

2023. 4. 27



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우  
02. 6454-4862  
sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 김동관  
02. 6454-4880  
dong-kwan.kim@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	119,000 원
현재주가 (4.26)	87,400 원
상승여력	36.2%
KOSPI	2,484.83pt
시가총액	636,274억원
발행주식수	72,800만주
유통주식비율	73.86%
외국인비중	49.52%
52주 최고/최저가	113,500원/75,000원
평균거래대금	2,997.5억원
주요주주(%)	
에스케이스퀘어 외 9 인	20.07
국민연금공단	8.17

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.1	-6.9	-21.3
상대주가	-2.7	-15.7	-15.4

주가그래프



# SK하이닉스 000660

## 최우선 과제: 재고 감축

- ✓ 1Q23 영업손실 3.4조원은 낮아진 시장기대치에 부합. 급격한 수요 둔화 속 출하량과 판가 공히 대폭 하락. 판가 하락 대비 재고평가손은 소폭 양호한 수준으로 평가
- ✓ 연간 수요증가율 가이드선스 하향조정 불구, 2Q23 동사 출하 계획은 견조한 수준으로 제시. 재고 감축을 최우선하는 판매계획. 뚜렷한 감산 계획은 도출되지 않음
- ✓ 메모리 업황은 4Q23부터 가파른 회복 구간에 진입. 주가는 출하 가이드선스 달성 여부에 맞춰 2Q23말부터 상승 본격화. 선두업체의 감산 세부내용 도출 여부에 주목

### 우려 대비 양호한 실적과 견조한 출하 가이드선스 vs 감산 세부계획 미도출

SK하이닉스의 1Q23 영업손실 3.4조원 (QoQ 적자지속)은 낮아진 시장 기대치 대비 양호했지만, 현금흐름 우려를 지속 야기할 수 있는 수준으로 평가된다 (FCF -5조원). DRAM 출하량과 판가가 각각 -20%, -19%로 부진한데 반해 NAND의 경우 -15%, -10%로 상대적으로 양호했다. 이는 NAND 수익성 훼손이 극심한 가운데 DC항 eSSD의 탄력적 출하증가가 발생한 것에 기인한다 (DRAM OPM -49%, NAND -110%). Solidigm의 경우 매출액 6,800억원에 영업손실률 -110% 가량을 기록한 것으로 추정된다. SK하이닉스의 재무 지표 역시 추가로 악화되었다 (재고 17조원, 순부채 23조원). 동사는 설명회를 통해 1) 2Q23 출하 가이드선스를 전분기 감소폭을 크게 능가하는 수준으로 전망, 2) 설비투자는 전년 대비 50% 이상 감축한다는 기존 가이드선스 유지, 3) 고객사 수요 회복 속 상반기 내 재고 축소 방향성을 제시했다.

### 업황 회복 신호: 1) 인수합병, 2) 출하 급증, 3) Samsung Pivot 구체화

비록 DRAM 선두업체의 감산 발표, 이른바 'Samsung Pivot'이 제시되었지만 아직 세부사항은 공식화되지 않았다. 현재 선두업체는 실리주의와 격차 확대 기로에서 명확한 방향성을 설정하지 못하고 있다. 우리는 2Q23 이내로 메모리 업황 회복의 본격화 신호가 발생할 가능성이 높다고 판단한다. 우선 1) NAND의 극심한 바닥국면이 유지되고 있는 까닭에 머지않아 업체 간 인수합병 (Kioxia + WDC)이 느닷없이 등장할 수 있으며, 2) 계절적 수요 회복과 판가 저점 인식 속 분기 출하 급증 역시 발생 가능하다. 특히 선두업체의 감산 세부사항 도출은 업황 회복 가속화 요인이다. 동사 주가는 이번에 제시된 2Q23 출하 가이드선스 (DRAM 25% 이상, NAND 20%이상)의 달성 가시성이 확보되는 2Q말부터 본격 상승하리라 예상된다. SK하이닉스에 대한 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 (%)
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	101.9	85,380	6.6	1.02	4.2	15.4	54.9
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,063	-76.8	86,904	28.5	1.01	4.3	3.5	64.1
2023E	25,172.2	-10,878.2	-9,246.7	-12,701	적자전환	73,074	nm	1.20	23.4	-15.9	90.5
2024E	43,035.8	4,005.2	1,902.1	2,613	흑자전환	74,557	33.5	1.17	4.0	3.5	110.9
2025E	56,845.3	11,990.0	8,204.9	11,270	331.4	84,231	7.8	1.04	2.5	14.2	96.0

(십억원)	1Q23P	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>5,088.1</b>	<b>12,155.7</b>	<b>-58%</b>	<b>7,672.0</b>	<b>-34%</b>	<b>4,887.1</b>	<b>4%</b>	<b>5,839.0</b>	<b>-13%</b>
DRAM	2,895.3	7,853.0	-63%	4,761.1	-39%			3,340.5	-13%
NAND	1,759.9	3,822.8	-54%	2,451.4	-28%			1,902.4	-7%
<b>영업이익</b>	<b>-3,402.3</b>	<b>2,859.6</b>	<b>적자전환</b>	<b>-1,898.4</b>	<b>적자확대</b>	<b>-3,664.5</b>	<b>적자축소</b>	<b>-2,784.7</b>	<b>적자확대</b>
DRAM	-1,430.0	2,799.8	적자전환	214.9	적자전환			-699.8	적자확대
NAND	-1,944.4	17.2	적자전환	-1,981.7	적자축소			-2,108.8	적자축소
Others	-28.0	43.0	- 적자전환	65.7	적자전환			23.8	적자전환
<b>세전이익</b>	<b>-3,525.2</b>	<b>2,774.3</b>	<b>적자전환</b>	<b>-4,421.4</b>	<b>적자축소</b>	<b>-4,008.2</b>	<b>적자축소</b>	<b>-2,891.2</b>	<b>적자확대</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>-2,580.4</b>	<b>1,978.8</b>	<b>적자전환</b>	<b>-3,727.6</b>	<b>적자축소</b>	<b>-3,002.5</b>	<b>적자축소</b>	<b>-2,259.2</b>	<b>적자확대</b>
영업이익률 (%)	-67%	24%		-25%				-48%	
DRAM	-49%	36%		5%				-21%	
NAND	-110%	0%		-81%				-111%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권 리서치센터

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	-20%	-19%	-15%	-10%
메리츠 추정치	-13%	-13%	-9%	-8%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	New		Old		차이 (%)	
	2Q23E	2023E	2Q23E	2023E	2Q23E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,897.4</b>	<b>25,172.2</b>	<b>6,396.8</b>	<b>28,701.4</b>	<b>-8%</b>	<b>-12%</b>
DRAM	3,282.6	13,709.9	3,588.7	16,516.1	-9%	-17%
NAND	2,001.6	8,907.4	2,186.1	9,593.9	-8%	-7%
<b>영업이익</b>	<b>-3,269.7</b>	<b>-10,878.2</b>	<b>-2,740.2</b>	<b>-7,381.6</b>	<b>적자확대</b>	<b>적자확대</b>
DRAM	-1,572.1	-5,022.9	-946.1	-1,027.9	적자확대	적자확대
NAND	-1,702.6	-5,963.3	-1,825.1	-6,525.8	적자축소	적자축소
Others	5.0	108.0	31.1	172.1	-84%	-37%
<b>세전이익</b>	<b>-3,392.3</b>	<b>-12,061.4</b>	<b>-2,728.7</b>	<b>-7,253.5</b>	<b>적자확대</b>	<b>적자확대</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>-2,651.3</b>	<b>-9,246.7</b>	<b>-2,133.6</b>	<b>-5,669.9</b>	<b>적자확대</b>	<b>적자확대</b>
영업이익률 (%)	-55%	-43%	-43%	-26%		
DRAM	-48%	-37%	-26%	-6%		
NAND	-85%	-67%	-83%	-68%		

자료: 메리츠증권 리서치센터

**표4 SK하이닉스 실적추정**

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>12,155.7</b>	<b>13,811.0</b>	<b>10,982.9</b>	<b>7,672.0</b>	<b>5,088.1</b>	<b>5,897.4</b>	<b>6,551.4</b>	<b>7,635.3</b>	<b>44,621.6</b>	<b>25,172.2</b>	<b>43,035.8</b>
DRAM	7,853.0	8,759.0	6,967.0	4,761.1	2,895.3	3,282.6	3,547.0	3,985.0	28,340.2	13,709.9	24,209.7
NAND	3,822.8	4,399.3	3,285.7	2,451.4	1,759.9	2,001.6	2,340.1	2,805.8	13,959.1	8,907.4	16,015.7
<b>영업이익</b>	<b>2,859.6</b>	<b>4,192.6</b>	<b>1,655.6</b>	<b>-1,898.4</b>	<b>-3,402.3</b>	<b>-3,269.7</b>	<b>-2,654.0</b>	<b>-1,552.2</b>	<b>6,809.4</b>	<b>-10,878.2</b>	<b>4,005.2</b>
DRAM	2,799.8	3,875.8	2,335.9	214.9	-1,430.0	-1,572.1	-1,151.1	-869.7	9,226.3	-5,022.9	4,867.8
NAND	17.2	251.2	-688.2	-1,981.7	-1,944.4	-1,702.6	-1,549.3	-767.0	-2,401.5	-5,963.3	-1,143.7
기타	43.0	65.6	7.9	-131.5	-27.9	5.0	46.5	84.4	-15.0	108.0	281.0
<b>세전이익</b>	<b>2,774.3</b>	<b>3,966.7</b>	<b>1,683.3</b>	<b>-4,421.4</b>	<b>-3,525.2</b>	<b>-3,392.3</b>	<b>-2,841.0</b>	<b>-2,302.9</b>	<b>4,002.8</b>	<b>-12,061.4</b>	<b>2,442.8</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>1,978.8</b>	<b>2,871.5</b>	<b>1,106.7</b>	<b>-3,727.6</b>	<b>-2,580.4</b>	<b>-2,651.3</b>	<b>-2,211.9</b>	<b>-1,803.1</b>	<b>2,229.6</b>	<b>-9,246.7</b>	<b>1,902.1</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>24%</b>	<b>30%</b>	<b>15%</b>	<b>-25%</b>	<b>-67%</b>	<b>-55%</b>	<b>-41%</b>	<b>-20%</b>	<b>15%</b>	<b>-43%</b>	<b>9%</b>
DRAM	36%	44%	34%	5%	-49%	-48%	-32%	-22%	33%	-37%	20%
NAND	0%	6%	-21%	-81%	-110%	-85%	-66%	-27%	-17%	-67%	-7%

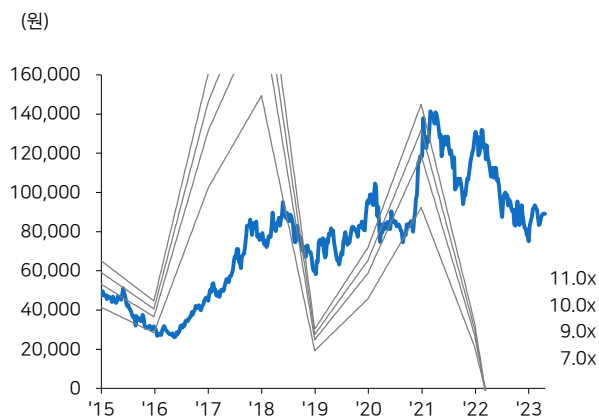
자료: 메리츠증권 리서치센터

**표5 SK하이닉스 생산 추정 가정**

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>출하량</b> (백만, 1Gb eq)	<b>DRAM</b>	<b>13,240</b>	<b>14,564</b>	<b>13,982</b>	<b>14,038</b>	<b>11,230</b>	<b>14,038</b>	<b>16,564</b>	<b>17,724</b>	<b>55,824</b>	<b>59,556</b>	<b>71,105</b>
	% QoQ	-9%	10%	-4%	0%	-20%	25%	18%	7%			
	% YoY	1%	7%	4%	-4%	-15%	-4%	18%	26%	2%	7%	19%
	<b>NAND</b>	<b>226,873</b>	<b>247,292</b>	<b>220,090</b>	<b>237,697</b>	<b>202,042</b>	<b>242,451</b>	<b>288,517</b>	<b>314,483</b>	<b>931,952</b>	<b>1,047,493</b>	<b>1,325,769</b>
	% QoQ	19%	9%	-11%	8%	-15%	20%	19%	9%			
	% YoY	69%	79%	30%	25%	-11%	-2%	31%	32%	47%	12%	27%
<b>ASP</b> (1Gb, 달러)	<b>DRAM</b>	<b>0.49</b>	<b>0.48</b>	<b>0.37</b>	<b>0.25</b>	<b>0.20</b>	<b>0.18</b>	<b>0.17</b>	<b>0.18</b>	<b>0.39</b>	<b>0.18</b>	<b>0.27</b>
	% QoQ	-4%	-3%	-22%	-33%	-19%	-11%	-4%	5%			
	% YoY	16%	-5%	-31%	-51%	-59%	-62%	-54%	-27%	-21%	-54%	51%
	<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%	-32%	-10%	-7%	3%	10%			
	% YoY	3%	-6%	-28%	-45%	-51%	-55%	-41%	-5%	-20%	-42%	45%

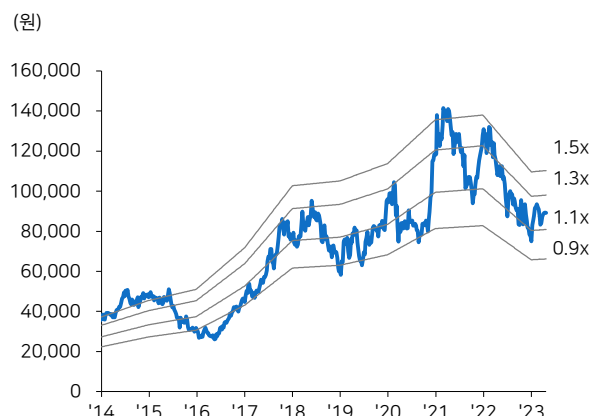
자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림1 SK하이닉스 PER 밴드 (1년 Rolling forward)**



자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림2 SK하이닉스 PBR 밴드 (1년 Rolling forward)**



자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK 하이닉스 (000660)

### Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>42,997.8</b>	<b>44,621.6</b>	<b>25,172.2</b>	<b>43,035.8</b>	<b>56,845.3</b>
매출액증가율 (%)	34.8	3.8	-43.6	71.0	32.1
매출원가	24,045.6	28,993.7	29,901.6	28,633.7	42,443.2
매출총이익	18,952.2	15,627.9	-4,729.4	14,402.0	14,402.0
판매비와관리비	6,541.9	8,818.4	6,148.8	10,396.9	13,726.4
<b>영업이익</b>	<b>12,410.3</b>	<b>6,809.4</b>	<b>-10,878.2</b>	<b>4,005.2</b>	<b>11,990.0</b>
영업이익률 (%)	28.9	15.3	-43.2	9.3	21.1
금융수익	907.7	-1,377.3	-1,253.3	-1,610.1	-1,514.5
종속/관계기업관련손익	162.3	131.2	47.8	47.8	47.8
기타영업외손익	1,069.9	-1,246.1	-1,183.2	-1,562.4	-1,466.8
세전계속사업이익	13,416.0	4,002.8	-12,061.4	2,442.8	10,523.2
법인세비용	3,799.8	1,761.1	-2,818.0	537.4	2,315.1
<b>당기순이익</b>	<b>9,616.2</b>	<b>2,241.7</b>	<b>-9,243.4</b>	<b>1,905.4</b>	<b>8,208.1</b>
지배주주지분 손이익	9,602.3	2,229.6	-9,246.7	1,902.1	8,204.9

### Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	<b>26,907.1</b>	<b>28,733.3</b>	<b>32,697.8</b>	<b>46,883.6</b>	<b>51,886.0</b>
현금및현금성자산	5,058.0	4,977.0	9,448.4	19,344.6	20,988.3
매출채권	8,267.1	5,186.1	4,161.2	6,042.2	5,954.0
재고자산	8,950.1	15,664.7	15,589.7	16,382.9	18,855.3
<b>비유동자산</b>	<b>69,439.5</b>	<b>75,138.2</b>	<b>68,678.8</b>	<b>67,637.1</b>	<b>68,354.3</b>
유형자산	53,225.7	60,228.5	54,628.5	50,128.5	51,628.5
무형자산	4,797.2	3,512.1	3,689.0	3,906.9	4,267.4
투자자산	1,410.4	1,352.9	1,364.7	1,376.5	1,388.3
<b>자산총계</b>	<b>96,346.5</b>	<b>103,871.5</b>	<b>101,376.6</b>	<b>114,520.7</b>	<b>120,240.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>14,735.4</b>	<b>19,843.7</b>	<b>24,090.3</b>	<b>38,980.3</b>	<b>44,593.6</b>
매입채무	1,359.3	2,186.2	2,175.8	3,682.1	4,237.8
단기차입금	233.2	3,833.3	4,594.0	4,744.0	4,744.0
유동성장기부채	2,647.6	3,590.0	3,572.8	4,546.3	3,732.4
<b>비유동부채</b>	<b>19,420.1</b>	<b>20,737.3</b>	<b>24,064.4</b>	<b>21,238.3</b>	<b>14,302.4</b>
사채	7,256.5	6,531.9	10,517.3	10,517.3	4,517.3
장기차입금	7,563.0	9,139.5	8,482.4	5,482.4	4,482.4
<b>부채총계</b>	<b>34,155.5</b>	<b>40,581.0</b>	<b>48,154.7</b>	<b>60,218.6</b>	<b>58,896.1</b>
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,334.6	4,336.2	4,336.2	4,336.2	4,336.2
기타포괄이익누계액	675.3	898.7	898.7	898.7	898.7
이익잉여금	55,784.1	56,685.3	46,616.6	47,696.8	54,739.0
비지배주주지분	34.0	24.2	24.2	24.2	24.2
<b>자본총계</b>	<b>62,191.1</b>	<b>63,290.5</b>	<b>53,221.9</b>	<b>54,302.1</b>	<b>61,344.3</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>19,797.7</b>	<b>14,780.5</b>	<b>11,155.1</b>	<b>24,128.2</b>	<b>28,653.9</b>
당기순이익(손실)	9,616.2	2,241.7	-9,243.4	1,905.4	8,208.1
유형자산감가상각비	9,860.8	13,371.9	14,500.0	15,000.0	15,500.0
무형자산상각비	795.9	779.6	223.1	182.1	39.5
운전자본의 증감	-3,018.4	-2,689.7	1,070.4	1,568.7	-819.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-22,392.3</b>	<b>-17,883.8</b>	<b>-9,930.4</b>	<b>-11,530.4</b>	<b>-18,030.4</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-12,486.6	-19,010.3	-8,900.0	-10,500.0	-17,000.0
투자자산의 감소(증가)	-74.5	198.5	36.0	36.0	36.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>4,492.3</b>	<b>2,821.8</b>	<b>3,246.7</b>	<b>-2,701.6</b>	<b>-8,979.8</b>
차입금증감	5,612.8	4,792.9	4,071.9	-1,876.4	-7,813.9
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	2,082.0	-81.0	4,471.4	9,896.2	1,643.7
기초현금	2,976.0	5,058.0	4,977.0	9,448.4	19,344.6
기말현금	5,058.0	4,977.0	9,448.4	19,344.6	20,988.3

### Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	59,063	61,293	34,577	59,115	78,084
EPS(지배주주)	13,190	3,063	-12,701	2,613	11,270
CFPS	2,860	-111	6,142	13,594	2,258
EBITDAPS	31,685	28,792	5,281	26,356	37,815
BPS	85,380	86,904	73,074	74,557	84,231
DPS	1,540	1,200	1,200	2,191	2,047
배당수익률(%)	1.8	1.4	1.4	2.5	2.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	6.6	28.5	nm	33.5	7.8
PCR	30.6	-785.7	14.2	6.4	38.7
PSR	1.5	1.4	2.5	1.5	1.1
PBR	1.0	1.0	1.2	1.2	1.0
EBITDA	23,067.1	20,960.9	3,844.9	19,187.3	27,529.5
EV/EBITDA	4.2	4.3	23.4	4.0	2.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	15.4	3.5	-15.9	3.5	14.2
EBITDA 이익률	50.7	10.1	-74.6	16.5	35.1
부채비율	54.9	64.1	90.5	110.9	96.0
금융비용부담률	0.6	1.0	3.0	1.6	0.8
이자보상배율(x)	47.7	12.8	-11.0	3.9	14.1
매출채권회전율(x)	6.5	6.6	5.4	8.4	9.5
재고자산회전율(x)	3.2	2.4	1.9	1.8	2.4

**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 추천 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	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

