

## 충분히 바닥

**매수**  
(유지)

목표가: 120,000원  
상승여력: 51.9%

김영건 younggun.kim.a@miraeasset.com

### 업황 업데이트

#### 예상보다 큰 수요 부진으로 인해 가동률 조절 확대 전망

- 1Q23간 예상보다 큰 폭의 공급 과잉을 경험함에 따라 2Q23부터 본격적 가동률 하향
- 선두업체의 가동률 하향 조절에 뒤이어 업계 전반의 가동률 하향 동반 가능성 有

### 향후 실적 전망

#### 1Q23F 영업적자 4.3조원 전망. 실적 저점 형성 기대

- DRAM 영업적자 1.7조원, NAND 영업적자 2.0조원 추정
- 응용 전반에 걸친 최종 수요 우려에 기반한 고객사 재고 Destocking 기조 우세
- 동시에, 경쟁사의 공격적 가격 인하 정책에 따라 DRAM ASP -25% 수준 하락 예상

#### 2Q23F 영업적자 3.1조원(적자폭 축소) 예상

- 과잉 재고 상태 유지로 DRAM ASP -10% 하락은 지속 되겠으나, B/G +19% 예상
- MSFT의 전통적 Capex 강세 구간인 회계분기 말 효과 및 모바일 수요 반등 기대
- 2Q23부터 우시 팍 등 가동률 조정 효과 본격화되며 DRAM 생산 B/G 감소 추정
- 또한, 판매 B/G 증가하면서 DRAM 재고 증가율 둔화 및 Peak 형성 예상
- 23F 적자 11.4조원으로 컨센(9.9조원) 밑돌 전망이나 2Q 적자폭 축소에 주목할 필요

### 투자의견 및 밸류에이션

#### 직전 다운사이클의 밸류에이션 저점 대비 소폭 높은 저점 형성 예상

- 12MF P/B 기준 1.2배 도달 이후 급격한 주가 조정으로 현재 기준 1.02배에 위치
- 금번 사이클은 주간 증가 기준 직전 저점인 1.0배에서 바닥 형성 가능성 크다고 판단
- 업황 회복 시점과 별개로 P/B 저점(0.9배)에서의 반사적 대기 매수세가 다수이기 때문
- 또한, 수요 축진의 즉각성 여부를 떠나 AI와 연계된 기대감은 유효한 저점 상향 요인
- **투자의견 매수 및 목표주가 120,000원 유지. 23F BPS 76,707원 x Target P/B 1.5배**

#### Key data



현재주가(23/3/16, 원)	79,000	시가총액(십억원)	57,512
영업이익(23F, 십억원)	-11,378	발행주식수(백만주)	728
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	-8,467	유동주식비율(%)	73.8
EPS 성장률(23F, %)	-	외국인 보유비중(%)	50.5
P/E(23F, x)	-	베타(12M) 일간수익률	1.03
MKT P/E(23F, x)	13.7	52주 최저가(원)	75,000
KOSPI	2,377.91	52주 최고가(원)	124,000

#### Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.0	-13.4	-32.2
상대주가	-11.5	-13.2	-24.2

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	26,991	31,900	42,998	44,622	21,711	36,673
영업이익 (십억원)	2,719	5,013	12,410	6,809	-11,378	3,519
영업이익률 (%)	10.1	15.7	28.9	15.3	-52.4	9.6
순이익 (십억원)	2,006	4,755	9,602	2,230	-8,899	2,124
EPS (원)	2,755	6,532	13,190	3,063	-12,224	2,917
ROE (%)	4.2	9.5	16.8	3.6	-15.2	3.9
P/E (배)	34.2	18.1	9.9	24.5	-	27.1
P/B (배)	1.4	1.6	1.5	0.8	1.0	1.0
배당수익률 (%)	1.1	1.0	1.2	1.6	1.5	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. SK하이닉스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>12,156</b>	<b>13,811</b>	<b>10,983</b>	<b>7,672</b>	<b>4,863</b>	<b>5,006</b>	<b>5,592</b>	<b>6,250</b>	<b>6,733</b>	<b>8,254</b>	<b>10,293</b>	<b>11,393</b>	<b>42,998</b>	<b>44,622</b>	<b>21,711</b>	<b>36,673</b>
QoQ/YoY	-1.8	13.6	-20.5	-30.1	-36.6	2.9	11.7	11.8	7.7	22.6	24.7	10.7	34.8	3.8	-51.3	68.9
DRAM	7,890	8,832	7,020	4,629	2,548	2,741	3,075	3,439	3,787	5,057	6,649	7,088	30,881	28,372	11,804	22,664
NAND	3,611	4,335	3,277	2,506	1,778	1,701	1,925	2,189	2,386	2,610	3,026	3,658	10,345	13,729	7,593	11,723
<b>영업이익</b>	<b>2,860</b>	<b>4,193</b>	<b>1,656</b>	<b>-1,898</b>	<b>-4,250</b>	<b>-3,137</b>	<b>-2,449</b>	<b>-1,542</b>	<b>-875</b>	<b>392</b>	<b>1,633</b>	<b>2,370</b>	<b>12,410</b>	<b>6,809</b>	<b>-11,378</b>	<b>3,519</b>
QoQ/YoY	-32.2	46.6	-60.5	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	317.0	45.1	148	-45	적전	흑전
DRAM	3,077	3,798	2,317	278	-1,652	-1,071	-584	-392	-243	1,265	2,717	3,029	12,545	9,469	-3,699	2,639
NAND	819	1,105	183	-1,879	-2,024	-1,966	-1,954	-1,569	-1,418	-994	-665	-77	125	227	-7,513	-397
<b>영업이익률</b>	<b>23.5</b>	<b>30.4</b>	<b>15.1</b>	<b>-24.7</b>	<b>-87.4</b>	<b>-62.7</b>	<b>-43.8</b>	<b>-24.7</b>	<b>-13.0</b>	<b>4.7</b>	<b>15.9</b>	<b>20.8</b>	<b>28.9</b>	<b>15.3</b>	<b>-52.4</b>	<b>9.6</b>
DRAM	39.0	43.0	33.0	6.0	-64.8	-39.1	-19.0	-11.4	-6.4	25.0	40.9	42.7	40.6	33.4	-31.3	11.6
NAND	22.7	25.5	5.6	-75.0	-113.8	-115.6	-101.5	-71.7	-59.4	-38.1	-22.0	-2.1	1.2	1.7	-98.9	-3.4
<b>EBITDA</b>	<b>6,264</b>	<b>7,682</b>	<b>5,222</b>	<b>1,793</b>	<b>-566</b>	<b>417</b>	<b>989</b>	<b>1,802</b>	<b>2,466</b>	<b>3,720</b>	<b>4,952</b>	<b>5,682</b>	<b>23,067</b>	<b>20,961</b>	<b>2,642</b>	<b>16,821</b>
QoQ/YoY	-16.7	22.6	-32.0	-65.7	적전	흑전	137.2	82.1	36.9	50.8	33.1	14.7	41.8	-9.1	-87.4	536.6
<b>세전이익</b>	<b>2,774</b>	<b>3,967</b>	<b>1,683</b>	<b>-4,421</b>	<b>-4,396</b>	<b>-3,274</b>	<b>-2,599</b>	<b>-1,710</b>	<b>-1,042</b>	<b>229</b>	<b>1,454</b>	<b>2,175</b>	<b>13,416</b>	<b>4,003</b>	<b>-11,978</b>	<b>2,815</b>
QoQ/YoY	-40.5	43.0	-57.6	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	535.6	49.6	115.1	-70.2	적전	흑전
<b>지배주주 순이익</b>	<b>1,979</b>	<b>2,872</b>	<b>1,107</b>	<b>-3,728</b>	<b>-3,233</b>	<b>-2,424</b>	<b>-1,933</b>	<b>-1,309</b>	<b>-778</b>	<b>171</b>	<b>1,092</b>	<b>1,638</b>	<b>9,602</b>	<b>2,230</b>	<b>-8,899</b>	<b>2,124</b>
QoQ/YoY	-40.3	45.1	-61.5	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	537.5	50.0	101.9	-76.8	적전	흑전

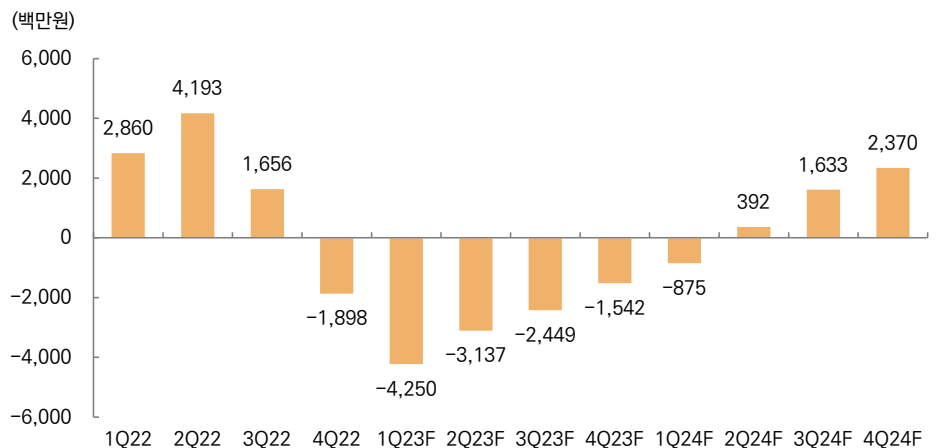
자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. SK하이닉스 주요 제품 가격 추정치

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022F	2023F	2024F
<b>DRAM</b>																
Bit shipments(B Gb)	14,296	15,726	14,940	14,846	11,672	13,860	15,867	16,901	16,919	18,824	21,525	21,851	58,461	59,808	58,299	79,118
Bit growth	-8.0	10.0	-5.0	-0.6	-21.4	18.7	14.5	6.5	0.1	11.3	14.3	1.5	20.2	2.3	-2.5	35.7
ASP(\$/Gb)	0.46	0.45	0.35	0.23	0.17	0.15	0.15	0.16	0.17	0.21	0.24	0.25	0.46	0.37	0.16	0.22
ASP change	-4.1	-2.7	-21.3	-34.8	-25.0	-10.0	-2.0	5.0	10.0	20.0	15.0	5.0	14.2	-19.4	-57.3	40.8
<b>NAND</b>																
Bit shipments(B GB)	36,140	37,302	34,621	37,430	33,934	34,767	40,902	45,465	45,469	49,877	57,291	68,262	85,980	145,492	155,067	220,899
Bit growth	38.4	3.2	-7.2	8.1	-9.3	2.5	17.6	11.2	0.0	9.7	14.9	19.1	60.4	69.2	6.6	42.5
ASP(\$/GB)	0.08	0.09	0.07	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.10	0.07	0.04	0.04
ASP change	-17.2	11.2	-23.4	-30.5	-16.1	-7.3	-3.8	2.3	9.0	-0.3	1.0	1.4	-12.5	-29.7	-48.0	7.8

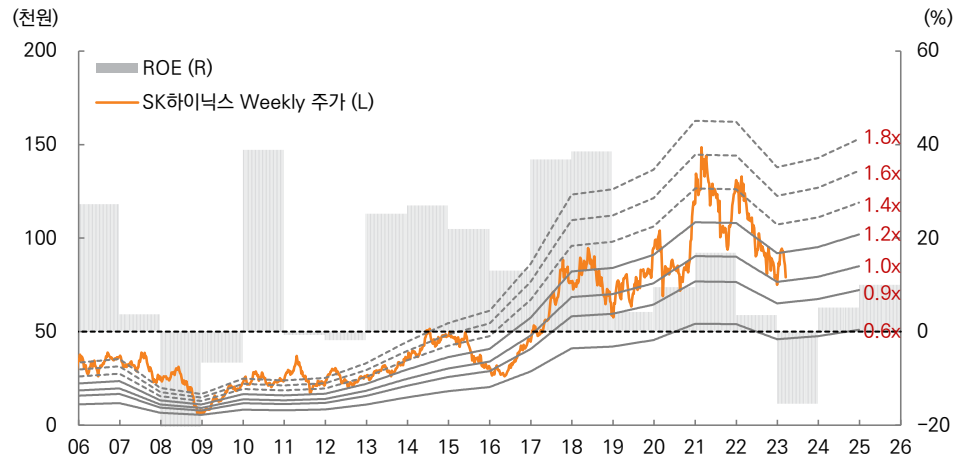
자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. SK하이닉스 영업이익의 추이 및 전망



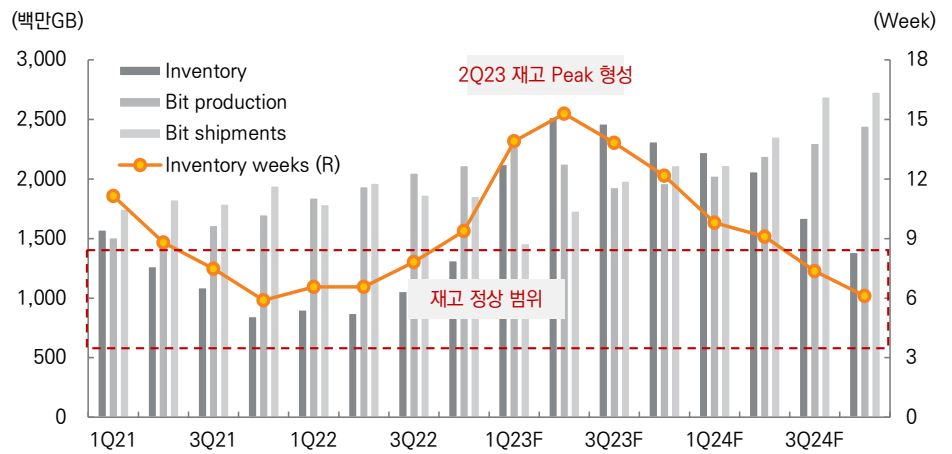
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. SK하이닉스 생산량, 출하량 및 재고량 전망



주: Inventory weeks의 경우 금액 기준이 아닌 Bit 기준 추정  
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

SK하이닉스 (000660)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>42,998</b>	<b>44,622</b>	<b>21,711</b>	<b>36,673</b>
매출원가	24,046	28,994	26,604	24,994
매출총이익	18,952	15,628	-4,893	11,679
판매비와관리비	6,542	8,818	6,485	8,160
조정영업이익	12,410	6,809	-11,378	3,519
영업이익	12,410	6,809	-11,378	3,519
영업손익	1,006	-2,806	-600	-704
금융손익	-238	-444	-605	-709
관계기업등 투자손익	162	131	0	0
세전계속사업손익	13,416	4,003	-11,978	2,815
계속사업법인세비용	3,800	1,761	-3,095	696
계속사업이익	9,616	2,242	-8,883	2,120
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>9,616</b>	<b>2,242</b>	<b>-8,883</b>	<b>2,120</b>
지배주주	9,602	2,230	-8,899	2,124
비지배주주	14	12	16	-4
<b>총포괄이익</b>	<b>10,688</b>	<b>2,822</b>	<b>-8,883</b>	<b>2,120</b>
지배주주	10,669	2,802	-8,886	2,120
비지배주주	18	20	3	-1
EBITDA	23,067	20,961	2,642	16,821
FCF	7,311	-4,230	-1,153	-954
EBITDA 마진율 (%)	53.6	47.0	12.2	45.9
영업이익률 (%)	28.9	15.3	-52.4	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	22.3	5.0	-41.0	5.8

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>19,798</b>	<b>14,781</b>	<b>6,347</b>	<b>11,046</b>
당기순이익	9,616	2,242	-8,883	2,120
비현금수익비용가감	14,354	19,532	11,236	14,413
유형자산감가상각비	9,861	13,372	13,527	12,830
무형자산상각비	796	780	493	472
기타	3,697	5,380	-2,784	1,111
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3,018	-2,690	1,210	-4,375
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2,526	3,342	961	-3,477
재고자산 감소(증가)	-697	-6,572	2,904	-10,502
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	176	141	-405	1,466
법인세납부	-1,015	-3,979	3,095	-696
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-22,392</b>	<b>-17,884</b>	<b>-7,840</b>	<b>-12,877</b>
유형자산처분(취득)	-12,407	-18,687	-7,500	-12,000
무형자산감소(증가)	-972	-738	-493	-323
장단기금융자산의 감소(증가)	-389	43	153	-554
기타투자활동	-8,624	1,498	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>4,492</b>	<b>2,822</b>	<b>513</b>	<b>-636</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	6,171	5,642	1,338	189
자본의 증가(감소)	191	2	0	0
배당금의 지급	-805	-1,681	-825	-825
기타재무활동	-1,065	-1,141	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>2,082</b>	<b>-81</b>	<b>-729</b>	<b>-3,375</b>
기초현금	2,976	5,058	4,977	4,248
기말현금	5,058	4,977	4,248	873

자료: SK하이닉스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

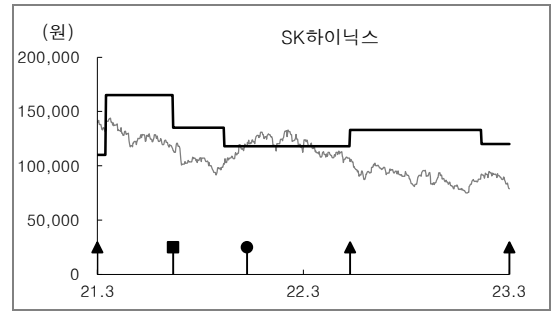
(십억원)	2021	2022	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>26,907</b>	<b>28,733</b>	<b>23,789</b>	<b>35,660</b>
현금 및 현금성자산	5,058	4,977	4,248	873
매출채권 및 기타채권	8,385	5,381	4,383	7,990
재고자산	8,950	15,665	12,761	23,263
기타유동자산	4,514	2,710	2,397	3,534
<b>비유동자산</b>	<b>69,439</b>	<b>75,138</b>	<b>68,787</b>	<b>68,982</b>
관계기업투자등	1,410	1,353	1,102	2,009
유형자산	53,226	60,229	54,201	53,372
무형자산	4,797	3,512	3,512	3,364
<b>자산총계</b>	<b>96,347</b>	<b>103,872</b>	<b>92,576</b>	<b>104,641</b>
<b>유동부채</b>	<b>14,735</b>	<b>19,844</b>	<b>17,542</b>	<b>25,868</b>
매입채무 및 기타채무	5,966	7,632	6,217	11,333
단기금융부채	3,183	7,705	7,653	7,841
기타유동부채	5,586	4,507	3,672	6,694
<b>비유동부채</b>	<b>19,420</b>	<b>20,737</b>	<b>21,452</b>	<b>23,896</b>
장기금융부채	15,971	17,092	18,482	18,482
기타비유동부채	3,449	3,645	2,970	5,414
<b>부채총계</b>	<b>34,155</b>	<b>40,581</b>	<b>38,993</b>	<b>49,764</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>62,157</b>	<b>63,267</b>	<b>53,543</b>	<b>54,840</b>
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,335	4,336	4,336	4,336
이익잉여금	55,784	56,685	46,961	48,260
<b>비지배주주지분</b>	<b>34</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>37</b>
<b>자본총계</b>	<b>62,191</b>	<b>63,291</b>	<b>53,583</b>	<b>54,877</b>

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023F	2024F
P/E (x)	9.9	24.5	-	27.1
P/CF (x)	4.0	2.5	24.4	3.5
P/B (x)	1.5	0.8	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	4.7	3.5	29.5	4.8
EPS (원)	13,190	3,063	-12,224	2,917
CFPS (원)	32,925	29,909	3,233	22,709
BPS (원)	88,543	90,064	76,707	78,490
DPS (원)	1,540	1,200	1,200	1,200
배당성향 (%)	11.0	36.8	-9.3	38.9
배당수익률 (%)	1.2	1.6	1.5	1.5
매출액증가율 (%)	34.8	3.8	-51.3	68.9
EBITDA증가율 (%)	56.0	-9.1	-87.4	536.6
조정영업이익증가율 (%)	147.6	-45.1	-	-
EPS증가율 (%)	101.9	-76.8	-	-
매출채권 회전을 (회)	6.5	6.6	4.6	6.1
재고자산 회전을 (회)	5.7	3.6	1.5	2.0
매입채무 회전을 (회)	20.0	16.4	13.4	9.9
ROA (%)	11.5	2.2	-9.0	2.1
ROE (%)	16.8	3.6	-15.2	3.9
ROIC (%)	14.9	5.3	-11.6	4.0
부채비율 (%)	54.9	64.1	72.8	90.7
유동비율 (%)	182.6	144.8	135.6	137.9
순차입금/자기자본 (%)	21.9	30.6	38.3	43.4
조정영업이익/금융비용 (x)	47.7	12.8	-13.3	4.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
SK하이닉스 (000660)				
2023.01.26	매수	120,000	-	-
2022.06.07	매수	133,000	-32.46	-20.30
2021.12.06	중립	118,000	-0.23	12.71
2021.10.27	Trading Buy	118,000	-5.48	1.69
2021.07.28	Trading Buy	135,000	-22.79	-10.37
2021.03.31	매수	165,000	-22.80	-12.73
2020.04.24	매수	110,000	-9.39	35.00



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.18%	8.89%	5.19%	0.74%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 SK하이닉스 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.