

2018. 1. 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) 103,000 원

현재주가 (1.25) 75,800 원

상승여력 35.9%

KOSPI 2,562.23pt

시가총액 551,826억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 76.91%

외국인비중 47.65%

52주 최고/최저가 89,100원/46,000원

평균거래대금 3,382.6억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 3 인 20.07

국민연금 9.94

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.2 7.7 46.6

상대주가 -5.9 2.5 18.3

주가그래프



SK하이닉스 000660

실적 기대치 상회 추이로 복귀

- ✓ 4Q17P 영업이익 4.47 조원은 최근 대두된 비관론에도 불구하고 기대치를 소폭 상회
- ✓ 분기 영업이익은 3Q18 까지 지속 개선될 전망
- ✓ 실적설명회 긍정적 시사점: 1) 보수적 수준의 서버 수요 전망, 2) Capex 증가 사이클 불구 제한적 물량증가 예상, 3) 모바일 DRAM 고객의 원가 수용력 여전히 존재
- ✓ Capex 증가 사이클은 이미 인지된 우려. 업황 고점 형성 조건인 1) 경쟁사의 도발, 2) 선두업체의 과욕은 감지되지 않는 상황. 투자외견 BUY 및 적정주가 103,000 원 유지

4Q17 실적은 기대치 소폭 상회 · 기대치 능가 추이로 재전환

4Q17P 실적은 매출 9.03 조원 (+11% QoQ), 영업이익 4.47 조원 (+19% QoQ)을 기록하며 최근 대두된 비관적 전망 및 비우호적 환율 불구 시장 기대치를 소폭 상회했다. DRAM 과 NAND의 출하량 성장 (+3%/+16%)은 기대를 소폭 하회했지만 견조한 판가상승 (+9%/+4%)이 발생했으며, 그 원동력인 서버 수요 강세는 3Q18 까지 영업이익 상승세를 견인할 전망이다. 이미 밝힌 바와 같이 동사의 '컨센서스 대비 실적 괴리율'은 높은 주가 설명력을 지닌다. 지난 분기 실적은 5 분기만에 처음 기대치를 하회하며 3 개월간 부진한 주가 흐름을 초래했다. 하지만 1Q18E 부터 동사의 이익은 '기대치 능가' 추세로 재전환되며 주가 상승 재개가 가능할 전망이다 (그림 1 참고).

실적 설명회 시사점: 업황의 추가 개선 필요조건 충족. 긍정적 시각 유지

DRAM 업황 고점을 형성한 요인은 수요보다 공급의 상향이탈이었으며, 그 중 '삼성전자의 증설'이 변곡점을 구성하는 절대요소였다. 그 전제조건인 1) 2nd tier 업체의 도발, 2) 수요의 과신, 또는 3) 선두업체의 과욕은 이번 실적설명회에서도 아직 감지되지 않는다. DRAM 업체들의 설비투자액 상향 추이는 이미 인지된 우려 요인으로 투자효율성의 둔화세를 감안한다면 실 공급량 증가율은 수요 증가를 하회할 전망이다. 여전히 업황의 추가 개선은 유효한 상황이며 그를 위한 필요조건은 충족됐다.

향후 31 일로 예정된 삼성전자 실적설명회를 통해 충분조건 역시 완성될 전망이다. 삼성전자 설명회에서 '2nd tier 견제 전략' 보다는 '이익 극대화 전략'이 지속 유지될 가능성이 높다. DRAM 업황의 추가 개선 확신에 기반한 SK 하이닉스 주가 상승을 예상하며, BUY 투자외견과 적정주가 103,000 원을 유지한다.

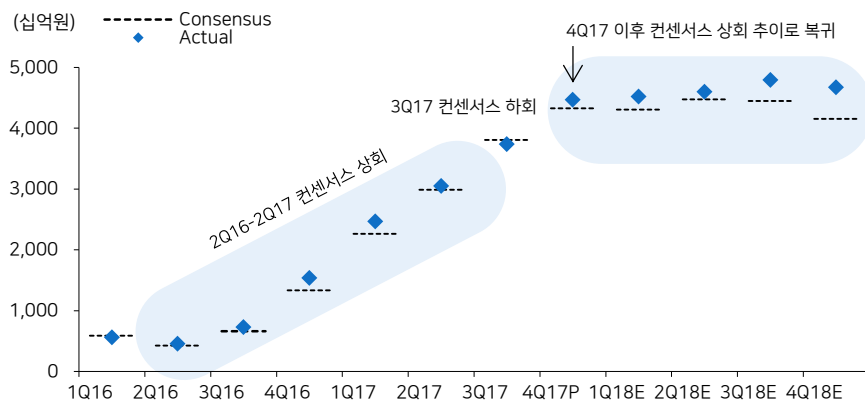
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	18,798	5,336	4,322	5,937	1.6	29,378	6.8	1.37	3.1	20.2	38.8
2016	17,198	3,277	2,954	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017P	30,080	13,722	10,638	14,612	260.1	46,862	5.2	1.62	2.8	36.6	36.4
2018E	38,325	18,579	14,706	20,201	38.2	65,651	3.8	1.15	2.0	35.9	27.6
2019E	42,907	20,640	16,519	22,691	12.3	85,801	3.3	0.88	1.3	30.0	24.0

표1 SK하이닉스 4Q17 실적 Review

(십억원)	4Q17P	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,028	5,358	69%	8,100	11%	8,986	1%	8,844	2%
DRAM	6,852	3,857	78%	6,249	10%			6,686	2%
NAND	1,970	1,340	47%	1,669	18%			2,012	-2%
영업이익	4,466	1,536	191%	3,737	20%	4,306	4%	4,228	6%
DRAM	4,044	1,404	188%	3,385	19%			3,793	7%
NAND	406	128	218%	333	22%			420	-3%
Others	16	4	263%	19	-16%			15	7%
세전이익	4,157	1,571	165%	3,843	8%	4,287	-3%	4,341	-4%
순이익	3,219	1,629	98%	3,056	5%	3,474	-7%	3,451	-7%
영업이익률(%)	49%	29%		46%		48%		48%	
DRAM	59%	36%		54%				57%	
NAND	21%	10%		20%				21%	

자료: 회사명, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 계속되던 기대치 능가추이는 1Q18부터 재개되며 견조한 주가를 견인할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (4Q17P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
Actual	3%	9%	16%	4%
Meritz	5%	3%	20%	2%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	1Q18E	2018E	1Q18E	2018E	1Q18E	2018E
매출액	8,100	38,325	8,936	34,480	-9%	11%
DRAM	6,249	29,193	6,726	25,205	-7%	16%
NAND	1,669	8,431	2,060	8,621	-19%	-2%
영업이익	3,737	18,579	4,263	17,417	-12%	7%
DRAM	3,385	17,199	3,835	15,254	-12%	13%
NAND	333	1,310	413	2,097	-19%	-38%
Others	19	70	15	65	27%	7%
세전이익	3,843	18,621	4,270	17,321	-10%	8%
순이익	3,056	14,706	3,395	13,987	-10%	5%
영업이익률	46%	48%	48%	51%		
DRAM	54%	59%	57%	61%		
NAND	20%	16%	20%	24%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017P	2018E	2019E
매출액	6,260	6,692	8,100	9,028	8,774	9,474	10,002	10,075	30,080	38,325	42,907
DRAM	4,654	5,051	6,249	6,852	6,743	7,219	7,580	7,651	22,806	29,193	32,612
NAND	1,468	1,472	1,669	1,970	1,870	2,087	2,240	2,235	6,578	8,431	9,540
영업이익	2,468	3,051	3,737	4,466	4,518	4,600	4,792	4,669	13,722	18,579	20,640
DRAM	2,103	2,691	3,385	4,044	4,136	4,269	4,455	4,338	12,224	17,199	19,020
NAND	345	341	333	406	365	314	319	313	1,425	1,310	1,544
기타	20	19	19	16	16	17	18	19	74	70	76
세전이익	2,370	3,069	3,843	4,157	4,523	4,634	4,809	4,656	13,439	18,621	20,654
당기순이익	1,899	2,469	3,056	3,219	3,573	3,661	3,799	3,678	10,638	14,706	16,519
영업이익률 (%)	39%	46%	46%	49%	51%	49%	48%	46%	46%	48%	48%
DRAM	45%	53%	54%	59%	61%	59%	59%	57%	54%	59%	58%
NAND	24%	23%	20%	21%	20%	15%	14%	14%	22%	16%	16%

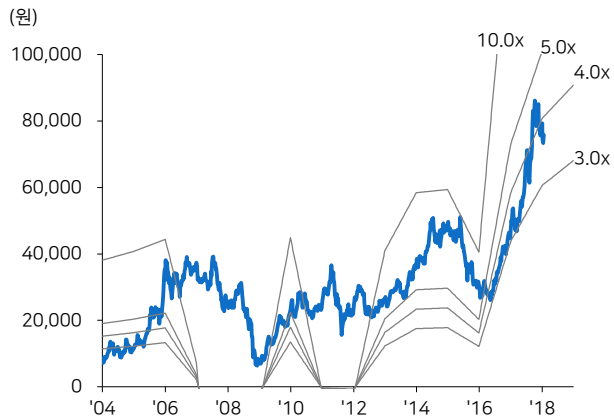
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017P	2018E	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	5,402	5,586	6,519	6,721	6,654	7,053	7,406	7,628	24,228	28,740	34,097
	% QoQ	-5%	3%	17%	3%	-1%	6%	5%	3%			
	% YoY	33%	17%	27%	19%	23%	26%	14%	13%	23%	19%	19%
	NAND	30,963	29,229	34,023	39,534	38,744	46,492	52,536	55,163	133,749	192,935	270,588
	% QoQ	-3%	-6%	16%	16%	-2%	20%	13%	5%			
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	0.72	0.80	0.85	0.92	0.95	0.96	0.96	0.94	0.83	0.95	0.89
	% QoQ	25%	11%	6%	9%	3%	1%	0%	-2%			
	% YoY	26%	57%	67%	60%	32%	19%	13%	2%	54%	14%	-6%
	NAND	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03
	% QoQ	15%	8%	-3%	4%	0%	-7%	-5%	-5%			
	% YoY	24%	51%	38%	26%	10%	-6%	-8%	-16%	35%	-6%	-19%

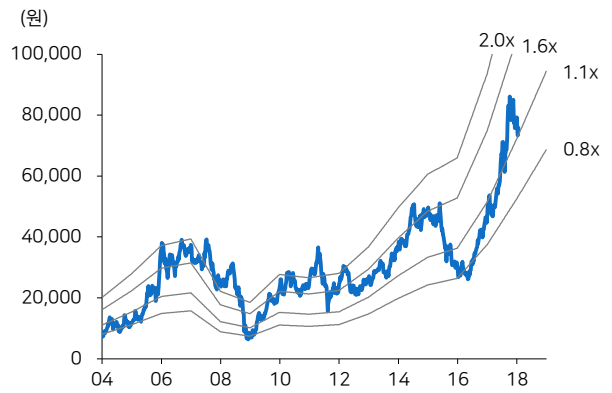
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PER 밴드



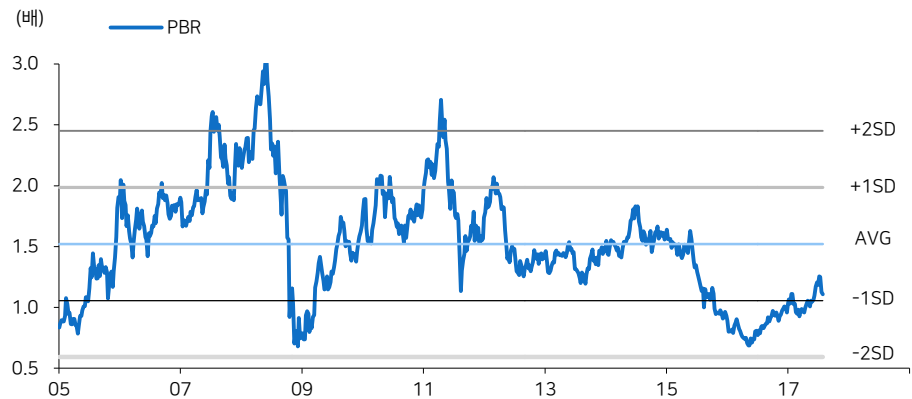
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	18,798	17,198	30,080	38,325	42,907
매출액증가율 (%)	9.8	-8.5	74.9	27.4	12.0
매출원가	10,515	10,787	12,672	15,095	17,065
매출총이익	8,283	6,411	17,407	23,230	25,842
판매관리비	2,947	3,134	3,686	4,651	5,202
영업이익	5,336	3,277	13,722	18,579	20,640
영업이익률	28.4	19.1	45.6	48.5	48.1
금융손익	-108	-52	195	27	0
종속/관계기업손익	25	23	12	14	14
기타영업외손익	-84	-29	-282	41	14
세전계속사업이익	5,269	3,217	13,439	18,621	20,654
법인세비용	946	256	2,798	3,910	4,131
당기순이익	4,324	2,961	10,642	14,710	16,523
지배주주지분 순이익	4,322	2,954	10,638	14,706	16,519

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	9,320	5,549	14,683	20,941	24,147
당기순이익(손실)	4,324	2,961	10,642	14,710	16,523
유형자산상각비	3,695	4,134	4,780	6,000	7,500
무형자산상각비	258	323	406	514	575
운전자본의 증감	832	-1,459	-1,879	-641	-833
투자활동 현금흐름	-7,126	-6,231	-12,817	-18,901	-12,674
유형자산의증가(CAPEX)	-6,775	-5,956	-10,300	-12,000	-9,500
투자자산의감소(증가)	-14	-19	-260	-4,121	7
재무활동 현금흐름	-1,462	117	181	-1,195	-1,975
차입금의 증감	-472	470	604	-164	-121
자본의 증가	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	739	-562	2,063	844	9,499
기초현금	437	1,176	614	2,677	3,521
기말현금	1,176	614	2,677	3,521	13,020

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	9,760	9,839	17,276	21,211	34,528
현금및현금성자산	1,176	614	2,677	3,521	13,020
매출채권	2,628	3,252	5,479	6,115	6,941
재고자산	1,923	2,026	3,214	3,587	4,072
비유동자산	19,918	22,377	29,284	39,800	42,909
유형자산	16,966	18,777	24,053	30,053	32,053
무형자산	1,705	1,916	2,302	2,408	2,453
투자자산	254	279	561	4,696	4,703
자산총계	29,678	32,216	46,561	61,011	77,437
유동부채	4,841	4,161	8,333	9,334	11,297
매입채무	791	696	1,173	1,309	1,486
단기차입금	148	0	183	183	183
유동성장기부채	865	705	1,188	1,326	1,505
비유동부채	3,450	4,032	4,105	3,875	3,669
사채	1,293	1,535	1,313	1,213	1,113
장기차입금	1,512	2,096	2,162	1,961	1,761
부채총계	8,290	8,193	12,437	13,209	14,966
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	-185	-185	-185
이익잉여금	14,359	17,067	27,270	40,949	55,618
비지배주주지분	1	7	8	8	8
자본총계	21,388	24,024	34,123	47,802	62,471

Key Financial Data

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	25,821	23,624	41,318	52,644	58,938
EPS(지배주주)	5,937	4,057	14,612	20,201	22,691
CFPS	1,015	-772	2,834	1,160	13,047
EBITDAPS	12,760	10,622	25,973	34,468	39,444
BPS	29,378	32,990	46,862	65,651	85,801
DPS	500	600	1,461	2,626	3,404
배당수익률(%)	0.7	0.8	1.9	3.5	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	6.8	8.4	5.2	3.8	3.3
PCR	39.7	N/A	26.7	65.3	5.8
PSR	1.6	1.4	1.8	1.4	1.3
PBR	1.37	1.03	1.62	1.15	0.88
EBITDA	9,289	7,733	18,909	25,093	28,715
EV/EBITDA	3.1	3.2	2.8	2.0	1.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.2	12.3	36.6	35.9	30.0
EBITDA 이익률	48.4	34.7	79.9	66.8	61.4
부채비율	38.8	34.1	36.4	27.6	24.0
금융비용부담률	0.4	0.5	0.3	0.1	0.2
이자보상배율(x)	45.0	27.3	108.5	147.6	171.4
매출채권회전율(x)	5.9	5.8	6.9	6.6	6.6
재고자산회전율(x)	6.1	5.5	4.8	4.4	4.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 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,주민주)

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 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 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)	
2016.03.10	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-29.3	-23.9	
2016.03.22	산업분석	Buy	42,000	박유악	-29.5	-23.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-30.1	-23.9	
2016.04.11	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-30.9	-23.9	
2016.04.26	기업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.0	-23.9	
2016.04.26	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-31.0	-23.9	
2016.05.02	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-32.1	-23.9	
2016.05.23	산업분석	Buy	42,000	박유악	-32.2	-23.9	
2016.06.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-27.0	-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	-18.3	-14.1	
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-26.2	-22.1	
2018.01.26	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-	-	