

SK하이닉스 (000660)

주가는 16만 원까지 올라갈 수 있을까

목표주가 12만 원으로 상향 조정한 이후 주가 11.2% 상승

11/17, 하나금융투자의 SK하이닉스 목표주가 상향 조정 이후 SK하이닉스 주가는 98,000원에서 109,000원까지 11.2% 상승했다. 수급 측면에서 외국인 순매수 (최근 5일 동안 2,264억 원), 펀더멘털 측면에서 미국 경쟁사 Micron의 9~11월 실적 가이드스 상향 조정이 긍정적이었다.

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

목표주가 12만 원은 BPS 8만 원, PBR 1.5배 기준이다. 최근 주가 상승에 힘입어 SK하이닉스의 12개월 Forward PBR은 1.3배까지 상승했고, 미국 경쟁사 Micron의 Forward PBR은 1.8배까지 상승했다. SK하이닉스 주가가 16만 원까지 상승하려면 BPS와 PBR 중에서 PBR이 상승하는 경우에 주가 상승 속도가 빠를 것이다. PBR이 2.0배까지 상승하면 주가는 16만 원 (BPS 8만 원, PBR 2.0배)까지 바라볼 수 있다.

PBR이 2.0배까지 상승하면 주가는 16만 원까지 상승 가능

SK하이닉스의 Forward PBR이 마지막으로 2.0배에 근접했던 적은 2014년 상반기의 메모리 평화 시대이다. (본문 그림 참고) 칭화유니그룹이 반도체 굴기를 선언하기 전이라 중국 기업의 메모리 산업 진입 리스크가 제로 수준이었다. 삼성전자가 모바일 고객사 요청으로 DRAM에서 대규모 증설을 전개하기 전이었다. 당시 SK하이닉스의 PBR 하락을 유발했던 요인은 중국 경쟁사의 진입과 한국 경쟁사의 증설이다.

PBR의 할인 요인 중에 1) 중국 진입 리스크 작아져 긍정적

상기 2가지 PBR 할인 요인 중에 중국 경쟁사의 진입 리스크는 작아졌다. 칭화유니그룹의 자금난 뉴스가 이어지고 있으며, 11/15 만기 채권에 대한 불이행이 자금난 뉴스에 방점을 찍었다. 칭화유니그룹 산하의 YMTC는 2020년 말까지 128단 NAND Flash 양산을 목표로 하고 있었지만, 64단 적층 제품이 주로 생산되고 있는 것으로 추정한다. 결론적으로 중국발 리스크는 작아졌고, 이러한 점은 SK하이닉스의 PBR이 상승할 수 있는 근거가 된다.

PBR 할인 요인 중에 2) 삼성전자 증설 리스크도 작아지는 중

그렇다면 삼성전자가 끼치는 영향은 어떻게? SK하이닉스 관점에서 미중 무역갈등을 제외한 산업 측면의 리스크는 결국 삼성전자의 DRAM 증설 리스크 또는 빠른 공급 확대 리스크이다. 다행스러운 점은 공급사간 DRAM 미세 공정 전환 속도 차이가 줄어들어 미세화에 따른 공급 증가(Bit Growth)는 제한적이라는 점이다. 삼성전자의 시설투자 우선순위가 5nm 시스템 반도체와 3D-NAND 고단화라는 점과 삼성전자 투자자들의 주주 이익 환원 기대감을 감안하면 DRAM 대규모 증설의 우선순위는 매우 낮다. 이러한 환경에서 SK하이닉스의 PBR이 2배까지 상승할지 지켜보자.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(12월02일): 109,000원

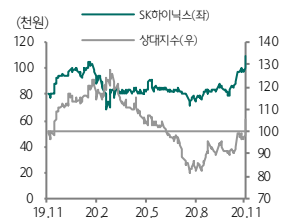
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,675.90
52주 최고/최저(원)	109,000/69,000
시가총액(십억원)	79,352.3
시가총액비중(%)	4.32
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,703,265.4
60일 평균 거래대금(십억원)	323.6
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.02
외국인지분율(%)	50.42
주요주주 지분율(%)	
SK텔레콤 외 2인	20.07
국민연금공단	11.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	36.9 30.9 35.4
상대	17.7 2.1 5.9

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	31,432.6	35,913.1
영업이익(십억원)	4,912.2	8,046.3
순이익(십억원)	3,661.2	6,070.5
EPS(원)	5,033	8,320
BPS(원)	74,462	82,049

Stock Price



Financial Data

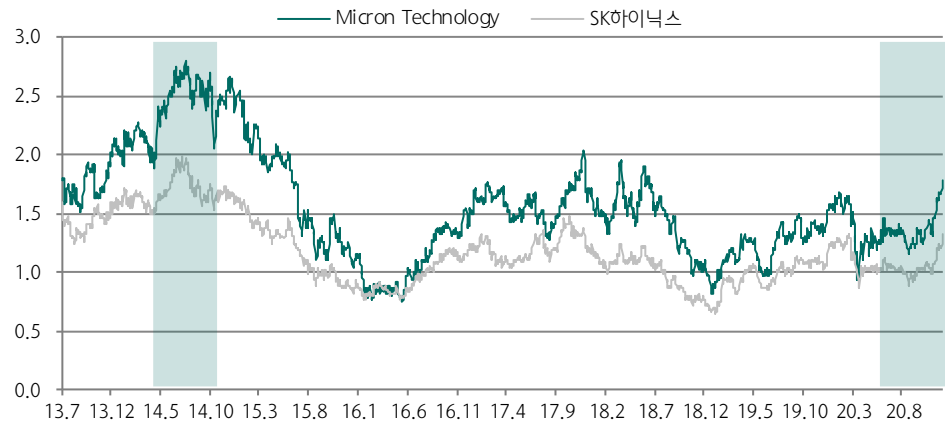
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	40,445.1	26,990.7	31,264.1	35,120.2	40,698.7
영업이익	십억원	20,843.8	2,712.7	4,936.2	7,577.6	11,506.8
세전이익	십억원	21,341.0	2,442.7	4,938.0	7,789.6	11,752.5
순이익	십억원	15,540.1	2,013.3	3,735.1	6,225.4	9,392.6
EPS	원	21,346	2,765	5,131	8,551	12,902
증감율	%	46.04	(87.05)	85.57	66.65	50.88
PER	배	2.83	34.03	21.24	12.75	8.45
PBR	배	0.89	1.36	1.48	1.34	1.18
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

그림 1. SK하이닉스 Forward PBR, 2014년 메모리 업종 평화 시대에 2.0배 근접. 현재는 1.3배까지 반등



자료: WSEfn, 하나금융투자

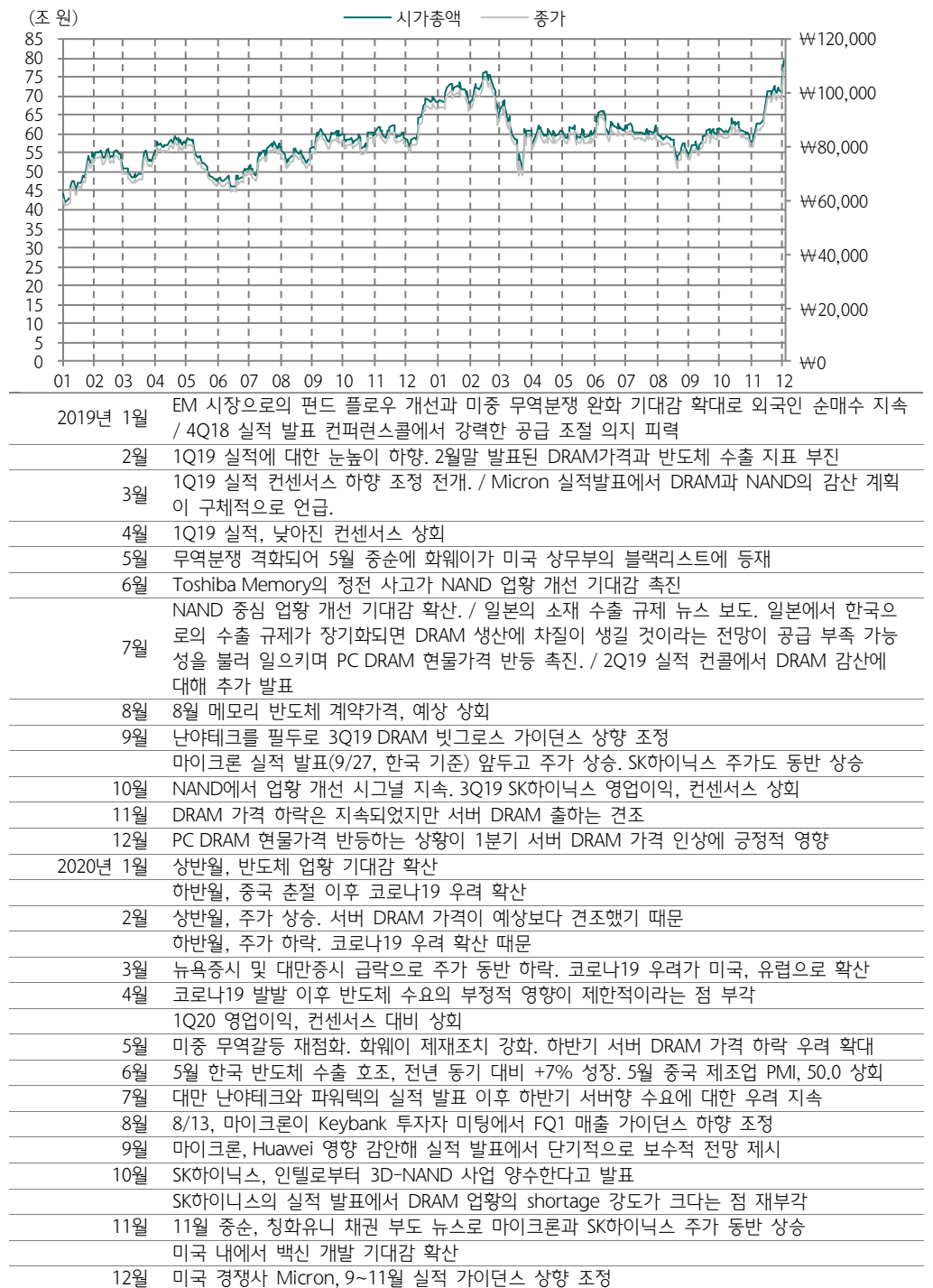
표 1. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정 (11/17 이후 변경 없음)

(단위: 십억 원, %)

DRAM	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
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
빗그로스	-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	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
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
빗그로스	+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	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
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	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
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%	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
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	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
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

그림 2. 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	21.24	12.75	8.45
PBR	0.89	1.36	1.48	1.34	1.18
PCR	1.58	5.93	5.32	4.58	3.75
EV/EBITDA	1.50	6.77	5.56	4.43	3.26
PSR	1.09	2.54	2.54	2.26	1.95
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

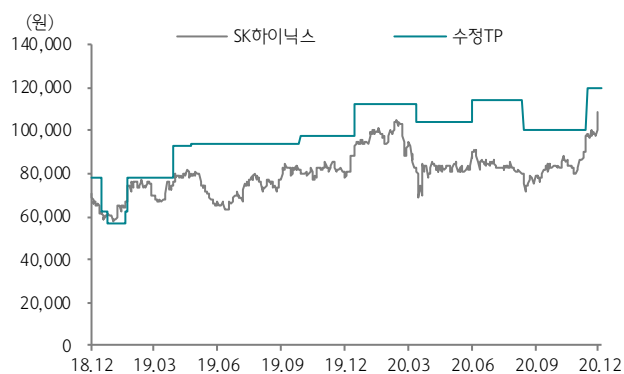
자료: 하나금융투자

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	56,768.4	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	92.62%	7.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 12월 3일

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 12월 3일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 12월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.