

2017. 7. 26



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 주민우

02. 6098-6677

minwoo.ju@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 85,000 원

현재주가 (7.25) 70,400 원

상승여력 20.7%

KOSPI 2,439.9pt

시가총액 512,514억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 76.26%

외국인비중 50.02%

52주 최고/최저가 73,000원 / 32,050원

평균거래대금 2,151.1억원

주요주주(%)

에스케이텔레콤(주)(외4인) 20.72%

국민연금공단 10.13%

SK하이닉스 자사주 3.02%

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 8.31 36.17 116.62

상대주가 5.37 18.32 97.67

주가그래프



SK하이닉스 000660

무리한 과욕이 아닌 합리적 의욕

- ✓ 2Q17P 영업이익 3,05조원은 시장기대치에 부합. 이는 3Q17 3,78조원으로 추가 개선
- ✓ 시장의 우려는 1) 2017 설비투자 증액 가능성, 2) 앞당겨진 신규 Fab 건설 일정
- ✓ DRAM 업황 변곡점은 선두업체의 증설로 진단 가능. 오히려 선두업체가 보수적 관점을 견지하는 와중, 제한적 범위 내의 유연한 투자 확대는 '합리적 의욕'
- ✓ Buy 투자 의견 유지하며 적정주가 85,000원으로 상향조정

견조한 2Q17P 영업이익 불구, 공급 증가 우려에 기반해 주가는 하락

2Q17P 실적은 매출 6,69조원 (+6% QoQ), 영업이익 3,05조원 (+24% QoQ)을 기록하며 견조한 개선세가 지속되었다. 출하량은 기대치를 다소 하회했지만 강력한 판가 상승 (DRAM 11%, NAND 8%)이 호실적을 견인했다. 다만 동사는 올해 설비투자 증액 가능성 (기존 7조원 가이드)을 내비치고, Wuxi 및 청주 신설 Fab의 완공일정을 기존 1H19에서 2018년말로 앞당기며 공급 측면의 변화가 감지되었다.

설비투자 고점 논란 - 공급 확대의 연쇄반응 발생 여부 확인하자

언제나 DRAM 업황 고점을 만든 요인은 수요 보다는 '공급'의 상향이탈이었다. 그 중에서도 '삼성전자의 증설'이 변곡점을 구성하는 절대요소였다. SK하이닉스의 수요 대응 설비투자 증분만으로는 아직 고점을 논할 수 없다. 투자효율성의 급격한 둔화를 감안한다면 (그림 1) 오히려 선두업체가 보수적 관점을 견지하는 와중, 제한적 범위 내의 유연한 확대는 합리적 의욕으로 볼 수 있다. 물론 무리한 과욕으로 삼성전자의 본격적 공급확대로 귀결될 경우에 업황 둔화는 필연적이다. 하지만, 현재 1) 본격적 점유율 경쟁과 2) 수요의 과신 등 당사가 판단하는 공급 측면의 상황 이탈 요인들은 발생하지 않고 있다.

Peak cycle의 연장 예상 · 적정주가 상향조정

심화된 공급 부족 상황을 감안해 동사의 2017/2018 영업이익 추정치를 12%/26% 상향조정하며, 적정주가 역시 기존 75,000원에서 85,000원으로 변경한다. 다가오는 27일 삼성전자 설명회에서 '2nd tier 견제 전략'보다는 '이익 극대화 전략'이 유지될 가능성이 높으며, 이 과정에서 SK하이닉스 주가의 재평가 발생할 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	18,798.0	5,336.1	4,322.4	5,937	1.6	29,378	6.8	1.37	3.1	20.2	38.8
2016	17,198.0	3,276.7	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017E	28,888.3	13,085.4	10,486.4	14,404	255.0	45,783	4.9	1.54	2.6	36.6	29.0
2018E	32,883.6	15,730.2	12,814.6	17,602	22.2	61,993	4.0	1.14	1.8	32.7	19.4
2019E	34,204.7	18,114.3	14,967.2	20,559	16.8	80,338	3.4	0.88	1.2	28.9	14.9

2Q17 Review: 견조한 2Q17 영업이익 시현. 업황 고점 논란은 섣부른 우려

표1 2Q17P 실적 개요

(십억원)	Actual 2Q17P	Meritz 2Q17E	차이	1Q17	% QoQ	2Q16	% YoY
매출액	6,692	6,668	0%	6,241	7%	3,941	70%
DRAM	5,051	5,022	1%	4,654	9%	2,837	78%
NAND	1,472	1,526	-4%	1,468	0%	1,045	41%
영업이익	3,051	2,904	5%	2,468	24%	453	574%
DRAM	2,691	2,497	8%	2,103	28%	471	471%
NAND	341	395	-14%	345	-1%	(29)	nm
Others	19	12	58%	20	-5%	11	78%
세전이익	3,069	2,878	7%	2,370	29%	383	701%
순이익	2,469	2,306	7%	1,899	30%	286	763%
영업이익률	46%	44%		40%		11%	
DRAM	53%	50%		45%		17%	
NAND	23%	26%		24%		-3%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (2Q17P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
Actual	3%	11%	-6%	8%
Meritz	6%	8%	1%	5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	3Q17E	2017E	2018E	3Q17E	2017E	2018E	3Q17E	2017E	2018E
매출액	7,841	28,888	32,884	7,491	28,009	30,604	5%	3%	7%
DRAM	5,808	21,325	24,028	5,453	20,495	21,818	7%	4%	10%
NAND	1,877	6,963	8,202	1,907	7,013	8,232	-2%	-1%	0%
영업이익	3,779	13,085	15,730	3,224	11,646	12,521	17%	12%	26%
DRAM	3,305	11,384	13,981	2,723	9,904	10,751	21%	15%	30%
NAND	459	1,632	1,684	489	1,682	1,714	-6%	-3%	-2%
Others	16	70	65	13	60	55	20%	17%	18%
세전이익	3,792	13,092	15,873	3,224	11,614	12,718	18%	13%	25%
순이익	3,033	10,490	12,818	2,583	9,304	10,274	17%	13%	25%
영업이익률	48%	45%	48%	43%	42%	41%			
DRAM	57%	53%	58%	50%	48%	49%			
NAND	24%	23%	21%	26%	24%	21%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,656	3,941	4,244	5,358	6,241	6,692	7,841	8,114	17,198	28,888	32,884
DRAM	2,788	2,837	2,926	3,857	4,654	5,051	5,808	5,812	12,408	21,325	24,028
NAND	797	1,045	1,195	1,340	1,468	1,472	1,877	2,147	4,377	6,963	8,202
영업이익	562	453	726	1,536	2,468	3,051	3,779	3,787	3,276	13,085	15,730
DRAM	635	471	655	1,404	2,103	2,691	3,305	3,285	3,165	11,384	13,981
NAND	-92	-29	54	128	345	341	459	487	61	1,632	1,684
기타	19	11	17	4	20	19	16	16	50	70	65
세전이익	558	383	704	1,571	2,370	3,069	3,792	3,861	3,217	13,092	15,873
당기순이익	448	286	598	1,629	1,899	2,469	3,033	3,089	2,961	10,490	12,818
영업이익률 (%)	15%	11%	17%	29%	40%	46%	48%	47%	19%	45%	48%
DRAM	23%	17%	22%	36%	45%	53%	57%	57%	26%	53%	58%
NAND	-12%	-3%	4%	10%	24%	23%	24%	23%	1%	23%	21%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17P	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	4,057	4,787	5,146	5,657	5,402	5,586	6,256	6,444	19,646	23,689	28,745
	% QoQ	-3%	18%	8%	13%	-5%	3%	12%	3%			
	% YoY	5%	25%	25%	35%	33%	17%	22%	14%	23%	21%	21%
	NAND	20,028	30,443	33,943	31,757	30,963	29,229	36,536	44,574	116,171	141,303	195,354
	% QoQ	-11%	52%	12%	-3%	-3%	-6%	25%	22%			
ASP (1Gb, 달러)	% YoY	15%	61%	57%	41%	55%	-4%	8%	40%	44%	22%	38%
	DRAM	0.57	0.51	0.51	0.58	0.72	0.80	0.82	0.81	0.54	0.80	0.76
	% QoQ	-16%	-11%	0%	14%	25%	11%	3%	-2%			
	% YoY	-33%	-39%	-34%	-16%	26%	57%	62%	40%	-31%	47%	-4%
	NAND	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.04	0.03	0.04	0.04
	% QoQ	-12%	-11%	7%	14%	15%	8%	2%	-5%			
	% YoY	-38%	-42%	-27%	-6%	24%	51%	45%	21%	-29%	35%	-12%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

적정주가 85,000 원으로 상향 조정 · 투자의견 Buy 유지

SK하이닉스에 대해 Buy 투자의견을 유지하며 적정주가의 경우 기존 75,000원에서 85,000원으로 상향 조정한다. 새로운 적정주가는 밸류에이션에 사용되는 BPS를 기존 2017년 수치에서 2017년/2018년 평균치로 변경하는데 기인한다. 지난 1년여간 지속적으로 상승한 주가에 대해 부담은 존재하나, 견조한 실적 개선 이후 밸류에이션 매력은 여전히 존재한다고 판단한다.

표6 SK하이닉스 적정주가 산출

(원)	2017E/2018E 평균
BVPS	53,888
적정배수 (배)	1.59
적정가치	85,682
적정주가	85,000
현재주가	70,400
상승여력 (%)	20.7%

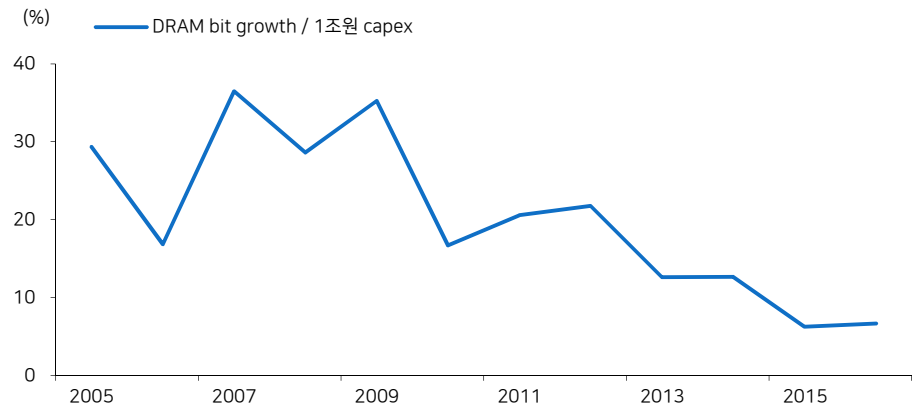
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 SK하이닉스 과거 밸류에이션

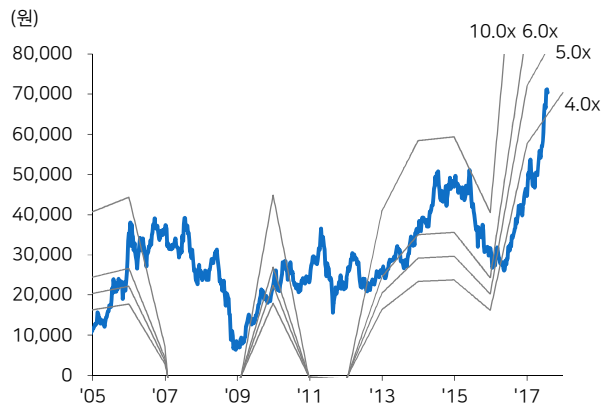
		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	3년 평균
주가 (원)	High	23,400	29,400	37,400	30,950	37,550	52,400	51,700	42,000	
	Low	6,430	20,100	15,500	20,100	23,600	35,000	28,550	25,650	
	Average	15,293	24,099	25,795	25,021	29,747	43,439	40,291	30,858	
PER (배)	High	nm	6.6	nm	nm	9.3	9.1	8.7	10.4	9.2
	Low	nm	4.5	nm	nm	5.8	6.1	4.8	6.3	6.0
	Average	nm	5.4	nm	nm	7.4	7.5	6.8	7.6	7.4
	EPS (원)	-590	4,486	-96	-229	4,045	5,763	5,937	4,057	
PBR (배)	High	2.41	2.12	2.81	2.17	2.01	2.09	1.76	1.27	2.09
	Low	0.66	1.45	1.16	1.41	1.27	1.39	0.97	0.78	1.36
	Average	1.57	1.74	1.94	1.75	1.60	1.73	1.37	0.94	1.69
	BVPS (원)	9,721	13,845	13,312	14,285	18,646	25,117	29,377	32,990	
PBR/ROE (배)	High	nm	6.6	(390.6)	(132.8)	9.2	9.0	8.7	10.4	
	Low	nm	4.5	(161.9)	(86.3)	5.8	6.0	4.8	6.3	
	Average	nm	5.4	(269.4)	(107.4)	7.3	7.4	6.8	7.6	
	ROE(%)	-6.6%	32.4%	-0.7%	-1.6%	22.0%	23.3%	20.2%	12.3%	

주: 3년평균은 2012-2014년

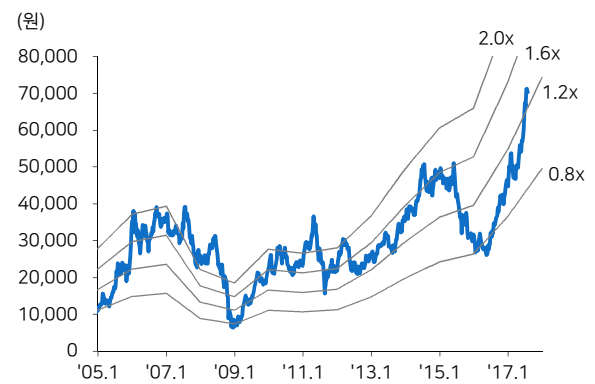
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 DRAM 설비투자 효율성의 급격한 둔화 - 1조원당 Bit growth 추이

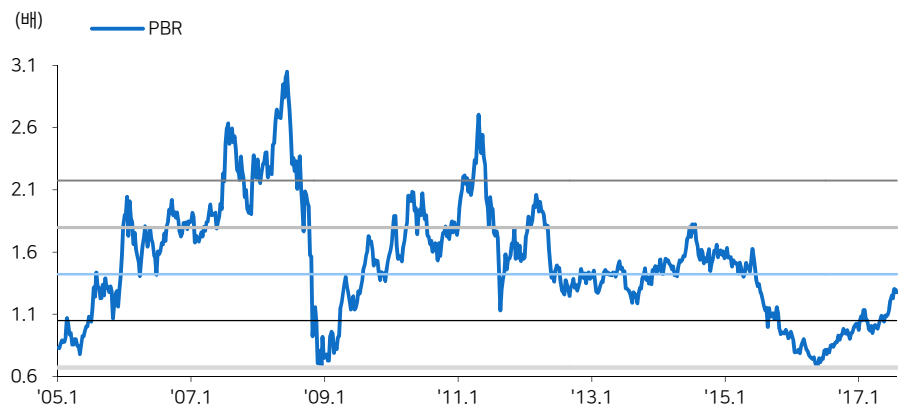
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PER 밴드

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PBR 밴드

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 역사적 PBR 변화

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 하이닉스(000660)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,798	17,198	28,888	32,884	34,205
매출액증가율 (%)	9.8	-8.5	68.0	13.8	4.0
매출원가	10,515	10,787	11,466	12,175	10,908
매출총이익	8,283	6,411	17,423	20,708	23,296
판매비와관리비	2,947	3,134	4,338	4,978	5,182
영업이익	5,336	3,277	13,085	15,730	18,114
영업이익률 (%)	28.4	19.1	45.3	47.8	53.0
금융수익	-108	-52	-52	143	369
종속/관계기업관련손익	25	23	-1	-1	-1
기타영업외손익	-84	-29	7	142	368
세전계속사업이익	5,269	3,217	13,092	15,873	18,482
법인세비용	946	256	2,602	3,055	3,512
당기순이익	4,324	2,961	10,490	12,818	14,971
지배주주지분 순이익	4,322	2,954	10,486	12,815	14,967

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,760	9,839	15,071	23,722	34,004
현금및현금성자산	1,176	614	3,826	9,495	15,753
매출채권	2,628	3,252	4,125	4,223	4,452
재고자산	1,923	2,026	2,869	2,937	3,096
비유동자산	19,918	22,377	27,934	30,189	33,189
유형자산	16,966	18,777	23,344	25,444	27,544
무형자산	1,705	1,916	2,203	2,302	2,380
투자자산	254	279	259	264	269
자산총계	29,678	32,216	43,005	53,911	67,193
유동부채	4,841	4,161	5,877	5,269	5,465
매입채무	791	696	1,054	1,079	1,138
단기차입금	148	0	114	114	114
유동성장기부채	865	705	1,068	1,093	1,152
비유동부채	3,450	4,032	3,791	3,504	3,235
사채	1,293	1,535	1,449	1,349	1,249
장기차입금	1,512	2,096	1,769	1,569	1,369
부채총계	8,290	8,193	9,668	8,773	8,700
자본금	3,658	3,658	3,658	3,658	3,658
자본잉여금	4,144	4,144	4,144	4,144	4,144
기타포괄이익누계액	-2	-79	-404	-404	-404
이익잉여금	14,359	17,067	26,704	38,506	51,861
비지배주주지분	1	7	7	7	7
자본총계	21,388	24,024	33,337	45,138	58,493

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	9,320	5,549	13,518	17,743	19,696
당기순이익(손실)	4,324	2,961	10,490	12,818	14,971
유형자산감가상각비	3,695	4,134	4,780	5,100	5,100
무형자산상각비	258	323	461	528	549
운전자본의 증감	832	-1,459	-1,675	-99	-230
투자활동 현금흐름	-7,126	-6,231	-10,065	-10,782	-11,582
유형자산의 증가(CAPEX)	-6,775	-5,956	-9,200	-7,200	-7,200
투자자산의 감소(증가)	-14	-19	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	-1,462	117	-190	-1,291	-1,856
차입금증감	-472	470	234	-275	-241
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가	739	-562	3,212	5,670	6,258
기초현금	437	1,176	614	3,826	9,495
기말현금	1,176	614	3,826	9,495	15,753

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	25,821	23,624	39,682	45,170	46,984
EPS(지배주주)	5,937	4,057	14,404	17,602	20,559
CFPS	1,015	-772	4,412	7,788	8,596
EBITDAPS	12,760	10,622	25,174	29,338	32,642
BPS	29,378	32,990	45,783	61,993	80,338
DPS	500	600	1,440	2,288	3,084
배당수익률(%)	0.7	0.9	2.0	3.3	4.4
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	8.4	4.9	4.0	3.4
PCR	39.7	N/A	16.0	9.0	8.2
PSR	1.6	1.4	1.8	1.6	1.5
PBR	1.37	1.03	1.54	1.14	0.88
EBITDA	9,289	7,733	18,327	21,358	23,764
EV/EBITDA	3.1	3.2	2.6	1.8	1.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	12.3	36.6	32.7	28.9
EBITDA 이익률	48.4	34.7	80.5	64.6	66.3
부채비율	38.8	34.1	29.0	19.4	14.9
금융비용부담률	0.4	0.5	0.1	-0.4	-1.0
이자보상배율(x)	45.0	27.3	109.5	136.8	168.4
매출채권회전율(x)	5.9	5.8	7.8	7.9	7.9
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	4.7	4.2	3.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스(000660) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.27	산업브리프	Buy	55,000	박유악	
2015.08.04	산업분석	Buy	55,000	박유악	
2015.08.28	기업브리프	Buy	55,000	박유악	
2015.09.01	산업브리프	Buy	55,000	박유악	
2015.09.24	기업브리프	Buy	55,000	박유악	
2015.10.12	산업분석	Buy	55,000	박유악	
2015.10.15	산업브리프	Buy	55,000	박유악	
2015.10.23	기업브리프	Buy	49,000	박유악	
2015.11.12	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2015.11.17	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2015.11.19	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2015.11.26	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2015.12.01	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2015.12.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2016.01.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	
2016.01.12	기업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.01.15	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.01.18	산업분석	Buy	42,000	박유악	
2016.01.27	기업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.02.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.03.10	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.03.22	산업분석	Buy	42,000	박유악	
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.04.11	기업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.04.26	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.04.26	기업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.05.02	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
2016.05.23	산업분석	Buy	42,000	박유악	
2016.06.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	
담당자 변경					
2016.09.19	산업분석	Buy	49,000	김선우	
2016.10.26	기업브리프	Buy	49,000	김선우	
2016.11.25	산업분석	Buy	51,000	김선우	
2017.01.31	기업브리프	Buy	74,000	김선우	
2017.04.24	산업브리프	Buy	74,000	김선우	
2017.04.26	기업브리프	Buy	74,000	김선우	
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	
2017.07.26	기업브리프	Buy	85,000	김선우	