

SK하이닉스 (000660)

목표주가 상향 조정 기회 발생

2022년 실적에 미국 인텔 NAND 사업부 매출이 추가된다고 가정

메모리 반도체 업종의 대표주 SK하이닉스의 목표주가를 13만 원에서 16만 3천 원으로 상향 조정한다. 중국 시장감독총국의 조건부 승인이 SK하이닉스의 주가에 긍정적이라고 판단하기 때문이다. SK하이닉스의 2022년 실적에 미국 인텔 NAND 사업부 실적이 추가된다고 가정한다. 인텔 NAND 사업부 매출은 2019년과 2020년에 각각 5.1조 원, 6.3조 원이었고, 인수 대상이 아니었던 옵테인 사업을 제외하면 5~6조 원으로 추정한다. 2022년 SK하이닉스 매출에 이를 반영해 53.3조 원으로 추정한다. 이에 대한 컨센서스는 아직 48조 원 내외이므로 하나금융투자 추정치는 컨센서스 대비 5.3조 원 높다. NAND 업종의 제품가격 지표가 DRAM 대비 변동성이 크고 예측이 어렵다는 점 때문에 이와 같은 매출 추정이 타당한 것인지 100% 확신할 수는 없지만 연결 매출로 반영될 가능성이 크다는 점을 고려하면 2022년 매출을 53.3조 원으로 추정한다.

미국 인텔 NAND 사업부 영업이익 기여는 보수적으로 반영

2022년 영업이익은 13.4조 원으로 추정한다. 앞서 언급한 인텔 NAND 사업부 실적에서 매출을 추정치에 적극적으로 반영했으나 영업이익 기여는 보수적으로 반영한다. 인수·합병 과정에서 초기 비용 발생을 고려했기 때문이다. 2022년 영업이익의 추정치 13.4조 원에서 NAND 및 기타 부문은 4,043억 원이다. 영업이익률 2%, 영업이익 기여도 3%를 의미한다. 결국 2022년 영업이익 추정치 13.4를 대부분 차지하는 것은 DRAM 사업에서 비롯되는 13.0조 원이다.

목표주가 16만 3천 원은 PBR 및 SoTP 밸류에이션으로 해석 가능

목표주가 16만 3천 원은 여러가지 의미로 해석 가능하다. 2022년 실적 추정치에 따른 BPS 102,161원을 기준으로 하면 목표 PBR 1.6배가 도출된다. PBR 밸류에이션에 영향을 끼치는 DRAM 사업의 업황은 [1] 겨울이지만, [2] 룽패딩이 필수적인 영하의 날씨라기보다는 솟패딩을 입어도 되는 영상의 기온에 가깝고, 마이크론의 실적 컨콜을 통해 좋지 않은 겨울을 재확인했다. 이런 상황에서 SK하이닉스와 인텔의 NAND 사업이 합쳐지는 방향성은 PBR 밸류에이션에 추가적으로 긍정적이다. 한편, 각 사업부의 영업이익을 사업가치로 계산해 SoTP(Sum of the parts) 밸류에이션으로 목표주가 16만 3천 원에 접근 가능하다. 2022년 영업이익 13.4조 원 중에 DRAM 영업이익 13.0조 원과 NAND 및 기타 영업이익 4,043억 원에 각각 9.0배(마이크론 참고), 6.6배(Western Digital 참고)를 적용하면 목표 시가총액 119조 원, 목표주가 163,000원을 도출할 수 있다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 163,000원(상향) | CP(12월22일): 127,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,984.48
52주 최고/최저(원)	148,500/91,500
시가총액(십억원)	92,456.3
시가총액비중(%)	4.19
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	3,658
60일 평균 거래대금(십억원)	405.1
21년 배당금(예상, 원)	1,376
21년 배당수익률(예상, %)	1.08
외국인지분율(%)	48.93
주요주주 지분율(%)	
에스케이스퀘어 외 9인	20.07
국민연금공단	9.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.3 4.1 12.9
상대	7.3 13.8 3.4

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	42,966.4	48,511.3
영업이익(십억원)	12,355.0	12,763.6
순이익(십억원)	9,523.6	9,685.1
EPS(원)	13,084	13,199
BPS(원)	88,599	101,102

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	26,990.7	31,900.4	42,954.5	53,343.7	64,545.6
영업이익	십억원	2,719.2	5,012.6	12,354.2	13,355.0	15,780.7
세전이익	십억원	2,432.6	6,237.0	13,359.7	15,284.0	18,112.7
순이익	십억원	2,006.0	4,755.1	9,604.4	11,018.6	13,057.8
EPS	원	2,755	6,532	13,193	15,135	17,937
증감율	%	(87.09)	137.10	101.97	14.72	18.51
PER	배	34.16	18.14	9.63	8.39	7.08
PBR	배	1.36	1.59	1.44	1.24	1.07
EV/EBITDA	배	6.77	6.38	4.22	3.76	3.12
ROE	%	4.23	9.53	16.87	16.44	16.73
BPS	원	69,271	74,721	88,325	102,161	118,619
DPS	원	1,000	1,170	1,376	1,565	1,582



Semiconductor Analyst
김경민, CFA
clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor Research Assistant
변운지
bwg7007@hanafn.com

표 1. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정

(단위: 십억 원, %)

DRAM	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F
Q: 1Gb eq./백만 대	13,210	13,870	13,765	14,316	14,030	15,152	16,667	17,501	37,916	45,735	55,161	63,349
빛그로스	+5%	+5%	-1%	+4%	-2%	+8%	+10%	+5%	+22%	+21%	+21%	+15%
P: 가격	0.41	0.48	0.52	0.50	0.46	0.46	0.46	0.46	0.49	0.42	0.48	0.46
QoQ%, YoY%	+5%	+17%	+8%	-5%	-8%	+0%	+0%	+0%	-48%	-14%	+14%	-5%
NAND	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F
Q: 8Gb eq./백만 대	18,678	19,238	23,799	26,655	27,988	31,346	36,675	43,277	38,970	54,951	88,370	139,286
빛그로스	+23%	+3%	+24%	+12%	+5%	+12%	+17%	+18%	+53%	+41%	+61%	+58%
P: 가격	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.10	0.12	0.12	0.11	0.11
QoQ%, YoY%	-7%	+11%	+3%	+0%	-3%	-1%	-1%	-3%	-57%	-2%	-8%	-1%
매출	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F
전사	8,494.2	10,322.0	11,804.6	12,333.4	11,581.0	12,581.8	14,031.4	15,149.5	26,990.8	31,900.4	42,954.1	53,343.7
DRAM	6,062.5	7,505.0	8,313.6	8,393.5	7,567.6	8,173.0	8,990.3	9,439.8	20,932.0	22,536.0	30,274.6	34,170.8
NAND	2,007.5	2,305.0	3,044.0	3,483.9	3,548.3	3,934.4	4,557.2	5,216.2	5,302.0	7,471.0	10,840.4	17,256.1
영업이익	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F
전사	1,324.0	2,699.0	4,171.7	4,163.4	2,988.5	3,273.9	3,457.7	3,634.8	2,712.7	5,012.6	12,358.1	13,355.0
DRAM	1,727.8	2,924.3	3,751.0	3,651.2	2,868.1	3,097.6	3,407.3	3,577.7	6,053.8	6,531.7	12,054.4	12,950.7
NAND 및 기타	-403.8	-225.4	420.7	512.2	120.4	176.4	50.4	57.1	-3,038.6	-1,375.8	303.7	404.3
영업이익률%	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021F	2022F
전사	16%	26%	35%	34%	26%	26%	25%	24%	10%	16%	29%	25%
DRAM	29%	39%	45%	44%	38%	38%	38%	38%	29%	29%	40%	38%
NAND 및 기타	-17%	-8%	12%	13%	3%	4%	1%	1%	-50%	-15%	2%	2%

자료: SK하이닉스, 하나금융투자

표 2. 인텔의 사업부별 매출과 영업이익

(단위: 백만 원, %)

	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
	12/27/2014	12/26/2015	12/31/2016	12/30/2017	12/29/2018	12/28/2019	12/26/2020
매출	58,821,917	62,617,319	68,933,321	70,961,646	77,967,834	83,879,465	91,916,737
Client Computing Group	36,714,478	36,445,983	38,197,884	38,445,991	40,722,698	43,295,860	47,284,584
Data Center Group	15,156,619	18,077,633	20,006,647	21,554,991	25,301,469	27,368,494	30,812,829
Non-Volatile Memory Solutions Group(옵테인 포함)	2,259,385	2,937,714	2,990,086	3,979,940	4,739,830	5,084,169	6,324,757
Internet of Things(모빌아이 포함)	-	-	-	-	4,570,354	5,478,128	4,691,039
Programmable Solutions Group	0	0	1,937,288	2,150,524	2,336,350	2,315,966	2,187,341
영업이익	16,157,866	15,838,997	15,244,099	20,408,497	25,659,130	25,683,096	27,950,281
Client Computing Group	10,872,632	9,237,341	12,357,320	14,607,057	15,651,233	17,718,830	17,858,763
Data Center Group	7,769,926	8,876,490	8,728,822	9,491,930	12,629,275	11,920,173	12,478,352
Non-Volatile Memory Solutions Group(옵테인 포함)	268,473	270,356	-631,447	-293,973	-5,502	-1,370,698	426,136
Internet of Things(모빌아이 포함)	-	-	-	-	1,235,855	1,564,180	871,159
Programmable Solutions Group	0	0	-120,718	517,844	512,830	370,648	306,912
영업이익률	27.5%	25.3%	22.1%	28.8%	32.9%	30.6%	30.4%
Client Computing Group	29.6%	25.3%	32.4%	38.0%	38.4%	40.9%	37.8%
Data Center Group	51.3%	49.1%	43.6%	44.0%	49.9%	43.6%	40.5%
Non-Volatile Memory Solutions Group(옵테인 포함)	11.9%	9.2%	-21.1%	-7.4%	-0.1%	-27.0%	6.7%
Internet of Things(모빌아이 포함)					27.0%	28.6%	18.6%
Programmable Solutions Group			-6.2%	24.1%	22.0%	16.0%	14.0%

자료: 블룸버그, 하나금융투자

표 3. 목표주가 160,000원 계산 방식

	2022년 추정치	밸류에이션 배수	목표주가
[1] BPS 기준	102,161원	1.6배	163,000원
[2] 영업이익 기준 SoTP 방식	13,355 십억 원		
DRAM	12,951 십억 원	(마이크론 참고) 9.0배	(DRAM 사업가치) 116,557 십억 원
NAND 및 기타	404 십억 원	(Western Digital 참고) 6.6배	(NAND 및 기타 사업가치) 2,668 십억 원
			(전체 사업가치) 119,225 십억 원
			(주식수) 728,002,365 주
			163,770원

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	26,990.7	31,900.4	42,954.5	53,343.7	64,545.6
매출원가	18,818.8	21,089.8	24,227.1	32,787.3	40,051.3
매출총이익	8,171.9	10,810.6	18,727.4	20,556.4	24,494.3
판매비	5,452.7	5,798.0	6,373.2	7,201.4	8,713.7
영업이익	2,719.2	5,012.6	12,354.2	13,355.0	15,780.7
금융손익	(283.8)	1,347.5	2,455.5	(229.9)	(198.0)
종속/관계기업손익	22.6	(36.3)	186.3	38.1	125.0
기타영업외손익	(25.4)	(86.8)	(1,636.3)	2,120.9	2,405.0
세전이익	2,432.6	6,237.0	13,359.7	15,284.0	18,112.7
법인세	423.6	1,478.1	3,740.4	4,265.4	5,054.9
계속사업이익	2,009.1	4,758.9	9,619.3	11,018.6	13,057.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2,009.1	4,758.9	9,619.3	11,018.6	13,057.8
비배주주지분 손이익	3.1	3.8	15.0	0.0	0.0
지배주주순이익	2,006.0	4,755.1	9,604.4	11,018.6	13,057.8
지배주주지분포괄이익	2,099.6	4,649.9	10,516.1	11,004.2	13,040.8
NOPAT	2,245.7	3,824.7	8,895.3	9,627.9	11,376.6
EBITDA	11,339.6	14,784.8	22,971.0	24,598.5	27,559.0
성장성(%)					
매출액증가율	(33.27)	18.19	34.65	24.19	21.00
NOPAT증가율	(85.20)	70.31	132.58	8.24	18.16
EBITDA증가율	(58.42)	30.38	55.37	7.09	12.04
영업이익증가율	(86.95)	84.34	146.46	8.10	18.16
(지배주주)순이익증가율	(87.09)	137.04	101.98	14.72	18.51
EPS증가율	(87.09)	137.10	101.97	14.72	18.51
수익성(%)					
매출총이익률	30.28	33.89	43.60	38.54	37.95
EBITDA이익률	42.01	46.35	53.48	46.11	42.70
영업이익률	10.07	15.71	28.76	25.04	24.45
계속사업이익률	7.44	14.92	22.39	20.66	20.23

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	2,755	6,532	13,193	15,135	17,937
BPS	69,271	74,721	88,325	102,161	118,619
CFPS	15,969	20,009	33,247	36,730	41,306
EBITDAPS	15,576	20,309	31,554	33,789	37,856
SPS	37,075	43,819	59,003	73,274	88,661
DPS	1,000	1,170	1,376	1,565	1,582
주가지표(배)					
PER	34.16	18.14	9.63	8.39	7.08
PBR	1.36	1.59	1.44	1.24	1.07
PCFR	5.89	5.92	3.82	3.46	3.07
EV/EBITDA	6.77	6.38	4.22	3.76	3.12
PSR	2.54	2.70	2.15	1.73	1.43
재무비율(%)					
ROE	4.23	9.53	16.87	16.44	16.73
ROA	3.11	6.97	12.01	11.75	12.32
ROIC	5.29	7.94	17.12	17.01	18.83
부채비율	36.12	37.11	43.10	36.98	34.59
순부채비율	17.12	15.47	7.34	0.13	(7.72)
이자보상배율(배)	11.08	19.78	46.79	49.00	62.12

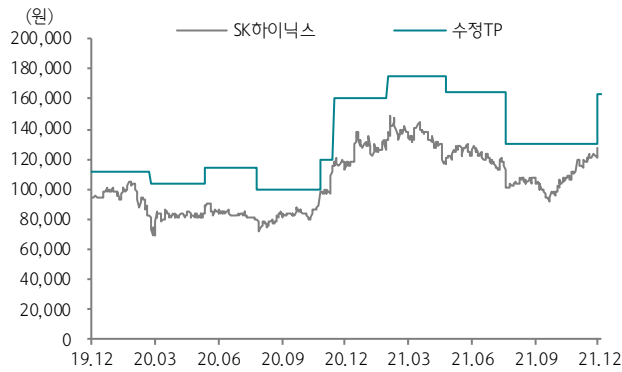
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	14,457.6	16,571.0	29,543.7	36,166.2	47,581.1
금융자산	4,001.6	4,953.3	11,551.3	13,827.0	20,555.0
현금성자산	2,306.1	2,976.0	4,119.0	6,229.3	12,778.9
매출채권	4,261.7	4,931.3	7,634.7	9,481.3	11,472.3
재고자산	5,295.8	6,136.3	9,500.3	11,798.1	14,275.6
기타유동자산	898.5	550.1	857.4	1,059.8	1,278.2
비유동자산	50,790.7	54,602.9	59,230.2	62,612.2	65,598.4
투자자산	5,186.8	7,344.1	8,115.2	8,566.2	9,052.5
금융자산	4,418.0	6,177.8	6,309.6	6,323.9	6,339.4
유형자산	39,949.9	41,230.6	45,304.1	48,866.0	51,877.6
무형자산	2,571.0	3,400.3	3,339.3	2,708.4	2,196.8
기타비유동자산	3,083.0	2,627.9	2,471.6	2,471.6	2,471.5
자산총계	65,248.4	71,173.9	88,773.8	98,778.5	113,179.5
유동부채	7,962.0	9,072.4	12,658.7	12,339.7	14,488.3
금융부채	3,030.9	3,462.3	3,062.4	881.2	1,021.7
매입채무	1,042.5	1,046.2	1,619.7	2,011.4	2,433.8
기타유동부채	3,888.6	4,563.9	7,976.6	9,447.1	11,032.8
비유동부채	9,350.5	10,192.4	14,077.7	14,328.8	14,599.6
금융부채	9,175.1	9,521.8	13,039.4	13,039.4	13,039.4
기타비유동부채	175.4	670.6	1,038.3	1,289.4	1,560.2
부채총계	17,312.5	19,264.8	26,736.3	26,668.5	29,087.8
지배주주지분	47,921.1	51,888.5	61,998.8	72,071.2	84,052.9
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,334.6	4,334.6	4,334.6
자본조정	(2,504.7)	(2,503.1)	(2,295.2)	(2,295.2)	(2,295.2)
기타포괄이익누계액	(298.9)	(405.5)	522.7	522.7	522.7
이익잉여금	42,923.4	46,995.7	55,779.0	65,851.4	77,833.1
비지배주주지분	14.8	20.6	38.7	38.7	38.7
자본총계	47,935.9	51,909.1	62,037.5	72,109.9	84,091.6
순금융부채	8,204.5	8,030.7	4,550.5	93.5	(6,493.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	6,549.7	12,314.6	18,717.8	21,483.5	23,996.7
당기순이익	2,009.1	4,758.9	9,619.3	11,018.6	13,057.8
조정	427	921	1,219	1,124	1,178
감가상각비	8,620.4	9,772.2	10,616.8	11,243.5	11,778.3
외환거래손익	(12.0)	(219.8)	(82.2)	0.0	0.0
지분법손익	(22.6)	36.3	(184.4)	0.0	0.0
기타	(8,158.8)	(8,667.7)	(9,131.2)	(10,119.5)	(10,600.3)
영업활동 자산부채 변동	270.1	(1,649.8)	(3,095.8)	(778.5)	(839.5)
투자활동 현금흐름	(10,450.9)	(11,840.4)	(19,517.6)	(14,791.0)	(14,942.9)
투자자산감소(증가)	(270.6)	(2,157.3)	(771.2)	(451.0)	(486.3)
자본증가(감소)	(13,866.4)	(10,009.6)	(13,219.9)	(14,174.5)	(14,278.2)
기타	3,686.1	326.5	(5,526.5)	(165.5)	(178.4)
재무활동 현금흐름	3,836.7	252.1	1,551.4	(3,127.4)	(935.6)
금융부채증가(감소)	6,924.1	778.0	3,117.8	(2,181.2)	140.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	190.9	0.0	0.0
기타재무활동	(2,061.4)	158.1	(957.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(1,026.0)	(684.0)	(800.3)	(946.2)	(1,076.1)
현금의 증감	(43.2)	669.9	1,079.4	2,110.3	6,549.6
Unlevered CFO	11,625.7	14,566.6	24,204.0	26,739.4	30,071.0
Free Cash Flow	(7,370.5)	2,245.9	5,436.6	7,309.0	9,718.5

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.12.22	BUY	163,000	-17.27%	-4.23%
21.8.11	BUY	130,000	-25.76%	-21.52%
21.5.18	BUY	165,000	-22.63%	-15.14%
21.2.21	BUY	175,000	-21.78%	-13.75%
20.12.6	BUY	160,000	-15.35%	-4.17%
20.11.17	BUY	120,000	-17.98%	-2.00%
20.8.17	BUY	100,000	-26.26%	-20.18%
20.6.4	BUY	114,000	-21.32%	-14.71%
20.3.16	BUY	104,000	-13.99%	-6.25%
19.12.18	BUY	112,000		

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.02%	4.98%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 12월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 12월 23일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2021년 12월 23일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.