

2022. 4. 28



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

## Buy

적정주가 (12개월)	141,000 원
현재주가 (4.27)	108,500 원
상승여력	30.0%
KOSPI	2,639.06pt
시가총액	789,883억원
발행주식수	72,800만주
유동주식비율	74.30%
외국인비중	49.74%
52주 최고/최저가	135,000원/91,500원
평균거래대금	4,672.3억원
주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	9.19

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.1	6.9	-19.6
상대주가	-4.9	22.5	-2.1

### 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	2,755	-87.9	65,825	39.4	1.65	5.4	4.2	36.1
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	16.6	1.52	4.8	9.2	37.1
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	8.2	1.27	4.2	15.4	55.0
2022E	58,953.1	15,084.9	12,086.9	16,603	25.9	100,549	6.5	1.08	3.3	17.9	51.1
2023E	75,632.7	19,632.9	15,927.0	21,878	31.8	120,899	5.0	0.90	2.5	19.8	45.7

# SK하이닉스 000660

## 불투명한 수요 vs 생산 불확실성

- ✓ 1Q22 영업이익 2.9조원은 일회성비용 감소 시 시장기대치 수준. 분기 실적은 1Q22 저점 이후 연말까지 지속 개선. 투자이견 Buy, 적정주가 141,000원
- ✓ 실적설명회 주요 내용: 1) 낙관적 수요 전망 제시, 2) 수익성 추구 정책 유지 속 장비 설치 지연에 따른 공급 불확실성 강조, 3) 설비투자금액 확대에 과도한 해석 경계
- ✓ 1) 수요 둔화세, 2) 업체들의 설비투자금액 확대에 대한 시장의 우려는 점증하는 중. 현 주가는 밸류에이션 (22E P/B 1.08배) 기반 위험 대비 수익에 주목해야 하는 구간

### 일회성비용 탓 아쉬웠던 1Q22 실적. 아직은 막연한 수요 전망

SK하이닉스의 1Q22 영업이익 2.9조원 (-32% QoQ)은 시장 기대치를 소폭 하회했지만, 1) 신규 연결법인 솔리다임 관련 일회성 비용 1,000억원과 2) 지난 해 발생한 서버 DRAM 불량 관련 총당금이 0.38조원 설정됐음을 감안 시 양호한 실적으로 평가된다. 동사의 1Q22 DRAM과 NAND 출하량은 경쟁사들을 하회했지만, 2Q22 출하확대를 통해 만회될 전망이다. 다만 출하를 위한 판가 희생은 억제되며 부진한 수요 환경 불구 사이클 회복은 지속 추진된다. 설명회를 통해 제시된 동사의 메시지는 1) 하반기 모바일 등 수요 회복, 2) 서버 수요의 구조적 증가 사이클 강조, 3) 수익성 위주의 유연한 투자 전략 등 전반적으로 긍정적이었지만, 최근 발생하고 있는 전방시장 위축 (모바일과 PC 등 B2C 수요의 부진) 상황 하에서 선제적인 공급조절이 구사되지 않았음에는 아쉬움이 남는다. 하지만 현재 낮은 재고 수준과 생산지연 상황을 감안 시 DRAM은 일부 제품의 경우 3Q22부터 판가 인상이 시작될 전망이다. 동사 분기 영업이익은 1Q22 2.9조원을 저점으로 4Q22 4.4조원까지 지속 증가할 전망이다.

### 수요 둔화에 맞서는 방법 vs 상호 의존 · 경쟁 구도 내 의사결정

메모리 수요는 공급의 함수이며, 감소하는 수요 전망에 공급 조절은 수익성 확대를 위한 직접적인 해법이다. 다만 수요전망의 착시 또는 경쟁사 공급량에 대한 오판이 더해지면, 균형점 이상의 공급을 지속 추진하게 된다. 현재 투자자들은 업체들의 공급확대 속도가 사이클 반전의 저해요소가 될 수 있음을 우려하고 있다. 하지만 동사의 현 주가는 이미 극단적 수요 감소 우려까지 반영한 1.08배 수준으로 과거 변동구간 (1.0배~1.6배)의 하단에 위치하고 있다. 투자자들은 수요전망의 하향 조정 위험 대비 잠재적 사이클 정상화의 성과에 주목해야 할 시점이다.

(십억원)	1Q22P	1Q21	(% YoY)	4Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>12,156.0</b>	<b>8,494.2</b>	<b>43%</b>	<b>12,376.6</b>	<b>-2%</b>	<b>11,775.8</b>	<b>3%</b>	<b>11,499.6</b>	<b>6%</b>
DRAM	7,853.0	6,221.2	26%	8,825.9	-11%			7,526.1	4%
NAND	3,822.8	2,029.6	88%	3,092.2	24%			3,628.3	5%
<b>영업이익</b>	<b>2,860.0</b>	<b>1,324.4</b>	<b>116%</b>	<b>4,219.5</b>	<b>-32%</b>	<b>3,049.9</b>	<b>-6%</b>	<b>2,725.8</b>	<b>5%</b>
DRAM	2,799.8	1,687.1	66%	3,946.9	-29%			2,725.5	3%
NAND	17.2	-385.4	nm	230.9	-93%			(34.2)	nm
Others	43.0	22.8	89%	41.7	3%			34.5	25%
<b>세전이익</b>	<b>2,773.7</b>	<b>1,350.6</b>	<b>105%</b>	<b>4,666.6</b>	<b>-41%</b>	<b>2,958.1</b>	<b>-6%</b>	<b>2,536.6</b>	<b>9%</b>
<b>순이익</b>	<b>1,980.5</b>	<b>990.5</b>	<b>100%</b>	<b>3,318.9</b>	<b>-40%</b>	<b>2,259.3</b>	<b>-12%</b>	<b>1,976.4</b>	<b>0%</b>
영업이익률 (%)	24%	16%		34%				24%	
DRAM	36%	27%		45%				36%	
NAND	0%	-19%		7%				-1%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	-9%	-4%	+19%	+2%
메리츠 추정치	-9%	-8%	+20%	-4%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E
<b>매출액</b>	<b>14,386.0</b>	<b>58,953.1</b>	<b>13,106.4</b>	<b>54,548.2</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>
DRAM	9,080.8	37,019.9	8,278.7	34,818.2	10%	6%
NAND	4,944.9	20,432.4	4,467.5	18,229.1	11%	12%
<b>영업이익</b>	<b>3,477.0</b>	<b>15,084.9</b>	<b>2,925.5</b>	<b>13,803.7</b>	<b>19%</b>	<b>9%</b>
DRAM	3,138.9	13,323.3	2,633.9	12,487.7	19%	7%
NAND	302.1	1,616.5	255.6	1,166.0	nm	39%
Others	36.0	145.1	36.0	150.1	0%	-3%
세전이익	3,227.1	16,086.9	3,016.5	13,988.0	7%	15%
<b>순이익</b>	<b>2,448.7</b>	<b>12,086.9</b>	<b>2,349.0</b>	<b>10,899.1</b>	<b>4%</b>	<b>11%</b>
영업이익률 (%)	24%	26%	22%	25%		
DRAM	35%	36%	32%	36%		
NAND	6%	8%	6%	6%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
<b>매출액</b>	<b>8,494.2</b>	<b>10,321.6</b>	<b>11,805.0</b>	<b>12,376.6</b>	<b>12,156.0</b>	<b>14,386.0</b>	<b>15,932.0</b>	<b>16,479.1</b>	<b>31,885.3</b>	<b>42,997.4</b>	<b>58,953.1</b>
DRAM	6,221.2	7,683.8	8,415.3	8,825.9	7,853.0	9,080.8	9,832.0	10,254.0	23,233.1	31,146.3	37,019.9
NAND	2,029.6	2,322.8	3,042.1	3,092.2	3,822.8	4,944.9	5,709.8	5,954.8	7,473.4	10,486.6	20,432.4
<b>영업이익</b>	<b>1,324.4</b>	<b>2,695.4</b>	<b>4,171.6</b>	<b>4,219.5</b>	<b>2,860.0</b>	<b>3,477.0</b>	<b>4,321.0</b>	<b>4,426.9</b>	<b>5,012.9</b>	<b>12,411.0</b>	<b>15,084.9</b>
DRAM	1,687.1	2,799.9	3,794.2	3,946.9	2,799.8	3,138.9	3,679.2	3,705.4	6,626.1	12,228.1	13,323.3
NAND	-385.4	-140.5	332.4	230.9	17.2	302.1	602.7	694.5	-1,744.7	37.4	1,616.5
기타	22.8	36.0	45.0	41.7	43.0	36.0	39.0	27.0	131.5	145.5	145.1
<b>세전이익</b>	<b>1,350.6</b>	<b>2,801.1</b>	<b>4,598.6</b>	<b>4,665.7</b>	<b>2,773.7</b>	<b>3,227.1</b>	<b>4,761.0</b>	<b>5,325.1</b>	<b>6,237.0</b>	<b>13,416.0</b>	<b>16,086.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>992.6</b>	<b>1,988.4</b>	<b>3,315.3</b>	<b>3,319.9</b>	<b>1,982.7</b>	<b>2,452.6</b>	<b>3,618.4</b>	<b>4,047.1</b>	<b>4,755.1</b>	<b>9,602.3</b>	<b>12,086.9</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>16%</b>	<b>26%</b>	<b>35%</b>	<b>34%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>27%</b>	<b>27%</b>	<b>16%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>
DRAM	27%	36%	45%	45%	36%	35%	37%	36%	29%	39%	36%
NAND	-19%	-6%	11%	7%	0%	6%	11%	12%	-23%	0%	8%

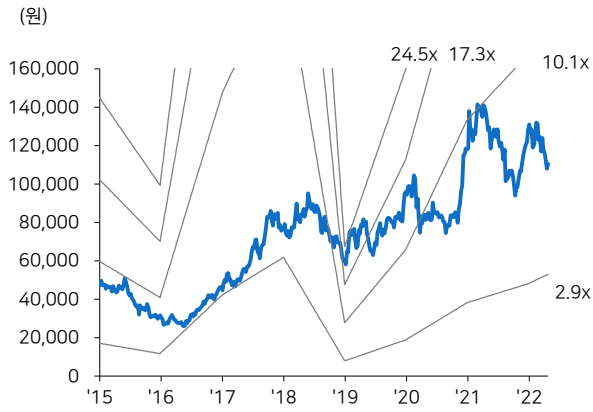
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
<b>출하량</b> (백만, 1Gb eq)	<b>DRAM</b>	<b>13,124</b>	<b>13,649</b>	<b>13,472</b>	<b>14,550</b>	<b>13,240</b>	<b>15,623</b>	<b>17,811</b>	<b>18,345</b>	<b>45,630</b>	<b>54,795</b>	<b>65,020</b>
	% QoQ	4%	4%	-1%	8%	-9%	18%	14%	3%			
	% YoY	23%	25%	19%	15%	1%	14%	32%	26%	23%	20%	19%
	<b>NAND</b>	<b>134,264</b>	<b>138,292</b>	<b>168,717</b>	<b>190,650</b>	<b>226,873</b>	<b>290,398</b>	<b>342,669</b>	<b>352,949</b>	<b>396,500</b>	<b>631,923</b>	<b>1,212,890</b>
	% QoQ	21%	3%	22%	13%	19%	28%	18%	3%			
% YoY	50%	48%	65%	71%	69%	110%	103%	85%	43%	59%	92%	
<b>ASP</b> (1Gb, 달러)	<b>DRAM</b>	<b>0.43</b>	<b>0.50</b>	<b>0.54</b>	<b>0.51</b>	<b>0.49</b>	<b>0.47</b>	<b>0.47</b>	<b>0.48</b>	<b>0.43</b>	<b>0.50</b>	<b>0.48</b>
	% QoQ	4%	18%	8%	-5%	-4%	-4%	-1%	3%			
	% YoY	4%	6%	23%	25%	16%	-6%	-13%	-6%	-9%	15%	-4%
	<b>NAND</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.02</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>
	% QoQ	-7%	10%	4%	-12%	2%	-1%	2%	3%			
% YoY	-16%	-15%	-2%	-6%	3%	-8%	-9%	6%	0%	-9%	-3%	

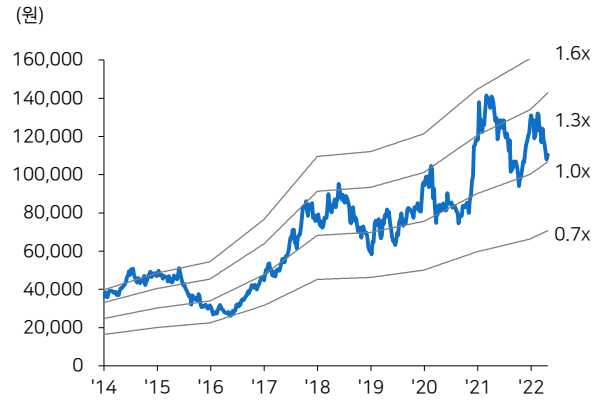
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가

(원)	2022E
BVPS	100,549
적정배수 (배) *	1.40
적정가치	140,768
<b>적정주가</b>	<b>141,000</b>
현재주가	108,500
상승여력 (%)	30.0%

참고: \* 적정배수는 Mid-cycle 평균 배수

자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK 하이닉스 (000660)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>26,990.7</b>	<b>31,900.4</b>	<b>42,997.8</b>	<b>58,953.1</b>	<b>75,632.7</b>
매출액증가율 (%)	-33.3	18.2	34.8	37.1	28.3
매출원가	18,818.8	21,089.8	24,045.6	33,605.3	43,066.3
매출총이익	8,171.9	10,810.6	18,952.2	25,347.8	32,566.5
판매비와관리비	5,452.7	5,798.0	6,541.9	10,262.9	12,933.5
<b>영업이익</b>	<b>2,719.2</b>	<b>5,012.6</b>	<b>12,410.3</b>	<b>15,084.9</b>	<b>19,632.9</b>
영업이익률 (%)	10.1	15.7	28.9	25.6	26.0
금융수익	-283.8	1,347.5	907.7	878.6	892.6
종속/관계기업관련손익	22.6	-36.3	162.3	-88.6	-88.6
기타영업외손익	-261.2	1,311.2	1,069.9	1,002.0	804.0
세전계속사업이익	2,432.6	6,237.0	13,416.0	16,086.9	20,437.0
법인세비용	423.6	1,478.1	3,799.8	3,986.2	4,496.1
<b>당기순이익</b>	<b>2,009.1</b>	<b>4,758.9</b>	<b>9,616.2</b>	<b>12,100.8</b>	<b>15,940.8</b>
지배주주지분 손이익	2,006.0	4,755.1	9,602.3	12,086.9	15,927.0

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>14,457.6</b>	<b>16,571.0</b>	<b>26,870.5</b>	<b>36,572.1</b>	<b>48,594.8</b>
현금및현금성자산	2,306.1	2,976.0	5,058.0	9,127.6	14,988.9
매출채권	4,261.7	4,931.3	8,267.1	10,007.4	11,834.0
재고자산	5,295.8	6,136.3	8,916.6	11,872.2	15,225.6
<b>비유동자산</b>	<b>50,790.8</b>	<b>54,602.9</b>	<b>69,516.0</b>	<b>74,051.4</b>	<b>79,731.8</b>
유형자산	39,949.9	41,230.6	53,034.3	57,834.3	64,234.3
무형자산	2,571.1	3,400.3	5,065.1	4,572.3	4,025.6
투자자산	768.8	1,166.2	1,410.4	1,321.8	1,233.2
<b>자산총계</b>	<b>65,248.4</b>	<b>71,173.9</b>	<b>96,386.5</b>	<b>110,623.5</b>	<b>128,326.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>7,962.0</b>	<b>9,072.4</b>	<b>14,769.4</b>	<b>18,217.1</b>	<b>22,119.4</b>
매입채무	1,042.5	1,046.2	1,359.3	1,809.8	2,321.0
단기차입금	1,168.4	179.6	233.2	233.2	233.2
유동성장기부채	1,569.4	2,934.7	2,647.6	3,025.2	3,379.6
<b>비유동부채</b>	<b>9,350.5</b>	<b>10,192.4</b>	<b>19,426.1</b>	<b>19,172.7</b>	<b>18,158.4</b>
사채	2,759.1	3,624.0	7,256.5	7,117.0	7,092.5
장기차입금	5,052.9	4,535.0	7,563.0	7,417.6	6,392.0
<b>부채총계</b>	<b>17,312.5</b>	<b>19,264.8</b>	<b>34,195.4</b>	<b>37,389.8</b>	<b>40,277.8</b>
<b>자본금</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,334.6	4,334.6	4,334.6
기타포괄이익누계액	-298.9	-405.5	675.3	675.3	675.3
이익잉여금	42,923.4	46,995.7	55,784.1	66,826.7	81,641.8
비지배주주지분	14.8	20.6	34.0	34.0	34.0
<b>자본총계</b>	<b>47,935.9</b>	<b>51,909.1</b>	<b>62,191.1</b>	<b>73,233.7</b>	<b>88,048.8</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>6,549.7</b>	<b>12,314.6</b>	<b>19,797.7</b>	<b>23,335.0</b>	<b>28,582.6</b>
당기순이익(손실)	2,009.1	4,758.9	9,616.2	12,100.8	15,940.8
유형자산감가상각비	7,825.3	8,811.6	9,862.6	12,500.0	13,500.0
무형자산상각비	795.2	960.6	795.9	892.8	946.7
운전자본의 증감	270.1	-1,649.9	-3,018.4	-3,043.3	-3,304.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-10,450.9</b>	<b>-11,840.4</b>	<b>-22,392.3</b>	<b>-18,300.0</b>	<b>-20,900.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-13,920.2	-10,068.7	-12,486.6	-17,300.0	-19,900.0
투자자산의 감소(증가)	-177.6	-482.7	-74.5	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>3,836.7</b>	<b>252.1</b>	<b>4,492.3</b>	<b>-965.4</b>	<b>-1,821.3</b>
차입금증감	5,248.5	1,251.7	5,612.8	92.7	-695.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-43.3	669.9	2,082.0	4,069.6	5,861.3
기초현금	2,349.3	2,306.1	2,976.0	5,058.0	9,127.6
기말현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	9,127.6	14,988.9

## Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	37,075	43,819	59,063	80,979	103,891
EPS(지배주주)	2,755	6,532	13,190	16,603	21,878
CFPS	-59	920	2,860	5,590	8,051
EBITDAPS	15,576	20,309	31,688	39,118	46,813
BPS	65,825	71,275	85,380	100,549	120,899
DPS	1,000	1,170	1,540	1,639	1,831
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.4	1.5	1.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	39.4	16.6	8.2	6.5	5.0
PCR	-1,826.3	117.9	37.9	19.4	13.5
PSR	2.9	2.5	1.8	1.3	1.0
PBR	1.6	1.5	1.3	1.1	0.9
EBITDA	11,339.6	14,784.8	23,068.8	28,477.7	34,079.6
EV/EBITDA	5.4	4.8	4.2	3.3	2.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.2	9.2	15.4	17.9	19.8
EBITDA 이익률	10.4	36.4	50.7	46.9	50.9
부채비율	36.1	37.1	55.0	51.1	45.7
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	11.1	19.8	47.7	47.5	63.1
매출채권회전율(x)	5.1	6.9	6.5	6.5	6.9
재고자산회전율(x)	3.9	3.7	3.2	3.2	3.2

**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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

