

## SK하이닉스(000660.KS)

## 매수(유지)

## 어렵다

## 분석의 기본 가정

- 글로벌 경기 둔화로 23년 상반기까지 IT 전방 수요 약세 지속될 전망
- DRAM, NAND 가격은 각각 3Q23, 4Q23까지 지속 하락 예상

## 4Q22 Preview: 어렵다

SK하이닉스 4Q22 매출은 7.5조원(-31% QoQ, -39% YoY), 영업이익은 1.3조원 적자(적자전환 QoQ, 적자전환 YoY)으로 컨센서스(8,200억원 적자)를 하회할 전망이다. 경기 불확실성 속 고객사들의 재고 조정이 지속되며 예상을 하회하는 메모리 출하(DRAM -8%·NAND -5% QoQ)와 전분기 대비 판가 하락폭 확대(DRAM -25%·NAND -28% QoQ)가 예상된다. 4Q22 재고평가손실은 메모리 판가 추가 하락을 반영해 4,600억원(vs 3Q22 2,300억원)으로 추정됨

## 3Q23 DRAM 업황 완전한 개선 전망

메모리 반도체 시장은 강도 높은 재고 조정을 경험하고 있는 가운데 고객사들의 주문 강도는 높지 않은 상황임. 23년 하반기 중 계절적 성수기에 따른 재고 재축적 수요와 공급 제한 효과가 발현되며 3Q23을 저점으로 완전하게 개선이 예상된다. NAND의 경우 미국의 YMTC 제재에도 불구하고, 선두업체의 점유율 확대 기조로 DRAM 대비 업황 개선은 다소 지연될 전망이다. DRAM, NAND 판가는 각각 3Q23, 4Q23까지 하락할 것으로 예상하며 23년 영업손익은 종전 1.5조원 적자에서 2.9조원 적자로 하향 조정함

## 투자의견 매수 및 목표주가 110,000원 하향

SK하이닉스에 대해 투자의견 매수를 유지하며 실적 추정치 하향으로 목표주가는 종전 대비 8% 하향한 110,000원으로 조정함(12M Fwd BPS의 1.27배). 현재 주가는 23년 기준 PBR 0.9배 수준임. DRAM 공급 재고 정점과 출하량 YoY 증가가 발현되는 2Q23 중 탄력적인 주가 상승이 예상됨

결산기(12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액(십억원)	31,900	42,998	44,499	28,750	38,606
영업이익(십억원)	5,013	12,410	7,413	-2,941	5,350
계속사업세전손익(십억원)	6,237	13,416	7,330	-3,284	5,310
지배주주지분순이익(십억원)	4,755	9,602	5,144	-2,439	3,921
EPS(원)	6,532	13,190	7,066	-3,350	5,386
증감율(%)	137.0	101.9	-46.4	적전	흑전
ROE(%)	9.5	16.8	7.9	-3.7	6.0
PER(배)	12.1	6.0	11.2	-23.6	14.7
PBR(배)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	4.9	4.3	4.3	8.6	4.4

## 반도체 담당 서승연

T.02)2004-9893

seo.seung-yeon@shinyoung.com

현재주가(12/19) 79,000원  
 목표주가(12M, 하향) 110,000원

Key Data	(기준일: 2022. 12. 19)
KOSPI(pt)	2352.17
KOSDAQ(pt)	717.22
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	575,122
발행주식수(천주)	728,002
평균거래량(3M, 주)	3,197,295
평균거래대금(3M, 백만원)	277,331
52주 최고/최저	133,000 / 78,400
52주 일간Beta	0.9
배당수익률(22F, %)	1.8
외국인지분율(%)	49.8
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 9인	20.1
국민연금공단	8.2

## Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.6	-12.2	-18.0	-35.2
KOSPI대비 상대수익률	-7.1	-12.1	-15.0	-16.9

## Company vs KOSPI composite

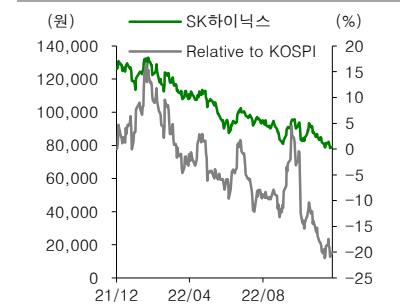


도표 1. SK하이닉스 4Q22 Preview

(단위: 십억원)

구분	4Q22E	3Q22	% QoQ	4Q21	% YoY	컨센서스	차이(%)
매출액	7,549.2	10,982.9	-31%	12,376.6	-39%	8,513.0	-11%
DRAM	5,021.0	6,954.3	-28%	8,718.5	-42%		
NAND	2,364.2	3,388.2	-30%	3,172.2	-25%		
영업이익	-1,294.8	1,655.6	적전	4,219.5	적전	-814.7	적지
DRAM	206.2	2,174.1	-91%	3,781.5	-95%		
NAND	-1,517.4	-574.9	적지	346.0	적전		
영업이익률	-17.2%	15.1%		34.1%		-9.6%	
DRAM	4.1%	31.3%		43.4%			
NAND	-64.2%	-17.0%		10.9%			
세전이익	-1,094.6	1,683.3	적전	4,665.7	적전	-901.2	적지
지배순이익	-813.4	1,106.7	n/m	3,316.5	적전	-642.9	적지

자료: SK하이닉스, Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. SK하이닉스 추정치 변경 내역

(단위: 십억원)

구분	1Q23E			2023E			2024E		
	변경 전	변경 후	차이(%)	변경 전	변경 후	차이(%)	변경 전	변경 후	차이(%)
매출액	7,196.3	6,598.6	-8%	29,780.1	28,750.5	-3%	38,305.9	38,605.8	1%
DRAM	4,477.8	4,204.7	-6%	18,157.9	18,096.5	0%	23,874.7	24,798.7	4%
NAND	2,347.0	2,022.3	-14%	10,006.8	9,038.6	-10%	12,702.8	12,078.6	-5%
영업이익	-800.6	-1,958.3	적지	-1,520.7	-2,941.1	적지	2,799.1	5,350.2	91%
DRAM	786.2	122.7	-84%	3,299.4	2,219.5	-33%	5,802.1	6,447.6	11%
NAND	-1,623.9	-2,118.2	적지	-4,981.7	-5,322.2	적지	-3,175.8	-1,270.2	적지
영업이익률	-11.1%	-29.7%		-5.1%	-10.2%		7.3%	13.9%	
세전이익	-925.3	-2,124.1	적지	-1,761.1	-3,283.8	적지	2,775.1	5,309.9	91%
지배순이익	-688.8	-1,575.9	적지	-1,311.7	-2,438.6	적지	2,045.1	3,920.7	92%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	12,155.7	13,811.0	10,982.9	7,549.2	6,598.6	6,869.5	7,332.3	7,950.1	42,997.8	44,498.7	28,750.5
% QoQ	-1.8%	13.6%	-20.5%	-31.3%	-12.6%	4.1%	6.7%	8.4%			
% YoY	43.1%	33.8%	-7.0%	-39.0%	-45.7%	-50.3%	-33.2%	5.3%	34.8%	3.5%	-35.4%
DRAM	7,857.6	8,781.7	6,954.3	5,021.0	4,204.7	4,282.2	4,586.1	5,023.5	30,599.7	28,614.6	18,096.5
NAND	3,913.4	4,517.9	3,388.2	2,364.2	2,022.3	2,199.6	2,358.5	2,458.1	10,529.4	14,183.6	9,038.6
영업이익	2,859.6	4,192.6	1,655.6	-1,294.8	-1,958.3	-955.1	-324.0	296.2	12,410.3	7,413.0	-2,941.1
% QoQ	-32.2%	46.6%	-60.5%	적전	적지	적지	적지	흑전			
% YoY	115.9%	55.6%	-60.3%	적전	적전	적전	적전	흑전	147.6%	-40.3%	적전
DRAM	2,603.4	3,565.3	2,174.1	206.2	122.7	329.6	656.4	1,110.8	12,001.5	8,549.0	2,219.5
NAND	197.7	590.0	-574.9	-1,517.4	-2,118.2	-1,323.4	-1,019.1	-861.5	124.7	-1,304.6	-5,322.2
영업이익률	23.5%	30.4%	15.1%	-17.2%	-29.7%	-13.9%	-4.4%	3.7%	28.9%	16.7%	-10.2%
DRAM	33.1%	40.6%	31.3%	4.1%	2.9%	7.7%	14.3%	22.1%	39.2%	29.9%	12.3%
NAND	5.1%	13.1%	-17.0%	-64.2%	-104.7%	-60.2%	-43.2%	-35.0%	1.2%	-9.2%	-58.9%
세전이익	2,774.3	3,966.7	1,683.3	-1,094.6	-2,124.1	-1,368.1	-304.3	512.7	13,416.0	7,329.6	-3,283.8
지배순이익	1,978.8	2,871.5	1,106.7	-813.4	-1,575.9	-1,017.7	-221.1	376.1	9,602.3	5,143.8	-2,438.6

자료: SK하이닉스, 신영증권 리서치센터

도표 4. SK하이닉스 DRAM 사업부 주요 가정

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
출하량(백만Gb)	13,509	14,833	14,061	12,965	13,237	14,825	16,011	17,084	55,279	55,367	61,157
% QoQ	-8%	10%	-5%	-8%	2%	12%	8%	7%			
% YoY	3%	7%	3%	-12%	-2%	0%	14%	32%	21%	0%	10%
ASP(달러/Gb)	0.48	0.47	0.38	0.28	0.23	0.21	0.21	0.22	0.48	0.40	0.22
% QoQ	-4%	-3%	-20%	-25%	-18%	-8%	-1%	4%			
% YoY	17%	-3%	-29%	-44%	-52%	-55%	-44%	-23%	16%	-17%	-46%

자료: 신영증권 리서치센터

도표 5. SK하이닉스 NAND 사업부 주요 가정

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
출하량(백만GB)	30,395	32,920	29,196	27,681	27,879	34,238	39,639	42,071	85,778	120,191	143,827
% QoQ	17%	8%	-11%	-5%	1%	23%	16%	6%			
% YoY	68%	75%	27%	7%	-8%	4%	36%	52%	60%	40%	20%
ASP(달러/GB)	0.11	0.11	0.09	0.06	0.05	0.05	0.04	0.04	0.11	0.09	0.05
% QoQ	-2%	2%	-20%	-28%	-15%	-11%	-8%	-1%			
% YoY	7%	0%	-24%	-40%	-50%	-57%	-50%	-30%	-9%	-14%	-50%

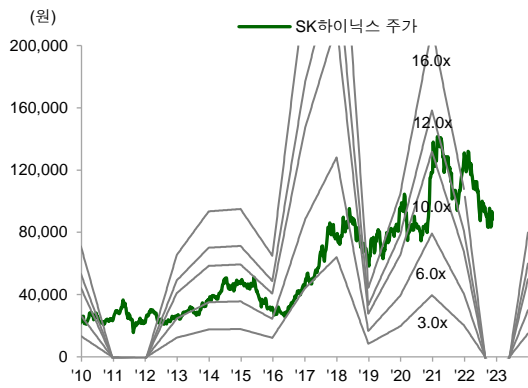
자료: 신영증권 리서치센터

도표 6. SK하이닉스 목표주가 산정표

구분	2023E	비고
BPS(원)	88,360	12M Fwd BPS
Target Multiple(배)	1.27	3Q19~2Q20 평균 PBR
주당기업가치(원)	111,952	
<b>목표주가(원)</b>	<b>110,000</b>	
현재주가(원)	79,000	2022.12.19 기준 종가
<b>상승여력</b>	<b>39.2%</b>	

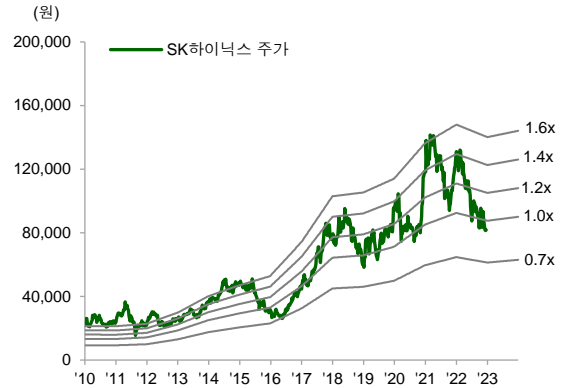
자료: 신영증권 리서치센터

도표 7. SK하이닉스 12M Fwd PER 밴드 추이



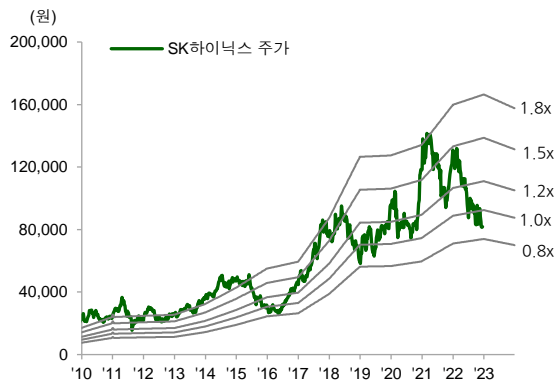
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 8. SK하이닉스 12M Fwd PBR 밴드 추이



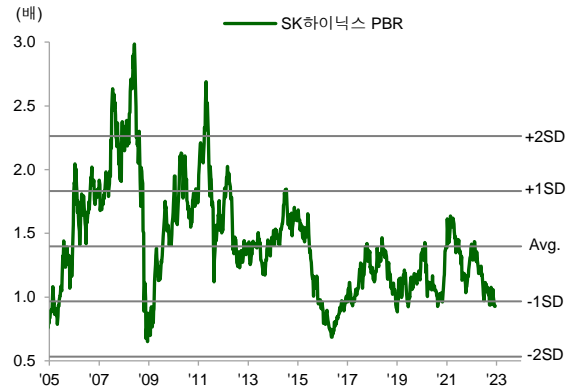
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 9. SK하이닉스 12M Trailing PER 밴드 추이



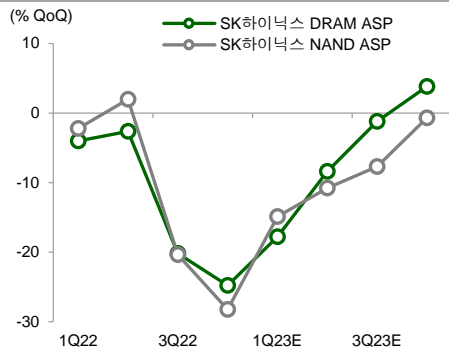
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 10. SK하이닉스 PBR 변동 추이



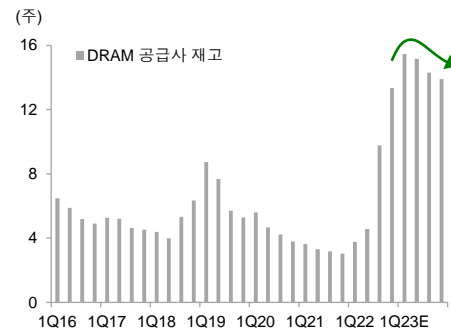
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 11. SK 하이닉스 DRAM, NAND 분기별 ASP 변화율 전망



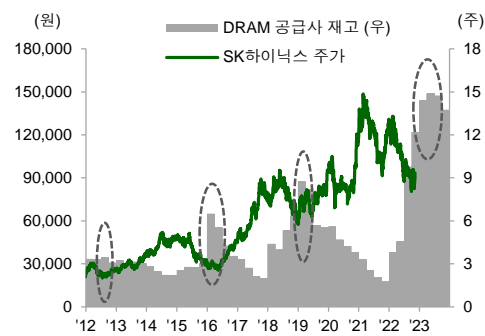
자료: 신영증권 리서치센터

도표 12. DRAM 공급사 재고 추이 및 전망



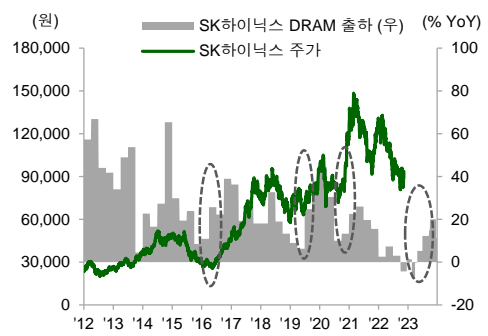
자료: 신영증권 리서치센터

도표 13. SK 하이닉스 주가 및 DRAM 공급사 재고



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 14. SK 하이닉스 주가 및 DRAM 출하 YoY 증감률



자료: SK 하이닉스, Quantiwise, 신영증권 리서치센터

## SK하이닉스(000660.KS) 추정 재무제표

## Income Statement

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	31,900.4	42,997.8	44,498.7	28,750.5	38,605.8
증가율(%)	18.2	34.8	3.5	-35.4	34.3
매출원가	21,089.8	24,045.6	28,818.4	26,390.5	26,142.8
원가율(%)	66.1	55.9	64.8	91.8	67.7
매출총이익	10,810.6	18,952.2	15,680.3	2,360.0	12,463.0
매출총이익률(%)	33.9	44.1	35.2	8.2	32.3
판매비와 관리비 등	5,798.0	6,541.9	8,267.2	5,301.1	7,112.8
판매비율(%)	18.2	15.2	18.6	18.4	18.4
영업이익	5,012.6	12,410.3	7,413.0	-2,941.1	5,350.2
증가율(%)	84.3	147.6	-40.3	적전	흑전
영업이익률(%)	15.7	28.9	16.7	-10.2	13.9
EBITDA	14,784.8	23,068.8	20,966.5	9,953.0	17,860.0
EBITDA마진(%)	46.3	53.7	47.1	34.6	46.3
순금융손익	1,347.5	907.7	-229.6	-415.5	-129.2
이자손익	-225.6	-237.5	-427.4	-589.1	-483.2
외환관련손익	-190.4	488.6	-212.4	-236.5	-226.6
기타영업외손익	-86.8	-64.3	0.4	-33.3	-17.2
종속및관계기업 관련손익	-36.3	162.3	145.8	106.1	106.1
법인세차감전계속사업이익	6,237.0	13,416.0	7,329.6	-3,283.8	5,309.9
계속사업손익법인세비용	1,478.1	3,799.8	2,177.2	-853.8	1,380.6
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4,758.9	9,616.2	5,152.4	-2,430.0	3,929.4
증가율(%)	-336.9	-302.1	-153.6	적전	흑전
순이익률(%)	14.9	22.4	11.6	-8.5	10.2
지배주주지분 당기순이익	4,755.1	9,602.3	5,143.8	-2,438.6	3,920.7
증가율(%)	137.0	101.9	-46.4	적전	흑전
기타포괄이익	-107.4	1,071.3	-709.1	96.4	164.1
총포괄이익	4,651.5	10,687.5	4,443.3	-2,333.6	4,093.4

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	16,571.0	26,870.5	30,818.0	25,338.5	27,994.3
현금및현금성자산	4,953.3	8,683.7	3,091.5	5,686.1	13,111.0
매출채권 및 기타채권	4,944.9	8,385.2	10,037.0	5,799.9	6,888.1
재고자산	6,136.3	8,916.6	17,085.6	13,137.0	6,978.2
비유동자산	54,602.9	69,516.0	76,266.6	72,825.0	76,935.1
유형자산	41,230.6	53,034.3	60,380.3	55,755.9	54,368.8
무형자산	3,400.3	5,065.1	5,725.0	5,520.1	5,356.8
투자자산	7,553.5	8,623.6	9,028.9	9,164.0	9,299.2
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	71,173.9	96,386.5	107,084.6	98,163.5	104,929.4
유동부채	9,072.4	14,769.4	14,094.8	9,435.8	14,821.9
단기차입금	179.6	233.2	1,901.8	1,901.8	1,901.8
매입채무및기타채무	3,395.1	5,999.9	5,828.1	5,459.6	6,749.3
유동성장기부채	2,934.7	2,647.6	1,614.9	1,200.7	1,406.6
비유동부채	10,192.4	19,426.1	25,282.9	24,486.0	23,711.8
사채	3,610.4	7,214.0	9,993.9	9,193.9	8,393.9
장기차입금	5,919.4	8,791.3	11,094.7	11,094.7	11,094.7
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	19,264.8	34,195.4	39,377.7	33,921.8	38,533.7
지배주주지분	51,888.5	62,157.1	67,658.0	64,192.9	66,346.8
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	-9.7	86.7	250.8
이익잉여금	46,995.7	55,784.1	59,216.6	55,751.5	57,905.4
비지배주주지분	20.6	34.0	48.9	48.9	48.9
자본총계	51,909.1	62,191.1	67,706.9	64,241.7	66,395.7
총차입금	12,644.0	18,886.0	24,605.4	23,391.1	22,797.1
순차입금	7,690.8	10,202.4	21,513.9	17,705.0	9,686.1

## Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동으로인한현금흐름	12,314.6	19,797.7	12,173.1	14,134.9	23,090.4
당기순이익	4,758.9	9,616.2	5,152.4	-2,430.0	3,929.4
현금유출이없는비용및수익	14,692.9	17,066.4	24,749.1	23,188.2	24,431.1
유형자산감가상각비	8,811.6	9,862.6	12,534.7	11,824.4	11,387.1
무형자산상각비	960.6	795.9	1,018.8	1,069.7	1,123.2
영업활동관련자산부채변동	-1,649.9	-3,018.4	-8,882.3	7,705.6	6,058.8
매출채권의감소(증가)	-935.4	-2,525.7	-1,242.1	4,240.9	-1,056.2
재고자산의감소(증가)	-843.8	-696.6	-7,390.8	3,948.6	6,158.8
매입채무의증가(감소)	215.5	176.1	1,665.7	-518.8	33.5
투자활동으로인한현금흐름	-11,840.4	-22,392.3	-17,029.6	-9,179.3	-14,034.4
투자자산의 감소(증가)	-482.7	-74.5	188.4	-29.0	-29.0
유형자산의 감소	59.1	79.9	336.6	87.3	87.3
CAPEX	-10,068.7	-12,486.6	-17,600.0	-7,200.0	-10,000.0
단기금융자산의감소(증가)	-255.9	-1,576.5	2,430.9	480.0	-1,480.0
재무활동으로인한현금흐름	252.1	4,492.3	983.4	-2,249.4	-2,369.4
장기차입금의증가(감소)	1,251.7	5,612.8	1,780.6	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	3,000.0	-800.0	-800.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-56.3	184.3	630.4	368.3	368.3
현금의 증가	669.9	2,082.0	-3,242.7	3,074.6	7,054.9
기초현금	2,306.1	2,976.0	5,058.0	1,815.3	4,889.9
기말현금	2,976.0	5,058.0	1,815.3	4,889.9	11,944.8

## Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
Per Share (원)					
EPS	6,532	13,190	7,066	-3,350	5,386
BPS	71,275	85,380	92,937	88,177	91,135
DPS	1,170	1,540	505	1,404	1,852
Multiples (배)					
PER	12.1	6.0	11.2	-23.6	14.7
PBR	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	4.9	4.3	4.3	8.6	4.4

## Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	137.0%	101.9%	-46.4%	-147.4%	-260.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	30.4%	56.0%	-9.1%	-52.5%	79.4%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	9.5%	16.8%	7.9%	-3.7%	6.0%
ROE(지배순이익 기준)	9.5%	16.8%	7.9%	-3.7%	6.0%
ROIC	7.0%	13.4%	6.3%	-2.8%	6.3%
WACC	11.1%	12.3%	10.3%	5.7%	6.2%
안정성(%)					
부채비율	37.1%	55.0%	58.2%	52.8%	58.0%
순차입금비용	14.8%	16.4%	31.8%	27.6%	14.6%
이자보상배율	0.2	0.5	0.1	0.0	0.1

## Compliance Notice

### ■ 투자등급

- 종목**    **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우  
           **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비  $\pm 10\%$  이내의 등락이 예상되는 경우  
           **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우
- 산업**    **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천  
           **중립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천  
           **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율				
기준일 (20220930)	매수 : 89.06%	중립 : 10.94%	매도 : 0.0%	

[당사와의 이해 관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식선물	주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신락 계약
SK하이닉스	-	-	-	-	-	-	-

