

2023. 2. 1



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

Buy

적정주가 (12개월)	119,000 원		
현재주가 (2.1)	91,400 원		
상승여력	30.2%		
KOSPI	2,449.80pt		
시가총액	665,394억원		
발행주식수	72,800만주		
유동주식비율	73.81%		
외국인비중	50.76%		
52주 최고/최저가	133,000원/75,000원		
평균거래대금	2,243.9억원		
주요주주(%)			
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07		
국민연금공단	8.17		
The Capital Group Companies, Inc. 외	5.00		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	-5.9	-24.1
상대주가	11.3	-5.8	-17.5

주가그래프



SK하이닉스 000660

남아있는 마지막 퍼즐

- ✓ 극심한 실적 저점 구간 통과 중. 재무구조 훼손은 공급 축소 반작용으로 귀결
- ✓ 선두업체는 실적악화를 견뎌내며 장기 성장 투자 지속. 하지만 2Q23 내 공급 기초 변경 유력 (Samsung Pivot). 이미 라인효율화 통해 생산 조절 시작한 상황
- ✓ 4Q22 영업손실 1.7조원은 시장기대치를 하회. 급격한 수요 둔화 속 출하량과 판가 공히 대폭 하락. 특히 Solidigm 관련 재고평가손 및 무형자산 손상차손이 크게 반영
- ✓ 주가는 단기적으로 구간 등락 예상. 이후 2Q말부터 구조적 상승 전망

극도로 부진한 4Q22 실적. 하지만 아직 최악은 오지 않았다

SK하이닉스의 4Q22 영업이익 -1.7조원 (QoQ 적자전환)은 당사 추정치 (-1.4조원) 및 시장 기대치를 크게 하회했다. DRAM과 NAND 출하량과 판가 공히 전분기 대비 크게 급락하며 (표 2) 실적 훼손이 불가피했다 (DRAM OPM 4%, NAND -81%). Solidigm의 경우 대폭의 재고평가손이 반영되며 매출액 8,500억원에 영업손실을 -110% 가량을 기록한 것으로 추정된다. SK하이닉스의 재무 지표 역시 추가로 악화되었다 (재고 16조원, 순부채 17조원). 동사는 설명회를 통해 1) 메모리 고유의 속성을 감안 시 23년 하반기부터 24년에 걸쳐 탄력적 회복이 가능할 수 있음을 강조, 2) 설비투자는 전년대비 50% 이상 감축한다는 기존 가이던스 유지, 3) 장기 연구개발은 진행하면서도 원가효율화 및 비용 최적화에 집중하겠다 밝혔다.

3가지 회복 신호: 1) 선두업체 기초 변경, 2) Consolidation, 3) 출하 급증

그간 밝힌 바와 같이 수요의 가격탄력성을 회복시키기 위해서는 선두업체의 동향이 필수적이다. 본격적인 업황 회복을 위해선 'Samsung Pivot' 공식화가 필요하지만, 현재 선두업체는 격차확대와 실리주의 기로에서 우왕좌왕하고 있다. 당사는 2Q 고정거래가 협상이 진행되는 4월 내외로 선두업체의 선택은 명확해지리라 예상한다. 이밖에 메모리 저점을 판단할 수 있는 다른 신호로는 업체간 인수합병 (Kioxia + WDC) 진전 또는 분기 출하 급증이 중요하다. 각각 공급의 단계적 감축과 수요의 가격탄력성의 부활을 의미한다. 이상 3가지 회복신호 중 한가지 이상은 올 상반기가 지나기 전 발현될 가능성이 높다. 현재주는 실적부진의 반작용을 예상하며 건조한 흐름을 지속하고 있으나, 중단기적으로는 재무구조 훼손과 DRAM 재평손 우려 등에 기반해 구간 등락이 예상된다. 이후 2Q말부터 업사이클에 기반한 구조적 주가 상승이 전개될 전망이다. Buy 투자 의견과 적정주가 11.9만원을 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	14.0	1.28	4.8	9.2	37.1
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	6.9	1.07	4.2	15.4	55.0
2022P	44,648.5	7,007.0	2,426.8	3,333	-74.7	89,210	27.4	1.02	3.9	3.8	58.5
2023E	28,701.4	-7,381.6	-5,669.9	-7,788	적자전환	80,305	nm	1.14	11.0	-9.2	71.8
2024E	48,277.5	8,305.9	6,695.9	9,198	흑자전환	88,234	9.9	1.04	3.2	10.9	81.6

(십억원)	4Q22P	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	7,698.6	12,376.6	-38%	10,982.9	-30%	8,116.6	-5%	8,123.2	-5%
DRAM	4,756.7	8,825.9	-46%	6,967.0	-32%			4,976.8	-4%
NAND	2,449.1	3,092.2	-21%	3,285.7	-25%			2,689.9	-9%
영업이익	-1,701.2	4,219.5	적자전환	1,655.6	적자전환	-1,210.5	적자확대	-1,400.4	적자확대
DRAM	210.5	3,946.9	-95%	2,335.9	-91%			239.1	-12%
NAND	-1,984.0	230.9	적자전환	-688.2	적자전환			-1,653.2	적자확대
Others	72.4	41.7	73%	7.9	818%			13.7	428%
세전이익	-4,224.2	4,665.7	적자전환	1,683.2	적자전환	-1,558.0	적자확대	658.5	적자전환
지배주주순이익	-3,530.4	3,316.5	적자전환	1,106.7	적자전환	-1,072.0	적자확대	497.1	적자전환
영업이익률 (%)	-22%	34%		15%				-17%	
DRAM	4%	45%		34%				5%	
NAND	-81%	7%		-21%				-61%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	0%	-33%	+8%	-32%
메리츠 추정치	+2%	-31%	+9%	-26%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	1Q23E	2023E	1Q23E	2023E	1Q23E	2023E
매출액	5,839.0	28,701.4	6,776.9	30,023.2	-14%	-4%
DRAM	3,340.5	16,516.1	3,941.6	17,409.8	-15%	-5%
NAND	1,902.4	9,593.9	2,248.4	10,061.8	-15%	-5%
영업이익	-2,784.7	-7,381.6	-2,096.8	-7,045.3	적자확대	적자확대
DRAM	-699.8	-1,027.9	-357.5	-846.3	적자확대	적자확대
NAND	-2,108.8	-6,525.8	-1,762.8	-6,368.5	적자확대	적자확대
Others	23.8	172.1	23.5	169.4	2%	2%
세전이익	-2,891.2	-7,253.5	-2,138.5	-6,676.5	적자확대	적자확대
지배주주순이익	-2,259.2	-5,669.9	-1,672.1	-5,216.3	적자확대	적자확대
영업이익률 (%)	-48%	-26%	-31%	-23%		
DRAM	-21%	-6%	-9%	-5%		
NAND	-111%	-68%	-78%	-63%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
매출액	12,155.7	13,811.0	10,982.9	7,698.6	5,839.0	6,396.8	7,671.5	8,794.1	42,997.8	44,648.5	28,701.4
DRAM	7,853.0	8,759.0	6,967.0	4,756.7	3,340.5	3,588.7	4,339.7	5,247.1	31,146.3	28,335.8	16,516.1
NAND	3,822.8	4,399.3	3,285.7	2,449.1	1,902.4	2,186.1	2,658.1	2,847.3	10,486.6	13,956.9	9,593.9
영업이익	2,859.6	4,192.6	1,655.6	-1,701.2	-2,784.7	-2,740.2	-1,555.5	-301.3	12,410.3	7,007.0	-7,381.6
DRAM	2,799.8	3,875.8	2,335.9	210.5	-699.8	-946.1	-48.9	666.9	12,228.1	9,221.9	-1,027.9
NAND	17.2	251.2	-688.2	-1,984.0	-2,108.8	-1,825.1	-1,553.7	-1,038.1	37.4	-2,403.8	-6,525.8
기타	43.0	65.6	7.9	72.4	23.8	31.1	47.2	70.0	145.5	188.8	172.1
세전이익	2,774.3	3,966.7	1,683.3	-4,224.2	-2,891.2	-2,728.7	-1,642.7	9.0	13,416.0	4,200.0	-7,253.5
지배주주순이익	1,978.8	2,871.5	1,106.7	-3,530.4	-2,259.2	-2,133.6	-1,277.2	0.2	9,602.3	2,426.8	-5,669.9
영업이익률 (%)	24%	30%	15%	-22%	-48%	-43%	-20%	-3%	29%	16%	-26%
DRAM	36%	44%	34%	4%	-21%	-26%	-1%	13%	39%	33%	-6%
NAND	0%	6%	-21%	-81%	-111%	-83%	-58%	-36%	0%	-17%	-68%

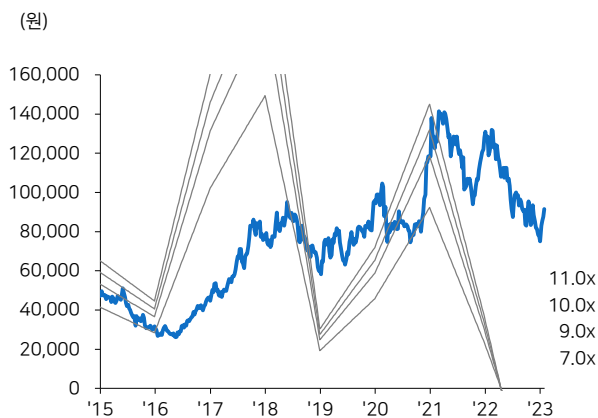
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	13,240	14,564	13,982	14,038	12,213	14,533	16,713	17,883	54,795	55,824	61,342
	% QoQ	-9%	10%	-4%	0%	-13%	19%	15%	7%			
	% YoY	1%	7%	4%	-4%	-8%	0%	20%	27%	20%	2%	10%
	NAND	226,873	247,292	220,090	237,697	216,304	253,076	301,160	310,195	631,923	931,952	1,080,736
	% QoQ	19%	9%	-11%	8%	-9%	17%	19%	3%			
	% YoY	69%	79%	30%	25%	-5%	2%	37%	31%	59%	47%	16%
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.49	0.48	0.37	0.25	0.22	0.20	0.21	0.24	0.50	0.39	0.22
	% QoQ	-4%	-3%	-22%	-33%	-13%	-9%	6%	13%			
	% YoY	16%	-5%	-31%	-51%	-56%	-59%	-44%	-5%	15%	-21%	-45%
	NAND	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
	% QoQ	2%	1%	-21%	-32%	-8%	-1%	3%	4%			
	% YoY	3%	-6%	-28%	-45%	-50%	-51%	-36%	-2%	-9%	-20%	-39%

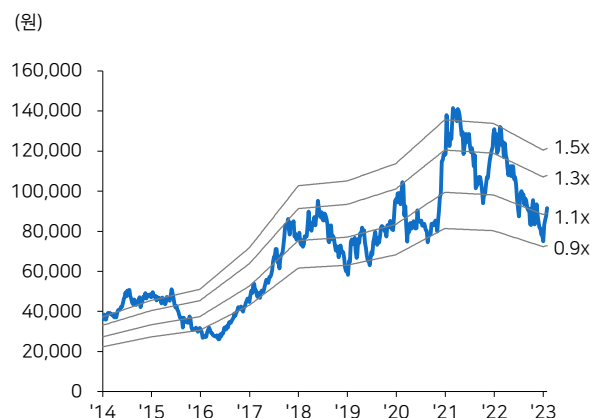
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)



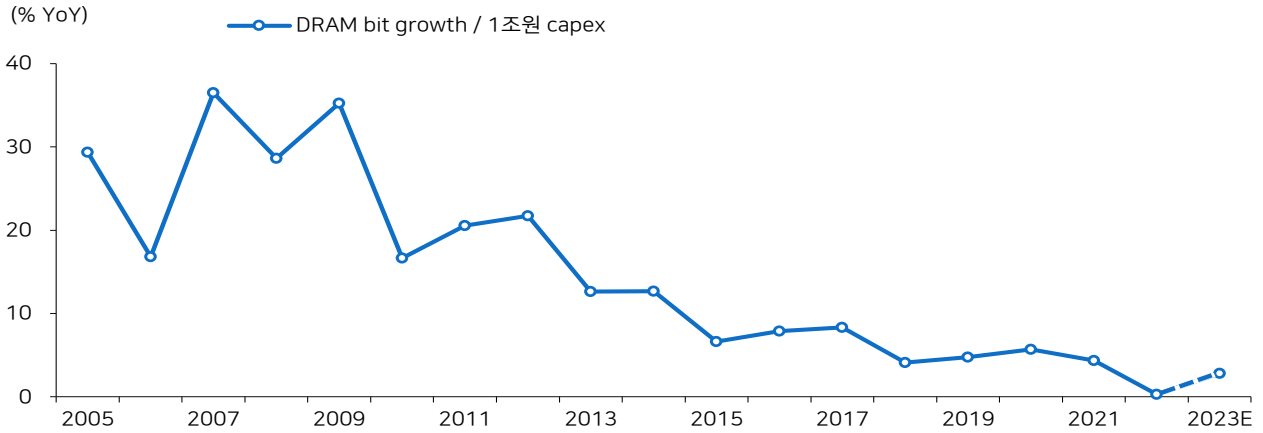
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)



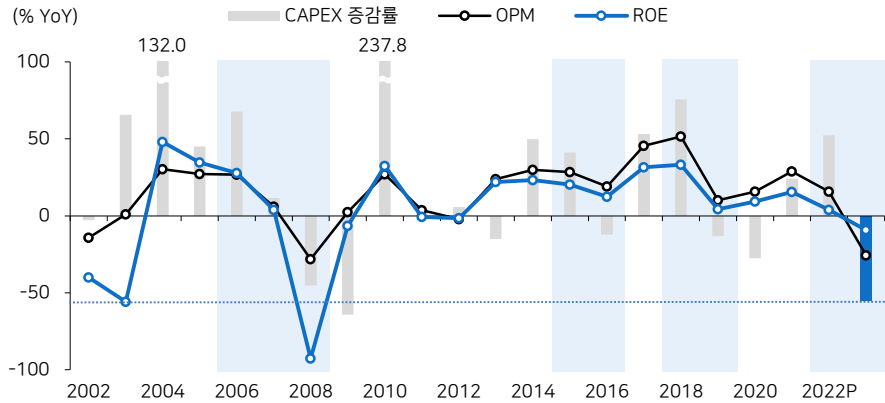
자료: 메리츠증권 리서치센터

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	2022P	2023E	2024E
매출액	31,900.4	42,997.8	44,648.5	28,701.4	48,277.5
매출액증가율 (%)	18.2	34.8	3.8	-35.7	68.2
매출원가	21,089.8	24,045.6	29,347.9	30,791.0	31,077.0
매출총이익	10,810.6	18,952.2	15,300.6	-2,089.6	17,200.5
판매비와관리비	5,798.0	6,541.9	8,294.0	5,292.1	8,894.6
영업이익	5,012.6	12,410.3	7,007.0	-7,381.6	8,305.9
영업이익률 (%)	15.7	28.9	15.7	-25.7	17.2
금융수익	1,347.5	907.7	-206.7	22.0	187.9
종속/관계기업관련손익	-36.3	162.3	145.8	106.1	106.1
기타영업외손익	1,311.2	1,069.9	-2,806.6	128.1	294.1
세전계속사업이익	6,237.0	13,416.0	4,200.0	-7,253.5	8,600.0
법인세비용	1,478.1	3,799.8	1,761.1	-1,595.8	1,892.0
당기순이익	4,758.9	9,616.2	2,438.9	-5,657.8	6,708.0
지배주주지분 손익	4,755.1	9,602.3	2,426.8	-5,669.9	6,695.9

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	16,571.0	26,870.5	27,769.3	31,016.5	50,358.2
현금및현금성자산	2,976.0	5,058.0	2,956.7	3,427.7	9,337.3
매출채권	4,931.3	8,267.1	8,142.4	8,301.0	11,988.4
재고자산	6,136.3	8,916.6	13,546.4	15,474.1	24,211.9
비유동자산	54,602.9	69,516.0	75,251.4	69,523.2	66,378.8
유형자산	41,230.6	53,034.3	60,850.2	54,850.2	50,350.2
무형자산	3,400.3	5,065.1	5,598.9	5,736.6	5,891.0
투자자산	1,166.2	1,410.4	1,578.2	1,684.3	1,790.4
자산총계	71,173.9	96,386.5	103,020.7	100,539.7	116,737.1
유동부채	9,072.4	14,769.4	17,360.0	22,543.6	33,930.6
매입채무	1,046.2	1,359.3	2,845.5	3,250.4	5,085.8
단기차입금	179.6	233.2	1,901.8	1,901.8	1,901.8
유동성장기부채	2,934.7	2,647.6	3,646.9	4,165.8	5,018.1
비유동부채	10,192.4	19,426.1	20,667.0	19,485.1	18,523.3
사채	3,624.0	7,256.5	6,312.3	6,232.1	6,232.1
장기차입금	4,535.0	7,563.0	8,662.3	7,552.2	6,552.2
부채총계	19,264.8	34,195.4	38,027.0	42,028.7	52,453.9
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	2,762.8	2,762.8	2,762.8
이익잉여금	46,995.7	55,784.1	56,503.4	50,020.7	55,792.9
비지배주주지분	20.6	34.0	48.9	48.9	48.9
자본총계	51,909.1	62,191.1	64,993.7	58,511.0	64,283.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동현금흐름	12,314.6	19,797.7	17,851.4	11,467.2	18,493.1
당기순이익(손실)	4,758.9	9,616.2	2,438.9	-5,657.8	6,708.0
유형자산감가상각비	8,811.6	9,862.6	13,474.8	14,500.0	15,000.0
무형자산상각비	960.6	795.9	762.5	262.3	245.6
운전자본의 증감	-1,649.9	-3,018.4	-557.2	-933.6	-7,199.7
투자활동 현금흐름	-11,840.4	-22,392.3	-18,889.6	-9,500.0	-11,500.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10,068.7	-12,486.6	-19,010.1	-8,500.0	-10,500.0
투자자산의 감소(증가)	-482.7	-74.5	195.7	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	252.1	4,492.3	-1,601.4	-1,496.2	-1,083.5
차입금증감	1,251.7	5,612.8	282.4	-671.3	-147.7
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	669.9	2,082.0	-2,101.3	471.0	5,909.6
기초현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	2,956.7	3,427.7
기말현금	2,976.0	5,058.0	2,956.7	3,427.7	9,337.3

Key Financial Data

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	43,819	59,063	61,330	39,425	66,315
EPS(지배주주)	6,532	13,190	3,333	-7,788	9,198
CFPS	920	2,860	-2,886	647	8,118
EBITDAPS	20,309	31,688	29,182	10,138	32,351
BPS	71,275	85,380	89,210	80,305	88,234
DPS	1,170	1,540	1,116	1,416	1,781
배당수익률(%)	1.3	1.7	1.2	1.5	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	14.0	6.9	27.4	nm	9.9
PCR	99.3	32.0	-31.7	141.3	11.3
PSR	2.1	1.5	1.5	2.3	1.4
PBR	1.3	1.1	1.0	1.1	1.0
EBITDA	14,784.8	23,068.8	21,244.3	7,380.7	23,551.5
EV/EBITDA	4.8	4.2	3.9	11.0	3.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.2	15.4	3.8	-9.2	10.9
EBITDA 이익률	36.4	50.7	11.0	-39.6	43.3
부채비율	37.1	55.0	58.5	71.8	81.6
금융비용부담률	0.7	0.6	1.0	1.8	1.1
이자보상배율(x)	19.8	47.7	14.0	-11.8	13.3
매출채권회전율(x)	6.9	6.5	5.4	3.5	4.8
재고자산회전율(x)	3.7	3.2	2.6	2.1	1.6

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	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

