

SK하이닉스 (000660)

반도체/장비



백길현 USCPA

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	120,000원 (M)
현재주가 (12/19)	79,000원
상승여력	52%

시가총액	575,122억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	2,773억원
60일 평균 거래량	3,197,295주
52주 고	133,000원
52주 저	78,400원
외인지분율	49.82%
주요주주	에스케이스퀘어 외 9인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(10.6)	(12.2)	(35.2)
상대	(7.1)	(12.1)	(16.9)
절대(달려환산)	(8.2)	(6.3)	(41.4)

군자고공(君子固窮)

4Q22 Preview: 전사 수익성 악화 불가피할 것

동사 4Q22 예상 매출액은 8.6조원(YoY -31%, QoQ -21%), 영업손실 -1.1조원(OPM -13%, YoY 적전, QoQ 적전)으로, DRAM 사업 영업이익은 0.3조원(OPM 6%), NAND 영업손실 규모는 1.4조원(OPM -55%)으로 추산. 메모리 반도체 가격 하락폭은 당사 기존 예상치보다 확대될 것으로 전망하며, 재고 평가손실 등을 감안하면 전분기에 이어 전사 실적 감소폭은 재차 확대될 가능성이 높을 것으로 예상.

참고로 당사 2022F~2024F 추정치에는 Kioxia에 대한 재평가손익을 반영하지 않음. 동사는 2018년 1분기, 일본 Kioxia를 4조원에 취득하며 장기투자자산 계정으로 분류한 바 있음. 이후 2020년 4분기, 글로벌 NAND 시황 개선을 전망하고 Kioxia 자산재평가이익으로 약 2.6조원 수준을 반영한 것으로 추정. 최근 NAND 시장 내 경쟁 심화 및 수급 개선 부담 요인을 전반적으로 고려하면 Kioxia 자산 재평가손실에 대한 가능성을 배제할 수 없을 것. 다만 이를 감안하여 2023F~2024F BPS를 계상하더라도 동사 주가에 대한 Downside Risk는 제한적일 것으로 전망.

투자의견 BUY, 목표주가 12만원 유지

연말 성수기 시즌임에도 불구하고 평년대비 낮은 메모리 반도체 수요로 인해 내년으로 넘어가는 재고는 예상보다 높은 수준일 것. 2023년 예상 DRAM Sufficiency Ratio 1% 수준으로 추정. 다만 메모리 반도체 공급업체들은 공급 조절에 대한 의지가 강할 것으로 예상된다. 내년 상반기 지나면서 감산 효과가 가시화되는 가운데 수요 회복 Signal과 방향성이 주가에 긍정적으로 작용할 가능성이 높다는 점에 주목해야 한다는 판단임. 또한 동사 주가는 최근 미국 정부의 수출 제재 강화에 기인한 중국 Fab 이슈 등을 반영하며 하방 경직성이 강해지고 있는 것으로 추정. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 12만원 유지.

참고로 금주 12월 22일 목요일 새벽, Micron은 CY4Q22(FY1Q23) 실적발표 컨퍼런스콜을 진행할 예정. 동사는 지난 9월 30일 메모리 반도체 시장 내 공급 과잉을 대응하기 위해 WFE Capex를 전년대비 50% 감소시킨다고 발표한 이후, 11월 17일에 추가적인 감산 의지를 표명 한 바 있음. 또한 Wafer Cut을 동시에 유동적으로 진행함에 따라 2023년 DRAM 기준 생산 Bit Growth는 매우 제한적인 수준일 것으로 전망.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8,602	-30.5	-21.7	8,862	-2.9
영업이익	-1,086	적전	적전	-486	-123.3
세전계속사업이익	-1,268	적전	적전	-444	-185.9
지배순이익	-951	적전	적전	-134	-610.3
영업이익률 (%)	-12.6	적전	적전	-5.5	-7.1 %pt
지배순이익률 (%)	-11.1	적전	적전	-1.5	-9.6 %pt

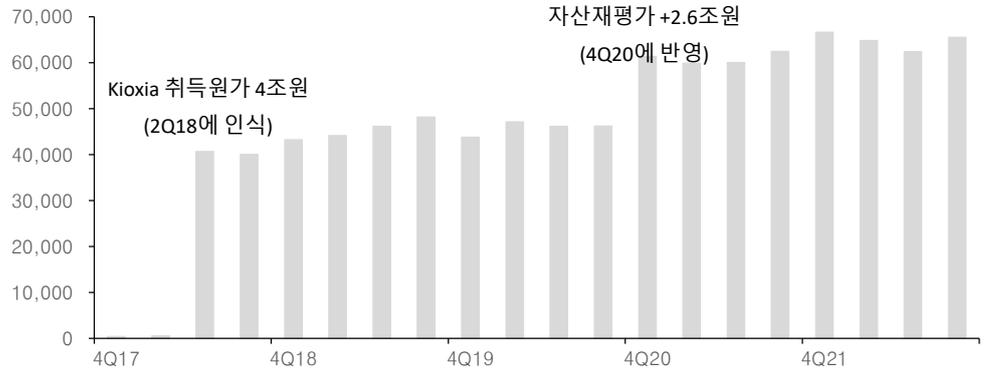
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	31,900	42,998	45,552	35,433
영업이익	5,013	12,410	7,622	-3,382
지배순이익	4,755	9,602	5,006	-3,048
PER	13.6	9.2	11.5	-18.9
PBR	1.2	1.3	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.9	4.3	3.0	5.0
ROE	9.5	16.8	7.7	-4.6

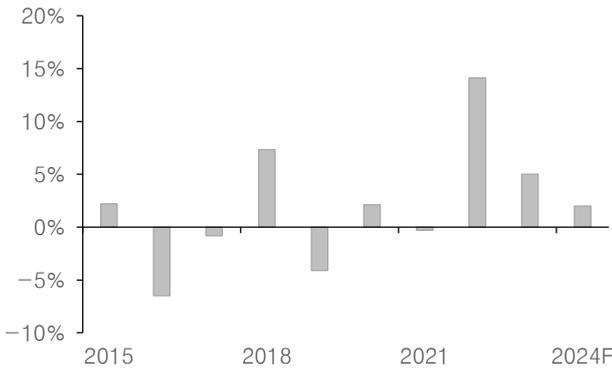
자료: 유안타증권

SK 하이닉스 장기투자자산 장부가치 변화 추이



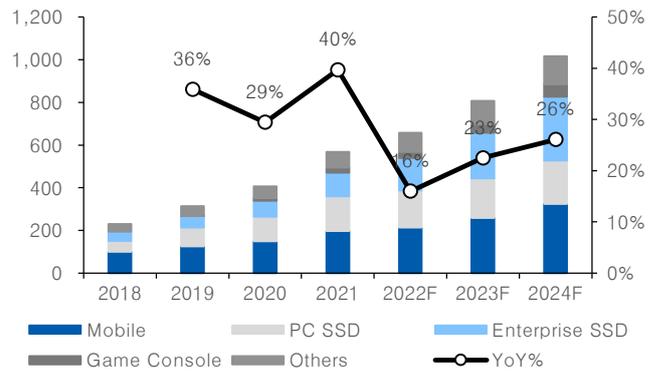
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 백만원

글로벌 NAND Sufficiency 추이 및 전망



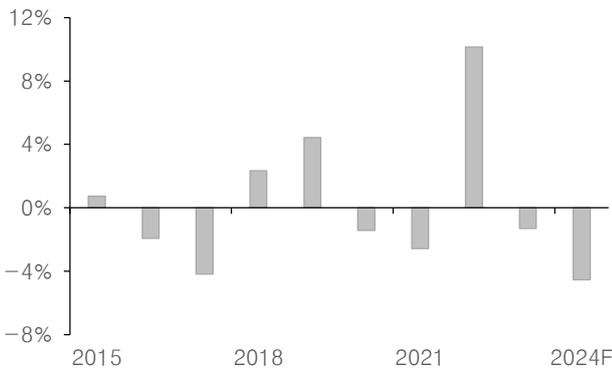
자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 NAND 수요 추이 및 전망



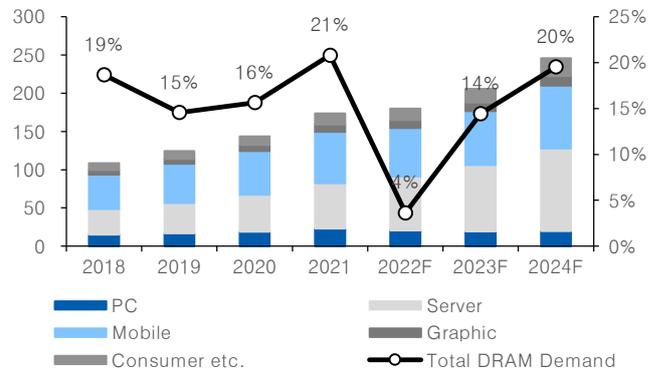
자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 단위는 1 Bil GB

글로벌 DRAM Sufficiency 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

글로벌 DRAM 수요 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터, 단위는 1,000 GB

SK 하이닉스 분기 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
Sales	Total	8,494	10,322	11,805	12,377	12,156	13,811	10,982	8,602	7,906	8,620	9,057	9,850
	DRAM	6,175	7,576	8,346	8,738	7,926	8,908	7,221	5,784	5,199	5,677	6,062	6,765
	NAND	2,064	2,351	3,068	3,155	3,841	4,601	3,369	2,525	2,425	2,637	2,683	2,764
	Others	255	394	391	484	389	302	391	293	281	306	311	321
Sales YoY%	Total	18%	20%	45%	55%	43%	34%	-7%	-30%	-35%	-38%	-18%	15%
	DRAM	19%	21%	42%	51%	28%	18%	-13%	-34%	-34%	-36%	-16%	17%
	NAND	18%	15%	57%	71%	86%	96%	10%	-20%	-37%	-43%	-20%	9%
	Others	4%	35%	34%	36%	52%	-23%	0%	-39%	-28%	1%	-20%	9%
Sales Mix%	DRAM	73%	73%	71%	71%	65%	65%	66%	67%	66%	66%	67%	69%
	NAND	24%	23%	26%	25%	32%	33%	31%	29%	31%	31%	30%	28%
	Others	3%	4%	3%	4%	3%	2%	4%	3%	4%	4%	3%	3%
OP	Total	1,324	2,695	4,172	4,220	2,860	4,193	1,656	(1,086)	(1,448)	(1,569)	(748)	383
	DRAM	1,710	2,845	3,849	3,920	2,827	3,741	2,123	347	(52)	28	727	1,759
	NAND	(397)	(111)	300	371	21	446	(505)	(1,389)	(1,382)	(1,582)	(1,476)	(1,382)
	Others	11	(39)	23	(72)	11	9	59	(44)	(14)	(15)	0	6
OPM%	Total	16%	26%	35%	34%	24%	30%	15%	-13%	-18%	-18%	-8%	4%
	DRAM	28%	38%	46%	45%	36%	42%	29%	6%	-1%	1%	12%	26%
	NAND	-19%	-5%	10%	12%	1%	10%	-15%	-55%	-57%	-60%	-55%	-50%
	Others	4%	-10%	6%	-15%	3%	3%	15%	-15%	-5%	-5%	0%	2%
OP YoY%	Total	65%	38%	221%	337%	116%	56%	-60%	적전	적전	적전	적전	흑전
	DRAM	44%	35%	131%	183%	65%	32%	-45%	-91%	적전	-99%	-66%	407%
	NAND	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	적지
	Others	-24%	적전	53%	적전	-3%	흑전	157%	적지	적전	적전	-99%	흑전
OP Contri.	DRAM	129%	106%	92%	93%	99%	89%	128%	-32%	4%	-2%	-97%	459%
	NAND	-30%	-4%	7%	9%	1%	11%	-31%	128%	95%	101%	197%	-361%
	Others	1%	-1%	1%	-2%	0%	0%	4%	4%	1%	1%	0%	2%

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 실적 추정 주요 가정 변수 QoQ 증감율 추이

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22F	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F
환율 KRW/USD	1,114	1,121	1,160	1,183	1,208	1,268	1,338	1,378	1,320	1,300	1,260	1,230
DRAM ASP	4%	17%	8%	-4%	-4%	-3%	-19%	-23%	-8%	-1%	8%	11%
DRAM Shipment	4%	4%	-1%	7%	-8%	10%	-5%	1%	2%	12%	2%	3%
NAND ASP	-7%	10%	4%	-10%	1%	2%	-22%	-25%	-9%	-5%	0%	0%
NAND Shipments	21%	3%	22%	12%	19%	11%	-11%	-3%	9%	15%	5%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

		2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Sales	Total	40,445	26,991	31,900	42,998	45,551	35,433	48,250
	DRAM	32,442	20,829	23,136	30,836	29,840	23,704	32,949
	NAND	7,409	5,201	7,580	10,638	14,336	10,509	13,710
	Others	594	961	1,184	1,524	1,375	1,220	1,591
Sales YoY%	Total	34%	-33%	18%	35%	6%	-22%	36%
	DRAM	42%	-36%	11%	33%	-3%	-21%	39%
	NAND	11%	-30%	46%	40%	35%	-27%	30%
	Others	11%	62%	23%	29%	-10%	-11%	30%
Sales Mix%	DRAM	80%	77%	73%	72%	66%	67%	68%
	NAND	18%	19%	24%	25%	31%	30%	28%
	Others	1%	4%	4%	4%	3%	3%	3%
OP	Total	20,844	2,713	5,013	12,410	7,623	(3,382)	7,689
	DRAM	19,745	5,864	6,343	12,323	9,039	2,463	13,728
	NAND	993	(3,164)	(1,395)	163	(1,426)	(5,822)	(6,071)
	Others	105	12	65	(77)	35	(23)	32
OPM%	Total	52%	10%	16%	29%	17%	-10%	16%
	DRAM	61%	28%	27%	40%	30%	10%	42%
	NAND	13%	-61%	-18%	2%	-10%	-55%	-44%
	Others	18%	1%	6%	-5%	3%	-2%	2%
OP YoY%	Total	52%	-87%	85%	148%	-39%	-144%	-327%
	DRAM	65%	-70%	8%	94%	-27%	-73%	457%
	NAND	-39%	적전	적지	흑전	적지	적지	적지
	Others	4%	-88%	440%	적전	흑전	-165%	-241%
OP Contribution	DRAM	95%	216%	127%	99%	119%	-73%	179%
	NAND	5%	-117%	-28%	1%	-19%	172%	-79%
	Others	1%	0%	1%	-1%	0%	1%	0%

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	31,900	42,998	45,552	35,433	48,250
매출원가	21,090	24,046	27,002	21,693	23,367
매출총이익	10,811	18,952	18,550	13,740	24,883
판매비	5,798	6,542	10,927	17,122	17,194
영업이익	5,013	12,410	7,622	-3,382	7,689
EBITDA	14,785	23,069	22,103	11,162	20,650
영업외손익	1,224	1,006	-466	-681	-626
외환관련손익	-190	489	-196	0	0
이자손익	-226	-238	-378	-310	-255
관계기업관련손익	-36	162	27	-371	-371
기타	1,677	592	81	0	0
법인세비용차감전순손익	6,237	13,416	7,156	-4,063	7,063
법인세비용	1,478	3,800	2,145	-1,016	1,766
계속사업순손익	4,759	9,616	5,011	-3,047	5,297
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,759	9,616	5,011	-3,047	5,297
지배지분순이익	4,755	9,602	5,006	-3,048	5,299
포괄순이익	4,652	10,688	7,596	-963	7,382
지배지분포괄이익	4,650	10,669	7,579	-961	7,366

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	12,315	19,798	20,876	16,704	15,832
당기순이익	4,759	9,616	5,011	-3,047	5,297
감가상각비	8,812	9,863	13,622	13,868	12,372
외환손익	-220	61	1,101	0	0
중속, 관계기업관련손익	36	-162	-27	371	371
자산부채의 증감	-1,650	-3,018	753	4,788	-2,827
기타현금흐름	577	3,438	415	723	620
투자활동 현금흐름	-11,840	-22,392	-17,500	-9,164	-11,378
투자자산	-483	-74	390	776	776
유형자산 증가 (CAPEX)	-10,069	-12,487	-15,873	-6,000	-8,000
유형자산 감소	59	80	315	0	0
기타현금흐름	-1,348	-9,911	-2,331	-3,940	-4,154
재무활동 현금흐름	252	4,492	941	2,724	2,938
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,252	5,613	2,904	4,492	4,492
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-684	-805	-1,686	-1,479	-1,265
기타현금흐름	-316	-315	-276	-288	-289
연결범위변동 등 기타	-56	184	3,294	5,690	5,711
현금의 증감	670	2,082	7,611	15,954	13,103
기초 현금	2,306	2,976	5,058	12,669	28,623
기말 현금	2,976	5,058	12,669	28,623	41,726
NOPLAT	5,013	12,410	7,622	-3,382	7,689
FCF	2,246	7,311	5,003	10,704	7,832

자료: 유안타증권

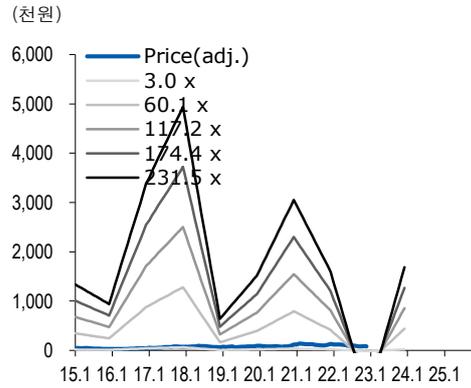
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	16,571	26,870	34,838	46,500	63,080
현금및현금성자산	2,976	5,058	12,669	28,623	41,726
매출채권 및 기타채권	4,995	8,427	6,060	7,021	9,051
재고자산	6,136	8,917	12,289	7,036	8,483
비유동자산	54,603	69,516	74,341	64,650	58,542
유형자산	41,231	53,034	57,566	49,698	45,326
관계기업 등 지분관련 자산	1,166	1,410	1,265	118	-1,029
기타투자자산	6,178	7,049	7,159	7,159	7,159
자산총계	71,174	96,386	109,179	111,150	121,621
유동부채	9,072	14,769	17,535	17,656	17,926
매입채무 및 기타채무	4,843	8,413	10,164	10,285	10,555
단기차입금	180	233	1,902	1,902	1,902
유동성장기부채	2,935	2,648	3,528	3,528	3,528
비유동부채	10,192	19,426	23,562	28,054	32,545
장기차입금	4,527	7,529	10,721	15,212	19,704
사채	3,610	7,214	6,994	6,994	6,994
부채총계	19,265	34,195	41,097	45,710	50,471
지배지분	51,889	62,157	68,038	65,397	71,103
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,335	4,336	4,336	4,336
이익잉여금	46,996	55,784	59,076	54,350	57,971
비지배지분	21	34	43	43	47
자본총계	51,909	62,191	68,082	65,440	71,150
순차입금	7,683	10,168	9,465	-1,997	-10,609
총차입금	12,636	18,852	24,641	29,133	33,624

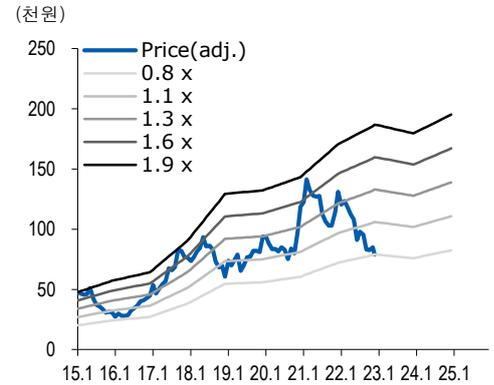
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	6,532	13,190	6,877	-4,187	7,279
BPS	75,860	90,394	98,943	95,102	103,400
EBITDAPS	20,309	31,688	30,362	15,332	28,366
SPS	43,819	59,063	62,571	48,671	66,277
DPS	1,170	1,540	2,440	2,440	2,440
PER	13.6	9.2	11.5	-18.9	10.9
PBR	1.2	1.3	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.9	4.3	3.0	5.0	2.3
PSR	2.0	2.1	1.3	1.6	1.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	18.2	34.8	5.9	-22.2	36.2
영업이익 증가율 (%)	84.3	147.6	-38.6	적전	-327.3
지배순이익 증가율 (%)	137.0	101.9	-47.9	적전	-273.9
매출총이익률 (%)	33.9	44.1	40.7	38.8	51.6
영업이익률 (%)	15.7	28.9	16.7	-9.5	15.9
지배순이익률 (%)	14.9	22.3	11.0	-8.6	11.0
EBITDA 마진 (%)	46.3	53.7	48.5	31.5	42.8
ROIC	7.8	15.4	7.9	-3.9	10.1
ROA	7.0	11.5	4.9	-2.8	4.6
ROE	9.5	16.8	7.7	-4.6	7.8
부채비율 (%)	37.1	55.0	60.4	69.9	70.9
순차입금/자기자본 (%)	14.8	16.4	13.9	-3.1	-14.9
영업이익/금융비용 (배)	19.8	47.7	16.8	-5.7	11.1

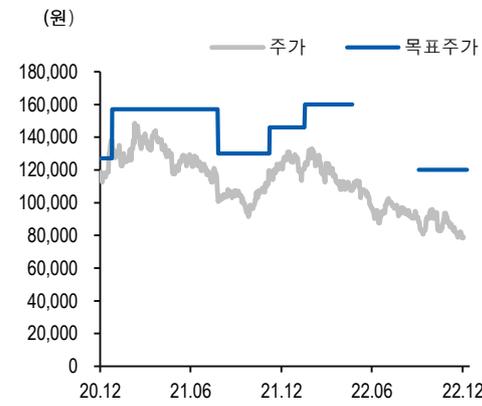
P/E band chart



P/B band chart



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-12-20	BUY	120,000	1년		
2022-09-20	BUY	120,000	1년		
담당자변경					
2022-02-03	BUY	160,000	1년	-33.27	-16.88
2021-11-24	BUY	146,000	1년	-15.74	-10.27
2021-08-12	BUY	130,000	1년	-20.03	-8.08
2021-01-11	BUY	157,000	1년	-18.03	-5.41
2020-12-14	BUY	127,000	1년	-4.26	8.66

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.1
Hold(중립)	4.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-12-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 백길현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.