21,451.7	22,801.4	23,697.5
매출총이익	25,264.3	8,165.4	9,812.4	12,318.8	17,001.2
판매비	4,420.5	5,452.7	4,876.2	4,741.2	5,494.3
영업이익	20,843.8	2,712.7	4,936.2	7,577.6	11,506.8
금융손익	549.8	(267.2)	(488.5)	(217.6)	(155.6)
종속/관계기업손익	13.0	22.6	16.2	0.0	0.0
기타영업외손익	(65.5)	(25.4)	474.1	429.5	401.2
세전이익	21,341.0	2,442.7	4,938.0	7,789.6	11,752.5
법인세	5,801.0	426.3	1,200.6	1,564.1	2,359.9
계속사업이익	15,540.0	2,016.4	3,737.4	6,225.4	9,392.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15,540.0	2,016.4	3,737.4	6,225.4	9,392.6
비자배주주지분 순이익	(0.1)	3.1	2.3	0.0	0.0
지배주주순이익	15,540.1	2,013.3	3,735.1	6,225.4	9,392.6
지배주주지분포괄이익	15,471.8	2,107.0	3,961.8	6,220.4	9,385.0
NOPAT	15,177.9	2,239.3	3,736.1	6,056.0	9,196.3
EBITDA	27,272.1	11,266.1	14,568.4	16,899.8	20,740.8
성장성(%)					
매출액증가율	34.33	(33.27)	15.83	12.33	15.88
NOPAT증가율	39.69	(85.25)	66.84	62.09	51.85
EBITDA증가율	45.47	(58.69)	29.31	16.00	22.73
영업이익증가율	51.91	(86.99)	81.97	53.51	51.85
(지배주주)순이익증가율	46.03	(87.04)	85.52	66.67	50.88
EPS증가율	46.04	(87.05)	85.57	66.65	50.88
수익성(%)					
매출총이익률	62.47	30.25	31.39	35.08	41.77
EBITDA이익률	67.43	41.74	46.60	48.12	50.96
영업이익률	51.54	10.05	15.79	21.58	28.27
계속사업이익률	38.42	7.47	11.95	17.73	23.08

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	21,346	2,765	5,131	8,551	12,902
BPS	67,794	69,281	73,785	81,396	92,701
CFPS	38,217	15,868	20,497	23,805	29,042
EBITDAPS	37,462	15,475	20,011	23,214	28,490
SPS	55,556	37,075	42,945	48,242	55,905
DPS	1,500	1,000	1,000	1,700	2,600
주가지표(배)					
PER	2.83	34.03	19.10	11.46	7.60
PBR	0.89	1.36	1.33	1.20	1.06
PCR	1.58	5.93	4.78	4.12	3.37
EV/EBITDA	1.50	6.77	5.56	4.43	3.26
PSR	1.09	2.54	2.28	2.03	1.75
재무비율(%)					
ROE	38.53	4.25	7.54	11.53	15.43
ROA	28.49	3.13	5.50	8.58	11.94
ROIC	41.09	4.82	7.10	11.00	16.68
부채비율	35.87	35.14	38.81	30.50	28.15
순부채비율	(6.60)	16.14	18.89	6.30	(5.82)
이자보상배율(배)	220.25	11.37	18.83	30.18	52.67

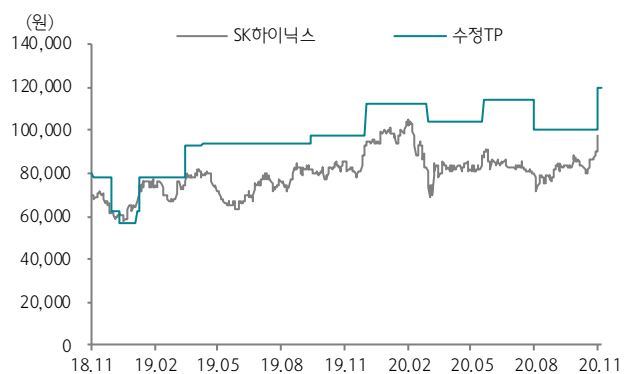
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	19,894.1	14,457.6	15,060.0	19,249.6	28,547.5
금융자산	8,374.2	4,001.6	4,201.6	7,077.6	14,475.3
현금성자산	2,349.3	2,306.1	2,981.5	5,817.8	13,157.9
매출채권	6,320.0	4,261.7	4,509.6	5,065.8	5,870.4
재고자산	4,422.7	5,295.8	5,603.9	6,295.1	7,295.0
기타유동자산	777.2	898.5	744.9	811.1	906.8
비유동자산	43,764.2	50,331.9	56,049.8	54,832.6	54,750.5
투자자산	4,916.2	5,186.8	5,471.8	5,576.8	5,728.6
금융자산	4,354.0	4,418.0	4,658.3	4,663.0	4,669.7
유형자산	34,952.6	39,949.9	45,359.3	44,720.9	45,024.0
무형자산	2,678.8	2,571.0	3,186.8	2,503.1	1,966.1
기타비유동자산	1,216.6	2,624.2	2,031.9	2,031.8	2,031.8
자산총계	63,658.3	64,789.5	71,109.7	74,082.3	83,298.1
유동부채	13,031.9	7,874.0	10,137.5	7,545.7	8,498.7
금융부채	1,614.3	2,943.0	4,318.0	1,094.2	1,133.0
매입채무	1,096.4	1,042.5	1,103.2	1,239.3	1,436.1
기타유동부채	10,321.2	3,888.5	4,716.3	5,212.2	5,929.6
비유동부채	3,774.2	8,972.3	9,745.2	9,768.1	9,801.2
금융부채	3,667.6	8,796.9	9,559.6	9,559.6	9,559.6
기타비유동부채	106.6	175.4	185.6	208.5	241.6
부채총계	16,806.0	16,846.3	19,882.8	17,313.9	18,299.9
지배주주지분	46,845.7	47,928.4	51,207.0	56,748.4	64,978.2
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
자본조정	(2,506.5)	(2,504.7)	(2,503.9)	(2,503.9)	(2,503.9)
기타포괄이익누계액	(482.8)	(298.9)	(63.1)	(63.1)	(63.1)
이익잉여금	42,033.6	42,930.7	45,972.6	51,514.1	59,743.8
비지배주주지분	6.6	14.8	20.0	20.0	20.0
자본총계	46,852.3	47,943.2	51,227.0	56,768.4	64,998.2
순금융부채	(3,092.2)	7,738.3	9,676.0	3,576.2	(3,782.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22,227.2	6,483.2	13,678.6	14,888.8	17,673.6
당기순이익	15,540.0	2,016.4	3,737.4	6,225.4	9,392.6
조정	868	420	1,052	932	923
감가상각비	6,428.3	8,553.4	9,632.2	9,322.1	9,234.0
외환거래손익	55.1	(21.7)	(10.7)	0.0	0.0
지분법손익	(13.0)	(22.6)	(16.2)	0.0	0.0
기타	(5,602.4)	(8,089.1)	(8,553.3)	(8,390.1)	(8,311.0)
영업활동 자산부채 변동	(1,996.9)	270.1	(579.6)	(658.7)	(952.9)
투자활동 현금흐름	(21,428.7)	(10,450.9)	(14,129.5)	(8,144.8)	(9,209.5)
투자자산감소(증가)	(4,501.7)	(270.6)	(285.0)	(105.0)	(151.9)
자본증가(감소)	(15,904.4)	(13,866.4)	(14,287.7)	(8,000.0)	(9,000.0)
기타	(1,022.6)	3,686.1	443.2	(39.8)	(57.6)
재무활동 현금흐름	(1,395.3)	3,903.2	1,144.4	(3,907.7)	(1,124.1)
금융부채증가(감소)	1,110.7	6,457.9	2,137.7	(3,223.7)	38.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,800.0)	(1,528.7)	(309.3)	0.0	(0.1)
배당지급	(706.0)	(1,026.0)	(684.0)	(684.0)	(1,162.8)
현금의 증감	(600.7)	(43.2)	675.5	2,836.3	7,340.1
Unlevered CFO	27,821.9	11,552.2	14,921.6	17,329.9	21,142.7
Free Cash Flow	6,191.1	(7,437.1)	(643.8)	6,888.8	8,673.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.17	BUY	120,000		
20.8.17	BUY	100,000	-17.98%	-2.00%
20.6.4	BUY	114,000	-26.26%	-20.18%
20.3.16	BUY	104,000	-21.32%	-14.71%
19.12.18	BUY	112,000	-13.99%	-6.25%
19.9.30	BUY	98,000	-16.34%	-5.31%
19.4.26	BUY	94,000	-21.46%	-10.32%
19.4.1	BUY	93,000	-14.81%	-12.04%
19.1.25	Neutral	78,000	-7.03%	-0.77%
19.1.21	Neutral	62,000	9.62%	7.42%
18.12.27	Neutral	57,000	8.95%	1.23%
18.12.17	Neutral	62,000	-3.09%	-5.48%
18.11.19	BUY	78,000	-12.73%	-7.82%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.09%	7.91%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 17일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.