



SK하이닉스 (000660)

나쁠 게 없다

► Analyst 이순학 soonhak@hanwha.com 3772-7472 / RA 이용욱 yw.lee@hanwha.com 3772-7635

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

현재 주가(4/28)	130,000원
상승여력	▲ 38.5%
시가총액	946,403억원
발행주식수	728,002천주
52 주 최고가 / 최저가	148,500 / 71,800원
90 일 일평균 거래대금	6,315.68억원
외국인 지분율	50.1%
주주 구성	
SK 텔레콤 (외 3인)	20.1%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	6.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.7	5.7	56.8	55.9
상대수익률(KOSPI)	-8.3	2.0	21.2	-8.6
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019	2020	2021E
매출액	40,445	26,991	31,900	40,245
영업이익	20,844	2,719	5,013	13,087
EBITDA	27,272	11,340	14,785	23,530
지배주주순이익	15,540	2,006	4,755	9,635
EPS	21,346	2,755	6,532	13,235
순차입금	-3,092	8,204	8,031	2,973
PER	2.8	34.2	18.1	9.8
PBR	0.9	1.4	1.7	1.6
EV/EBITDA	1.5	6.8	6.4	4.1
배당수익률	2.5	1.1	1.0	1.1
ROE	38.5	4.2	9.5	17.1

주가 추이



SK 하이닉스가 좋은 실적을 발표했습니다. 또한, 메모리 시황을 고려할 때 공급량이 수요를 쫓아가지 못해 내년 치 설비투자를 앞당겨 올해 조기 집행한다고 언급했습니다. 실적 전망치를 상향 조정하며, 최선호주 의견을 유지합니다.

1분기는 역시나 호실적

동사의 1분기 실적은 매출액 8.5조 원, 영업이익 1.3조 원으로 최근 높아진 기대치에 부합했다. 디램 가격이 +4% 상승 전환했고, 낸드 빗그로쓰가 무려 +21%를 기록한 것이 호실적의 주요 배경이었다. 코로나 19로 인한 언택트 수요 지속과 세트 업체들의 부품 공급 우려에 따른 재고 확보 노력이 맞물려 강한 메모리 수요를 만들어냈다. 이에 따라 동사는 재고 수준이 정상 범위에 진입했다고 밝혔고, 2022년 공급 물량 부족을 감안해 올해 설비투자 금액을 상향했다.

실적 전망치 상향

우리는 동사의 2분기 실적으로 매출액 9.5조 원, 영업이익 2.8조 원을 전망한다. 디램 가격 가정치를 기준 +7%에서 +12%로 상향함에 따라 수익성이 크게 개선될 것으로 판단한다. PC와 서버 수요가 강하고, 모바일도 기저 효과와 고용량 MCP 수요가 확대되면서 호전되고 있다. 낸드 부문은 가격이 상승하면서 적자폭을 크게 줄여나갈 것으로 기대한다. 연간 실적은 매출액 40.2조 원, 영업이익 13.1조 원으로 기준 대비 6%, 22% 상향 조정했다.

투자의견 BUY, 목표주가 18만 원 유지

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 디램과 낸드 모두 시황이 개선되고 있고, 내년까지의 수요 호조를 반영해 설비투자도 늘리기 시작했다. 메모리 시장이 공급자 우위로 빠르게 전환되고 있고, 동사는 1Znm 디램과 128단 낸드 양산을 통해 원가절감도 원활히 이뤄내고 있다. 선두권 업체와의 기술 격차가 현저히 줄어들고 있어 밸류 에이션 재평가도 필요하다. 현재 동사의 PBR은 마이크론 대비 32% 낮은 수준에 머물고 있어 저가 매수를 추천한다.

[표1] SK 하이닉스의 1분기 실적 요약

(단위: 십억 원, %, %p)

	1분기 실적	YoY	QoQ	당사 추정치	차이	컨센서스	차이
매출액	8,494	18.0	6.6	8,050	5.5	8,260	2.8
영업이익	1,324	65.5	37.1	1,253	5.7	1,345	(1.5)
EBITDA	3,857	24.0	8.4	3,721	3.6	3,961	(2.6)
지배주주순이익	990	52.8	(43.9)	818	21.1	1,125	(11.9)
영업이익률	15.6			15.6	0.0	16.3	(0.7)
EBITDA 마진률	45.4			46.2	(0.8)	48.0	(2.5)
순이익률	11.7			10.2	1.5	13.6	(2.0)

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] SK 하이닉스 분기 및 연간 실적 전망 (변경 후)

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액											
Total	7,199	8,607	8,129	7,966	8,494	9,505	10,831	11,415	26,991	31,900	40,245
DRAM	5,106	6,083	5,728	5,565	5,993	6,854	7,848	8,164	20,297	22,483	28,859
NAND	1,726	2,069	1,976	1,847	2,070	2,187	2,504	2,630	5,225	7,618	9,390
영업이익											
Total	800	1,947	1,300	966	1,324	2,843	4,262	4,658	2,713	5,013	13,087
DRAM	1,328	2,129	1,661	1,447	1,798	3,016	4,159	4,572	5,879	6,565	13,545
NAND	-449	-186	-375	-517	-497	-197	75	53	-3,000	-1,528	-566
영업이익률 (%)											
Total	11.1	22.6	16.0	12.1	15.6	29.9	39.3	40.8	10.1	15.7	32.5
DRAM	26.0	35.0	29.0	26.0	30.0	44.0	53.0	56.0	29.0	29.2	46.9
NAND	(26.0)	(9.0)	(19.0)	(28.0)	(24.0)	(9.0)	3.0	2.0	(57.4)	(20.1)	(6.0)

자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] SK 하이닉스에 대한 주요 가정 (변경 후)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
DRAM											
출하량(백만개, 2Gb eq)	5,710	5,824	6,057	6,724	6,993	7,132	7,632	7,861	19,896	24,315	29,617
Bit growth (%)	-4.0%	2.0%	4.0%	11.0%	4.0%	2.0%	7.0%	3.0%	19.7%	22.2%	21.8%
ASP (달러, 2Gb eq)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9
%QoQ, %YoY	3.9%	14.1%	-7.0%	-7.0%	4.0%	12.0%	7.0%	1.0%	-50.5%	-10.6%	11.5%
영업이익률 (%)	26.0%	35.0%	29.0%	26.0%	30.0%	44.0%	53.0%	56.0%	29.0%	29.2%	46.9%
NAND											
출하량(백만개, 1Gb eq)	12,091	12,735	13,881	14,992	18,140	18,231	19,507	20,092	37,611	53,700	75,971
Bit growth (%)	12.0%	5.3%	9.0%	8.0%	21.0%	0.5%	7.0%	3.0%	49.7%	42.8%	41.5%
ASP (달러, 1Gb eq)	0.12	0.13	0.12	0.11	0.10	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.11
%QoQ, %YoY	7.0%	11.2%	-10.0%	-8.0%	-7.0%	5.0%	7.0%	2.0%	-55.7%	0.8%	-7.8%
영업이익률 (%)	-26.0%	-9.0%	-19.0%	-28.0%	-24.0%	-9.0%	3.0%	2.0%	-57.4%	-20.1%	-6.0%

자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

[표4] SK 하이닉스 분기 및 연간 실적 전망 (변경 전)

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
매출액											
Total	7,199	8,607	8,129	7,966	8,050	8,828	10,408	10,697	26,991	31,900	37,983
DRAM	5,106	6,083	5,728	5,565	5,802	6,332	7,453	7,523	20,297	22,483	27,110
NAND	1,726	2,069	1,976	1,847	1,827	2,032	2,475	2,726	5,225	7,618	9,060
영업이익											
Total	800	1,947	1,300	966	1,253	2,232	3,383	3,821	2,713	5,013	10,690
DRAM	1,328	2,129	1,661	1,503	1,741	2,470	3,503	3,762	5,879	6,620	11,475
NAND	-449	-186	-375	-536	-493	-244	-124	55	-3,000	-1,546	-806
영업이익률 (%)											
Total	11.1	22.6	16.0	12.1	15.6	25.3	32.5	35.7	10.1	15.7	28.1
DRAM	26.0	35.0	29.0	27.0	30.0	39.0	47.0	50.0	29.0	29.4	42.3
NAND	(26.0)	(9.0)	(19.0)	(29.0)	(27.0)	(12.0)	(5.0)	2.0	(57.4)	(20.3)	(8.9)

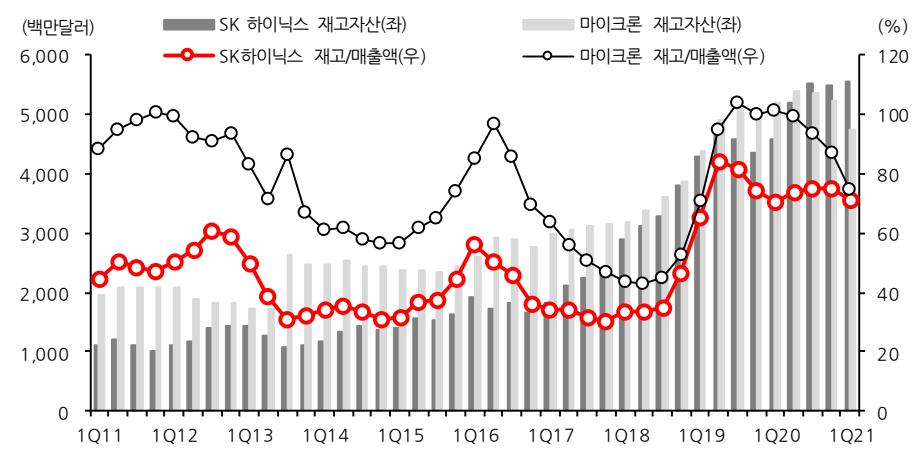
자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

[표5] SK 하이닉스에 대한 주요 가정 (변경 전)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E
DRAM											
출하량(백만개, 2Gb eq)	5,710	5,824	6,057	6,724	6,858	6,995	7,695	7,926	19,896	24,315	29,474
Bit growth (%)	-4.0%	2.0%	4.0%	11.0%	2.0%	2.0%	10.0%	3.0%	19.7%	22.2%	21.2%
ASP (달러, 2Gb eq)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
%QoQ, %YoY	3.9%	14.1%	-7.0%	-7.0%	3.0%	7.0%	7.0%	-2.0%	-50.5%	-10.6%	5.7%
영업이익률 (%)	26.0%	35.0%	29.0%	27.0%	30.0%	39.0%	47.0%	50.0%	29.0%	29.4%	42.3%
NAND											
출하량(백만개, 1Gb eq)	12,091	12,735	13,881	14,992	15,891	17,163	19,909	21,502	37,611	53,700	74,465
Bit growth (%)	12.0%	5.3%	9.0%	8.0%	6.0%	8.0%	16.0%	8.0%	49.7%	42.8%	38.7%
ASP (달러, 1Gb eq)	0.12	0.13	0.12	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.11
%QoQ, %YoY	7.0%	11.2%	-10.0%	-8.0%	-6.0%	3.0%	5.0%	2.0%	-55.7%	0.8%	-8.8%
영업이익률 (%)	-26.0%	-9.0%	-19.0%	-29.0%	-27.0%	-12.0%	-5.0%	2.0%	-57.4%	-20.3%	-8.9%

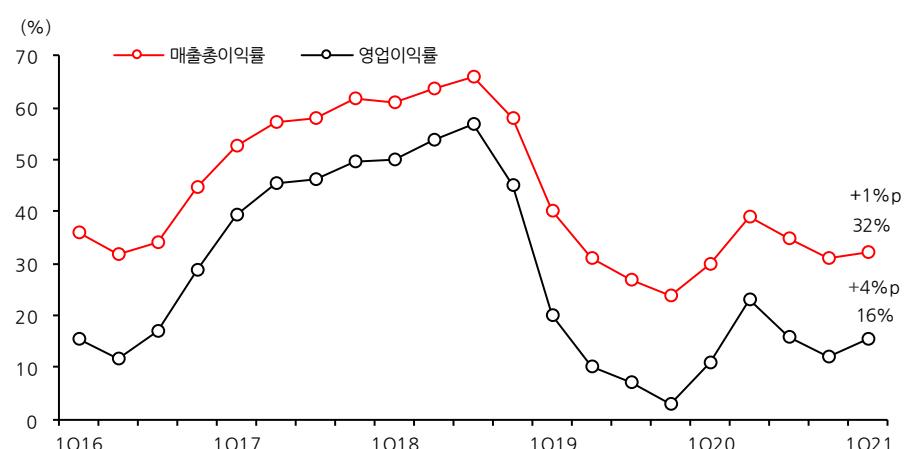
자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] SK 하이닉스와 마이크론의 재고자산 및 재고/매출액 추이 비교



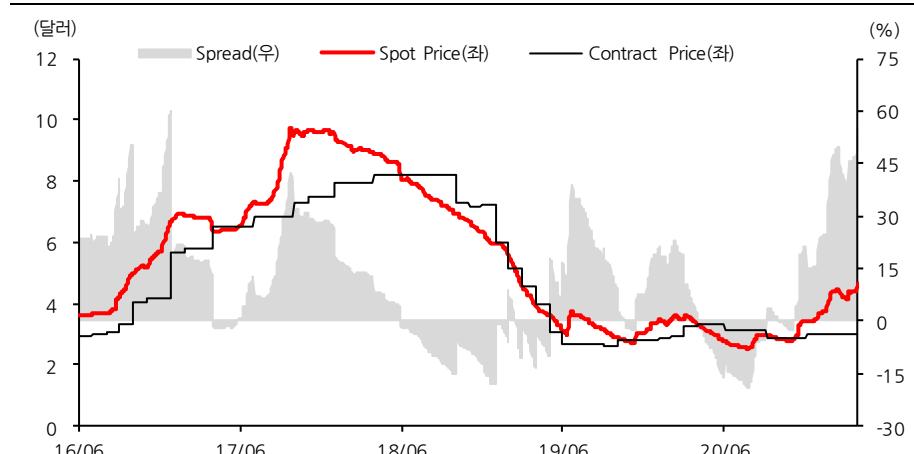
주: 마이크론 결산월은 8월로 조정 후 1개월 가량 시차가 있음 / 자료: 각 회사, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SK 하이닉스의 매출총이익률과 영업이익률 추이



자료: SK하이닉스, 한화투자증권 리서치센터

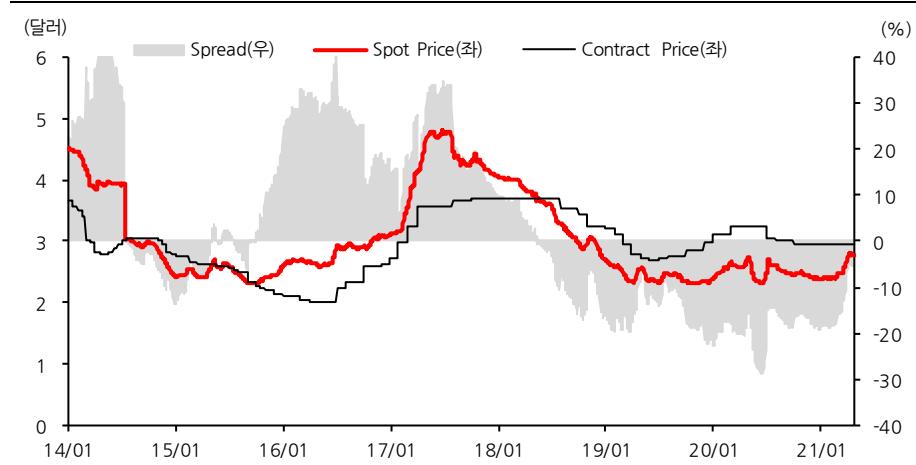
[그림3] DRAM 현물가격과 고정거래가격 추이



주: DDR4 8Gb 1GX8 2400MHz 기준

자료: DRAMeXchange, 한화투자증권 리서치센터

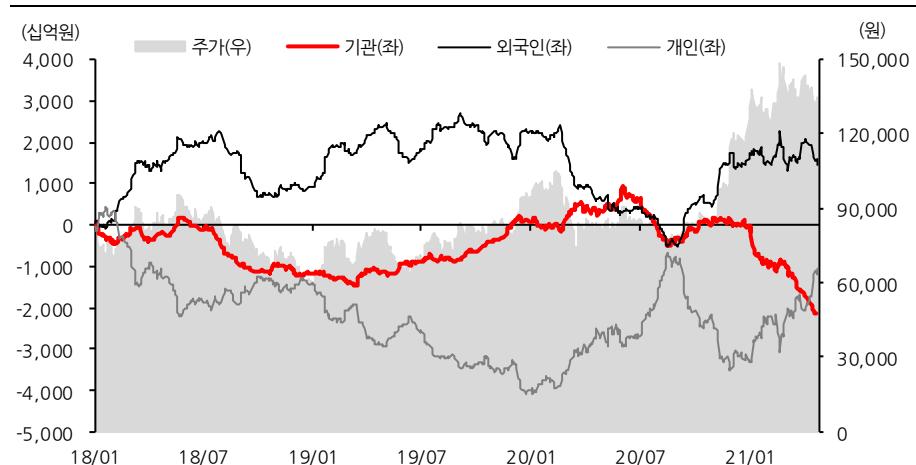
[그림4] NAND 현물가격과 고정거래가격 추이



주: NAND 64Gb 8Gx8 MLC 기준

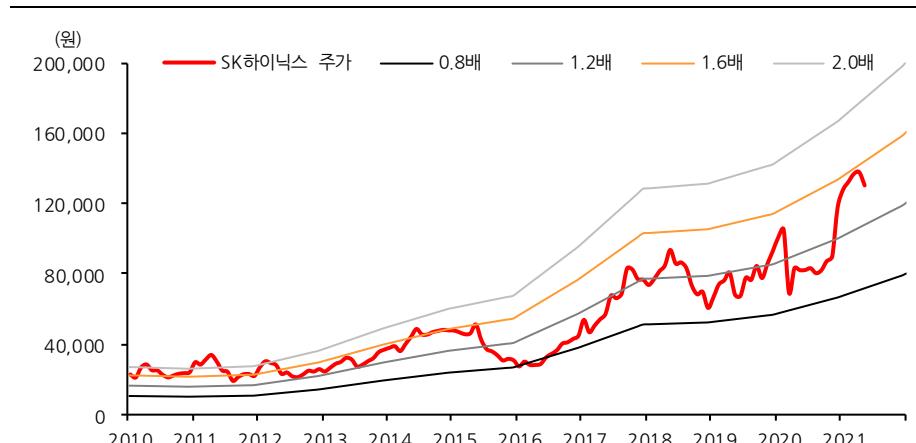
자료: DRAMeXchange, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] SK 하이닉스의 투자주체별 수급 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] SK 하이닉스의 12 개월 예상실적 기준 PBR 밴드



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
매출액	30,109	40,445	26,991	31,900	40,245	유동자산	17,310	19,894	14,458	16,571	22,273
매출총이익	17,408	25,264	8,172	10,811	19,180	현금성자산	8,558	8,374	4,002	4,953	9,011
영업이익	13,721	20,844	2,719	5,013	13,087	매출채권	5,564	6,328	4,273	4,945	5,754
EBITDA	18,748	27,272	11,340	14,785	23,530	재고자산	2,640	4,423	5,296	6,136	7,005
순이자순익	-70	-30	-215	-224	-268	비유동자산	28,108	43,764	50,791	54,603	57,518
외화관련손익	-232	340	99	-190	-18	투자자산	1,798	6,133	8,271	9,972	10,377
지분법손익	12	13	23	-36	-115	유형자산	24,063	34,953	39,950	41,231	43,887
세전계속사업손익	13,440	21,341	2,433	6,237	12,660	무형자산	2,247	2,679	2,571	3,400	3,255
당기순이익	10,642	15,540	2,009	4,759	9,644	자산총계	45,418	63,658	65,248	71,174	79,791
지배주주순이익	10,642	15,540	2,006	4,755	9,635	유동부채	8,116	13,032	7,962	9,072	9,784
증가율(%)						매입채무	3,483	4,778	3,410	3,395	4,128
매출액	75.1	34.3	-33.3	18.2	26.2	유동성이자부채	774	1,614	3,031	3,462	3,462
영업이익	318.7	51.9	-87.0	84.3	161.1	비유동부채	3,481	3,774	9,351	10,192	9,209
EBITDA	142.4	45.5	-58.4	30.4	59.1	비유동이자부채	3,397	3,668	9,175	9,522	8,522
순이익	259.5	46.0	-87.1	136.9	102.7	부채총계	11,598	16,806	17,312	19,265	18,992
이익률(%)						자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
매출총이익률	57.8	62.5	30.3	33.9	47.7	자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
영업이익률	45.6	51.5	10.1	15.7	32.5	이익잉여금	27,287	42,034	42,923	46,996	55,779
EBITDA 이익률	62.3	67.4	42.0	46.3	58.5	자본조정	-1,273	-2,989	-2,804	-2,909	-2,802
세전이익률	44.6	52.8	9.0	19.6	31.5	자기주식	-772	-2,508	-2,508	-2,508	-2,508
순이익률	35.3	38.4	7.4	14.9	24.0	자본총계	33,821	46,852	47,936	51,909	60,799
현금흐름표						주요지표					
(단위: 십억 원)						(단위: 원, 배)					
12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021E
영업현금흐름	14,691	22,227	6,550	12,315	19,383	주당지표					
당기순이익	10,642	15,540	2,009	4,759	9,644	EPS	14,617	21,346	2,755	6,532	13,235
자산상각비	5,026	6,428	8,620	9,772	10,443	BPS	46,449	64,348	65,825	71,275	83,486
운전자본증감	-3,190	-1,997	270	-1,650	-879	DPS	1,000	1,500	1,000	1,170	1,400
매출채권 감소(증가)	-2,964	-547	2,215	-935	-809	CFPS	25,499	38,217	15,969	20,009	27,832
재고자산 감소(증가)	-635	-1,782	-852	-844	-869	ROA(%)	27.4	28.5	3.1	7.0	12.8
매입채무 증가(감소)	515	59	-279	222	733	ROE(%)	36.8	38.5	4.2	9.5	17.1
투자현금흐름	-11,919	-21,429	-10,451	-11,840	-13,554	ROIC(%)	41.0	42.0	4.6	6.7	16.4
유형자산처분(취득)	-8,883	-15,904	-13,866	-10,010	-12,105	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-782	-931	-673	-800	-848	PER	5.2	2.8	34.2	18.1	9.8
투자자산 감소(증가)	-2,119	-345	4,390	-256	-80	PBR	1.6	0.9	1.4	1.7	1.6
재무현금흐름	-352	-1,395	3,837	252	-1,852	PSR	1.8	1.1	2.5	2.7	2.4
차입금의 증가(감소)	72	1,047	4,858	932	-1,000	PCR	3.0	1.6	5.9	5.9	4.7
자본의 증가(감소)	-424	-706	-1,026	-684	-852	EV/EBITDA	2.7	1.5	6.8	6.4	4.1
배당금의 지급	424	706	1,026	684	852	배당수익률	1.3	2.5	1.1	1.0	1.1
총현금흐름	18,563	27,822	11,626	14,567	20,262	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-834	-1,308	5,423	483	933	부채비율	34.3	35.9	36.1	37.1	31.2
(-)설비투자	9,128	16,036	13,920	10,069	12,105	Net debt/Equity	-13.0	-6.6	17.1	15.5	4.9
(+)자산매각	-537	-799	-619	-741	-848	Net debt/EBITDA	-23.4	-11.3	72.4	54.3	12.6
Free Cash Flow	9,732	12,295	-8,336	3,274	6,376	유동비율	213.3	152.7	181.6	182.7	227.6
(-)기타투자	4,159	7,554	-5,391	1,942	466	이자보상배율(배)	110.7	220.3	11.1	19.8	43.5
잉여현금	5,573	4,741	-2,945	1,332	5,909	자산구조(%)					
NOPLAT	10,865	15,178	2,246	3,825	9,969	투자자본	73.7	74.9	81.9	79.7	76.3
(+) Dep	5,026	6,428	8,620	9,772	10,443	현금+투자자산	26.3	25.1	18.1	20.3	23.7
(-)운전자본투자	-834	-1,308	5,423	483	933	자본구조(%)					
(-)Capex	9,128	16,036	13,920	10,069	12,105	차입금	11.0	10.1	20.3	20.0	16.5
OpFCF	7,597	6,878	-8,477	3,046	7,375	자기자본	89.0	89.9	79.7	80.0	83.5

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

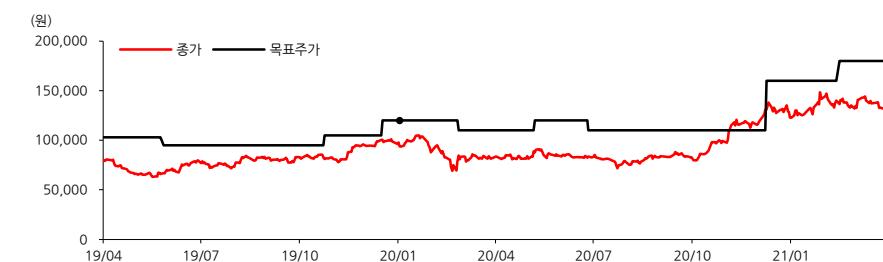
(공표일: 2021년 04월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이순학, 이용욱)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[SK하이닉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2019.05.08 Buy 103,000	2019.06.24 Buy 95,000	2019.08.12 Buy 95,000	2019.09.09 Buy 95,000	2019.10.04 Buy 95,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.10.25 Buy 95,000	2019.11.21 Buy 105,000	2020.01.14 Buy 120,000	2020.02.03 Buy 120,000	2020.03.03 Buy 120,000	2020.03.25 Buy 110,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.03.26 Buy 110,000	2020.04.24 Buy 110,000	2020.06.04 Buy 120,000	2020.07.24 Buy 110,000	2020.09.23 Buy 110,000	2020.10.21 Buy 110,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.11.05 Buy 110,000	2020.11.10 Buy 110,000	2021.01.06 Buy 160,000	2021.02.01 Buy 160,000	2021.03.15 Buy 180,000	2021.03.22 Buy 180,000
일 시 투자의견 목표가격	2021.04.29 Buy 180,000					

[목표주가 변동 내역별 고리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.06.24	Buy	95,000	-17.88	-10.00
2019.11.21	Buy	105,000	-15.86	-4.29
2020.01.14	Buy	120,000	-22.08	-12.50
2020.03.25	Buy	110,000	-24.73	-19.36
2020.06.04	Buy	120,000	-29.08	-24.17
2020.07.24	Buy	110,000	-17.54	18.64
2021.01.06	Buy	160,000	-17.09	-7.19
2021.03.15	Buy	180,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 별류에 이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%