

# SK하이닉스 (000660)

반도체/장비



이재윤

02 3770 5727  
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 백길현

02 3770 5635  
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>157,000원 (U)</b>
현재주가 (1/8)	<b>138,000원</b>
상승여력	<b>14%</b>

시가총액	1,004,643억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	4,401억원
60일 평균 거래량	4,152,380주
52주 고	138,000원
52주 저	69,000원
외인지분율	50.09%
주요주주	SK텔레콤 외 2인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	20.0	66.5	41.7
상대	2.8	26.3	(3.3)
절대(달러환산)	19.5	76.2	52.2

## Valuation 부담보다는 업황 초입에 주목

### 4Q20 영업이익 8,830억원 전망

지난 4분기 매출액과 영업이익은 각각 7.3조원(YoY 5.8%, QoQ -9.9%), 8,830억원(YoY 274%, QoQ -32%, OPM 12%)으로 시장 컨센서스와 부합할 전망이다.

환율과 메모리반도체 가격 환경은 비우호적이었지만, DRAM과 NAND B/G가 각각 10%, 7%로 당초 예상을 상회한 것으로 파악되기 때문이다.

### 1Q21 영업이익 1.18조원으로 반등할 전망

올 1분기 매출액과 영업이익은 각각 7.4조원(YoY 3%, QoQ 1%), 1.18조원(YoY 48%, QoQ 34%, OPM 16%)으로 실적 반등에 성공할 전망이다. 1Q21 DRAM과 NAND ASP 증감율을 각각 +5%, -4%로 가정해 실적 추정치에 반영했다.

2020년 하반기부터 모바일 고객사들의 메모리반도체 Restocking이 본격화되면서 공급사들의 재고 수준이 충분히 낮아진 데다가 주요 DRAM 공급사들의 Capa 감소는 지속되고 있기 때문에 1Q21초부터 DRAM 가격 상승이 예상된다. 이는 당초 예상 반등 시점인 1Q21말 대비 2~3개월 앞당겨 지고 있는 것이다.

### Valuation 부담보다는 업황 초입이라는 점에 주목

이번 메모리반도체 가격 상승 사이클이 시작돼 안했는데 이미 동사 주가는 급등해 PBR 1.7X까지 올라왔다는 점이 부담요인이 될 수 있을 것이다. 메모리반도체 가격이 이례적으로 급등했던 2017년 당시 동사 주가의 고점 PBR은 1.9X 수준이었기 때문이다.

하지만 1) 반등 시점이 기존 예상보다 앞당겨 지고 있고, 2) 반등 강도도 기존 예상보다 높아지고 있기 때문에, 3) Valuation 부담보다는 메모리반도체 상승 사이클 초입이라는 점에 주목해야 할 것이다.

동사에 대한 투자 의견 BUY를 유지하되 목표주가를 12.7만원(Target PBR 1.5X)에서 15.7만원(Target PBR 2.0X)으로 상향조정한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	73,273	5.8	-9.9	75,087	-2.4
영업이익	8,833	274.2	-32.0	8,840	-0.1
세전계속사업이익	8,968	흑전	-33.5	8,225	9.0
지배순이익	7,168	흑전	-33.5	7,417	-3.4
영업이익률 (%)	12.1	+8.7 %pt	-3.9 %pt	11.8	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	9.8	흑전	-3.5 %pt	9.9	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	404,451	269,907	312,615	360,711
영업이익	208,438	27,127	49,300	97,801
지배순이익	155,401	20,133	37,051	76,054
PER	3.7	27.4	23.3	13.2
PBR	1.1	1.1	1.6	1.7
EV/EBITDA	2.0	5.6	6.3	5.6
ROE	38.5	4.2	7.5	14.5

자료: 유안타증권

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
<b>DRAM (1Gb Eqv.)</b>	<b>7,121</b>	<b>8,075</b>	<b>9,932</b>	<b>10,826</b>	<b>10,340</b>	<b>10,547</b>	<b>10,937</b>	<b>12,031</b>	<b>11,911</b>	<b>12,863</b>	<b>14,021</b>	<b>14,442</b>	<b>35,955</b>	<b>43,855</b>	<b>53,237</b>
YoY(%)	10%	8%	27%	41%	45%	31%	10%	11%	15%	22%	28%	20%	22%	22%	21%
QoQ(%)	-7%	13%	23%	9%	-4%	2%	4%	10%	-1%	8%	9%	3%			
<b>NAND (8Gb Eqv.)</b>	<b>10,995</b>	<b>15,436</b>	<b>15,359</b>	<b>16,957</b>	<b>18,907</b>	<b>19,852</b>	<b>21,539</b>	<b>23,047</b>	<b>24,199</b>	<b>27,345</b>	<b>31,447</b>	<b>35,221</b>	<b>58,747</b>	<b>83,345</b>	<b>118,213</b>
YoY(%)	46%	73%	45%	45%	72%	29%	40%	36%	28%	38%	46%	53%	52%	42%	42%
QoQ(%)	-6%	40%	-1%	10%	12%	5%	9%	7%	5%	13%	15%	12%			

자료: 유안타증권 리서치센터

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
<b>Sales</b>	<b>6,773</b>	<b>6,452</b>	<b>6,839</b>	<b>6,927</b>	<b>7,199</b>	<b>8,607</b>	<b>8,129</b>	<b>7,327</b>	<b>7,430</b>	<b>8,734</b>	<b>9,788</b>	<b>10,119</b>	<b>26,992</b>	<b>31,263</b>	<b>36,071</b>
YoY(%)	-22%	-38%	-40%	-30%	6%	33%	19%	6%	3%	1%	20%	38%	-33%	16%	15%
QoQ(%)	-32%	-5%	6%	1%	4%	20%	-6%	-10%	1%	18%	12%	3%			
DRAM	5,540	4,968	5,273	5,178	5,208	6,204	5,865	5,314	5,470	6,442	7,444	7,667	20,958	22,590	27,023
NAND	1,150	1,417	1,340	1,425	1,741	2,002	1,923	1,713	1,710	1,891	2,044	2,152	5,333	7,380	7,797
Others	83	67	226	325	250	401	342	300	250	401	300	300	701	1,293	1,251
<b>OP</b>	<b>1,366</b>	<b>638</b>	<b>473</b>	<b>236</b>	<b>800</b>	<b>1,947</b>	<b>1,300</b>	<b>883</b>	<b>1,186</b>	<b>2,215</b>	<b>3,084</b>	<b>3,295</b>	<b>2,713</b>	<b>4,931</b>	<b>9,780</b>
YoY(%)	-69%	-89%	-93%	-95%	-41%	205%	175%	275%	48%	14%	137%	273%	-87%	82%	98%
QoQ(%)	-69%	-53%	-26%	-50%	240%	143%	-33%	-32%	34%	87%	39%	7%			
DRAM	2,220	1,612	1,327	988	1,142	2,067	1,486	1,082	1,385	2,314	3,207	3,441	6,147	5,776	10,347
NAND	-861	-984	-858	-759	-347	-126	-194	-207	-205	-106	-131	-155	-3,462	-875	-597
Others	7	10	3	7	6	7	8	9	6	7	8	9	27	30	30
OPM(%)	20%	10%	7%	3%	11%	23%	16%	12%	16%	25%	32%	33%	10%	16%	27%

자료: 유안타증권 리서치센터

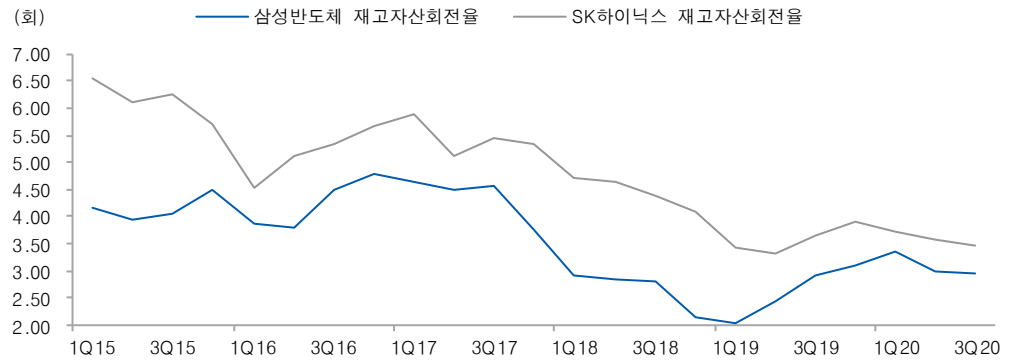
국내 반도체 재고자산 변화추이

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
삼성반도체 회전율	4.65	4.48	4.57	3.77	2.92	2.83	2.8	2.14	2.04	2.44	2.92	3.1	3.35	2.98	2.94
삼성반도체 재고	5,346	5,450	5,925	6,973	8,316	9,503	10,454	12,763	14,580	14,521	12,616	11,912	11,467	12,393	13,186
QoQ(%)	1%	2%	9%	18%	19%	14%	10%	22%	14%	0%	-13%	-6%	-4%	8%	6%
제품및상품	757	804	759	1,095	1,364	1,567	1,609	2,498	2,036	2,155	1,566	1,741	1,487	1,855	1,460
반제품및재공품	3,913	3,932	4,364	5,179	6,136	7,132	7,974	9,379	11,504	11,104	9,710	8,773	8,513	8,965	9,985
원재료및저장품	598	663	767	659	767	756	825	864	971	1,160	1,270	1,332	1,407	1,562	1,676
미착품	78	50	35	39	49	48	46	23	68	102	70	66	60	11	65
SK 하이닉스 회전율	5.87	5.12	5.46	5.33	4.71	4.65	4.39	4.11	3.43	3.32	3.64	3.92	3.74	3.57	3.49
SK 하이닉스 재고	2,041	2,424	2,557	2,640	3,103	3,368	3,687	4,423	5,116	5,586	5,467	5,293	5,426	5,814	6,148
QoQ(%)	1%	19%	6%	3%	18%	9%	9%	20%	16%	9%	-2%	-3%	3%	7%	6%
제품및상품	375	487	415	433	657	711	877	1,406	1,877	2,221	1,586	1,058	865	965	1,048
반제품및재공품	1,176	1,410	1,519	1,617	1,774	1,900	1,969	2,119	2,220	2,210	2,620	2,989	3,279	3,464	3,522
원재료및저장품	463	501	589	567	641	727	800	877	956	1,090	1,198	1,147	1,214	1,267	1,399
미착품	26	26	34	23	31	31	41	20	63	66	63	99	67	117	179

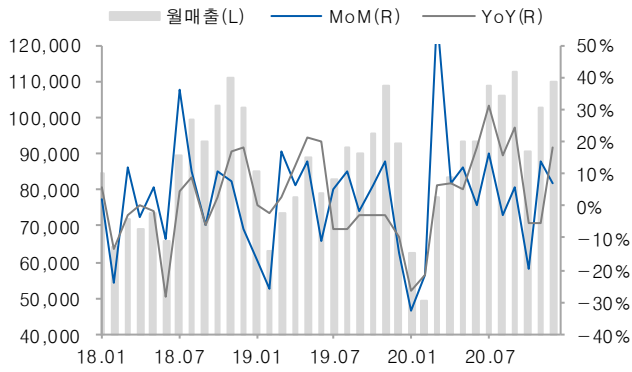
자료: 유안타증권 리서치센터

국내 반도체 재고자산: 삼성반도체 & SK하이닉스 반도체



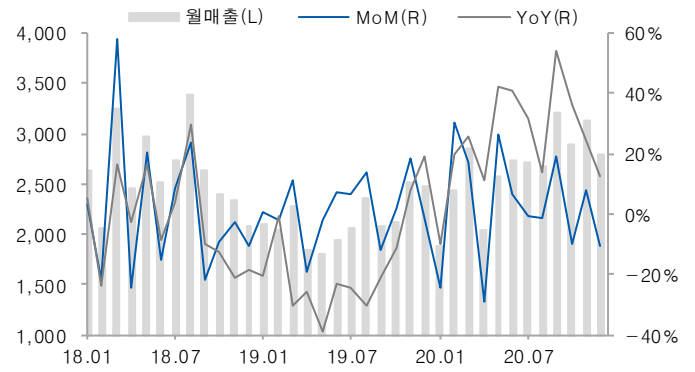
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

Quanta 월매출 추이 (Server, PC 제조) (단위: NT\$ Million)



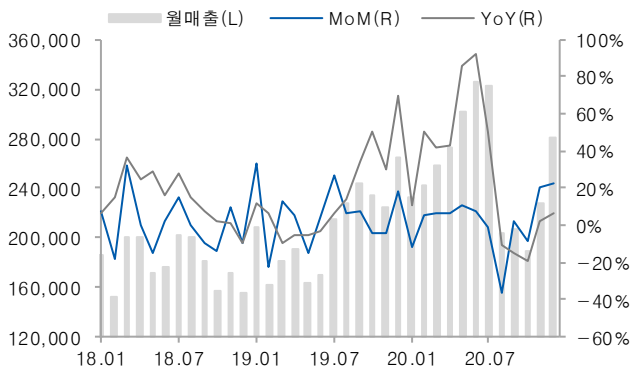
자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

A-Data 월매출 추이 (메모리모듈 제조) (단위: NT\$ Million)



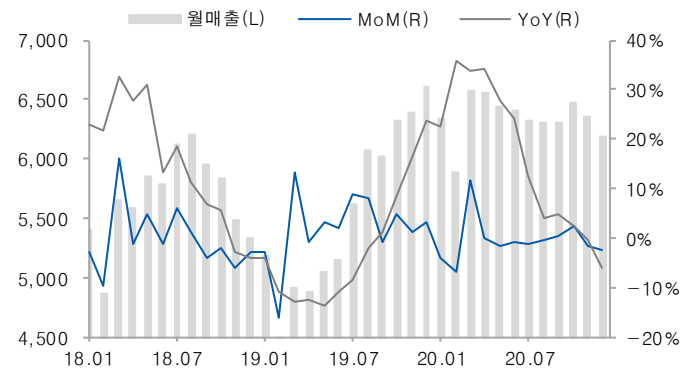
자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

Aspeed 월매출 추이 (서버용 컨트롤러 설계) (단위: NT\$ Million)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

Powertech 월매출 추이 (반도체 후공정) (단위: NT\$ Million)



자료: Company Data, 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	404,451	269,907	312,615	360,711	389,567
매출원가	151,808	188,253	204,076	199,022	214,944
매출총이익	252,642	81,655	108,539	161,689	174,624
판매비	44,205	54,527	59,238	63,888	68,999
영업이익	208,438	27,127	49,300	97,801	105,625
EBITDA	272,721	112,661	145,504	198,134	206,669
영업외손익	4,973	-2,700	-290	353	-1,360
외환관련손익	3,401	1,090	1,924	2,000	0
이자손익	-322	-2,084	-2,104	-2,250	-1,964
관계기업관련손익	130	226	93	-138	-138
기타	1,764	-1,932	-203	742	742
법인세비용차감전순이익	213,410	24,427	49,010	98,154	104,264
법인세비용	58,010	4,263	11,924	22,034	23,405
계속사업순이익	155,400	20,164	37,086	76,120	80,859
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	155,400	20,164	37,086	76,120	80,859
지배지분순이익	155,401	20,133	37,051	76,054	80,788
포괄순이익	154,728	21,104	39,720	76,837	81,575
지배지분포괄이익	154,718	21,070	39,686	76,794	81,531

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	222,272	64,832	141,061	162,036	189,879
당기순이익	155,400	20,164	37,086	76,120	80,859
감가상각비	59,042	77,582	86,653	91,990	95,000
외환손익	551	-217	-3,307	-2,000	0
중속, 관계기업관련손익	-147	-243	-93	138	138
자산부채의 증감	-19,969	2,701	1,537	-15,634	4,758
기타현금흐름	27,395	-35,156	19,185	11,422	9,124
투자활동 현금흐름	-214,287	-104,509	-118,629	-163,194	-158,194
투자자산	-2,338	-1,776	-7,469	-10,756	-10,756
유형자산 증가 (CAPEX)	-160,361	-139,202	-102,391	-151,000	-146,000
유형자산 감소	1,318	538	382	0	0
기타현금흐름	-52,905	35,930	-9,151	-1,438	-1,438
재무활동 현금흐름	-13,953	39,032	2,314	4,757	-6,163
당기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	10,472	52,485	11,404	13,908	2,987
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-7,060	-10,260	-6,840	-6,840	-6,840
기타현금흐름	-17,365	-3,192	-2,251	-2,311	-2,311
연결범위변동 등 기타	-38	213	565	-41,512	-1,762
현금의 증감	-6,007	-432	25,310	-37,913	23,759
기초 현금	29,500	23,493	23,061	48,371	10,458
기말 현금	23,493	23,061	48,371	10,458	34,218
NOPLAT	208,438	27,127	49,300	97,801	105,625
FCF	35,731	-28,574	32,655	9,545	41,716

자료: 유안타증권

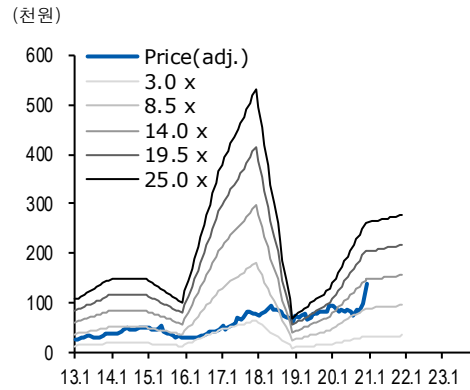
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	198,941	144,576	174,233	154,539	187,199
현금및현금성자산	23,493	23,061	48,371	10,458	34,218
매출채권 및 기타채권	63,336	42,784	48,312	51,409	54,922
재고자산	44,227	52,958	52,338	67,459	72,856
비유동자산	437,642	503,319	527,594	589,017	644,728
유형자산	349,526	399,499	412,220	471,229	522,229
관계기업 등 자본관련 자산	5,622	7,688	15,481	26,236	36,992
기타투자자산	43,540	44,180	46,808	46,808	46,808
자산총계	636,583	647,895	701,828	743,556	831,927
유동부채	130,319	78,740	90,504	90,450	100,962
매입채무 및 기타채무	67,086	47,286	45,974	45,920	57,484
단기차입금	5,858	11,684	6,802	6,802	6,802
유동성장기부채	10,285	15,694	29,134	29,134	29,134
비유동부채	37,742	89,723	99,165	113,073	116,060
장기차입금	21,616	50,404	46,271	50,000	52,987
사채	15,061	27,454	34,821	45,000	45,000
부채총계	168,060	168,463	189,669	203,523	217,023
지배지분	468,457	479,284	511,959	539,833	614,677
자본금	36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
자본잉여금	41,437	41,437	41,437	41,437	41,437
이익잉여금	420,336	429,307	459,381	487,255	561,203
비지배지분	66	148	200	200	228
자본총계	468,523	479,432	512,159	540,033	614,904
순차입금	-30,922	75,331	59,699	111,519	90,747
총차입금	52,819	115,346	127,610	141,518	144,506

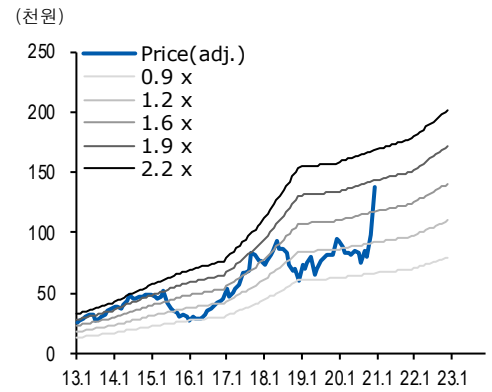
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	21,346	2,765	5,089	10,447	11,097
BPS	68,488	70,071	74,848	78,923	89,865
EBITDAPS	37,462	15,475	19,987	27,216	28,389
SPS	55,556	37,075	42,941	49,548	53,512
DPS	1,500	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	3.7	27.4	23.3	13.2	12.4
PBR	1.1	1.1	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	2.0	5.6	6.3	5.6	5.3
PSR	1.4	2.0	2.8	2.8	2.6

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	34.3	-33.3	15.8	15.4	8.0
영업이익 증가율 (%)	51.9	-87.0	81.7	98.4	8.0
지배순이익 증가율 (%)	46.0	-87.0	84.0	105.3	6.2
매출총이익률 (%)	62.5	30.3	34.7	44.8	44.8
영업이익률 (%)	51.5	10.1	15.8	27.1	27.1
지배순이익률 (%)	38.4	7.5	11.9	21.1	20.7
EBITDA 마진 (%)	67.4	41.7	46.5	54.9	53.1
ROIC	46.4	5.2	7.6	14.2	13.9
ROA	28.5	3.1	5.5	10.5	10.3
ROE	38.5	4.2	7.5	14.5	14.0
부채비율 (%)	35.9	35.1	37.0	37.7	35.3
순차입금/자기자본 (%)	-6.6	15.7	11.7	20.7	14.8
영업이익/금융비용 (배)	220.3	11.4	20.1	39.6	41.9

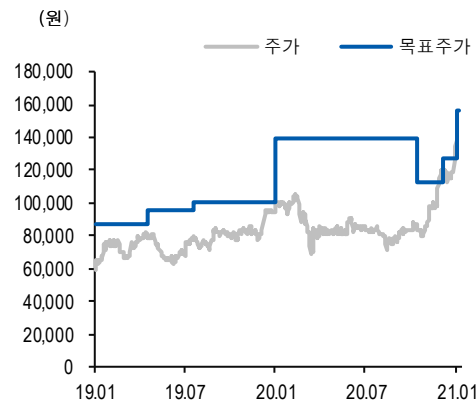
P/E band chart



P/B band chart



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-01-11	BUY	157,000	1년		
2020-12-14	BUY	127,000	1년	-4.26	8.66
2020-10-21	BUY	113,000	1년	-15.49	6.64
2020-01-08	BUY	140,000	1년	-38.80	-25.00
2019-07-26	BUY	100,000	1년	-18.28	-4.00
2019-04-26	BUY	95,000	1년	-25.24	-15.05
2018-12-12	BUY	87,000	1년	-18.61	-5.98

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	92.9
Hold(중립)	5.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-01-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.