

SK 하이닉스(000660)

이익둔화 예상되나, 주가는 바닥권 근접

Analyst 이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

2021.10.14

Earnings Preview

투자의견: **BUY** (유지)목표주가: **120,000**원(하향)

현재주가: 92,000원(10/13)

시가총액: 67.0 (조원)

3분기 영업이익 4.0조원 예상

3분기 실적은 매출 11.8조원, 영업이익 4.0조원으로 전분기 대비 매출은 14%, 영업이익은 49% 증가할 것으로 예상. 전년동기비로는 각각 45%, 209% 증가

비트 증가는 DRAM +1%, NAND +18%를 예상하고, ASP는 각각 6%, 5% 상승한 것으로 가정. DRAM과 NAND 마진은 각각 +44%, +9%로 산출되며, 3분기 총 영업코스트는 7.79조원으로 2분기 대비 약 2,600억원 증가한 것으로 추정.

4분기는 DRAM, NAND 가격이 하락 반전할 것으로 예상. 다만, 원화 약세 효과로 이로 인한 효과는 반감될 것으로 보여, 매출 및 영업이익은 3분기와 비슷한 수준 또는 소폭 감소에 그칠 것으로 전망. 4분기 추정 실적은 매출 11.8조원, 영업이익 3.9조원.

세계 경제 성장 둔화와 코스트 푸시 인플레이션으로 기업 실적 부담

내년 상반기 실적 둔화는 이미 상반기부터 예상했던 시나리오였다. 그러나, 중국 형사 사태와 전력난, 미국의 성장을 둔화 우려, 그리고 탄소 중립을 실현해나가는 과정에서의 **마찰적 에너지 가격 폭등**으로 2022년 세계 경제의 성장 궤도와 기업 이익에 대한 조정이 필요해졌다.

2022년은 인텔 NAND 사업부 인수 효과로 두 자리수 매출 성장이 계속될 것으로 예상된다. 그러나, 경제 회복 둔화 우려로 IT 내구재 소비에 대해서는 의심이 커진 상황이다. 또한, 코스트 푸시 인플레이션과 인텔 NAND 통합에 따른 비용 증가를 감안하면, 이익은 증가하기 쉽지 않아 보인다.

2022년 예상 실적을 매출 49.6조원(+17%), 영업이익 9.9조원(-17%)으로 기존 대비 4%, 18% 하향한다. 또한, 이에 따른 ROE 하락을 반영해 Target P/B를 종전 1.75배에서 1.5배로, 목표주가를 145,000원에서 120,000원으로 조정한다.

다만, 현 주가는 '21년 기준 P/E 1.1배, '22년 기준 P/B 1.0배로 '19년 상반기 P/B 저점에 근접한 수준이다. 반면, '19년 ROE는 4%대였던 반면 '22년 추정 ROE는 이보다 두 배 이상 높은 11%대라는 점도 감안해야 한다. 중장기 관점에서 보면 주가와 밸류에이션은 바닥권 또는 과매도 국면이라 판단한다. 투자의견은 'BUY'를 유지한다.

발행주식수	728,002천주
52주 최고가	150,500원
최저가	79,200원
52주 일간 Beta	1.42
60일 일평균거래대금	4,244억원
외국인 지분율	47.0%
배당수익률(2021F)	1.3%

주주구성	
SK텔레콤	20.1%
국민연금	9.2%

주가상승	1M	6M	12M
	-13.6%	-34.1%	4.3%

(십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	120,000	145,000	▼
영업이익(21)	11,941	11,953	-
영업이익(22)	9,869	12,041	▼

결산기(12월)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	26,991	31,900	42,422	49,466	62,276
영업이익(십억원)	2,719	5,013	11,941	9,869	17,791
세전계속사업손익(십억원)	2,433	6,237	11,858	9,444	17,217
당기순이익(십억원)	2,009	4,759	8,831	7,261	13,197
EPS(원)	2,755	6,532	12,108	9,956	18,103
증감률(%)	-87.1	137.0	85.4	-17.8	81.8
PER(배)	34.2	18.1	7.6	9.2	5.1
ROE(%)	4.2	9.5	15.8	11.5	18.3
PBR(배)	1.4	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.8	6.4	3.2	3.6	2.2

자료: 유진투자증권

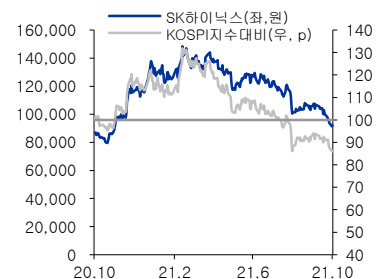


도표 1. 주요 가정

주요 가정	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F	2023F
원/달러 (평균)	1,114	1,121	1,157	1,190	1,170	1,170	1,170	1,170	1,165	1,180	1,146	1,170	1,150
(기말)	1,132	1,126	1,184	1,190	1,170	1,170	1,170	1,170	1,165	1,180	1,146	1,170	1,150
DRAM													
Wafers Out (K/M)	360	360	358	378	384	395	405	420	351	355	364	401	450
Bits Out (GB mil)	1,725	1,800	1,819	1,834	1,799	1,911	2,203	2,419	4,776	5,875	7,178	8,333	9,988
B/G	6%	4%	1%	1%	-2%	6%	15%	10%	20%	23%	22%	16%	20%
ASP (\$/GB)	\$3.3	\$3.8	\$4.1	\$3.9	\$3.4	\$3.1	\$3.3	\$3.4	\$3.7	\$3.3	\$3.8	\$3.3	\$3.6
Chg.	4%	17%	6%	-5%	-12%	-9%	5%	5%	-50%	-10%	13%	-13%	10%
NAND													
Wafers Out (K/M)	205	215	225	230	315	315	310	310	223	210	219	313	330
Bits Out (GB mil)	18.2	18.4	21.6	22.4	28.4	32.9	36.7	38.6	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2
B/G	21%	1%	18%	4%	27%	16%	11%	5%	50%	42%	50%	70%	34%
ASP (\$/TB)	\$106	\$116	\$121	\$119	\$109	\$105	\$104	\$102	\$128	\$125	\$116	\$104	\$96
Chg.	-7%	10%	4%	-2%	-8%	-4%	-1%	-2%	-58%	-3%	-7%	-10%	-8%

주: 2022년부터는 인텔 NAND 사업부 통합을 가정
 자료: 유진투자증권

도표 2. 실적 전망 요약

SK하이닉스	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (백만\$)	7,624	9,206	10,197	9,919	9,326	9,493	11,106	12,353	23,168	27,031	37,028	42,278	54,153
Y/Y	26%	31%	49%	39%	22%	3%	9%	25%	-37%	17%	37%	14%	28%
Q/Q	7%	21%	11%	-3%	-6%	2%	17%	11%					
매출액 (십억원)	8,494	10,322	11,802	11,804	10,912	11,107	12,994	14,453	26,991	31,900	42,422	49,466	62,276
Y/Y	18%	20%	45%	48%	28%	8%	10%	22%	-33%	18%	33%	17%	26%
Q/Q	7%	22%	14%	0%	-8%	2%	17%	11%					
DRAM	6,062	7,570	8,410	8,300	7,031	6,797	8,224	9,505	20,293	22,536	30,475	31,558	40,898
NAND	2,008	2,251	2,852	2,970	3,401	3,790	4,190	4,328	5,140	7,471	10,085	15,708	18,983
Others	424	501	540	533	480	520	580	620	1,558	1,893	1,862	2,200	2,395
총영업코스트	7,170	7,627	7,787	7,897	8,842	9,412	10,344	10,997	24,272	26,888	30,480	39,597	44,484
EBITDA	3,861	5,311	6,629	6,579	4,769	5,043	5,940	6,772	11,340	14,785	22,380	21,790	32,052
EBITDA 마진율	45.5%	51.5%	56.2%	55.7%	43.7%	45.4%	45.7%	46.9%	42.0%	46.3%	52.8%	44.1%	51.5%
영업이익	1,324	2,695	4,015	3,907	2,070	1,694	2,650	3,456	2,719	5,013	11,941	9,869	17,791
Y/Y	65%	38%	209%	305%	56%	-37%	-34%	-12%	-87%	84%	138%	-17%	80%
Q/Q	37%	103%	49%	-3%	-47%	-18%	56%	30%					
DRAM	1,745	2,857	3,695	3,551	2,325	1,898	2,692	3,488	5,821	6,368	11,848	10,403	17,063
NAND	-431	-185	269	314	-291	-244	-96	-95	-3,179	-1,455	-33	-726	495
Others	11	22	51	43	35	40	54	62	77	100	127	192	234
영업이익률	15.6%	26.1%	34.0%	33.1%	19.0%	15.3%	20.4%	23.9%	10.1%	15.7%	28.1%	20.0%	28.6%
DRAM	28.8%	37.7%	43.9%	42.8%	33.1%	27.9%	32.7%	36.7%	28.7%	28.3%	38.9%	33.0%	41.7%
NAND	-21.5%	-8.2%	9.4%	10.6%	-8.5%	-6.4%	-2.3%	-2.2%	-61.9%	-19.5%	-0.3%	-4.6%	2.6%
세전이익	1,351	2,801	3,940	3,766	1,982	1,606	2,547	3,310	2,433	6,237	11,858	9,444	17,217
순이익	993	1,988	2,837	3,013	1,466	1,237	1,910	2,648	2,009	4,759	8,831	7,261	13,197

주: 2022년부터는 인텔 NAND 사업부 통합을 가정
 자료: 유진투자증권

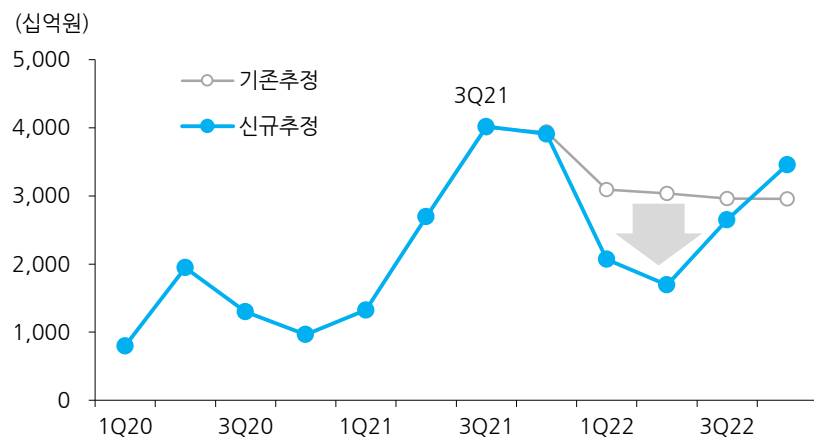
도표 3. 실적 추정치 변경 내용 요약

(십억원)	신규 전망		기존 전망		변경폭	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
원달러	1,146	1,170	1,130	1,110	1%	5%
매출액	42,422	49,466	42,206	51,501	1%	-4%
영업이익	11,941	9,869	11,953	12,041	0%	-18%
세전이익	11,858	9,444	11,869	11,616	0%	-19%
순이익	8,831	7,261	8,765	8,529	1%	-15%
EPS (원)	12,108	9,956	12,019	11,696	1%	-15%

자료: 유진투자증권

'22년 상반기 이익 둔화는 예상했던 시나리오였지만, 최근의 매크로 이슈를 감안할 때 이를 추가 조정할 필요성이 생겼다

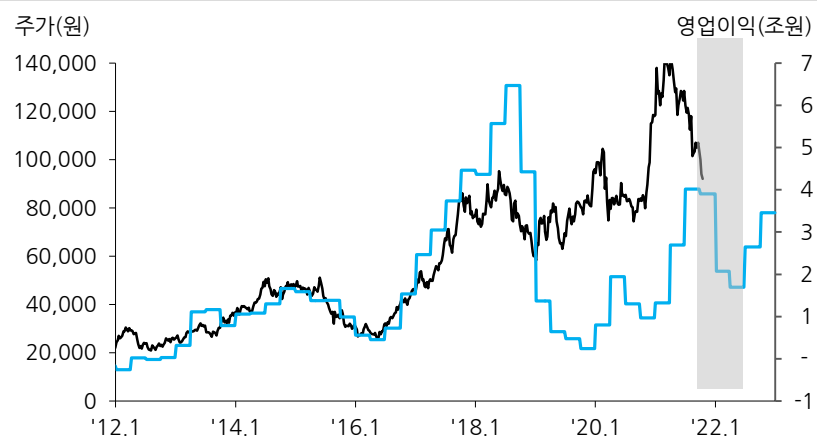
도표 4. 분기 영업이익 전망치 조정



자료: 유진투자증권

향후 실적 둔화가 예상되지만, 주가는 이미 이를 매우 격렬하게 반영

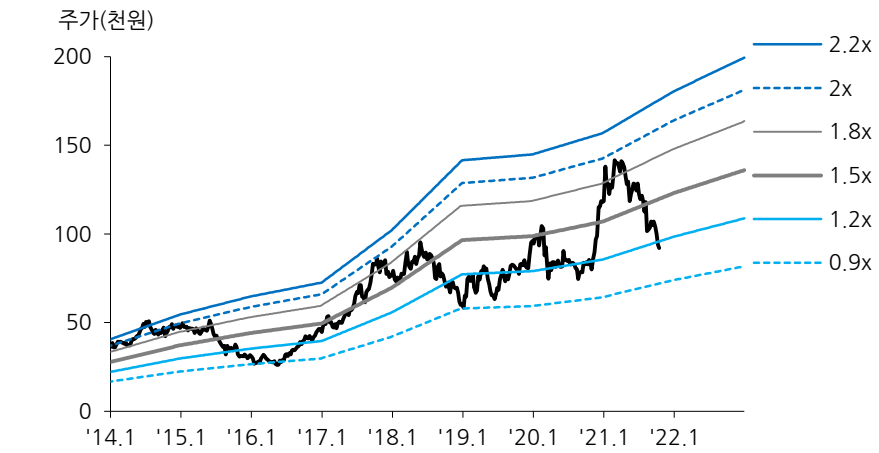
도표 5. 분기 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

현 주가는 '21 년 기준
P/B 1.1 배, '22 년 기
준 P/B 1.0 배 수준까지
떨어진 상황

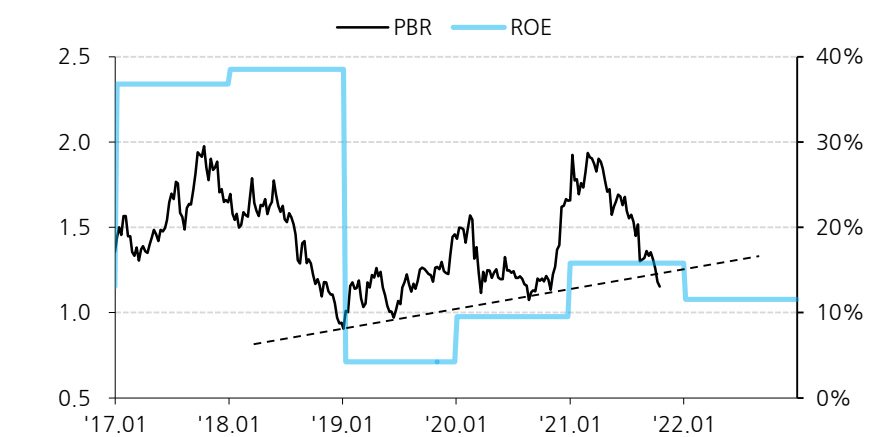
도표6. SK 하이닉스 P/B 밴드



자료: 유진투자증권

예상이긴 하지만, ROE
수준을 감안하면 현재
밸류에이션은 저점 또
는 과매도 국면

도표7. SK 하이닉스 ROE vs. PBR



자료: 유진투자증권

SK하이닉스(000660.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
자산총계	65,248	71,174	82,626	90,177	102,909
유동자산	14,458	16,571	23,551	20,251	30,955
현금성자산	4,002	4,953	10,046	3,392	10,631
매출채권	4,273	4,945	6,915	7,766	9,852
재고자산	5,296	6,136	6,039	8,504	9,840
비유동자산	50,791	54,603	59,075	69,926	71,954
투자자산	8,270	9,972	10,562	10,832	11,154
유형자산	39,950	41,231	44,975	51,616	54,590
기타	2,571	3,400	3,537	7,478	6,211
부채총계	17,312	19,265	22,840	24,134	24,790
유동부채	7,962	9,072	9,161	10,375	10,936
매입채무	3,410	3,395	1,273	1,583	1,968
유동성이자부채	3,031	3,462	2,542	3,262	3,489
기타	1,521	2,215	5,346	5,530	5,480
비유동부채	9,351	10,192	13,679	13,759	13,853
비유동이자부채	9,175	9,522	11,854	11,668	11,711
기타	175	671	1,825	2,091	2,142
자본총계	47,936	51,909	59,786	66,043	78,120
자배지분	47,921	51,889	59,746	65,987	78,043
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	42,923	46,996	54,845	61,057	73,135
기타	(2,804)	(2,909)	(2,901)	(2,871)	(2,893)
비자배지분	15	21	40	56	76
자본총계	47,936	51,909	59,786	66,043	78,120
총차입금	12,206	12,984	14,397	14,930	15,200
순차입금	8,204	8,031	4,351	11,538	4,569

현금흐름표

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업현금	6,550	12,315	17,644	5,789	24,220
당기순이익	2,009	4,759	8,831	7,261	13,197
자산상각비	8,620	9,772	10,438	11,921	14,261
기타비현금성손익	0	0	128	(10,446)	(90)
운전자본증감	270	(1,650)	(1,753)	(2,946)	(3,148)
매출채권감소(증가)	2,215	(935)	(1,946)	(876)	(2,170)
재고자산감소(증가)	(852)	(844)	104	(2,458)	(1,332)
매입채무증가(감소)	(295)	215	90	387	354
기타	(798)	(86)	0	0	0
투자현금	(10,451)	(11,840)	(16,483)	(9,101)	(18,934)
단기투자자산감소	4,390	(256)	(2,156)	2,759	(2,967)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	13,920	10,069	13,420	11,000	15,000
유형자산처분	54	59	0	0	0
무형자산처분	(673)	(800)	(908)	(860)	(967)
재무현금	3,837	252	1,763	(599)	(1,042)
차입금증가	4,858	932	2,797	533	270
자본증가	(1,026)	(684)	(800)	(821)	(1,026)
배당금지급	1,026	684	800	821	1,026
현금 증감	(43)	670	2,937	(3,895)	4,273
기초현금	2,349	2,306	2,976	5,913	2,017
기말현금	2,306	2,976	5,913	2,017	6,290
Gross Cash flow	11,626	14,567	22,024	20,984	30,779
Gross Investment	14,571	13,234	16,080	14,806	19,115
Free Cash Flow	(2,945)	1,332	5,944	6,178	11,664

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	26,991	31,900	42,422	49,466	62,276
증가율(%)	(33.3)	18.2	33.0	16.6	25.9
매출원가	18,819	21,090	23,867	31,666	39,233
매출총이익	8,172	10,811	18,555	17,800	23,042
판매 및 일반관리비	5,453	5,798	6,613	7,132	7,650
기타영업손익	23	6	14	8	7
영업이익	2,719	5,013	11,941	9,869	17,791
증가율(%)	(87.0)	84.3	138.2	(17.4)	80.3
EBITDA	11,340	14,785	22,380	21,790	32,052
증가율(%)	(58.4)	30.4	51.4	(2.6)	47.1
영업외손익	(287)	1,224	(83)	(425)	(575)
이자수익	30	29	24	30	20
이자비용	245	253	269	290	373
자본법손익	23	(36)	138	17	33
기타영업손익	(94)	1,485	24	(182)	(255)
세전순이익	2,433	6,237	11,858	9,444	17,217
증가율(%)	(88.6)	156.4	90.1	(20.4)	82.3
법인세비용	424	1,478	3,027	2,183	4,020
당기순이익	2,009	4,759	8,831	7,261	13,197
증가율(%)	(87.1)	136.9	85.6	(17.8)	81.8
지배주주지분	2,006	4,755	8,815	7,248	13,179
증가율(%)	(87.1)	137.0	85.4	(17.8)	81.8
비지배지분	3	4	16	13	18
EPS(원)	2,755	6,532	12,108	9,956	18,103
증가율(%)	(87.1)	137.0	85.4	(17.8)	81.8
수정EPS(원)	2,755	6,532	12,108	9,956	18,103
증가율(%)	(87.1)	137.0	85.4	(17.8)	81.8

주요투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,755	6,532	12,108	9,956	18,103
BPS	65,825	71,275	82,068	90,641	107,202
DPS	1,000	1,000	1,200	1,500	1,500
밸류에이션(배, %)					
PER	34.2	18.1	7.6	9.2	5.1
PBR	1.4	1.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.8	6.4	3.2	3.6	2.2
배당수익률	1.1	0.8	1.3	1.6	1.6
PCR	5.9	5.9	3.0	3.2	2.2
수익성(%)					
영업이익율	10.1	15.7	28.1	20.0	28.6
EBITDA이익율	42.0	46.3	52.8	44.1	51.5
순이익율	7.4	14.9	20.8	14.7	21.2
ROE	4.2	9.5	15.8	11.5	18.3
ROIC	4.6	6.7	15.4	12.0	18.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	17.1	15.5	7.3	17.5	5.8
유동비율	181.6	182.7	257.1	195.2	283.1
이자보상배율	11.1	19.8	44.4	34.0	47.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권회전율	5.1	6.9	7.2	6.7	7.1
재고자산회전율	5.6	5.6	7.0	6.8	6.8
매입채무회전율	6.6	9.4	18.2	34.6	35.1

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.09.30 기준)

