

2022. 10. 27



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

**Buy**

적정주가 (12개월)	134,000 원		
현재주가 (10.26)	93,900 원		
상승여력	42.7%		
KOSPI	2,249.56pt		
시가총액	683,594억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.82%		
외국인비중	51.12%		
52주 최고/최저가	133,000원/80,800원		
평균거래대금	2,598.5억원		
<b>주요주주(%)</b>			
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07		
국민연금공단	8.17		
The Capital Group Companies, Inc. 외	5.06		
<b>주가상승률(%)</b>			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.8	-15.4	-7.9
상대주가	12.4	0.3	24.8

**주가그래프**



# SK하이닉스 000660

## 필요 조건의 등장. 전원 동참 여부에 주목

- ✓ 예상을 뛰어넘는 설비투자 축소 결정은 업황회복의 밑거름. 문제는 모두의 동참 여부
- ✓ 선두업체는 경기회복 전망과 원가 경쟁력을 바탕으로 점유율 중심 최대 생산에 집중
- ✓ 3Q22 영업이익 1.7조원은 시장기대치를 하회. 급격한 수요 둔화에 메모리 출하량과 판가 공히 크게 급락. 악화된 실적과 재무상태는 동사의 투자 전략 변화를 야기
- ✓ 업사이클 도래를 위해서는 1) 수요회복 (재고 소진) 또는 2) 선두업체 공급태도 변화가 필요. 주가는 단기 1.0~1.1배 P/B 구간 등락. 이후 연말 구조적 상승 예상

### 부진한 Datapoint로 점철된 3Q22 실적 vs 드디어 도출된 투자 감축안

SK하이닉스의 3Q22 영업이익 1.66조원 (-61% QoQ)은 낮아진 시장 눈높이에도 크게 못 미쳤다. DRAM과 NAND 출하량과 판가 공히 전분기 대비 크게 급락하며 (표 2) 실적 훼손이 불가피했다 (DRAM OPM 34%, NAND -21%). 이와 동반된 역대 최대 규모의 부진한 재무 지표 (재고 15조원, 순부채 15조원)는 역설적으로 동사로 하여금 투자 감축안을 도출시키는 계기가 됐다. 동사는 설명회를 통해 1) 23년 설비 투자를 전년대비 50% 이상 감축하며, 2) 일부 구공정 생산 조절을 하겠다 밝혔다.

### 조직적 공급 조절은 업황 회복 1단계에 불과. 이후 재고 축소가 관건

메모리 수요는 공급의 함수이며, 급감하는 수요 전망의 대응적 공급 조절이 드디어 도출되고 있다. 선제적이었으면 더욱 효율적이었겠지만, 지금이라도 과감한 판단이 내려지는 점은 긍정적이다. 이제 수요의 가격탄력성을 회복시키기 위해서는 선두업체의 동참이 필수적이다. 다만 다소 아쉬운 점은 선두업체의 태도 변화가 아직 요원하다는데 있다. 선두업체는 내년 P3 Capa 확장을 준비하고 있으며, 이미 상당부분 선행투자가 진행되고 있다. 내년 DRAM 80k 가량을 더하고 '생산성 향상 작업'을 재촉해 24년의 공간 부족에 미리 대응하는 전략이다. 그 결과 선두업체의 내년 DRAM 생산 BG는 20%에 육박하며 최근의 산업 행보와는 차별화될 가능성이 높다. 당사는 이러한 선두업체의 전략변화가 연말쯤 발생하리라 예상한다. 재고 축적 계획이 현재로서는 감내 가능해 보여도 4Q22~1Q23의 실적 훼손 가시성이 전략 수정을 유발할 가능성이 높다. 연말까지 동사 주가는 실적 우려와 선두업체의 독자 행보 가능성을 반영해 1.0~1.1배 내외에서 구간회보가 예상된다. 하지만 이후 시장은 판가 흐름보다 출하량 회복에 주목하며 동사의 구조적 주가 반등이 실현될 전망이다. 동사에 대한 Buy 투자 의견과 적정주가 13.4만원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	31,900.4	5,012.6	4,755.1	6,532	137.0	71,275	14.4	1.32	4.8	9.2	37.1
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	7.1	1.10	4.2	15.4	55.0
2022E	46,489.9	8,855.3	6,631.4	9,109	-30.9	93,521	10.3	1.00	4.2	10.2	49.6
2023E	39,536.7	-15.1	651.6	895	-90.2	93,296	104.9	1.01	6.2	1.0	49.3
2024E	50,588.4	5,460.3	4,687.3	6,439	619.3	98,019	14.6	0.96	4.3	6.7	49.7

(십억원)	3Q22P	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>10,982.9</b>	<b>11,805.3</b>	<b>-7%</b>	<b>13,811.0</b>	<b>-20%</b>	<b>11,859.3</b>	<b>-7%</b>	<b>12,959.8</b>	<b>-15%</b>
DRAM	6,967.0	8,415.3	-17%	8,759.0	-20%			7,857.6	-11%
NAND	3,285.7	3,042.1	8%	4,399.3	-25%			4,534.5	-28%
<b>영업이익</b>	<b>1,655.6</b>	<b>4,171.8</b>	<b>-60%</b>	<b>4,192.6</b>	<b>-61%</b>	<b>2,156.9</b>	<b>-23%</b>	<b>2,829.5</b>	<b>-41%</b>
DRAM	2,335.9	3,794.2	-38%	3,875.8	-40%			2,801.1	-17%
NAND	-688.2	332.4	적자전환	251.2	적자전환			-28.4	적자확대
Others	7.9	45.0	-82%	65.6	-88%			56.8	-86%
<b>세전이익</b>	<b>1,683.2</b>	<b>4,598.6</b>	<b>-63%</b>	<b>3,966.7</b>	<b>-58%</b>	<b>2,312.4</b>	<b>-27%</b>	<b>2,773.3</b>	<b>-39%</b>
<b>순이익</b>	<b>1,106.7</b>	<b>3,310.8</b>	<b>-67%</b>	<b>2,871.5</b>	<b>-61%</b>	<b>1,645.0</b>	<b>-33%</b>	<b>2,103.3</b>	<b>-47%</b>
영업이익률 (%)	15%	35%		30%				22%	
DRAM	34%	45%		44%				36%	
NAND	-21%	11%		6%				-1%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	-4%	-22%	-11%	-21%
메리츠 추정치	-1%	-12%	+10%	-9%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E	4Q22E	2022E
<b>매출액</b>	<b>9,540.0</b>	<b>46,489.9</b>	<b>13,877.0</b>	<b>52,803.8</b>	<b>-31%</b>	<b>-12%</b>
DRAM	6,258.4	29,837.5	8,683.0	33,152.7	-28%	-10%
NAND	2,825.0	14,332.7	4,711.3	17,467.9	-40%	-18%
<b>영업이익</b>	<b>147.1</b>	<b>8,855.3</b>	<b>2,440.4</b>	<b>12,322.5</b>	<b>-94%</b>	<b>-28%</b>
DRAM	1,520.8	10,532.2	2,517.5	11,994.2	-40%	-12%
NAND	-1,387.3	-1,807.1	-125.3	114.7	적자확대	적자전환
Others	13.7	130.2	48.3	213.6	-72%	-39%
<b>세전이익</b>	<b>891.5</b>	<b>9,315.8</b>	<b>3,405.8</b>	<b>12,920.0</b>	<b>-74%</b>	<b>-28%</b>
<b>순이익</b>	<b>674.2</b>	<b>6,631.4</b>	<b>2,585.1</b>	<b>9,538.7</b>	<b>-74%</b>	<b>-30%</b>
영업이익률 (%)	2%	19%	18%	23%		
DRAM	24%	35%	29%	36%		
NAND	-49%	-13%	-3%	1%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>12,156.0</b>	<b>13,811.0</b>	<b>10,982.9</b>	<b>9,540.0</b>	<b>9,010.9</b>	<b>9,569.9</b>	<b>9,966.5</b>	<b>10,989.4</b>	<b>42,997.4</b>	<b>46,489.9</b>	<b>39,536.7</b>
DRAM	7,853.0	8,759.0	6,967.0	6,258.4	5,767.1	6,243.5	6,504.4	7,302.5	31,146.3	29,837.5	25,817.6
NAND	3,822.8	4,399.3	3,285.7	2,825.0	2,656.9	2,713.9	2,798.7	2,997.9	10,486.6	14,332.7	11,167.5
<b>영업이익</b>	<b>2,860.0</b>	<b>4,192.6</b>	<b>1,655.6</b>	<b>147.1</b>	<b>-201.2</b>	<b>-241.2</b>	<b>-76.3</b>	<b>503.6</b>	<b>12,411.0</b>	<b>8,855.3</b>	<b>-15.1</b>
DRAM	2,799.8	3,875.8	2,335.9	1,520.8	1,246.5	1,266.1	1,543.1	2,124.5	12,228.1	10,532.2	6,180.2
NAND	17.2	251.2	-688.2	-1,387.3	-1,471.2	-1,538.0	-1,665.8	-1,689.8	37.4	-1,807.1	-6,364.7
기타	43.0	65.6	7.9	13.7	23.5	30.6	46.4	68.9	145.5	130.2	169.4
<b>세전이익</b>	<b>2,774.3</b>	<b>3,966.7</b>	<b>1,683.2</b>	<b>891.5</b>	<b>-249.2</b>	<b>210.4</b>	<b>-104.5</b>	<b>989.8</b>	<b>13,416.0</b>	<b>9,315.8</b>	<b>846.4</b>
<b>당기순이익</b>	<b>1,978.8</b>	<b>2,871.5</b>	<b>1,106.7</b>	<b>674.2</b>	<b>-198.5</b>	<b>158.8</b>	<b>-77.4</b>	<b>768.7</b>	<b>9,602.3</b>	<b>6,631.4</b>	<b>651.6</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>24%</b>	<b>30%</b>	<b>15%</b>	<b>2%</b>	<b>-2%</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>	<b>5%</b>	<b>29%</b>	<b>19%</b>	<b>0%</b>
DRAM	36%	44%	34%	24%	22%	20%	24%	29%	39%	35%	24%
NAND	0%	6%	-21%	-49%	-55%	-57%	-60%	-56%	0%	-13%	-57%

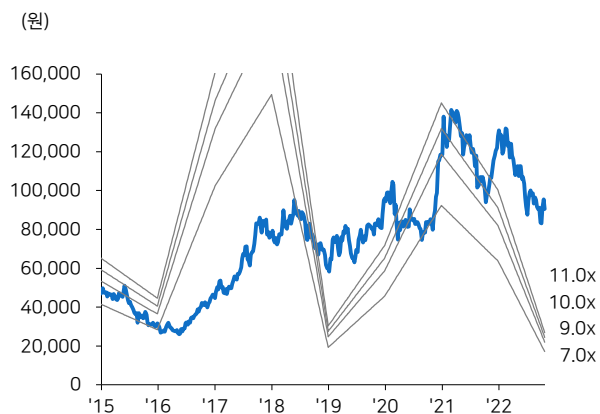
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
<b>출하량</b> (백만, 1Gb eq)	<b>DRAM</b>	<b>13,240</b>	<b>14,564</b>	<b>13,982</b>	<b>14,121</b>	<b>13,698</b>	<b>14,931</b>	<b>15,976</b>	<b>16,455</b>	<b>54,795</b>	<b>55,908</b>	<b>61,059</b>
	% QoQ	-9%	10%	-4%	1%	-3%	9%	7%	3%			
	% YoY	1%	7%	4%	-3%	3%	3%	14%	17%	20%	2%	9%
	<b>NAND</b>	<b>226,873</b>	<b>247,292</b>	<b>220,090</b>	<b>217,889</b>	<b>215,710</b>	<b>230,810</b>	<b>251,583</b>	<b>259,130</b>	<b>631,923</b>	<b>912,144</b>	<b>957,232</b>
	% QoQ	19%	9%	-11%	-1%	-1%	7%	9%	3%			
	% YoY	69%	79%	30%	14%	-5%	-7%	14%	19%	59%	44%	5%
<b>ASP</b> (1Gb, 달러)	<b>DRAM</b>	<b>0.49</b>	<b>0.48</b>	<b>0.37</b>	<b>0.32</b>	<b>0.30</b>	<b>0.31</b>	<b>0.33</b>	<b>0.36</b>	<b>0.50</b>	<b>0.41</b>	<b>0.32</b>
	% QoQ	-4%	-3%	-22%	-15%	-5%	3%	6%	9%			
	% YoY	16%	-5%	-31%	-38%	-39%	-35%	-12%	13%	15%	-17%	-21%
	<b>NAND</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>
	% QoQ	2%	1%	-21%	-17%	-5%	-1%	3%	4%			
	% YoY	3%	-6%	-28%	-32%	-37%	-38%	-20%	1%	-9%	-17%	-26%

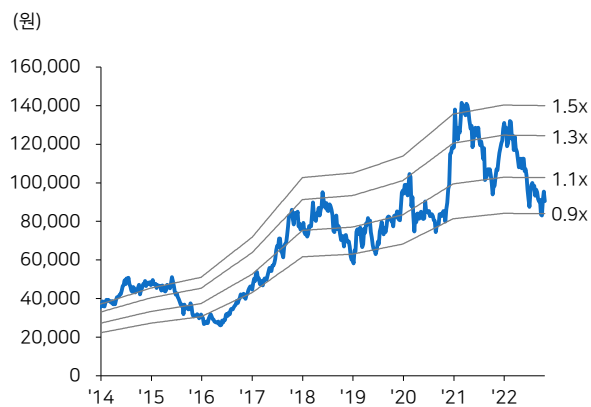
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



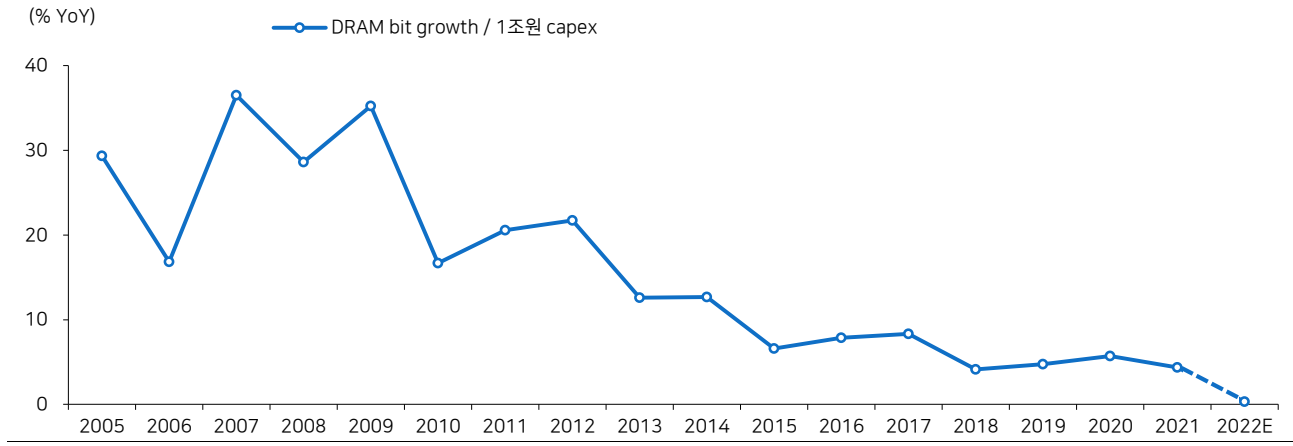
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



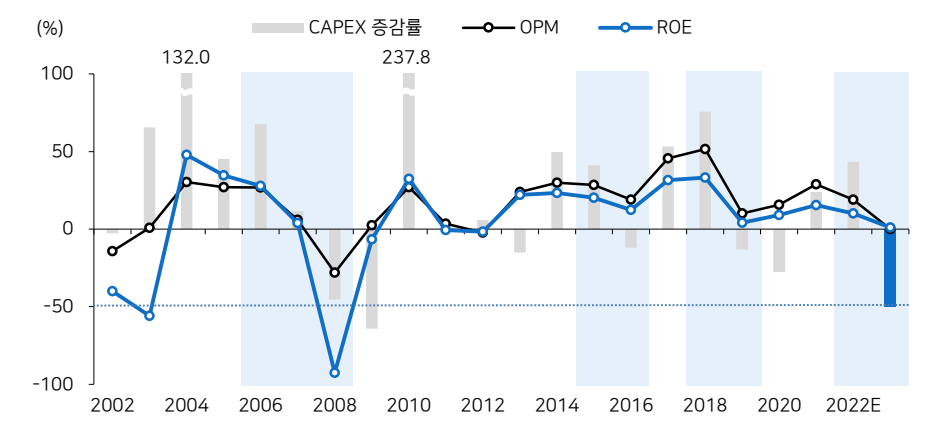
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 CAPEX 1조원 당 DRAM bit growth (출하 기준) – 급격히 증가한 재고 부담은 대규모 설비투자 감축을 통해야 개선 가능



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 급격한 수익성 훼손의 결과로 도출된 설비투자 감축 계획 – 2008-09년 수준으로 도출



자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK 하이닉스 (000660)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>31,900.4</b>	<b>42,997.8</b>	<b>46,489.9</b>	<b>39,536.7</b>	<b>50,588.4</b>
매출액증가율 (%)	18.2	34.8	8.1	-15.0	28.0
매출원가	21,089.8	24,045.6	29,044.6	32,300.8	35,857.6
매출총이익	10,810.6	18,952.2	17,445.3	7,235.9	14,730.8
판매비와관리비	5,798.0	6,541.9	8,590.3	7,250.9	9,270.5
<b>영업이익</b>	<b>5,012.6</b>	<b>12,410.3</b>	<b>8,855.3</b>	<b>-15.1</b>	<b>5,460.3</b>
영업이익률 (%)	15.7	28.9	19.0	0.0	10.8
금융수익	1,347.5	907.7	153.8	618.5	317.1
중속/관계기업관련손익	-36.3	162.3	214.2	243.0	243.0
기타영업외손익	1,311.2	1,069.9	460.8	861.5	560.1
세전계속사업이익	6,237.0	13,416.0	9,315.8	846.4	6,020.4
법인세비용	1,478.1	3,799.8	2,675.8	186.2	1,324.5
<b>당기순이익</b>	<b>4,758.9</b>	<b>9,616.2</b>	<b>6,640.0</b>	<b>660.2</b>	<b>4,695.9</b>
지배주주지분 손이익	4,755.1	9,602.3	6,631.4	651.6	4,687.3

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	<b>16,571.0</b>	<b>26,870.5</b>	<b>27,516.0</b>	<b>31,990.6</b>	<b>42,016.2</b>
현금및현금성자산	2,976.0	5,058.0	625.5	1,697.8	4,152.7
매출채권	4,931.3	8,267.1	9,372.3	9,796.3	11,602.0
재고자산	6,136.3	8,916.6	14,873.0	17,132.6	22,039.6
<b>비유동자산</b>	<b>54,602.9</b>	<b>69,516.0</b>	<b>74,431.0</b>	<b>69,481.1</b>	<b>64,883.3</b>
유형자산	41,230.6	53,034.3	58,858.8	53,358.8	48,858.8
무형자산	3,400.3	5,065.1	5,071.6	5,055.7	5,127.6
투자자산	1,166.2	1,410.4	1,787.8	2,030.0	2,272.2
<b>자산총계</b>	<b>71,173.9</b>	<b>96,386.5</b>	<b>101,947.0</b>	<b>101,471.7</b>	<b>106,899.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>9,072.4</b>	<b>14,769.4</b>	<b>11,322.5</b>	<b>13,596.1</b>	<b>16,561.6</b>
매입채무	1,046.2	1,359.3	1,047.7	1,206.9	1,552.6
단기차입금	179.6	233.2	2,203.4	2,203.4	2,203.4
유동성장기부채	2,934.7	2,647.6	2,040.8	2,350.8	2,524.1
<b>비유동부채</b>	<b>10,192.4</b>	<b>19,426.1</b>	<b>22,496.1</b>	<b>19,911.1</b>	<b>18,935.3</b>
사채	3,624.0	7,256.5	8,254.4	7,495.8	7,495.8
장기차입금	4,535.0	7,563.0	9,115.6	7,278.0	6,278.0
<b>부채총계</b>	<b>19,264.8</b>	<b>34,195.4</b>	<b>33,818.6</b>	<b>33,507.1</b>	<b>35,496.8</b>
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2
기타포괄이익누계액	-405.5	675.3	1,692.6	1,692.6	1,692.6
이익잉여금	46,995.7	55,784.1	60,715.2	60,551.4	63,989.5
비지배주주지분	20.6	34.0	44.6	44.6	44.6
<b>자본총계</b>	<b>51,909.1</b>	<b>62,191.1</b>	<b>68,128.4</b>	<b>67,964.6</b>	<b>71,402.7</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>12,314.6</b>	<b>19,797.7</b>	<b>11,959.5</b>	<b>14,181.6</b>	<b>16,038.7</b>
당기순이익(손실)	4,758.9	9,616.2	6,640.0	660.2	4,695.9
유형자산감가상각비	8,811.6	9,862.6	13,500.0	14,500.0	15,000.0
무형자산상각비	960.6	795.9	747.1	415.9	328.2
운전자본의 증감	-1,649.9	-3,018.4	-6,228.0	-1,795.8	-4,785.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-11,840.4</b>	<b>-22,392.3</b>	<b>-17,914.4</b>	<b>-9,999.2</b>	<b>-11,499.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-10,068.7	-12,486.6	-17,900.0	-9,000.0	-10,500.0
투자자산의 감소(증가)	-482.7	-74.5	-77.0	0.8	0.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>252.1</b>	<b>4,492.3</b>	<b>1,076.1</b>	<b>-3,110.1</b>	<b>-2,084.5</b>
차입금증감	1,251.7	5,612.8	2,889.8	-2,286.2	-826.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	669.9	2,082.0	-4,432.5	1,072.3	2,455.0
기초현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	625.5	1,697.8
기말현금	2,976.0	5,058.0	625.5	1,697.8	4,152.7

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	43,819	59,063	63,859	54,308	69,489
EPS(지배주주)	6,532	13,190	9,109	895	6,439
CFPS	920	2,860	-6,089	1,473	3,372
EBITDAPS	20,309	31,688	31,734	20,468	28,555
BPS	71,275	85,380	93,521	93,296	98,019
DPS	1,170	1,540	768	1,577	1,603
배당수익률(%)	1.2	1.6	0.8	1.7	1.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	14.4	7.1	10.3	104.9	14.6
PCR	102.0	32.8	-15.4	63.8	27.8
PSR	2.1	1.6	1.5	1.7	1.4
PBR	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
EBITDA	14,784.8	23,068.8	23,102.4	14,900.8	20,788.4
EV/EBITDA	4.8	4.2	4.2	6.2	4.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	9.2	15.4	10.2	1.0	6.7
EBITDA 이익률	36.4	50.7	28.7	3.4	26.3
부채비율	37.1	55.0	49.6	49.3	49.7
금융비용부담률	0.7	0.6	0.8	1.1	0.8
이자보상배율(x)	19.8	47.7	21.4	0.0	13.0
매출채권회전율(x)	6.9	6.5	5.3	4.1	4.7
재고자산회전율(x)	3.7	3.2	2.4	2.0	1.8

**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 하시기를 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	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

