

2022. 2. 3



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

Buy

적정주가 (12개월)	153,000 원
현재주가 (1.28)	120,500 원
상승여력	27.0%
KOSPI	2,663.34pt
시가총액	877,243억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	74.29%
외국인비중	49.71%
52주 최고/최저가	148,500원/91,500원
평균거래대금	4,919.4억원
주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	9.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	5.7	-2.0
상대주가	7.2	28.5	12.9

주가그래프



(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	2,756	-87.1	65,826	34.1	1.4	6.8	4.2	36.1
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	136.9	71,275	18.1	1.7	6.4	9.5	37.1
2021P	42,997.4	12,411.0	9,604.7	13,193	102.1	85,170	9.9	1.5	4.5	16.9	55.6
2022E	54,548.2	13,803.7	10,899.1	14,971	13.5	98,710	8.0	1.2	3.7	16.3	50.9
2023E	72,726.7	23,701.9	18,392.3	25,264	68.7	122,307	4.8	1.0	2.3	22.9	49.9

SK하이닉스 000660

주주환원과 투자의 유기적 관계

- ✓ 재차 포착된 실적설명회의 긍정적 변화: 1) 주주환원강화, 2) 인텔 NAND 인수 상각 비 우려 일축, 3) 출하 제한 속 수익성 추고. 현금흐름 내 유기적 관계에 주목
- ✓ 다운사이클 경쟁적 평가 하락은 발현되지 않는 중. 선두업체 수익성 개선 포착 중 2 위권 업체들의 투자제한 의지 재확인. 메모리 공급자의 협상력 우위 구간 근접
- ✓ 4Q21 영업이익 4.2조원은 일회성비용 감안 시 시장기대치 소폭 능가. 분기 실적은 1Q22 2.7조원 저점 이후 4Q23까지 개선. 투자의견 Buy, 적정주가 153,000원

예상을 소폭 능가한 4Q21 실적. 더 긍정적으로 변한 실적설명회 내용

SK하이닉스의 4Q21 영업이익 4.2조원 (+1% QoQ)은 성과급 관련 일회성 비용 등 0.3조원을 감안 시 시장 기대치를 소폭 능가했다. 메모리 출하량이 예상수준을 기록했음에도 가격 하락폭이 제한되며 이익 증가를 견인했다. 당사는 실적보다 동사 설명회 내용에 주목한다. 지난해 설비투자의 당위성을 강조했던 동사는, 1) 주주환원 강화 (분기배당 신설), 2) Solidigm (인텔 NAND) 인수 관련 비용 우려 일축, 3) 경영전략의 중요성을 재확인하며 긍정적 태도 변화를 보여줬다. 동사 1Q22은 계절적 약세 구간으로 영업지표의 구조적 하락세 속 NAND 출하량만 Solidigm 연결 효과로 증가하겠지만 해당 법인으로부터의 단기 손실 기여가 예상된다. 분기 영업이익은 1Q22 2.7조원을 저점으로 4Q23 7.8조원까지 지속 증가할 전망이다.

주주환원의 나비효과? 투자 억제와 공급사 협상력 우위 유발

메모리 수요는 공급의 함수로 풀이된다. 자연 발생 수요 외 '투기적' 수요는 재고 축적을 위한 능동적 성격으로 "16년부터의 DRAM 뉴사이클'부터 사이클반전 기폭제로 작용해왔다. 그럼에도 불구하고 공급사들은 점유율 경쟁의 능동적 증산으로 주도권 상실을 반복해왔다. 하지만 선두업체 매니지먼트 변화와 함께 2위권 업체들의 태도 변화는 공급사 중심 사이클 도래를 가속화하고 있다. 금번 발표된 동사의 분기배당 정책은 향후 지속적 현금유출 속 투자에 신중을 가하게 하는 요인이다. 이는 다운사이클이 거셀수록 더 크게 작용한다. 올해 선두업체의 메모리 투자는 4년만의 감소세로 전환될 전망이다. 반면 DRAM 생산증가를 위한 한계비용은 더 가팔라지고 있다. DRAM 사이클은 올해 중반 공급부족으로 전환되며 평가 상승은 4Q23까지 유지될 전망이다. 동사에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 실적추정치 상향조정을 반영해 153,000원 (2022E 1.55x P/B 유지)으로 변경한다.

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	12,376.6	7,966.2	55%	11,805.3	5%	12,441.2	-1%	12,446.0	-1%
DRAM	8,825.9	5,815.0	52%	8,415.3	5%			8,831.9	0%
NAND	3,092.2	1,821.3	70%	3,042.1	2%			3,188.0	-3%
영업이익	4,219.5	966.0	337%	4,171.6	1%	4,077.1	3%	4,115.1	3%
DRAM	3,946.9	1,496.8	164%	3,794.2	4%			3,702.5	7%
NAND	230.9	-569.8	nm	332.4	-31%			370.0	-38%
Others	41.7	39.0	7%	45.0	-7%			42.6	0%
세전이익	4,666.6	2,232.8	109%	4,598.6	1%	4,595.4	2%	4,242.6	10%
순이익	3,318.9	1,766.8	88%	3,310.8	0%	3,080.0	8%	3,117.4	6%
영업이익률 (%)	34%	12%		35%				33%	
DRAM	45%	26%		45%				42%	
NAND	7%	-31%		11%				12%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+8%	-5%	+13%	-12%
메리츠 추정치	+9%	-5%	+10%	-6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	1Q22E	2022E	1Q22E	2022E	1Q22E	2022E
매출액	11,499.6	54,548.2	11,461.0	46,914.3	0%	16%
DRAM	7,526.1	34,818.2	7,884.9	32,173.0	-5%	8%
NAND	3,628.3	18,229.1	3,239.1	13,276.0	12%	37%
영업이익	2,725.8	13,803.7	2,886.1	9,616.3	-6%	44%
DRAM	2,725.5	12,487.7	2,572.2	8,570.3	6%	46%
NAND	-34.2	1,166.0	280.2	899.5	nm	30%
Others	34.5	150.1	33.7	146.5	2%	2%
세전이익	2,536.6	13,988.0	3,008.2	9,896.1	-16%	41%
순이익	1,976.4	10,899.1	2,344.2	7,711.3	-16%	41%
영업이익률 (%)	24%	25%	25%	20%		
DRAM	36%	36%	33%	27%		
NAND	-1%	6%	9%	7%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
매출액	8,494.2	10,321.6	11,805.0	12,376.6	11,499.6	13,106.4	14,719.6	15,222.5	31,885.3	42,997.4	54,548.2
DRAM	6,221.2	7,683.8	8,415.3	8,825.9	7,526.1	8,278.7	9,307.0	9,706.4	23,233.1	31,146.3	34,818.2
NAND	2,029.6	2,322.8	3,042.1	3,092.2	3,628.3	4,467.5	5,022.4	5,110.8	7,473.4	10,486.6	18,229.1
영업이익	1,324.4	2,695.4	4,171.6	4,219.5	2,725.8	2,925.5	3,974.4	4,178.0	5,012.9	12,411.0	13,803.7
DRAM	1,687.1	2,799.9	3,794.2	3,946.9	2,725.5	2,633.9	3,461.8	3,666.4	6,626.1	12,228.1	12,487.7
NAND	-385.4	-140.5	332.4	230.9	-34.2	255.6	473.6	471.0	-1,744.7	37.4	1,166.0
기타	22.8	36.0	45.0	41.7	34.5	36.0	39.0	40.5	131.5	145.5	150.1
세전이익	1,350.6	2,801.1	4,598.6	4,666.6	2,536.6	3,016.5	4,118.9	4,315.9	6,237.0	13,416.9	13,988.0
당기순이익	990.5	1,984.5	3,310.8	3,318.9	1,976.4	2,349.0	3,208.3	3,365.5	4,755.1	9,604.7	10,899.1
영업이익률 (%)	16%	26%	35%	34%	24%	22%	27%	27%	16%	29%	25%
DRAM	27%	36%	45%	45%	36%	32%	37%	38%	29%	39%	36%
NAND	-19%	-6%	11%	7%	-1%	6%	9%	9%	-23%	0%	6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021P	2022E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	13,124	13,649	13,472	14,550	13,240	15,623	17,967	18,506	45,630	54,795	65,337
	% QoQ	4%	4%	-1%	8%	-9%	18%	15%	3%			
	% YoY	23%	25%	19%	15%	1%	14%	33%	27%	23%	20%	19%
	NAND	134,264	138,292	168,717	190,650	228,780	292,838	336,764	346,867	396,500	631,923	1,205,248
	% QoQ	21%	3%	22%	13%	20%	28%	15%	3%			
% YoY	50%	48%	65%	71%	70%	112%	100%	82%	43%	59%	91%	
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.43	0.50	0.54	0.51	0.47	0.44	0.44	0.45	0.43	0.50	0.45
	% QoQ	4%	18%	8%	-5%	-8%	-6%	-1%	3%			
	% YoY	4%	6%	23%	25%	11%	-12%	-19%	-12%	-9%	15%	-9%
	NAND	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01
	% QoQ	-7%	10%	4%	-12%	-4%	-3%	-1%	1%			
% YoY	-16%	-15%	-2%	-6%	-3%	-15%	-19%	-7%	0%	-9%	-12%	

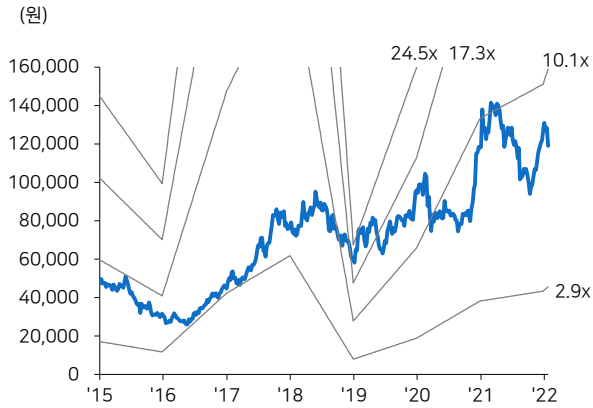
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 신규 배당정책 (고정배당금 300원/분기 + FCF 5%) → 이후 FCF 50% 맞춰 24년말 정산



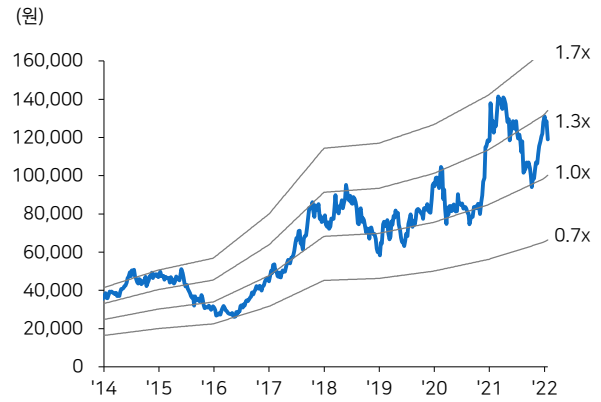
자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가

(원)	2022E
BVPS	98,710
적정배수 (배) *	1.55
적정가치	153,000
적정주가	153,000
현재주가	120,500
상승여력 (%)	27.0%

참고: * 적정배수는 업황 회복기 14-15년 평균 PBR 배수
 자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	26,990.7	31,900.4	42,997.4	54,548.2	72,726.7
매출액증가율 (%)	-33.3	18.2	34.8	26.9	33.3
매출원가	18,818.8	21,089.8	24,034.7	32,530.4	38,099.6
매출총이익	8,171.9	10,810.6	18,962.7	22,017.9	34,627.2
판매비와관리비	5,452.7	5,798.0	6,552.3	8,214.2	10,925.3
영업이익	2,719.2	5,012.6	12,411.0	13,803.7	23,701.9
영업이익률 (%)	10.1	15.7	28.9	25.3	32.6
금융수익	-283.8	1,347.5	307.7	18.3	-273.3
종속/관계기업관련손익	22.6	-36.3	225.9	166.0	166.0
기타영업외손익	-25.4	-86.8	1,006.6	184.2	-107.3
세전계속사업이익	2,432.6	6,237.0	13,951.3	14,172.2	23,487.3
법인세비용	423.6	1,478.1	3,952.1	3,117.9	5,167.2
당기순이익	2,009.1	4,758.9	9,616.2	10,910.6	18,403.8
지배주주지분 손이익	2,006.0	4,755.1	9,604.7	10,899.1	18,392.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	14,457.6	16,571.0	28,020.2	33,786.0	51,498.9
현금및현금성자산	2,306.1	2,976.0	1,497.1	3,551.2	13,853.2
매출채권	4,261.7	4,931.3	8,267.0	9,167.9	11,623.8
재고자산	5,295.8	6,136.3	8,607.0	10,586.1	14,576.6
비유동자산	50,790.8	54,602.9	70,407.3	73,399.7	61,510.2
유형자산	39,949.9	41,230.6	44,621.6	34,121.6	23,001.6
무형자산	2,571.1	3,400.3	3,366.9	2,398.1	1,299.6
투자자산	5,186.8	7,344.1	15,852.6	18,461.9	22,568.3
자산총계	65,248.4	71,173.9	96,515.6	108,492.1	113,009.0
유동부채	7,962.0	9,072.4	17,614.0	21,617.8	28,452.2
매입채무	1,042.5	1,046.2	1,625.4	1,999.1	2,752.6
단기차입금	1,168.4	179.6	233.0	233.0	233.0
유동성장기부채	1,569.4	2,934.7	2,648.0	2,756.9	3,296.1
비유동부채	9,350.5	10,192.4	16,863.6	16,770.0	16,037.5
사채	2,745.4	3,610.4	7,214.0	7,074.2	7,049.9
장기차입금	5,040.4	4,527.0	7,529.0	7,383.1	6,357.7
부채총계	17,312.5	19,264.8	34,477.6	36,596.9	44,489.8
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
기타포괄이익누계액	-298.9	-405.5	-405.5	-405.5	-405.5
이익잉여금	42,923.4	46,995.7	55,784.0	65,641.3	83,011.1
비지배주주지분	14.8	20.6	34.3	34.3	34.3
자본총계	47,935.9	51,909.1	62,038.0	71,895.3	89,074.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	6,549.7	12,314.6	20,007.0	21,584.2	27,746.5
당기순이익(손실)	2,009.1	4,758.9	9,616.2	10,910.6	18,403.8
유형자산감가상각비	7,825.3	8,811.6	9,730.3	10,500.0	11,120.0
무형자산상각비	795.2	960.6	923.6	968.8	1,098.5
운전자본의 증감	270.1	-1,649.9	-2,855.1	-1,865.5	-4,400.6
투자활동 현금흐름	-10,450.9	-11,840.4	-26,401.6	-18,300.0	-15,900.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,920.2	-10,068.7	-12,490.0	-17,300.0	-14,900.0
투자자산의 감소(증가)	-270.6	-2,157.3	-2,317.4	-166.0	-166.0
재무활동 현금흐름	3,836.7	252.1	4,750.9	-1,230.1	-1,544.5
차입금증감	6,924.1	778.0	6,493.4	-50.7	-312.3
자본의증가	0.0	0.0	190.9	0.0	0.0
현금의증가	-43.3	669.9	-1,479.0	2,054.1	10,302.0
기초현금	2,349.3	2,306.1	2,976.0	1,497.0	3,551.2
기말현금	2,306.1	2,976.0	1,497.0	3,551.2	13,853.2

Key Financial Data

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	37,075	43,819	59,062	74,929	99,899
EPS(지배주주)	2,756	6,532	13,193	14,971	25,264
CFPS	15,969	20,009	30,992	32,211	44,158
EBITDAPS	15,576	20,309	31,682	34,715	49,341
BPS	65,826	71,275	85,170	98,710	122,307
DPS	1,000	1,170	1,170	1,170	1,170
배당수익률(%)	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	34.1	18.1	9.9	8.0	4.8
PCR	5.9	5.9	4.2	3.7	2.7
PSR	2.5	2.7	2.2	1.6	1.2
PBR	1.4	1.7	1.5	1.2	1.0
EBITDA	11,339.6	14,784.8	23,064.9	25,272.6	35,920.3
EV/EBITDA	6.8	6.4	4.5	3.7	2.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.2	9.5	16.9	16.3	22.9
EBITDA 이익률	42.0	46.3	53.6	46.3	49.4
부채비율	36.1	37.1	55.6	50.9	49.9
금융비용부담률	0.9	0.8	1.2	0.6	0.5
이자보상배율(x)	11.1	19.8	23.4	41.1	72.0
매출채권회전율(x)	5.1	6.9	6.5	6.3	7.0
재고자산회전율(x)	5.6	5.6	5.8	5.7	5.8

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 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

