

2017. 10. 27



▲ 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) 101,000 원

현재주가 (10.26) 78,700 원

상승여력 28.3%

KOSPI 2,480.63pt

시가총액 572,938억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 76.26%

외국인비중 47.85%

52주 최고/최저가 89,100원/39,650원

평균거래대금 3,591.2억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 3인 20.72

국민연금 10.37

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -4.1 46.6 83.4

상대주가 -8.2 30.4 48.9

주가그래프



SK하이닉스 000660

업황 추가 개선의 필요조건 충족

- ✓ 3Q17P 영업이익 3.74 조원은 5 개 분기 만에 컨센서스를 능가하지 못한 수치 · 주가 조정 및 부정적 업황 전망 대두 불가피
- ✓ 선두업체의 증설우려가 점증하고 있지만, 그를 위한 전제조건으로 판단되는 1) 경쟁사의 도발 및 2) 선두업체의 과욕은 감지되지 않는 상황
- ✓ 견조한 수요 전망 속 설비투자 상향 기조 불구, 투자효율성 저하 감안 시 공급 증가로 인한 수급 훼손은 제한적 · 투자 의견 BUY 유지 및 적정주가 상향 조정

5 분기만에 기대치를 소폭 하회한 3Q17P 실적 · 회의론은 일시적

3Q17P 실적은 매출 8.10 조원 (+21% QoQ), 영업이익 3.74 조원 (+23% QoQ)을 기록하며 견조한 개선세가 지속되었다. DRAM 과 NAND 의 견조한 출하량 성장 (+17%/+16%)과 DRAM 판가의 6% 상승 불구, NAND 가 판가가 3% 감소하며 전사 영업이익은 시장 기대치 (3.8~3.9 조원)에 소폭 미치지 못하였다. 금번 실적이 5 분기만에 처음 기대치를 하회한 만큼, 시장 내 회의적인 시각 및 부정적 업황 전망 제기는 불가피 하다. 하지만 4Q17E 이후 동사의 이익은 '기대치 능가' 추세로 재전환되며 주가 상승이 재개될 전망이다 (그림 1 참고).

'점유율 경쟁 및 과욕'의 차단이라는 업황의 추가 개선 필요조건은 충족

언제나 DRAM 업황 고점을 만든 요인은 수요보다는 '공급'의 상향이었다. 그 중에서도 '삼성전자의 증설'이 변곡점을 구성하는 절대요소였다. 앞서 언급한 실적 요인으로 인해 부정적 전망이 대두되고 있지만, 그 전제조건인 1) 2nd tier 업체의 도발 또는 2) 수요의 과신, 3) 삼성전자의 과욕이 감지되지 않는다. 특히 투자효율성의 급격한 둔화를 감안한다면 (그림 2) DRAM 업체들의 설비투자액 상향 추이 역시 크게 우려할 요인은 아니다. 여전히 업황의 추가 개선은 유효한 상황이며 그를 위한 필요조건은 충족됐다는 판단이다. 향후 31 일로 예정된 삼성전자 실적설명회를 통해 충분조건 역시 완성될 전망이다.

눈높이를 증가하는 실적 개선은 여전히 유효 · 적정주가 상향조정

삼성전자 설명회에서 '2nd tier 견제 전략' 보다는 '이익 극대화 전략'이 유지될 가능성이 높다. DRAM 업황의 추가 개선 확신에 기반한 SK 하이닉스 주가의 재평가를 예상한다. BUY 투자 의견을 유지하며 적정주가를 101,000 원으로 상향조정한다 (2018E PBR 1.59 배 적용)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	18,798	5,336	4,322	5,937	1.6	29,378	6.8	1.37	3.1	20.2	38.8
2016	17,198	3,277	2,954	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017E	29,792	13,327	10,849	14,902	267.3	47,036	5.3	1.67	2.9	37.2	32.9
2018E	35,266	16,328	13,501	18,545	24.4	64,141	4.2	1.23	2.1	33.4	23.4
2019E	36,504	17,539	14,144	19,429	4.8	81,237	4.1	0.97	1.7	26.7	19.8

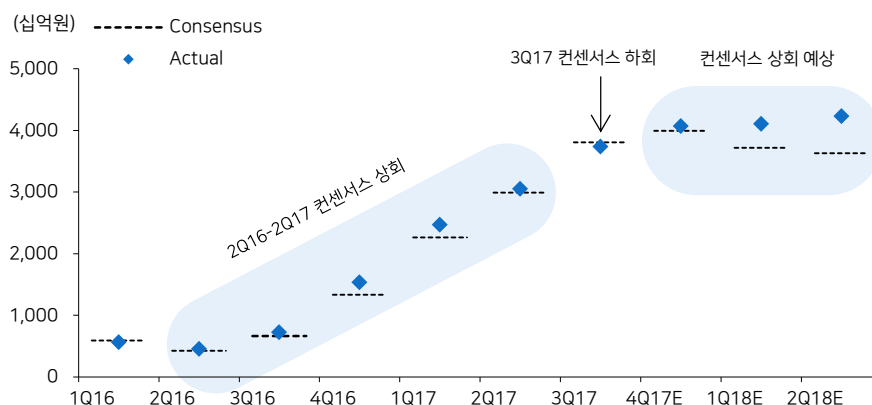
3Q17 Review: 기대치를 소폭하회한 실적, 다만 기대치 능가추이는 재개될 전망

그림1 3Q17P 실적 개요

(십억원)	Actual 3Q17P	Meritz 3Q17E	차이	2Q17	QoQ	3Q16	YoY
매출액	8,100	7,964	2%	6,692	21%	4,244	91%
DRAM	6,249	5,876	6%	5,051	24%	2,926	114%
NAND	1,669	1,932	-14%	1,472	13%	1,195	40%
영업이익	3,737	3,949	-5%	3,051	22%	726	415%
DRAM	3,385	3,397	0%	2,691	26%	655	417%
NAND	333	537	-38%	341	-2%	54	519%
Others	19	16	22%	19	0%	17	14%
세전이익	3,843	3,948	-3%	3,069	25%	704	446%
순이익	3,056	3,158	-3%	2,469	24%	598	411%
영업이익률	46%	50%		46%		17%	
DRAM	54%	58%		53%		22%	
NAND	20%	28%		23%		4%	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 계속되던 기대치 능가추이는 1Q18부터 재개되며 견조한 주가를 견인할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (3Q17P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
Actual	17%	6%	16%	-3%
Meritz	12%	4%	25%	5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New			Old			차이(%)		
	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E	4Q17E	2017E	2018E
매출액	8,756	29,792	35,266	8,508	29,405	34,480	3%	1%	2%
DRAM	6,598	22,552	26,627	6,097	21,677	25,205	8%	4%	6%
NAND	2,012	6,620	7,985	2,257	7,128	8,621	-11%	-7%	-7%
영업이익	4,070	13,327	16,328	4,204	13,673	17,417	-3%	-3%	-6%
DRAM	3,649	11,829	14,784	3,594	11,784	15,254	2%	0%	-3%
NAND	406	1,425	1,478	595	1,819	2,097	-32%	-22%	-30%
Others	15	73	65	16	70	65	-6%	4%	0%
세전이익	4,312	13,595	16,749	4,253	13,640	17,321	1%	0%	-3%
순이익	3,429	10,852	13,504	3,403	10,928	13,987	1%	-1%	-3%
영업이익률	46%	45%	46%	49%	46%	51%			
DRAM	55%	52%	56%	59%	54%	61%			
NAND	20%	22%	19%	26%	26%	24%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	3,656	3,941	4,244	5,358	6,245	6,692	8,100	8,756	17,198	29,792	35,266
DRAM	2,788	2,837	2,926	3,857	4,654	5,051	6,249	6,598	12,408	22,552	26,627
NAND	797	1,045	1,195	1,340	1,468	1,472	1,669	2,012	4,377	6,620	7,985
영업이익	562	453	726	1,536	2,468	3,051	3,737	4,070	3,276	13,327	16,328
DRAM	635	471	655	1,404	2,103	2,691	3,385	3,649	3,165	11,829	14,784
NAND	-92	-29	54	128	345	341	333	406	61	1,425	1,478
기타	19	11	17	4	20	19	19	15	50	73	65
세전이익	558	383	704	1,571	2,370	3,069	3,843	4,312	3,217	13,595	16,749
당기순이익	448	286	598	1,629	1,899	2,469	3,056	3,429	2,961	10,852	13,504
영업이익률 (%)	15%	11%	17%	29%	40%	46%	46%	46%	19%	45%	46%
DRAM	23%	17%	22%	36%	45%	53%	54%	55%	26%	52%	56%
NAND	-12%	-3%	4%	10%	24%	23%	20%	20%	1%	22%	19%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	2016	2017E	2018E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	4,057	4,787	5,146	5,657	5,402	5,586	6,519	6,845	19,646	24,352	29,781
	% QoQ	-3%	18%	8%	13%	-5%	3%	17%	5%			
	% YoY	5%	25%	25%	35%	33%	17%	27%	21%	23%	24%	22%
	NAND	20,028	30,443	33,943	31,757	30,963	29,229	34,023	40,827	116,171	135,042	185,880
	% QoQ	-11%	52%	12%	-3%	-3%	-6%	16%	20%			
ASP (1Gb, 달러)	% YoY	15%	61%	57%	41%	55%	-4%	0%	29%	44%	16%	38%
	DRAM	0.57	0.51	0.51	0.58	0.72	0.80	0.85	0.86	0.54	0.82	0.81
	% QoQ	-16%	-11%	0%	14%	25%	11%	6%	2%			
	% YoY	-33%	-39%	-34%	-16%	26%	57%	67%	50%	-31%	51%	-1%
	NAND	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03	0.04	0.04
	% QoQ	-12%	-11%	7%	14%	15%	8%	-3%	2%			
	% YoY	-38%	-42%	-27%	-6%	24%	51%	38%	24%	-29%	34%	-10%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

적정주가 101,000 원으로 상향 조정 · 투자의견 Buy 유지

SK하이닉스에 대해 Buy 투자의견을 유지하며 적정주가의 경우 기존 89,000원에서 101,000원으로 상향 조정한다. 새로운 적정주가는 밸류에이션에 사용되는 BPS를 기존 2017년/2018년 평균치에서 2018년 수치로 변경하는데 기인한다. 지난 1년여간 지속적으로 상승한 주가에 대해 부담은 존재하나, 견조한 실적 개선에 기반한 밸류에이션 매력은 여전히 존재한다고 판단한다.

그림7 SK하이닉스 적정주가 산출

(원)	2018E
BVPS	64,141
적정배수 (배)	1.59
적정가치	101,984
적정주가	101,000
현재주가	78,700
상승여력 (%)	28.3%

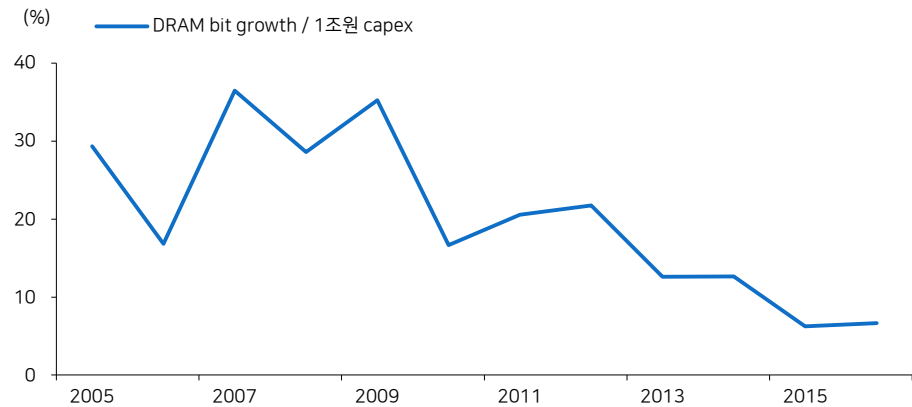
자료: 메리츠증권리서치센터

그림8 SK하이닉스 과거 밸류에이션

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
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
	Low	nm	4.5	nm	nm	5.8	6.1	4.8	6.3
	Average	nm	5.4	nm	nm	7.4	7.5	6.8	7.6
	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
	Low	0.66	1.45	1.16	1.41	1.27	1.39	0.97	0.78
	Average	1.57	1.74	1.94	1.75	1.60	1.73	1.37	0.94
	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%

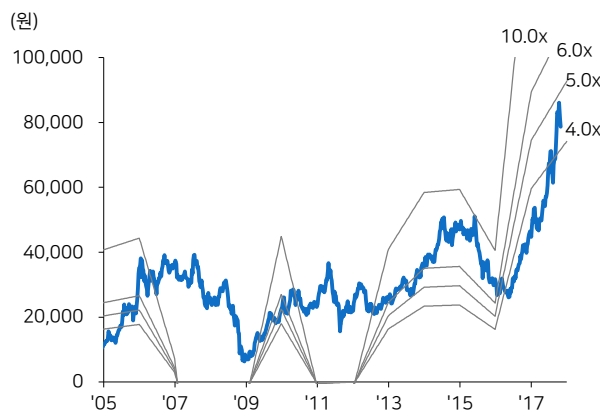
자료: 메리츠증권리서치센터

그림9 DRAM 설비투자 효율성의 급격한 둔화 - 1조원당 Bit growth 추이



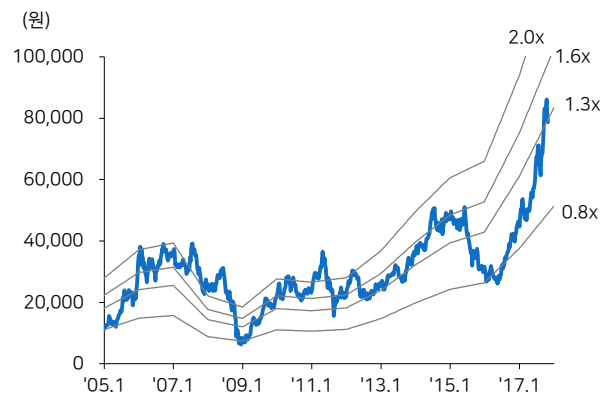
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 SK하이닉스 PER 밴드



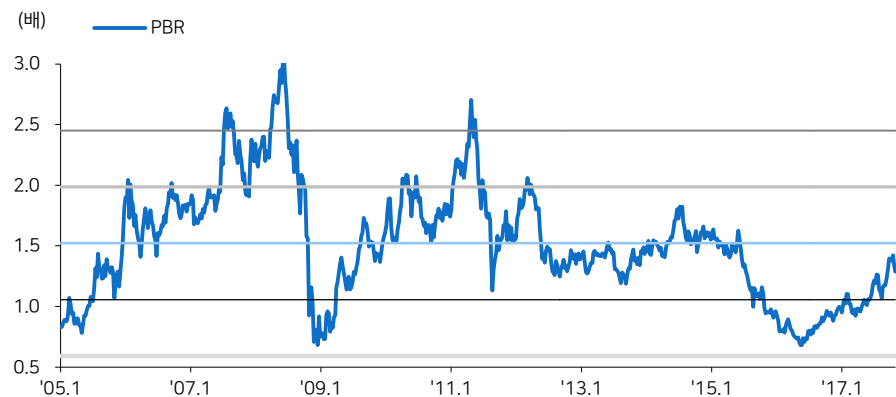
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 SK하이닉스 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 하이닉스(000660)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	18,798	17,198	29,792	35,266	36,504
매출액증가율 (%)	9.8	-8.5	73.2	18.4	3.5
매출원가	10,515	10,787	12,724	14,527	14,393
매출총이익	8,283	6,411	17,068	20,739	22,110
판매관리비	2,947	3,134	3,742	4,410	4,572
영업이익	5,336	3,277	13,327	16,328	17,539
영업이익률	28.4	19.1	44.7	46.3	48.0
금융손익	-108	-52	-49	-207	-700
중속/관계기업손익	25	23	319	628	628
기타영업외손익	-84	-29	269	421	-72
세전계속사업이익	5,269	3,217	13,595	16,749	17,466
법인세비용	946	256	2,742	3,245	3,319
당기순이익	4,324	2,961	10,852	13,504	14,148
지배주주지분 순이익	4,322	2,954	10,849	13,501	14,144

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	9,320	5,549	14,499	19,952	20,228
당기순이익(손실)	4,324	2,961	10,852	13,504	14,148
유형자산상각비	3,695	4,134	4,780	6,500	6,500
무형자산상각비	258	323	397	465	482
운전자본의 증감	832	-1,459	-1,344	-3	-297
투자활동 현금흐름	-7,126	-6,231	-11,383	-17,648	-14,440
유형자산의증가(CAPEX)	-6,775	-5,956	-9,600	-9,900	-9,900
투자자산의감소(증가)	-14	-19	-23	-4,006	2
재무활동 현금흐름	-1,462	117	32	-1,351	-1,927
차입금의 증감	-472	470	456	-299	-225
자본의 증가	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	739	-562	3,161	953	3,861
기초현금	437	1,176	614	3,774	4,728
기말현금	1,176	614	3,774	4,728	8,589

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,760	9,839	16,491	20,250	28,254
현금및현금성자산	1,176	614	3,774	4,728	8,589
매출채권	2,628	3,252	4,514	4,517	4,812
재고자산	1,923	2,026	3,111	3,114	3,317
비유동자산	19,918	22,377	29,039	37,397	42,579
유형자산	16,966	18,777	23,752	27,152	30,552
무형자산	1,705	1,916	2,393	2,715	3,021
투자자산	254	279	598	5,232	5,858
자산총계	29,678	32,216	45,530	57,648	70,833
유동부채	4,841	4,161	7,272	7,237	8,238
매입채무	791	696	1,138	1,138	1,213
단기차입금	148	0	125	125	125
유동성장기부채	865	705	1,152	1,153	1,228
비유동부채	3,450	4,032	4,009	3,709	3,448
사채	1,293	1,535	1,348	1,248	1,148
장기차입금	1,512	2,096	2,052	1,852	1,652
부채총계	8,290	8,193	11,281	10,946	11,686
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	-274	-274	-274
이익잉여금	14,359	17,067	27,486	39,939	52,385
비지배주주지분	1	7	7	7	7
자본총계	21,388	24,024	34,249	46,701	59,147

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	25,821	23,624	40,923	48,442	50,142
EPS(지배주주)	5,937	4,057	14,902	18,545	19,429
CFPS	1,015	-772	4,342	1,309	5,304
EBITDAPS	12,760	10,622	25,417	31,996	33,682
BPS	29,378	32,990	47,036	64,141	81,237
DPS	500	600	1,490	2,411	2,914
배당수익률(%)	0.6	0.8	1.9	3.1	3.7
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	8.4	5.3	4.2	4.1
PCR	39.7	N/A	18.1	60.1	14.8
PSR	1.6	1.4	1.9	1.6	1.6
PBR	1.37	1.03	1.67	1.23	0.97
EBITDA	9,289	7,733	18,504	23,293	24,521
EV/EBITDA	3.1	3.2	2.9	2.1	1.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	12.3	37.2	33.4	26.7
EBITDA 이익률	48.4	34.7	82.7	64.6	59.2
부채비율	38.8	34.1	32.9	23.4	19.8
금융비용부담률	0.4	0.5	0.4	0.6	2.0
이자상환배율(x)	45.0	27.3	95.2	112.7	128.9
매출채권회전율(x)	5.9	5.8	7.7	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	5.0	4.7	4.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김선우,주민우)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 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 이용하시는분은 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	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.12	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.5	-32.9	
2015.11.17	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.8	-32.9	
2015.11.19	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-36.0	-32.9	
2015.11.26	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.8	-32.9	
2015.12.01	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-35.8	-32.9	
2015.12.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-36.4	-32.9	
2016.01.04	산업브리프	Buy	49,000	박유악	-36.7	-32.9	
2016.01.12	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-33.5	-33.1	
2016.01.15	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-34.2	-33.1	
2016.01.18	산업분석	Buy	42,000	박유악	-34.6	-32.6	
2016.01.27	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-34.6	-32.6	
2016.02.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.3	-23.9	
2016.03.10	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-30.9	-23.9	
2016.03.22	산업분석	Buy	42,000	박유악	-30.8	-23.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.2	-23.9	
2016.04.11	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-23.9	
2016.04.26	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-23.9	
2016.04.26	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.7	-23.9	
2016.05.02	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-32.5	-23.9	
2016.05.23	산업분석	Buy	42,000	박유악	-32.6	-23.9	
2016.06.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-27.7	-7.3	
담당자 변경							
2016.09.19	산업분석	Buy	49,000	김선우	-16.8	-13.1	
2016.10.26	기업브리프	Buy	49,000	김선우	-16.2	-12.1	
2016.11.25	산업분석	Buy	51,000	김선우	-8.1	4.5	
2017.01.31	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.5	-26.2	
2017.04.24	산업브리프	Buy	74,000	김선우	-32.4	-26.2	
2017.04.26	기업브리프	Buy	74,000	김선우	-30.1	-21.8	
2017.06.07	산업분석	Buy	75,000	김선우	-12.0	-2.7	
2017.07.26	기업브리프	Buy	85,000	김선우	-21.2	-15.6	
2017.09.08	산업분석	Buy	89,000	김선우	-8.5	0.1	
2017.10.27	기업브리프	Buy	101,000	김선우	-	-	