

Company Brief

2021-10-15

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	120,000 원(하향)
증가(2021/10/14)	93,800 원
상승여력	27.9 %

Stock Indicator	
자본금	3,658십억원
발행주식수	72,800만주
시가총액	66,976십억원
외국인지분율	47.0%
52주 주가	79,600~148,500 원
60일평균거래량	3,991,182 주
60일평균거래대금	424.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.4	-25.5	-32.8	6.4
상대수익률	-7.9	-15.7	-25.4	-17.3



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	31,900	43,631	45,805	43,514
영업이익(십억원)	5,013	12,681	10,073	9,348
순이익(십억원)	4,755	10,610	8,664	8,155
EPS(원)	6,532	14,574	11,901	11,202
BPS(원)	71,275	84,474	94,999	104,825
PER(배)	18.1	6.3	7.7	8.2
PBR(배)	1.7	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	9.5	18.7	13.3	11.2
배당수익률(%)	1.0	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA(배)	6.4	3.0	2.9	2.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체] 송명섭
(2122-9207) mssong@hi-ib.com

SK 하이닉스(000660)

리스크 관리가 좀더 필요한 시점

목표주가를 12 만원으로 하향

내년 영업이익 전망치를 기존의 10.4 조원에서 10.1 조원으로 하향함에 따라 SK 하이닉스에 대한 목표주가를 기존의 125,000 원에서 120,000 원으로 조정한다. 신규 목표주가는 당사의 동사 내년 예상 BPS 94,999 원에 지난 5 년 간의 평균 P/B 배수 1.29 배를 적용하여 도출한 것이다. 매크로 경기와 반도체 업황의 둔화가 예상되는 현재 시점에서 동사 목표주가 산정을 위해 평균 이상의 배수를 적용하는 것은 적절치 않은 것으로 판단된다.

3Q21 영업이익 전망치를 4.2 조원으로 소폭 하향

동사 3Q21 매출과 영업이익을 12.0 조원과 4.2 조원으로 신규 전망하며 이는 기존 예상치인 12.1 조원과 4.3 조원에서 소폭 하향 조정된 것이다. 단 당사 기존 실적 예상치가 원-달러 환율 1,150 원에 기반한 것이었고, 실제 3Q21 평균 환율은 10 원가량 높았음을 감안할 필요가 있다.

3Q21에는 1H21과 달리 동사 출하 증가율이 기존 가이드를 크게 상회하거나 ASP 상승률이 시장 전망치를 상회하는 모습이 나타나지 못했을 것으로 추정된다. 3Q21 고정거래가격 인상폭에 대한 일부 고객들과의 이견에 따라 출하 증가가 다소 여의치 못했을 것으로 보이기 때문이다. IT 수요 둔화 및 일부 부품 부족 문제와 함께 고객들의 Memory 반도체 재고 증가가 3Q21부터 동사 실적 성장세에 영향을 주기 시작한 것으로 판단된다.

4Q21 영업이익 4.5 조원 전망

4Q21까지는 동사 실적 개선세가 이어질 것으로 추정된다. 4Q21 DRAM, NAND Blended ASP가 각각 4%, 3% 하락할 전망이다. DRAM, NAND 출하 증가율이 8%, 10%를 기록하고 원-달러 환율의 추가 상승이 나타날 것으로 보이기 때문이다. 4Q21 DRAM 부문별 고정거래가격 하락폭은 PC, Server DRAM 한자리수대 중후반, Mobile DRAM 한자리수대 초중반 수준일 것으로 예상된다. 다만 Server 향 DRAM, SSD 부문에서 출하 증가를 위한 반도체 업체들 간 경쟁이 벌어질 경우, 현재 예상치보다 좀더 큰폭의 가격 하락이 발생할 가능성이 있다.

업황 다운 사이클의 단기 종료 여부는 불투명

시장 일부에서 주장하는 바와 같이 2Q22 또는 3Q22부터 반도체 가격이 상승 전환하고 다운 사이클이 단기 내 종료될지 여부는 아직 불투명한 것으로 판단된다. 당사는 언택트 수요 둔화에 따른 IT Set 출하 부진, Memory 반도체 Capex 상향 조정, 반도체 주식 Valuation 배수의 추세적 하락 등 리스크 요인들이 아직 사라지지 않고 있으므로, 향후 반도체 업황

전망에 대해 아직 부정적인 견해를 유지하고 있다.

미국, 유럽, 중국의 IT 수요 YoY 증감률은 2Q21 초 이후 지속적으로 하락 중이고 유럽과 중국에서는 이미 역성장세를 보이고 있다. 다만 노트북 ODM 출하량 YoY 증감률은 4Q21에 -7%를 기록하며 역시 역성장 국면으로 진입할 전망이다. 그리고 중국 스마트폰 시장 3Q21 출하량은 코로나 19 발생 직전 3Q19 출하량에 비해서 19% 감소할 것으로 추정되며 중국 정부의 각종 규제와 전력난에 따라 당분간 중국 IT 수요가 크게 회복될 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 그간 상대적으로 양호했던 Server 부문에서도 IDC 업체들의 Capex 증가율이 CY20, CY21 의 27%, 18%에서 FY22 에는 11%로 하락할 전망이므로 출하량 증가율이 둔화될 가능성이 높다.

올해 Memory 반도체 Capex 는 전년 대비 24% 증가할 전망이며, DDR5 의 Chip Size 페널티는 내년 동제품 업계 생산 비중이 10%대 중반에 머물고 EUV 적용 레이어 수 증가, DRAM 용량 확대 등 반도체 업체들의 대응에 따라 내년 공급 증가율을 크게 낮추는 역할을 하지 못할 것으로 예상된다.

당사가 그간 반도체 주식 Valuation 배수의 선행, 동행 지표로 강조해온 글로벌 유동성 YoY 증감률 및 미국 ISM 제조업 상대 강도 역시 올해 3 월 이후의 급락세가 지속되고 있는 상황으로, 단기 내 반도체 주식 Valuation 배수의 상승 전환이 나타날 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다.

따라서 당사는 2Q22 또는 3Q22 의 반도체 가격 상승 전환을 기대하며 지금 당장 반도체 주식을 적극적으로 매수하는 것보다는, 당분간 업황 리스크 요인과 Valuation 배수 관련 지표들을 좀더 체크하고 매수에 나서는 것이 리스크 관리 측면에서 보다 적절할 것으로 권고한다.

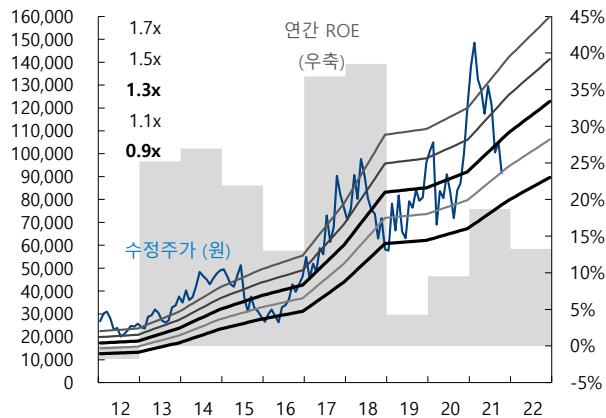
업황보다는 경기 둔화 우려를 더 빠르게 반영 중인 주가

동사 올해 저점 주가 91,500 원은 올해 3 월 2 일자 전고점인 150,500 원 대비 7 개월여만에 39% 하락했으며, 이는 리만 사태와 같은 경기 Crisis 상황이 아닌 최근의 일반적인 다운 사이클들에서 동사 주가가 기록했던 하락률에 근접하는 것이다. 또한 당사의 내년 실적 전망치가 정확하다면 동사 저점 주가는 내년 예상 BPS 대비 0.96 배로, 지난 5 년간의 연간 저점 배수들의 평균 (0.94 배) 수준에 해당한다.

이러한 점들을 감안 시, 만약 향후 경기가 Crisis 상황까지 가지 않고, 동사 실적이 당사 전망치와 부합한다는 가정하에서라면 동사 주가의 향후 낙폭은 제한적일 가능성이 높은 것으로 판단된다.

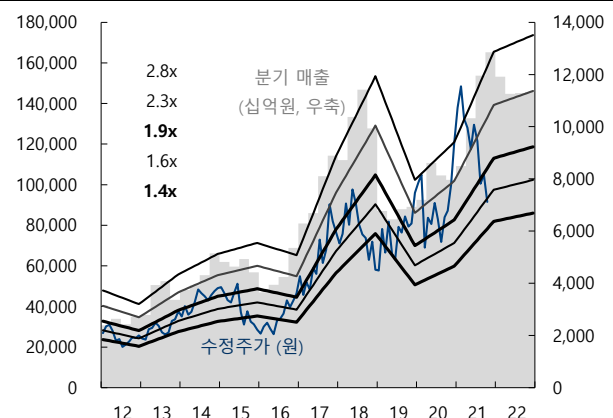
그러나 1) 아직 업황 측면에서 시장이 기대하는 것처럼 다운 사이클이 단기에 끝날 수 있을지 여부가 불투명하다는 점, 2) 동사 주가가 업황 둔화 속도보다 훨씬 빠르게 스태그플레이션 등 경기 Crisis 발생 우려까지 반영하며 하락세를 지속하고 있다는 점, 3) 반도체 주식 Valuation 에 가장 큰 영향을 미치는 글로벌 유동성 YoY 증감률이 당분간 상승 전환하기 어렵다는 점 등을 고려하면, 아직은 적극 매수보다는 리스크 관리 측면에서 경기 및 업황 진행 상황을 좀더 지켜볼 필요가 있는 것으로 판단된다.

그림 1. P/B 밴드를 이용한 목표주가 및 최저점 도출



자료: SK 하이닉스, 하이투자증권

그림 2. P/S 밴드를 이용한 목표주가 및 최저점 도출



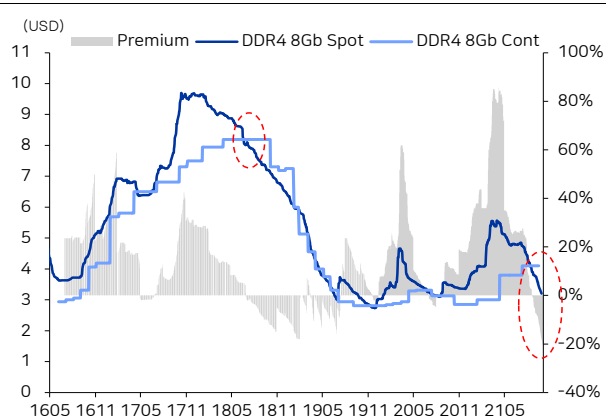
자료: SK 하이닉스, 하이투자증권

표 1. SK 하이닉스 부문별, 분기별 실적 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	FY20	FY21	FY22
DRAM 1Gb 환산 출하량 (백만개)	13,928	14,608	14,592	15,724	15,722	16,362	17,910	19,274	48,267	58,852	69,269
% QoQ / YoY	4.0%	4.9%	-0.1%	7.8%	0.0%	4.1%	9.5%	7.6%	22.5%	21.9%	17.7%
DRAM 1Gb 환산 ASP (달러)	0.40	0.47	0.51	0.49	0.45	0.40	0.37	0.36	0.40	0.47	0.39
% QoQ / YoY	4.3%	17.9%	8.3%	-3.7%	-7.9%	-10.6%	-7.6%	-4.5%	-10.7%	16.3%	-16.0%
연결기준 DRAM 매출 (백만달러)	5,552	6,864	7,427	7,710	7,099	6,606	6,681	6,866	19,437	27,553	27,252
NAND 16Gb 환산 출하량 (백만개)	15,904	16,070	18,478	20,409	21,063	22,946	26,508	27,879	47,113	70,861	98,395
% QoQ / YoY	20.5%	1.0%	15.0%	10.4%	3.2%	8.9%	15.5%	5.2%	44.9%	50.4%	38.9%
NAND 16Gb 환산 ASP (달러)	0.12	0.14	0.15	0.14	0.14	0.12	0.10	0.09	0.15	0.14	0.11
% QoQ / YoY	-7.5%	10.0%	8.0%	-3.0%	-5.0%	-10.0%	-15.0%	-10.0%	1.3%	-5.5%	-19.0%
연결기준 NAND 매출 (백만달러)	1,973	2,193	2,724	2,918	2,861	2,805	2,754	2,607	6,897	9,808	11,027
기타 매출 (백만달러)	127	144	166	175	141	133	132	132	691	612	538
연결기준 매출 (백만달러)	7,652	9,202	10,317	10,803	10,101	9,545	9,567	9,605	27,025	37,974	38,817
원/달러 환율 (원)	1,110	1,122	1,159	1,190	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180	1,149	1,180
연결기준 매출 (십억원)	8,494	10,322	11,960	12,856	11,919	11,263	11,290	11,333	31,900	43,631	45,805
매출원가 (십억원)	5,765	5,982	6,251	6,764	6,759	7,031	7,528	7,807	21,090	24,763	29,125
매출총이익 (십억원)	2,729	4,339	5,709	6,091	5,160	4,232	3,762	3,526	10,811	18,868	16,679
판매비 (십억원)	1,405	1,645	1,514	1,624	1,580	1,618	1,661	1,747	5,798	6,188	6,606
기타영업이익 (십억원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익 (십억원)	1,324	2,695	4,195	4,467	3,579	2,614	2,101	1,779	5,013	12,681	10,073
영업이익률	15.6%	26.1%	35.1%	34.7%	30.0%	23.2%	18.6%	15.7%	15.7%	29.1%	22.0%
DRAM 영업이익 (십억원)	1,898	3,096	4,005	4,224	3,480	2,774	2,601	2,569	6,487	13,223	11,423
NAND 영업이익 (십억원)	-555	-405	166	208	81	-173	-505	-795	-1,536	-586	-1,392
영업이익률	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	FY20	FY21	FY22
DRAM	31%	40%	47%	46%	42%	36%	33%	32%	28%	42%	36%
NAND	-25%	-16%	5%	6%	2%	-5%	-16%	-26%	-19%	-5%	-11%

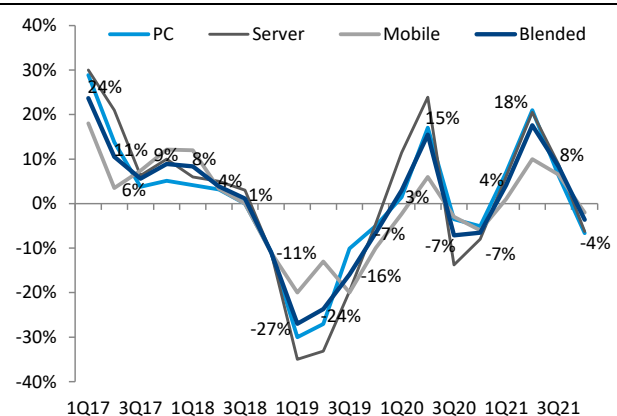
자료: SK 하이닉스, 하이투자증권

그림 3. 8Gb DDR4 PC DRAM 현물가격 및 고정거래가격 동향



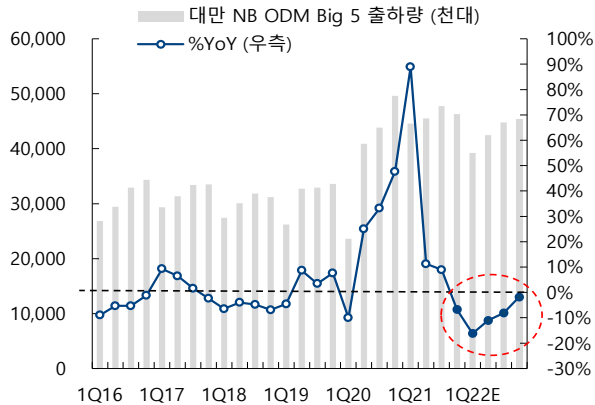
자료: DRAMeXchange, 하이투자증권

그림 4. SK 하이닉스 DRAM ASP QoQ 증감률 전망



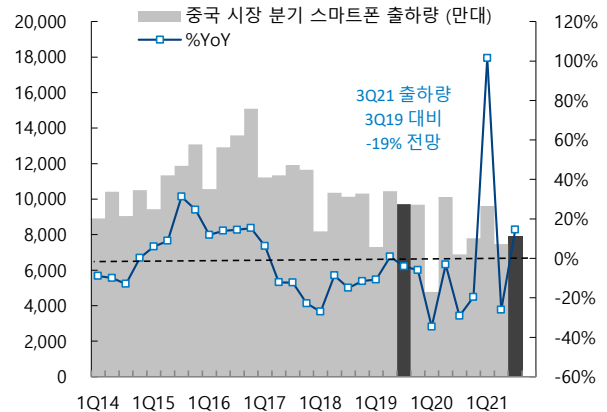
자료: 각사 자료, DRAMeXchange, 하이투자증권

그림 5. 대만 노트북 ODM 분기별 출하량 및 YoY 증감률 전망



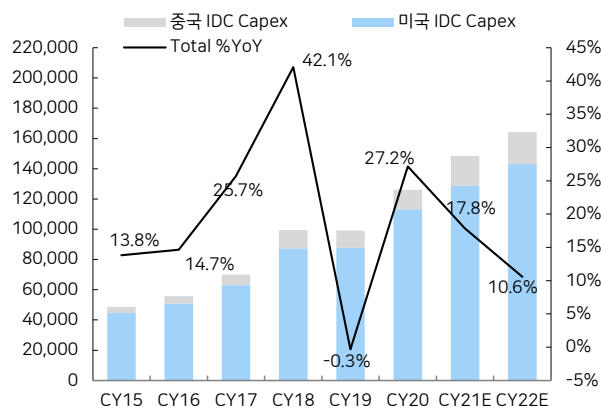
자료: 각사 자료, 하이투자증권

그림 6. 중국 스마트폰 시장 분기별 출하량 및 YoY 증감률 전망



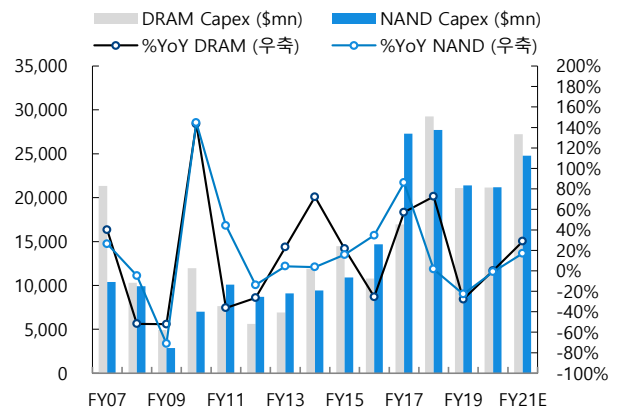
자료: 중국정보통신산업연구원, 하이투자증권

그림 7. IDC 업계 연간 Capex와 YoY 증감률 전망



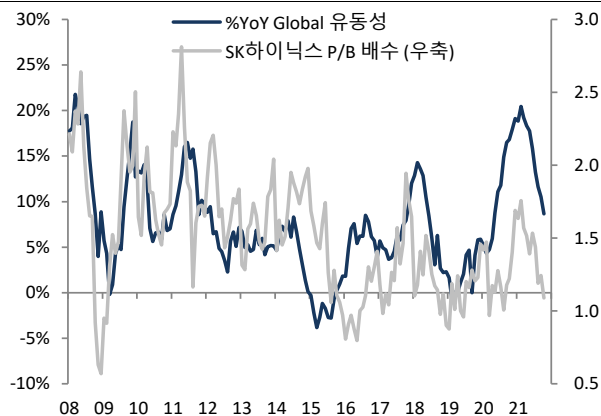
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 8. DRAM, NAND Capex 및 YoY 증감률 추정



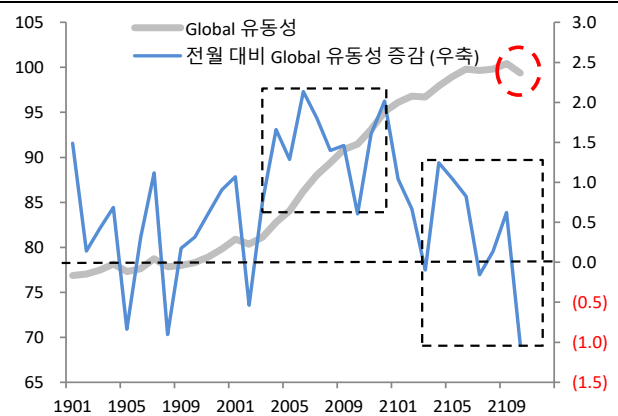
자료: 각사 자료, 하이투자증권

그림 9. Global 유동성 YoY 증감률과 SK 하이닉스 P/B 배수



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 10. Global 유동성 및 전월 대비 증감



자료: Bloomberg, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	16,571	23,245	28,350	32,911
현금 및 현금성자산	2,976	11,183	15,810	20,875
단기금융자산	1,977	1,977	1,977	1,977
매출채권	4,995	5,236	5,497	5,222
재고자산	6,136	4,363	4,580	4,351
비유동자산	54,603	61,051	61,844	62,869
유형자산	41,231	46,632	48,171	49,323
무형자산	3,400	4,000	2,807	2,233
자산총계	71,174	84,296	90,195	95,780
유동부채	9,072	9,077	8,807	8,732
매입채무	1,046	1,431	1,502	1,427
단기차입금	180	180	180	180
유동성장기부채	2,935	2,935	2,935	2,935
비유동부채	10,192	13,692	12,192	10,692
사채	3,610	3,610	3,610	3,610
장기차입금	5,911	9,411	7,911	6,411
부채총계	19,265	22,770	20,999	19,424
자배주지분	51,889	61,497	69,159	76,313
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144
이익잉여금	46,996	56,711	64,481	71,742
기타자본항목	-2,909	-3,016	-3,123	-3,231
비자배주지분	21	29	36	43
자본총계	51,909	61,526	69,195	76,356

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	12,315	21,038	18,051	18,489
당기순이익	4,759	10,618	8,671	8,161
유형자산감가상각비	8,812	9,099	10,461	10,849
무형자산감가상각비	961	1,401	1,193	574
지분법관련손실(이익)	-36	-36	-36	-36
투자활동 현금흐름	-11,840	-15,539	-11,039	-11,039
유형자산의 처분(취득)	-10,010	-14,500	-12,000	-12,000
무형자산의 처분(취득)	-800	-2,000	-	-
금융상품의 증감	-282	-	-	-
재무활동 현금흐름	252	2,384	-2,710	-2,710
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	1,252	3,500	-1,500	-1,500
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-684	-800	-894	-894
현금및현금성자산의증감	670	8,207	4,627	5,064
기초현금및현금성자산	2,306	2,976	11,183	15,810
기말현금및현금성자산	2,976	11,183	15,810	20,875

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	31,900	43,631	45,805	43,514
증가율(%)	18.2	36.8	5.0	-5.0
매출원가	21,090	24,763	29,125	28,284
매출총이익	10,811	18,868	16,679	15,230
판매비와관리비	5,798	6,188	6,606	5,882
연구개발비	3,111	3,141	3,435	3,264
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	5,013	12,681	10,073	9,348
증가율(%)	84.3	153.0	-20.6	-7.2
영업이익률(%)	15.7	29.1	22.0	21.5
이자수익	3,328	3,374	3,400	3,429
이자비용	1,980	2,049	2,019	1,990
지분법이익(손실)	-36	-36	-36	-36
기타영업외손익	-87	-53	-53	-53
세전계속사업이익	6,237	13,916	11,364	10,696
법인세비용	1,478	3,298	2,693	2,535
세전계속이익률(%)	19.6	31.9	24.8	24.6
당기순이익	4,759	10,618	8,671	8,161
순이익률(%)	14.9	24.3	18.9	18.8
지배주주귀속 순이익	4,755	10,610	8,664	8,155
기타포괄이익	-107	-107	-107	-107
총포괄이익	4,652	10,511	8,563	8,054
지배주주귀속총포괄이익	4,648	10,502	8,557	8,048

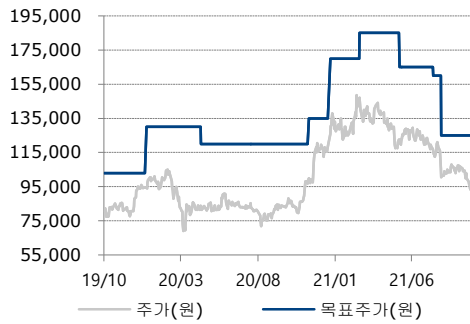
주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	6,532	14,574	11,901	11,202
BPS	71,275	84,474	94,999	104,825
CFPS	19,955	28,996	27,908	26,892
DPS	1,170	1,300	1,300	1,300
Valuation(배)				
PER	18.1	6.3	7.7	8.2
PBR	1.7	1.1	1.0	0.9
PCR	5.9	3.2	3.3	3.4
EV/EBITDA	6.4	3.0	2.9	2.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.5	18.7	13.3	11.2
EBITDA 이익률	46.3	53.1	47.4	47.7
부채비율	37.1	37.0	30.3	25.4
순부채비율	14.8	4.8	-4.6	-12.7
매출채권회전율(x)	6.9	8.5	8.5	8.1
재고자산회전율(x)	5.6	8.3	10.2	9.7

자료 : SK 하이닉스, 하이투자증권 리서치본부

SK 하이닉스

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-01-06	Buy	130,000	1년	-30.1%	-19.2%
2020-04-23	Buy	120,000	1년	-30.5%	-18.2%
2020-11-23	Buy	135,000	1년	-16.9%	-10.7%
2021-01-04	Buy	170,000	1년	-22.8%	-12.6%
2021-03-03	Buy	185,000	1년	-27.5%	-22.2%
2021-05-21	Buy	165,000	1년	-24.9%	-21.5%
2021-07-27	Buy	160,000	1년	-27.9%	-24.4%
2021-08-12	Buy	125,000	1년	-17.7%	-13.6%
2021-10-14	Buy	120,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 송명섭)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	94.6%	5.4%	-