

SK하이닉스 (000660/KS | 매수(유지) | T.P 125,000원(하향))

단기 모멘텀 부재하나, 중장기 매력은 상승중



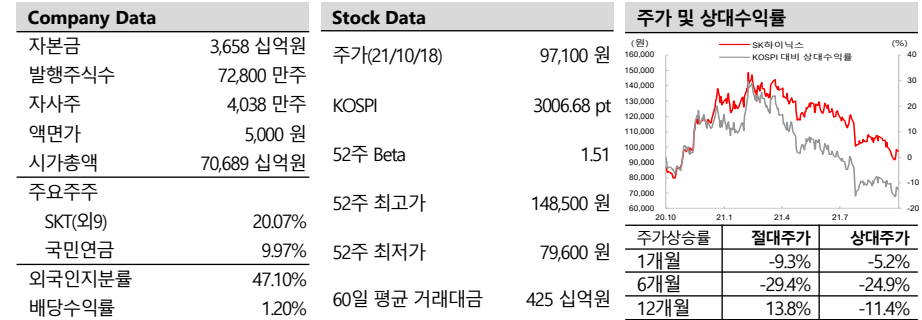
Analyst 김영우 / hermes_cmu@sk.com.kr / 02-3773-9244

● 투자포인트

- ① '21.3Q 매출 12.2조 (YoY +50.1%, QoQ +18.2%), 영업이익 4.06조(YoY +52.1%, QoQ 14.9%)로 시장 컨센서스 부합하는 견조한 실적 기대
- ② DDR5를 지원하는 INTEL 최초의 서버용 CPU, Sapphire Rapids 출시가 4~6개월 지연되며 DDR5 생산에 따른 공급 축소 시나리오도 무산. 서버 시장의 모멘텀은 '22.2Q 이후에나 가능한데 비해 현재 DRAM 3사의 DDR4 수율은 매우 높아 '21.4Q부터 공급 초과 시작
- ③ Sapphire Rapids의 양산은 '22.2Q로 예정. '22.1Q~2Q 초반까지 Server DRAM과 Enterprise SSD의 단기 업황 저점이 될 것으로 전망

● 부문별 전망 및 투자 의견

- ① 삼성전자는 5개의 EUV Layer를 적용한 14nm DDR5를 통해 DDR5 시장 및 서버 시장에서의 점유율 확대 전략을 펼칠 가능성 높음. 그러나 1a nm DDR5는 기술적 난이도가 높아 '22년 하반기 공급 부족 예상
- ② 미세 공정 반도체에 사용되는 웨이퍼의 공급 부족 심화로 AMD의 Zen4 아키텍처 CPU도 '22년 하반기로 출시 연기. 역설적으로 '22년 하반기에는 INTEL과 AMD가 모두 DDR5를 사용하는 CPU가 주력이 될 전망
- ③ '22년 상반기는 동사의 NAND 경쟁력을 확인할 수 있는 좋은 기회가 될 것. 176단 3D NAND의 수율 여부에 따라, 과거 대비 훨씬 양호한 수익성을 기대해 볼 수 있을 것
- ④ 동사의 투자 의견 매수 및 목표주가 125,000원 제시하며 커버리지 재개. 동사 실적은 '21.3Q를 고점으로 '22.2Q까지 하락이 예상되나, '22.3Q부터 '23년까지 상승하는 사이클이 예상됨. 목표주가는 당사 추정 '22년 BPS 93,046원에 '19~'21년 PBR 밴드의 평균치인 1.35X 적용하여 산출.



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	40,445	26,991	31,900	43,516	49,416	63,796
yoy	%	34.3	-33.3	18.2	36.4	13.6	29.1
영업이익	십억원	20,844	2,719	5,013	12,063	11,474	16,865
yoy	%	51.9	-87.0	84.3	140.6	-4.9	47.0
EBITDA	십억원	27,272	11,340	14,785	22,806	23,291	32,509
세전이익	십억원	21,341	2,433	6,237	12,205	11,494	16,885
순이익(지배주주)	십억원	15,540	2,006	4,755	8,822	8,346	12,267
영업이익률%	%	51.5	10.1	15.7	27.7	23.2	26.4
EBITDA%	%	67.4	42.0	46.4	52.4	47.1	51.0
순이익률	%	38.4	7.4	14.9	20.3	16.9	19.3
EPS(계속사업)	원	21,346	2,755	6,532	12,119	11,464	16,850
PER	배	2.8	34.2	18.1	8.1	8.6	5.8
PBR	배	0.9	1.4	1.7	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	배	1.5	6.8	6.4	3.4	3.2	2.1
ROE	%	38.5	4.2	9.5	15.7	13.0	16.7
순차입금	십억원	-3,092	8,204	8,031	6,304	3,153	-2,913
부채비율	%	35.9	36.1	37.1	42.6	45.2	45.9

SK하이닉스 (000660/KS | 매수(유지) | T.P 125,000원(하향))



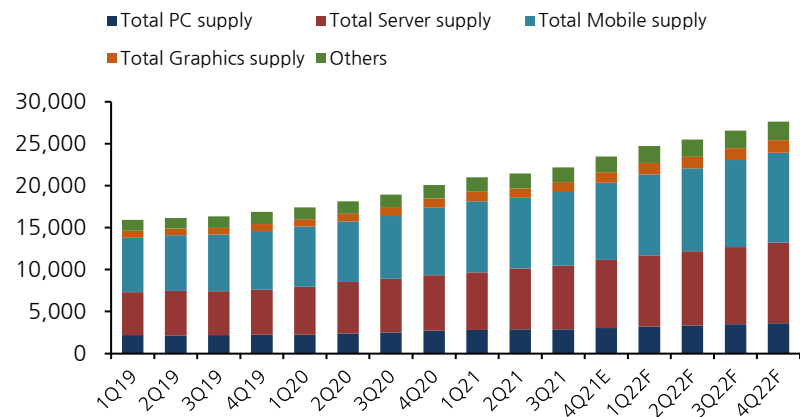
(단위: 십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
매출액 (Total)	7,199	8,607	8,129	7,966	8,494	10,322	12,205	12,495	10,574	11,449	12,975	14,419	31,900	43,516	49,416
YoY	6.3%	33.4%	18.9%	15.0%	18.0%	19.9%	50.1%	56.9%	24.5%	10.9%	6.3%	15.4%	18.2%	36.4%	13.6%
QoQ	3.9%	19.6%	-5.6%	-2.0%	6.6%	21.5%	18.2%	2.4%	-15.4%	8.3%	13.3%	11.1%			
영업이익 (Total)	741	1,947	1,300	1,025	1,324	2,695	4,058	3,986	2,680	2,442	2,926	3,426	5,012	12,063	11,474
YoY	-45.8%	205.3%	174.8%	495.8%	78.8%	38.4%	212.2%	288.9%	102.3%	-9.4%	-27.9%	-14.0%	89.2%	140.7%	-4.9%
QoQ	330.6%	162.9%	-33.2%	-21.2%	29.2%	103.5%	50.6%	-1.8%	-32.8%	-8.9%	19.8%	17.1%			
영업이익률	10.3%	22.6%	16.0%	12.9%	15.6%	26.1%	33.2%	31.9%	25.3%	21.3%	22.6%	23.8%	15.7%	27.7%	23.2%
DRAM 부문															
매출액	5,216	6,282	5,874	5,734	6,239	7,728	8,771	8,672	7,672	8,230	9,321	10,073	23,106	31,410	35,296
매출액 (USD Mn)	4,420	5,192	5,021	5,222	5,595	6,888	7,594	7,288	6,447	6,916	7,833	8,465	19,854	27,365	29,661
Bit Growth (QoQ, YoY)	-4.0%	1.8%	4.0%	11.5%	3.5%	4.5%	2.0%	-1.0%	-4.0%	15.0%	12.0%	5.0%	22.6%	19.6%	16.5%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	3.0%	15.4%	-7.0%	-6.7%	3.5%	17.8%	8.1%	-3.1%	-7.8%	-6.7%	1.1%	2.9%	-12.6%	14.8%	-6.6%
영업이익	1,103	2,139	1,643	1,334	1,735	2,897	3,952	3,831	2,977	2,940	3,514	4,097	6,218	12,415	13,529
영업이익률	21.1%	34.0%	28.0%	23.3%	27.8%	37.5%	45.1%	44.2%	38.8%	35.7%	37.7%	40.7%	26.9%	39.5%	38.3%
NAND 부문															
매출액	1,769	2,047	1,953	1,839	2,082	2,344	3,091	3,183	2,689	2,888	3,237	3,611	7,607	10,700	12,425
매출액 (USD Mn)	1,499	1,692	1,669	1,675	1,867	2,089	2,676	2,675	2,260	2,427	2,720	3,034	6,534	9,308	10,441
Bit Growth (QoQ, YoY)	11.6%	4.5%	9.4%	8.5%	20.5%	2.0%	17.5%	2.0%	-4.0%	18.0%	18.0%	15.0%	43.1%	49.9%	36.7%
ASP 변화율 (QoQ, YoY)	6.8%	8.0%	-9.8%	-7.5%	-7.5%	9.7%	9.0%	-2.0%	-12.0%	-9.0%	-5.0%	-3.0%	-1.4%	3.0%	-10.1%
영업이익	-356	-189	-344	-310	-416	-215	88	122	-309	-508	-610	-724	-1,199	-422	-2,151
영업이익률	-20.1%	-9.2%	-17.6%	-16.9%	-20.0%	-9.2%	2.8%	3.8%	-11.5%	-17.6%	-18.8%	-20.1%	-15.8%	-3.9%	-17.3%

DRAM 수요: 서버 수요 견조한 가운데 내년 상반기까지 핸드셋, PC 수요 주춤



Application별 DRAM 수요

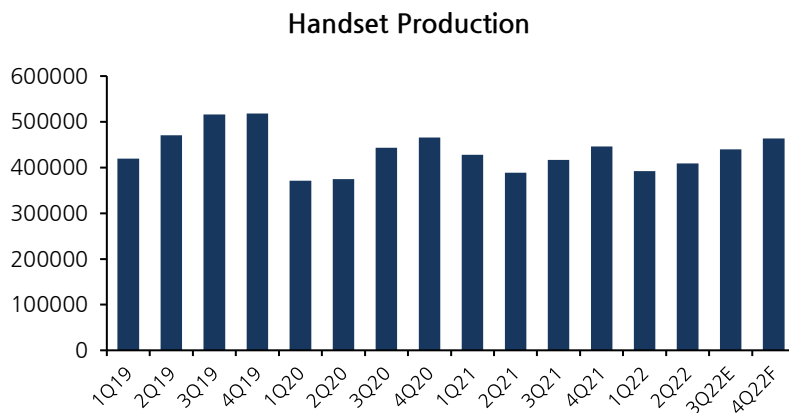
(단위: Million 2Gb)



자료 : SK증권

글로벌 Handset 생산량 전망치

(단위: K Units)

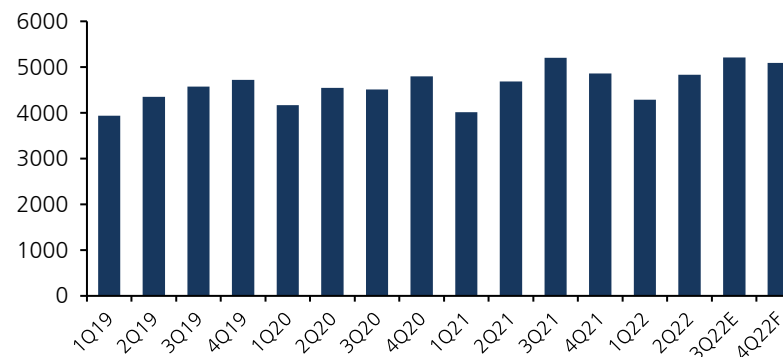


자료 : SK증권

글로벌 서버 출하량 전망치

(단위: K Units)

Server & Workstation Shipment

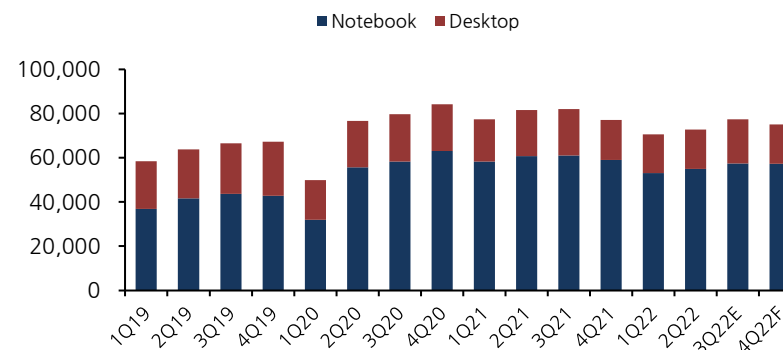


자료 : SK증권

글로벌 데스크탑, 노트북 출하량 전망치

(단위: K Units)

NB & DT Shipment

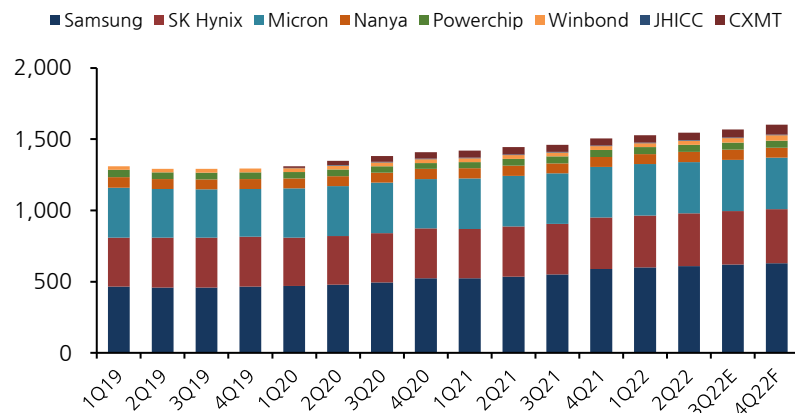


자료 : SK증권

DRAM 공급: Capex 투자는 예상보다 강할 것

DRAM 업체 분기별 Capa 전망치

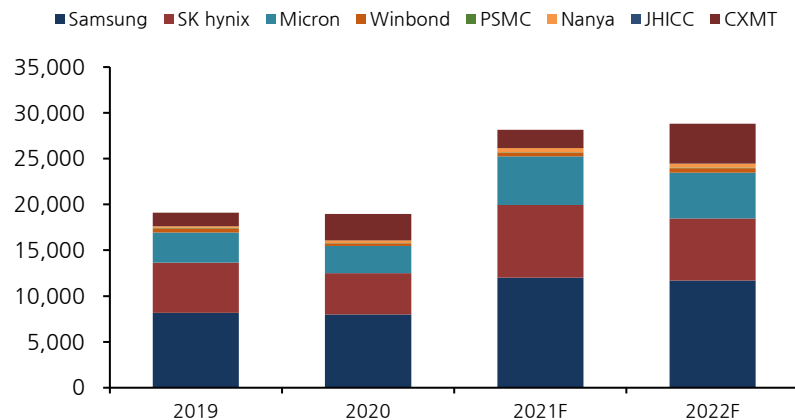
(단위: K wafer/month)



자료 : SK증권

업체별 DRAM Capex 추이

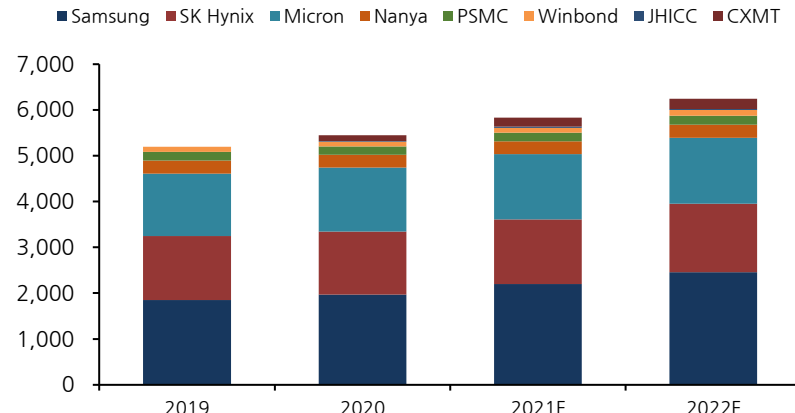
(단위: Million USD)



자료 : SK증권

DRAM 업체 연도별 Capa 전망치

(단위: K wafer/month)

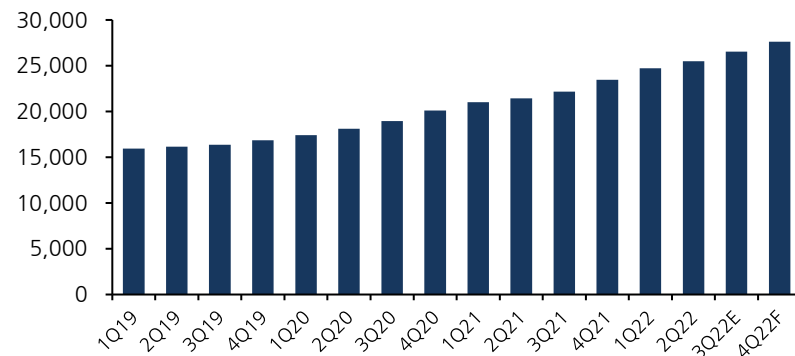


자료 : SK증권

글로벌 DRAM 생산량 전망치

(단위: Million 2Gb)

DRAM Production



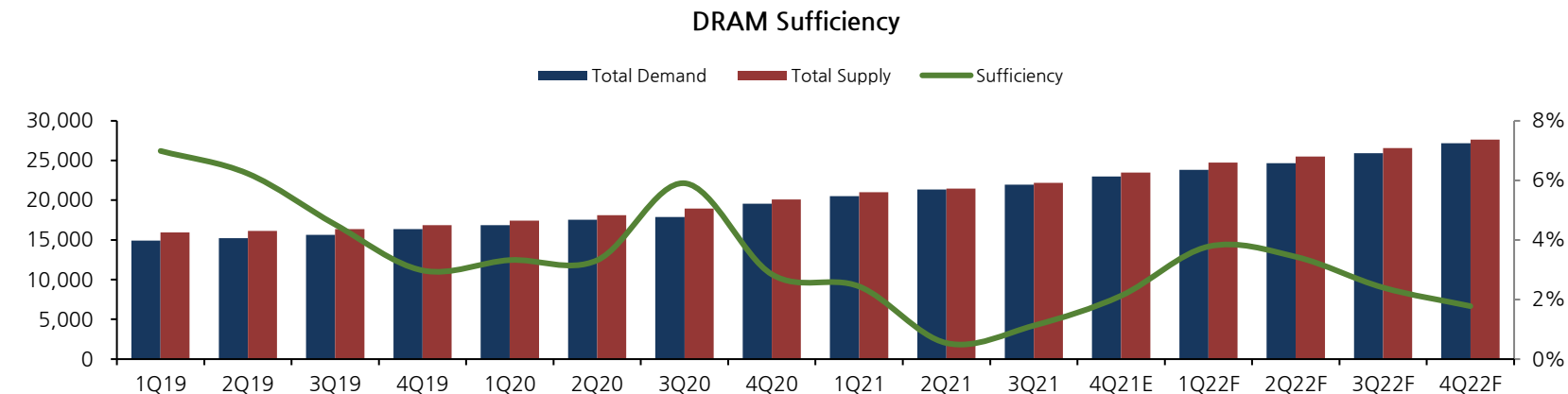
자료 : SK증권

DRAM 수급: 내년 초까지 공급 과잉 지속, '22년 2분기 들어 점진적 완화 전망



분기별 DRAM 수급 전망

(단위: Million 2Gb)

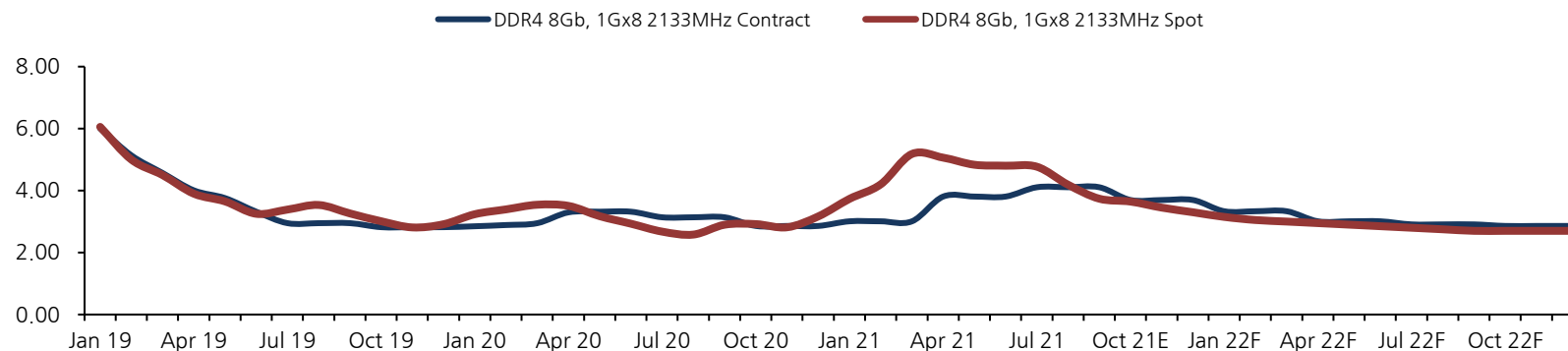


자료 : SK증권

월별 DRAM Spot Price & Contract Price 전망

(단위: \$)

DDR4 8Gb Price Forecast in 2019-2022(DDR4 가격만 보면 상승 모멘텀 찾기 어려움)



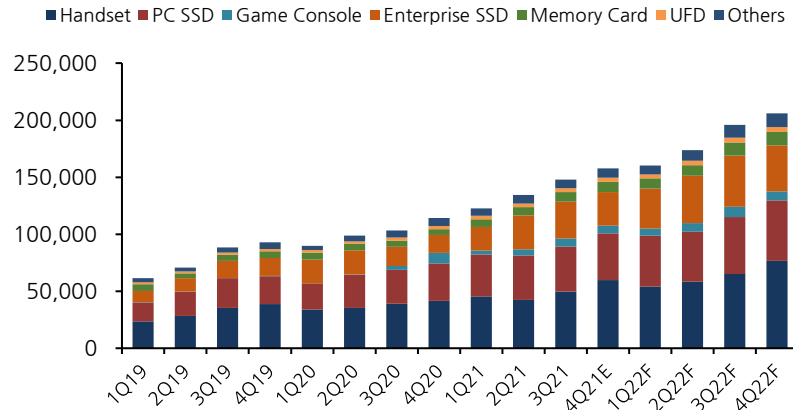
자료 : SK증권

NAND 수요: 서버 수요 견조, 핸드셋과 PC 수요 주춤



Application별 NAND 수요 (분기)

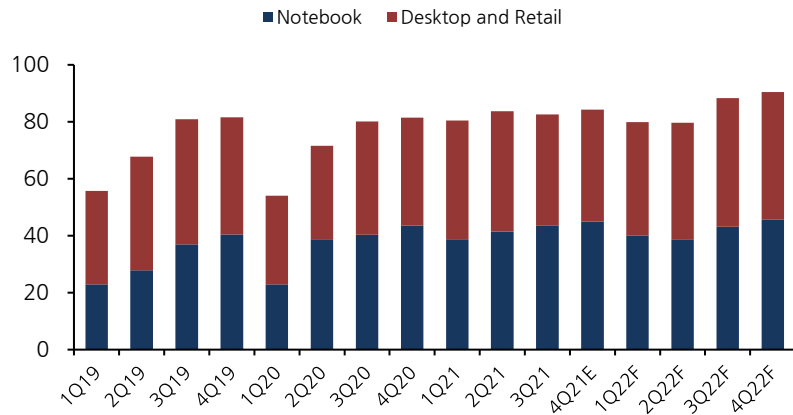
(단위: Million 1Gb)



자료: SK증권

데스크탑, 노트북용 SSD 출하량 전망치

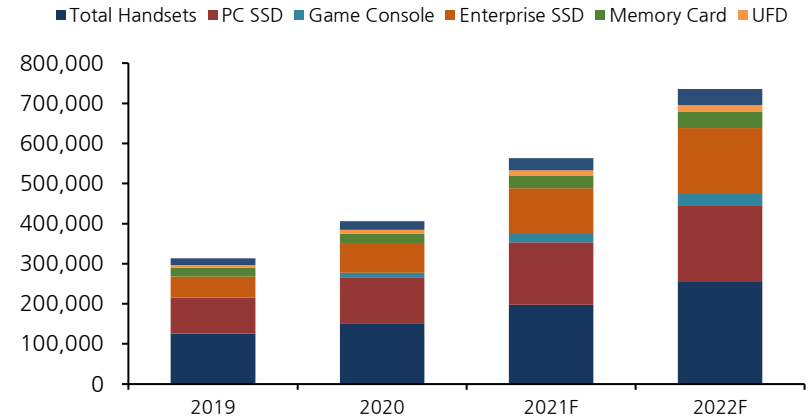
(단위: Million Units)



자료: SK증권

Application별 NAND 수요 (연간)

(단위: Million 1Gb)

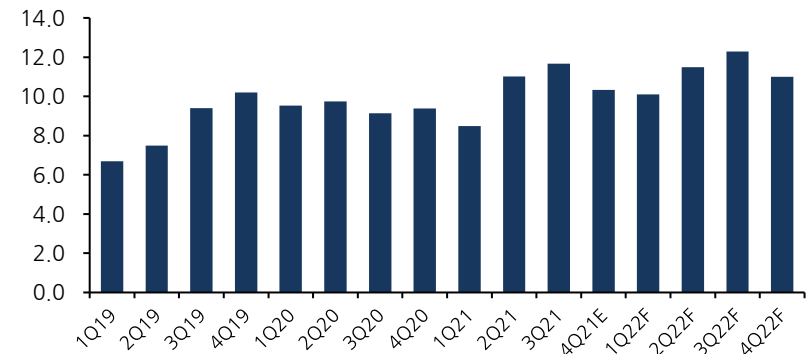


자료: SK증권

Enterprise SSD 출하량 전망치

(단위: Million Units)

Enterprise SSD Shipment



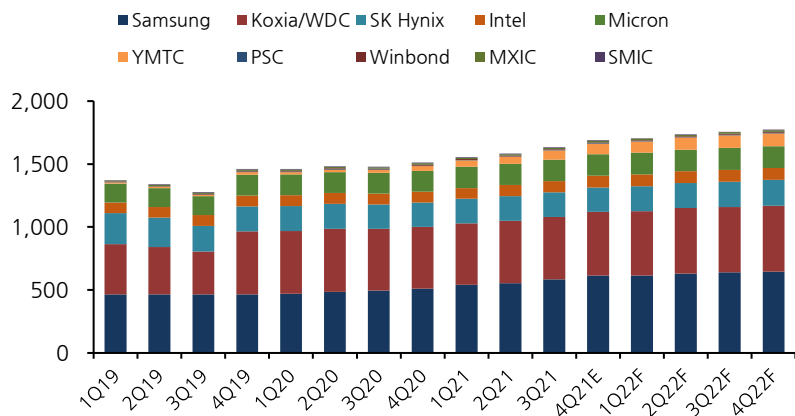
자료: SK증권

NAND 공급: 예상보다 강했던 '21년 투자, YMTC 제외 시 '22년에도 CAPEX 증가



NAND 업체 분기별 Capa 전망치

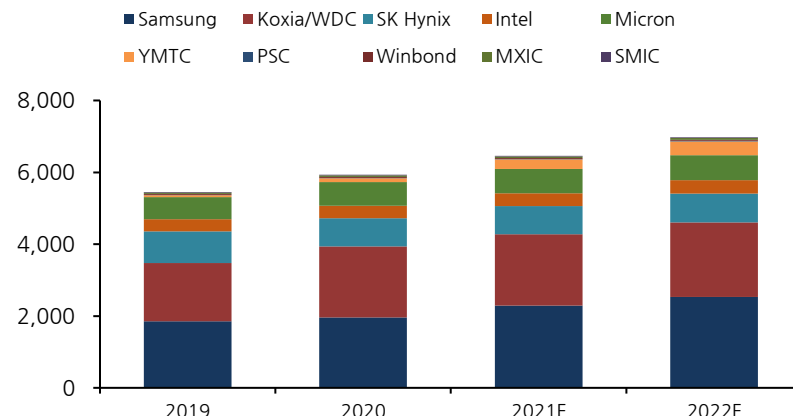
(단위: K wafer/month)



자료: SK증권

NAND 업체 연도별 Capa 전망치

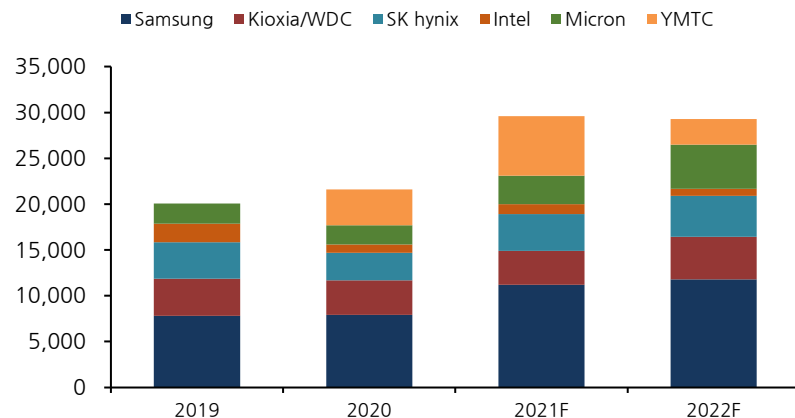
(단위: K wafer/month)



자료: SK증권

업체별 NAND Capax 추이

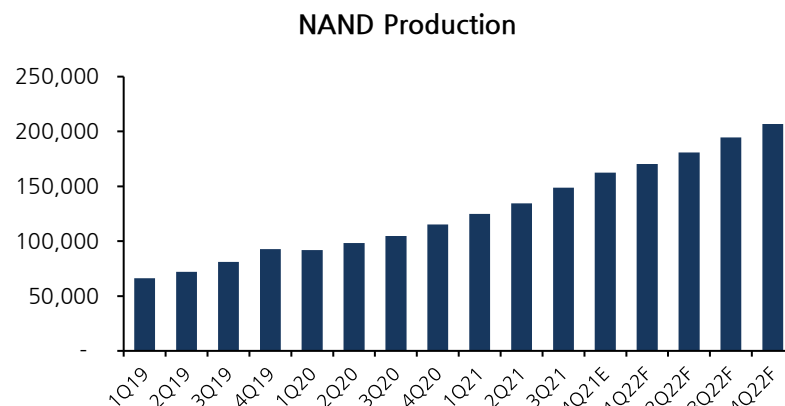
(단위: Million USD)



자료: SK증권

글로벌 NAND 생산량 전망치

(단위: Million 8Gb)



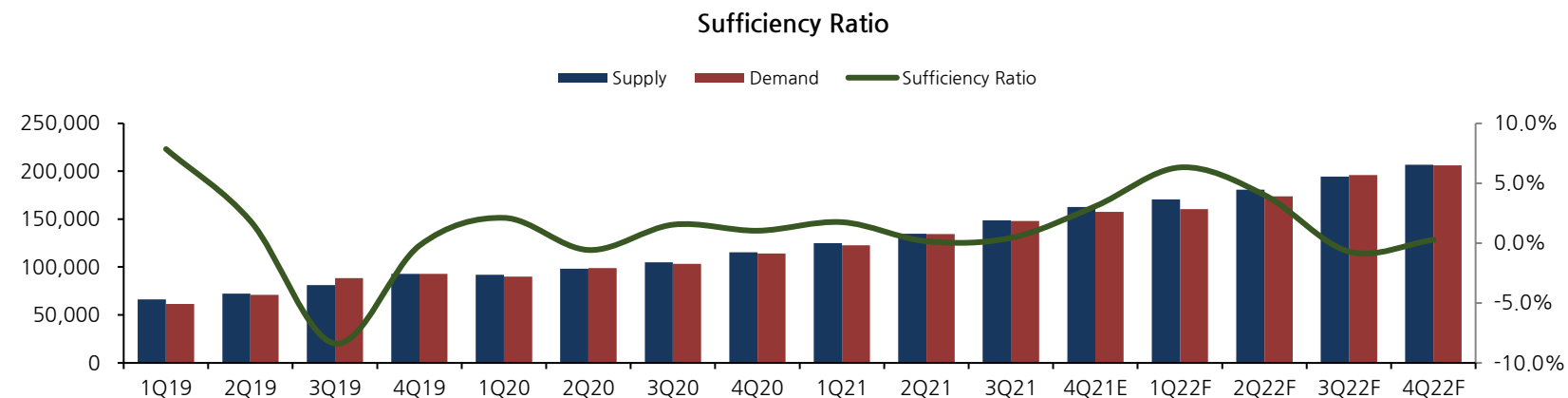
자료: SK증권

NAND 수급: 초과공급 국면, 2022년 하반기 기점 완화 전망



분기별 NAND 수급 전망

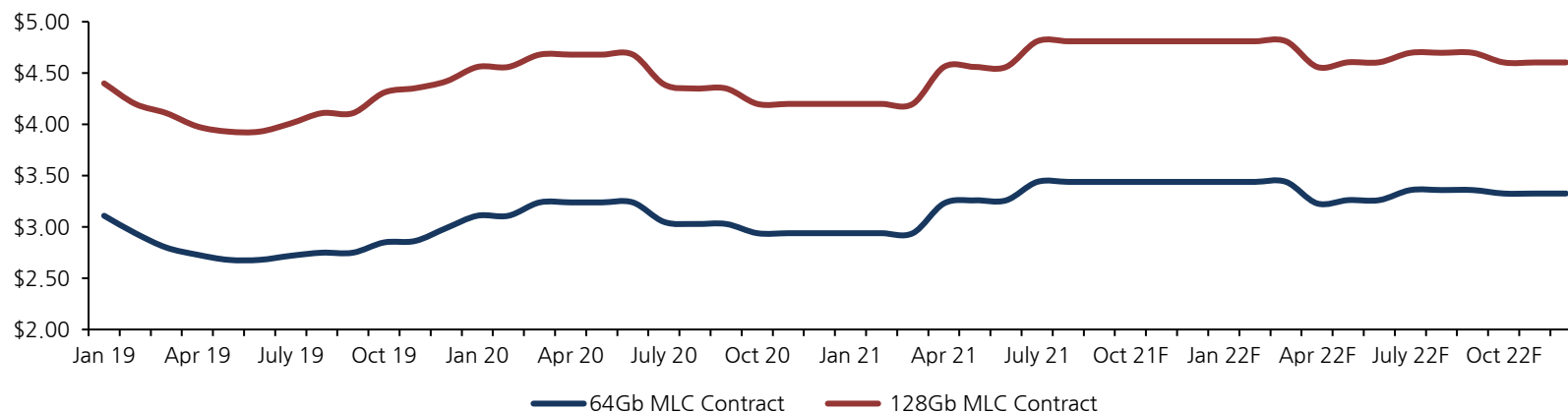
(단위: 8Gb M. Equiv.)



자료 : SK증권

월별 NAND Contract Price 전망

(단위: \$)

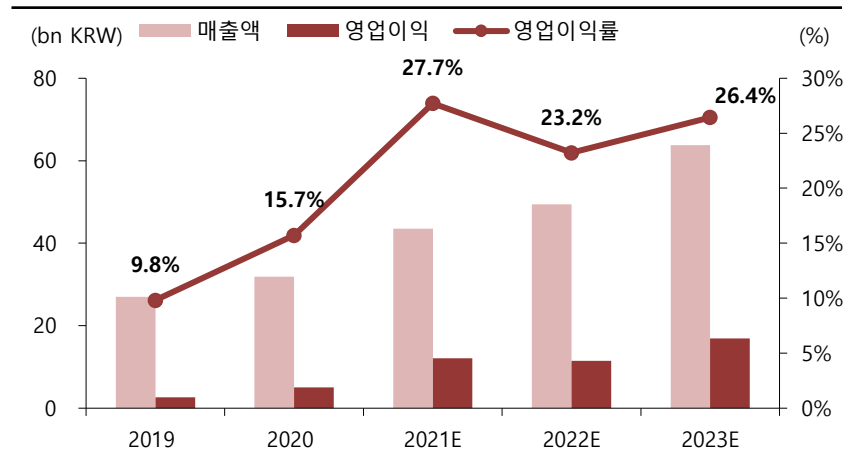


자료 : SK증권

SK하이닉스 실적 추이 및 Band Chart

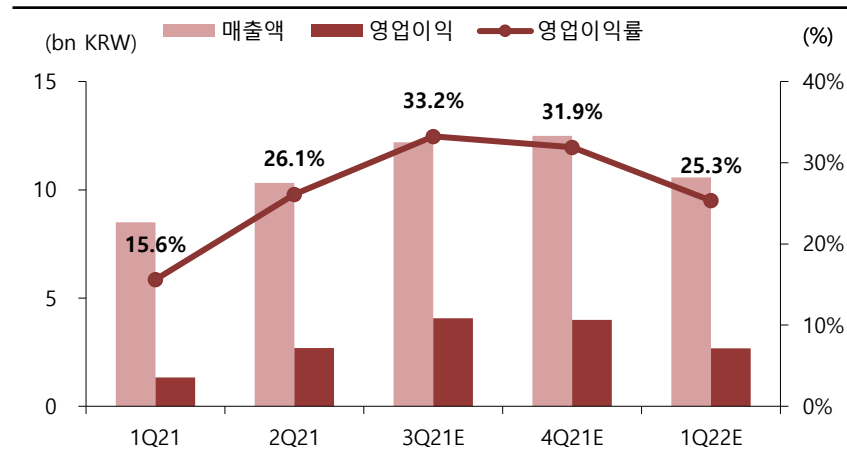


연간 실적 추이 및 전망



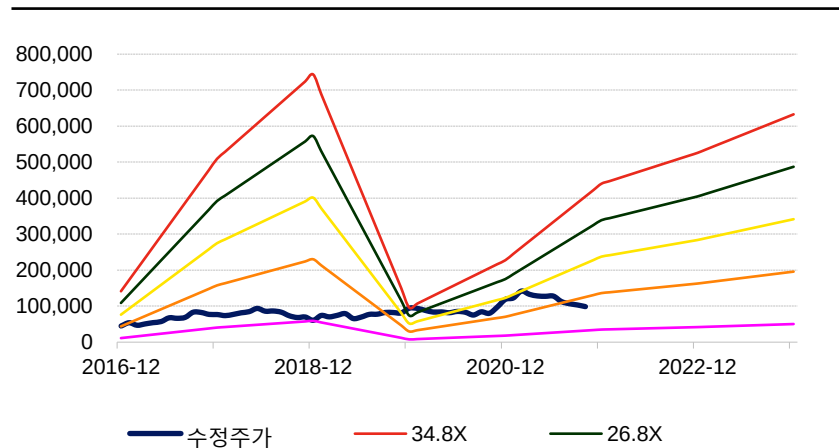
자료 : SK하이닉스, SK증권

분기별 실적 추이 및 전망



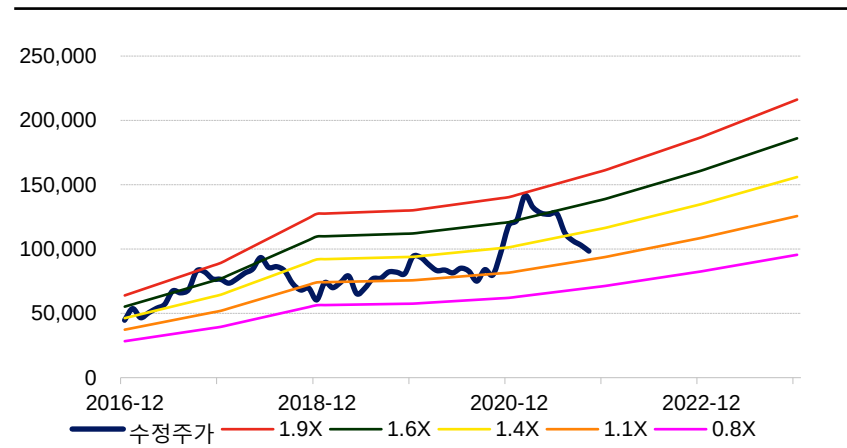
자료 : SK하이닉스, SK증권

PER Band Chart



자료 : DataGuide, SK증권

PBR Band Chart



자료 : DataGuide, SK증권

SK하이닉스 (000660/KS | 매수(유지) | T.P 125,000원(하향))



재무상태표						포괄손익계산서					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
월 결산(십억원)						월 결산(십억원)					
유동자산	14,458	16,571	27,867	37,487	52,214	매출액	26,991	31,900	43,516	49,416	63,796
현금및현금성자산	2,306	2,976	4,569	11,715	19,256	매출원가	18,819	21,090	24,373	26,795	32,436
매출채권및기타채권	4,273	4,945	7,756	8,951	11,555	매출총이익	8,172	10,811	19,143	22,622	31,359
재고자산	5,296	6,136	9,625	11,107	14,339	매출총이익률 (%)	30.3	33.9	44.0	45.8	49.2
비유동자산	50,791	54,603	58,252	60,970	63,150	판매비와관리비	5,453	5,798	7,080	11,147	14,495
장기금융자산	4,421	6,240	6,868	7,746	8,909	영업이익	2,719	5,013	12,063	11,474	16,865
유형자산	39,950	41,231	42,967	44,160	43,364	영업이익률 (%)	10.1	15.7	27.7	23.2	26.4
무형자산	2,571	3,400	3,540	3,613	3,661	비영업손익	-287	1,224	143	20	20
자산총계	65,248	71,174	86,119	98,456	115,364	순금융비용	215	226	232	237	254
유동부채	7,962	9,072	11,326	12,994	15,883	외환관련손익	99	-190	0	0	0
단기금융부채	3,031	3,462	2,527	2,840	2,774	관계기업투자등 관련손익	23	-36	90	90	90
매입채무 및 기타채무	3,410	3,395	5,325	6,145	7,933	세전계속사업이익	2,433	6,237	12,205	11,494	16,885
단기충당부채	4	3	5	5	7	세전계속사업이익률 (%)	9.0	19.6	28.1	23.3	26.5
비유동부채	9,351	10,192	14,391	17,674	20,385	계속사업법인세	424	1,478	3,365	3,132	4,601
장기금융부채	9,175	9,522	13,422	16,771	19,379	계속사업이익	2,009	4,759	8,840	8,362	12,284
장기매입채무 및 기타채무	0	272	191	111	111	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	83	94	147	170	245	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	17,312	19,265	25,717	30,668	36,268	당기순이익	2,009	4,759	8,840	8,362	12,284
지배주주지분	47,921	51,889	60,366	67,737	79,030	순이익률 (%)	7.4	14.9	20.3	16.9	19.3
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658	지배주주	2,006	4,755	8,822	8,346	12,267
자본잉여금	4,144	4,144	4,335	4,335	4,335	지배주주귀속 순이익률(%)	7.43	14.91	20.27	16.89	19.23
기타자본구성요소	-2,505	-2,503	-2,296	-2,296	-2,296	비지배주주	3	4	18	16	16
자기주식	-2,508	-2,508	-2,302	-2,302	-2,302	총포괄이익	2,103	4,652	8,895	8,417	12,339
이익잉여금	42,923	46,996	55,004	62,318	73,554	지배주주	2,100	4,650	8,880	8,403	12,324
비지배주주지분	15	21	36	51	65	비지배주주	3	2	16	14	14
자본총계	47,936	51,909	60,402	67,788	79,095	EBITDA	11,340	14,785	22,806	23,291	32,509
부채와자본총계	65,248	71,174	86,119	98,456	115,364						

SK하이닉스 (000660/KS | 매수(유지) | T.P 125,000원(하향))



현금흐름표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	6,743	12,546	15,971	18,622	23,407
당기순이익(손실)	2,009	4,759	8,840	8,362	12,284
비현금성항목등	9,617	9,808	14,444	14,928	20,225
유형자산감가상각비	7,825	8,812	9,852	10,854	14,657
무형자산상각비	795	961	891	962	987
기타	392	-1,485	-32	-164	-180
운전자본감소(증가)	270	-1,650	-4,856	-1,963	-4,500
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2,215	-935	-2,510	-1,195	-2,604
재고자산감소(증가)	-852	-844	-3,439	-1,482	-3,232
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-295	215	1,879	820	1,788
기타	-798	-86	-787	-106	-452
법인세납부	-5,153	-371	-2,458	-2,706	-4,601
투자활동현금흐름	-10,406	-11,783	-15,821	-13,711	-16,990
금융자산감소(증가)	4,390	-255	-3,632	-546	-2,230
유형자산감소(증가)	-13,866	-10,010	-11,046	-12,047	-13,860
무형자산감소(증가)	-673	-800	-1,036	-1,036	-1,036
기타	-256	-718	-107	-83	137
재무활동현금흐름	3,598	-37	1,409	2,235	1,124
단기금융부채증가(감소)	0	0	-114	313	-66
장기금융부채증가(감소)	4,858	932	2,632	3,349	2,608
자본의증가(감소)	0	0	4	0	0
배당금의 지급	-1,026	-684	-800	-1,031	-1,031
기타	-234	-284	-312	-396	-387
현금의 증가(감소)	-43	670	1,593	7,146	7,541
기초현금	2,349	2,306	2,976	4,569	11,715
기말현금	2,306	2,976	4,569	11,715	19,256
FCF	-10,824	2,933	3,033	5,226	8,517

자료 : SK하이닉스, SK증권 추정

주요투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	-33.3	18.2	36.4	13.6	29.1
영업이익	-87.0	84.3	140.6	-4.9	47.0
세전계속사업이익	-88.6	156.4	95.7	-5.8	46.9
EBITDA	-58.4	30.4	54.3	2.1	39.6
EPS(계속사업)	-87.1	137.1	85.5	-5.4	47.0
수익성 (%)					
ROE	4.2	9.5	15.7	13.0	16.7
ROA	3.1	7.0	11.2	9.1	11.5
EBITDA마진	42.0	46.4	52.4	47.1	51.0
안정성 (%)					
유동비율	181.6	182.7	246.1	288.5	328.7
부채비율	36.1	37.1	42.6	45.2	45.9
순차입금/자기자본	17.1	15.5	10.4	4.7	-3.7
EBITDA/이자비용(배)	46.2	58.3	86.0	73.9	83.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,755	6,532	12,119	11,464	16,850
BPS	65,825	71,275	82,920	93,046	108,558
CFPS	14,597	19,955	26,876	27,695	38,339
주당 현금배당금	1,000	1,170	1,500	1,500	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	34.8	18.5	12.3	13.0	8.8
PER(최저)	20.9	10.6	7.6	8.0	5.4
PBR(최고)	1.5	1.7	1.8	1.6	1.4
PBR(최저)	0.9	1.0	1.1	1.0	0.8
PCR	6.5	5.9	3.7	3.6	2.6
EV/EBITDA(최고)	6.9	6.5	5.0	4.8	3.2
EV/EBITDA(최저)	4.4	4.0	3.2	3.0	2.0

SK하이닉스 (000660/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.20	매수	125,000원	6개월		
2021.03.23	매수	180,000원	6개월	-33.78%	-20.00%
2021.02.01	매수	171,000원	6개월	-22.02%	-13.16%
2021.01.11	매수	171,000원	6개월	-24.29%	-21.05%
2020.12.06	매수	138,000원	6개월	-12.78%	0.00%
2020.11.17	매수	115,000원	6개월	-11.89%	0.00%
2020.10.12	매수	104,000원	6개월	-17.48%	0.96%
2020.09.06	매수	104,000원	6개월	-17.42%	0.96%
2020.06.16	매수	104,000원	6개월	-16.99%	0.96%
2020.05.20	매수	104,000원	6개월	-15.18%	0.96%
2020.03.17	매수	104,000원	6개월	-14.73%	0.96%
2019.11.19	매수	104,000원	6개월	-11.10%	0.96%

