2021. 7. 28

▲ 반도체/디스플레이
Analyst **김선우**
02. 6454-4862
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA **홍석현**
02. 6454-4880
seokhyun.hong@meritz.co.kr

SK하이닉스 000660

Less Is More

- ✓ 2Q21 영업이익 2.7조원은 당사 전망치 및 컨센서스에 부합. 분기 중 발생한 강력한 판가 상승과 견조한 출하를 바탕으로 DRAM · NAND 공히 수익성 개선 시현
- ✓ 시장 내 형성된 수요 둔화 우려와 달리, 실적설명회 내 낙관적 수요전망은 기존 그대로 유지되었으나 근거는 미흡. 오히려 수요 대응을 위한 충분한 설비투자를 강조
- ✓ 현 DRAM 업황은 공급사 재고 부족의 '착시' (그림 3) 속 협상력 줄다리기 구간. 수요는 상수가 아닌 공급의 함수. 전략적이며 유연한 투자 계획 도출 시 업황 개선 가속화 전망. 투자의견 Buy, 적정주가 16만원 유지

Buy

적정주가 (12 개월)	**160,000 원**
현재주가 (7.27)	**116,000 원**
상승여력	**37.9%**
KOSPI	3,232.53pt
시가총액	844,483억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	74.25%
외국인비중	48.79%
52주 최고/최저가	148,500원/71,800원
평균거래대금	4,009.1억원
주요주주(%)	
SK텔레콤 외 9 인	20.07
국민연금공단	9.97

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.7	-9.7	40.1
상대주가	-7.8	-12.8	-3.9

주가그래프

예상 수준의 2Q21 실적. 아직 공급자 우세 업사이클 전개 중으로 판단

SK하이닉스의 2Q21 영업이익 2.7조원 (+103% QoQ)은 시장 기대치에 부합했다. DRAM과 NAND 모두 출하량이 안정적으로 증가 (4%, 3%)하는 가운데, 판가가 급등 (18%, 10%)하며 실적 개선을 견인했다. 인건비와 M16 관련 초기비용으로 일회성 손실 요인 2,000억원 가량이 반영되었음을 감안 시 견조한 실적으로 평가된다. 다만 동사는 실적설명회를 통해 일부 시장 우려와 달리 1) 긍정적인 수요 전망을 제시했고, 2) 그에 대응하기 위해 기존 설비투자 가속화 기조를 유지한다 밝혔다. 동사 3Q21 영업이익은 추가적인 DRAM 판가개선 (9%)과 NAND 출하증가 (21%)를 바탕으로 3.9조원 (+45% QoQ)의 강력한 성장이 가능할 전망이다.

재고 부족 착시 현상 지속. 결국 협상력 증진을 위한 전략 도출 전망

최근 3Q21 메모리 가격협상이 공급 우위로 전개되고 있으나 그 이후의 가시성은 제한되고 있다. 이는 불투명한 수요 전망 불구, 공급사들이 재고 부족을 기반으로 의욕적인 투자 정책을 전개하고 있음에 기인한다. 하지만 객관적 시각에서 산업 내 총 재고는 부족하지 않은 정상수준으로 평가된다. 단지 수요자 구매정책이 'Just In Case'로 전환되며 재고분포가 수요자 편향적으로 형성되었을 뿐, 산업 내 총재고는 적정한 수준이다 (그림 3). 아울러, 수요는 절대값이라기보다는 공급의 함수로 평가되어야 한다. 결국 동사의 투자가속화는 구매 시기의 지연, 즉 수요 축소라는 결과를 낳을 수 있다. 다행스럽게도 선두업체의 공급 확대는 즉각적이지 않고, 내년 공급증가에는 물리적 제한이 걸려있는 탓에 현 시점에서 업사이클의 반락을 예상하기에는 무리가 있다. 당사는 여전히 내년 중반까지의 DRAM 업사이클을 전망하며, 공급사들의 전략적 투자 속도조절이 발생 시 업황 개선 급가속을 예상한다. 동사에 대한 투자의견 Buy와 적정주가를 160,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	26,990.7	2,719.2	2,006.0	2,755	-87.9	65,825	42.1	1.8	5.4	4.2	36.1
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	17.8	1.6	4.8	9.2	37.1
2021E	42,832.1	12,446.3	9,006.3	12,371	89.4	81,831	9.4	1.4	4.7	16.2	50.2
2022E	56,374.0	19,430.4	14,945.0	20,529	65.9	101,108	5.7	1.1	3.1	22.4	41.1
2023E	64,724.6	22,210.6	17,069.6	23,447	14.2	122,777	4.9	0.9	2.4	20.9	36.8

표1 SK하이닉스 2Q21P 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**10,321.6**	**8,607.0**	**20%**	**8,494.2**	**22%**	**9,791**	**5%**	**10,092.8**	**2%**
DRAM	7,683.8	6,288.6	22%	6,221.2	24%			7,514.1	2%
NAND	2,322.8	2,013.5	15%	2,029.6	14%			2,259.0	3%
영업이익	**2,695.4**	**1,947.1**	**38%**	**1,324.4**	**103%**	**2,612**	**3%**	**2,623.7**	**3%**
DRAM	2,799.9	2,181.1	28%	1,687.1	66%			2,751.0	2%
NAND	-140.5	-266.0	-	-385.4	-			-156.0	-
Others	36.0	32.0	12%	22.8	58%			28.8	25%
세전이익	**2,800.7**	**1,727.0**	**62%**	**1,350.6**	**107%**	**2,634.0**	**6%**	**2,773.3**	**1%**
순이익	**1,987.7**	**1,264.3**	**57%**	**992.6**	**100%**	**1,975.0**	**1%**	**2,038.3**	**-2%**
영업이익률 (%)	26%	23%		16%		27%		26%	
DRAM	36%	35%		27%				37%	
NAND	-6%	-13%		-19%				-7%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (2Q21P 매출 가정비교)

	DRAM		NAND	
(전분기 대비)	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+4%	+18%	+3%	+10%
메리츠 추정치	+3%	+17%	+2%	+9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

	New			Old			차이 (%)		
(십억원)	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E	3Q21E	2021E	2022E
매출액	**11,650.2**	**42,832.1**	**56,374.0**	**11,330.6**	**42,118.5**	**57,370**	**3%**	**2%**	**-2%**
DRAM	8,381.1	31,226.6	40,524.8	8,331.9	31,043.9	40,864	1%	1%	-1%
NAND	2,922.8	10,273.3	14,383.9	2,652.4	9,742.5	15,041	10%	5%	-4%
영업이익	**3,915.5**	**12,446.3**	**19,430.4**	**3,860.2**	**12,305.3**	**19,585**	**1%**	**1%**	**-1%**
DRAM	3,618.5	12,235.8	17,727.0	3,733.0	12,438.2	18,850	-3%	-2%	-6%
NAND	262.4	74.4	1,556.8	92.5	-258.4	589	184%	-	164%
Others	34.6	136.1	146.5	34.6	125.4	147	0%	9%	0%
세전이익	3,659.6	12,355.1	19,156.6	3,904.9	15,173.4	22,552	-6%	-19%	-15%
순이익	**2,689.8**	**9,005.0**	**14,937.0**	**2,870.0**	**11,146.8**	**17,586**	**-6%**	**-19%**	**-15%**
영업이익률 (%)	34%	29%	34%	34%	29%	34%			
DRAM	43%	39%	44%	45%	40%	46%			
NAND	9%	1%	11%	3%	-3%	4%			

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	**7,199.0**	**8,607.0**	**8,113.3**	**7,966.0**	**8,494.2**	**10,321.6**	**11,650.2**	**12,366.1**	**31,885.3**	**42,832.1**	**56,374.0**
DRAM	5,256.5	6,288.6	5,873.0	5,815.0	6,221.2	7,683.8	8,381.1	8,940.6	23,233.1	31,226.6	40,524.8
NAND	1,731.3	2,013.5	1,907.3	1,821.3	2,029.6	2,322.8	2,922.8	2,998.2	7,473.4	10,273.3	14,383.9
영업이익	**799.9**	**1,947.1**	**1,300.0**	**966.0**	**1,324.4**	**2,695.4**	**3,915.5**	**4,510.9**	**5,012.9**	**12,446.3**	**19,430.4**
DRAM	1,149.0	2,181.1	1,799.3	1,496.8	1,687.1	2,799.9	3,618.5	4,130.3	6,626.1	12,235.8	17,727.0
NAND	-376.3	-266.0	-532.6	-569.8	-385.4	-140.5	262.4	337.9	-1,744.7	74.4	1,556.8
기타	27.2	32.0	33.3	39.0	22.8	36.0	34.6	42.7	131.5	136.1	146.5
세전이익	**928.5**	**1,727.0**	**1,348.7**	**2,232.8**	**1,350.6**	**2,800.7**	**3,660.9**	**4,544.6**	**6,237.0**	**12,356.9**	**19,166.8**
당기순이익	**649.1**	**1,264.3**	**1,077.9**	**1,767.7**	**992.6**	**1,987.7**	**2,690.8**	**3,340.3**	**4,755.1**	**9,006.3**	**14,945.0**
영업이익률 (%)	**11%**	**23%**	**16%**	**12%**	**16%**	**26%**	**34%**	**36%**	**16%**	**29%**	**34%**
DRAM	22%	35%	31%	26%	27%	36%	43%	46%	29%	39%	44%
NAND	-22%	-13%	-28%	-31%	-19%	-6%	9%	11%	-23%	1%	11%

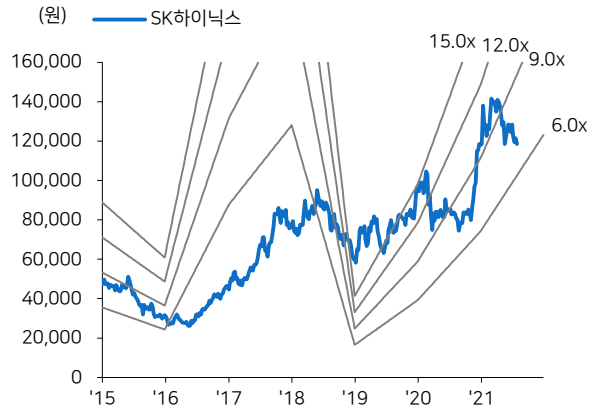
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
출하량	**DRAM**	**10,713**	**10,906**	**11,342**	**12,668**	**13,124**	**13,649**	**13,922**	**14,340**	**45,630**	**55,036**	**64,561**
(백만, 1Gb eq)	% QoQ	-4%	2%	4%	12%	4%	4%	2%	3%			
	% YoY	46%	31%	10%	14%	23%	25%	23%	13%	23%	21%	17%
	NAND	**89,327**	**93,705**	**102,138**	**111,330**	**134,264**	**138,292**	**167,334**	**167,334**	**396,500**	**607,224**	**821,455**
	% QoQ	12%	5%	9%	9%	21%	3%	21%	0%			
	% YoY	71%	28%	40%	40%	50%	48%	64%	50%	43%	53%	35%
ASP	**DRAM**	**0.41**	**0.47**	**0.44**	**0.41**	**0.43**	**0.50**	**0.55**	**0.57**	**0.43**	**0.51**	**0.58**
(1Gb, 달러)	% QoQ	3%	15%	-7%	-7%	4%	18%	9%	5%			
	% YoY	-37%	-5%	4%	3%	4%	6%	25%	40%	-9%	19%	13%
	NAND	**0.02**	**0.02**	**0.02**	**0.01**	**0.01**	**0.01**	**0.02**	**0.02**	**0.02**	**0.02**	**0.02**
	% QoQ	7%	8%	-10%	-8%	-7%	10%	6%	4%			
	% YoY	-18%	19%	3%	-4%	-16%	-15%	0%	13%	0%	-4%	5%

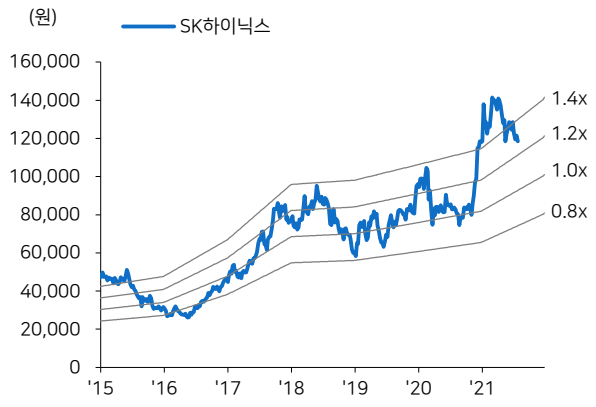
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



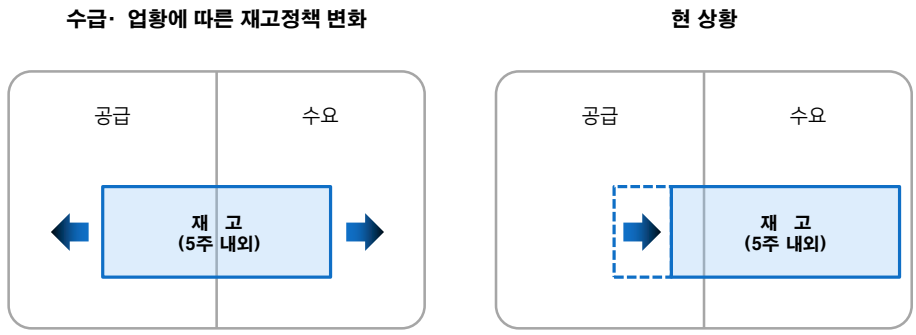
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 Just In Case 정책 하에서의 공급재고 부족 '착시' 현상



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	**26,990.7**	**31,900.4**	**42,832.1**	**56,374.0**	**64,724.6**
매출액증가율 (%)	-33.3	18.2	34.3	31.6	14.8
매출원가	18,818.8	21,089.8	23,193.0	27,432.4	31,575.9
매출총이익	8,171.9	10,810.6	19,639.1	28,941.7	33,148.7
판매비와관리비	5,452.7	5,798.0	7,192.7	9,511.3	10,938.1
영업이익	**2,719.2**	**5,012.6**	**12,446.3**	**19,430.4**	**22,210.6**
영업이익률 (%)	10.1	15.7	29.1	34.5	34.3
금융수익	-283.8	1,347.5	-283.0	-333.5	-389.8
종속/관계기업관련손익	22.6	-36.3	69.9	69.9	69.9
기타영업외손익	-261.2	1,311.2	-89.4	-263.6	-319.9
세전계속사업이익	2,432.6	6,237.0	12,356.9	19,166.8	21,890.6
법인세비용	423.6	1,478.1	3,345.4	4,216.7	4,815.9
당기순이익	**2,009.1**	**4,758.9**	**9,011.4**	**14,950.1**	**17,074.7**
지배주주지분 순이익	2,006.0	4,755.1	9,006.3	14,945.0	17,069.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	**6,549.7**	**12,314.6**	**18,755.3**	**27,308.0**	**28,830.4**
당기순이익(손실)	2,009.1	4,758.9	9,011.4	14,950.1	17,074.7
유형자산감가상각비	7,825.3	8,811.6	9,900.0	10,500.0	10,900.0
무형자산상각비	795.2	960.6	1,103.8	1,232.9	1,224.6
운전자본의 증감	270.1	-1,649.9	-3,544.3	-773.0	-2,165.9
투자활동 현금흐름	**-10,450.9**	**-11,840.4**	**-23,789.1**	**-15,623.2**	**-12,623.2**
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,920.2	-10,068.7	-14,100.0	-15,000.0	-12,000.0
투자자산의 감소(증가)	-177.6	-482.7	-8,002.9	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**3,836.7**	**252.1**	**3,137.7**	**-1,805.9**	**-1,748.0**
차입금증감	5,248.5	1,251.7	4,021.4	-889.2	-448.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-43.3	669.9	-1,868.0	9,878.9	14,459.3
기초현금	2,349.3	2,306.1	2,976.0	1,108.0	10,986.9
기말현금	2,306.1	2,976.0	1,108.0	10,986.9	25,446.2

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	14,457.6	16,571.0	20,485.0	32,530.7	51,286.2
현금및현금성자산	2,306.1	2,976.0	233.4	10,112.4	24,571.6
매출채권	4,261.7	4,931.3	6,655.0	6,657.3	7,337.4
재고자산	5,295.8	6,136.3	9,525.5	10,960.2	13,726.1
비유동자산	50,790.8	54,602.9	69,005.8	71,349.8	71,036.2
유형자산	39,949.9	41,230.6	45,784.3	50,284.3	51,384.3
무형자산	2,571.1	3,400.3	3,287.7	2,454.8	1,630.2
투자자산	768.8	1,166.2	9,264.4	9,334.3	9,404.3
자산총계	**65,248.4**	**71,173.9**	**89,490.8**	**103,880.5**	**122,322.3**
유동부채	7,962.0	9,072.4	16,325.2	17,658.9	21,281.9
매입채무	1,042.5	1,046.2	1,624.0	1,868.6	2,340.1
단기차입금	1,168.4	179.6	148.1	148.1	148.1
유동성장기부채	1,569.4	2,934.7	4,055.5	4,166.3	4,717.8
비유동부채	9,350.5	10,192.4	13,568.5	12,591.1	11,634.7
사채	2,759.1	3,624.1	8,215.4	8,215.4	8,215.4
장기차입금	5,052.9	4,535.0	3,211.3	2,211.3	1,211.3
부채총계	**17,312.5**	**19,264.8**	**29,893.7**	**30,250.0**	**32,916.6**
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.4	4,143.4	4,143.4
기타포괄이익누계액	-298.9	-405.5	-122.2	-122.2	-122.2
이익잉여금	42,923.4	46,995.7	54,397.4	68,430.7	84,206.0
비지배주주지분	14.8	20.6	23.7	23.7	23.7
자본총계	**47,935.9**	**51,909.1**	**59,597.1**	**73,630.5**	**89,405.8**

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	37,075	43,819	58,835	77,437	88,907
EPS(지배주주)	2,755	6,532	12,371	20,529	23,447
CFPS	-59	920	-2,566	13,570	19,862
EBITDAPS	15,576	20,309	32,212	42,807	47,163
BPS	65,825	71,275	81,831	101,108	122,777
DPS	1,000	1,170	1,340	1,900	2,230
배당수익률(%)	0.9	1.0	1.2	1.6	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	42.1	17.8	9.4	5.7	4.9
PCR	-1,952.6	126.1	-45.2	8.5	5.8
PSR	3.1	2.6	2.0	1.5	1.3
PBR	1.8	1.6	1.4	1.1	0.9
EBITDA	11,339.6	14,784.8	23,450.1	31,163.3	34,335.1
EV/EBITDA	5.4	4.8	4.7	3.1	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	9.2	16.2	22.4	20.9
EBITDA 이익률	10.4	36.4	47.1	54.7	52.1
부채비율	36.1	37.1	50.2	41.1	36.8
금융비용부담률	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	11.1	19.8	43.1	57.6	70.5
매출채권회전율(x)	5.1	6.9	7.4	8.5	9.2
재고자산회전율(x)	3.9	3.7	3.0	2.7	2.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

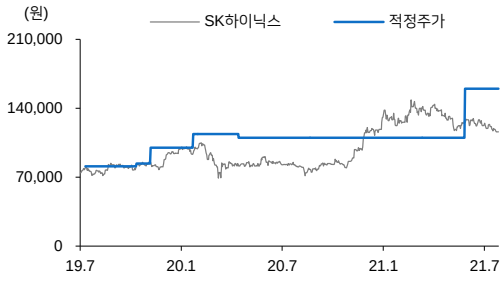
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.07.26	기업브리프	Trading Buy	81,000	김선우	-3.2	4.1
2019.10.25	기업브리프	Hold	84,000	김선우	-0.8	1.8
2019.11.19	산업분석	Buy	100,000	김선우	-9.4	1.0
2020.02.03	기업브리프	Buy	114,000	김선우	-22.3	-7.9
2020.04.24	기업브리프	Buy	110,000	김선우	-6.9	35.0
2021.04.24		1 년 경과			14.1	22.7
2021.06.01	산업분석	Buy	160,000	김선우	-	-

주가 및 적정주가 변동추이