

SK하이닉스 (000660)


반도체/장비

이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁

02 3770 5635

jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	92,000원 (U)
현재주가 (3/21)	88,400원
상승여력	4%

시가총액	643,554억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	3,381억원
60일 평균 거래량	4,357,278주
52주 고	90,700원
52주 저	47,550원
외인지분율	50.07%
주요주주	SK 텔레콤 외 3 인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.0	14.8	85.9
상대	12.4	12.3	63.0
절대(달러환산)	15.4	15.9	94.2

새로움에 대한 갈증

1Q18 영업이익 4.3조원으로 당사 추정치 및 컨센서스에 부합할 전망

올 1분기 매출액과 영업이익은 각각 8.5조원(YoY 35%, QoQ -5.6%), 4.3조원(YoY 73%, QoQ -4.3%, OPM 50%)으로 견조한 실적을 기록할 전망이다. 비수기임에도 불구하고 DRAM 가격 강세가 이어지고 있기 때문이다.

2Q18 영업이익 4.4조원으로 기존 추정치 및 컨센서스를 상회할 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 8.8조원(YoY 32%, QoQ 3.5%), 4.4조원(YoY 44%, QoQ 3%, OPM 50%)으로 실적 모멘텀이 강화될 것이다. NAND 가격은 하락세로 전환됐지만 DRAM의 경우에는 2분기 까지 가격 상승이 담보돼 있는 상태기 때문이다.

새로움에 대한 갈증

DRAM업황은 더할 나위 없이 좋다. 강한 Data center 수요가 메모리반도체 시장을 견인하고 있는 가운데 업체들의 Capex 단위당 Bit growth가 하락하고 있기 때문에 가파른 하락반전 가능성은 낮다.

올해 동사의 연간 영업이익도 17.4조원(YoY 27%, OPM 49%)에 달하며 기존 예상치를 상회할 전망이다. 실적 전망치 상향과 함께 목표주가도 기존 89,000원에서 92,000원(17년과 18년 평균 BPS 기준 1.6배)으로 소폭 상향한다. 하지만, 올 하반기 메모리산업에 경계해야 할 요인들을 감안해 투자의견 'Hold'는 유지한다. 경계요인은 다음 두 가지로 요약된다.

▶ 글로벌 메모리반도체의 공급 증가 시그널을 다음 두 가지에서 찾아볼 수 있다.

1) 글로벌 반도체 노광장비 시장을 80% 이상 점유하고 있는 ASML의 2017년 메모리반도체형 매출/수주/수주잔고가 각각 29억유로(YoY 98%)/49억유로(YoY 219%)/80억유로(YoY 113%)으로 급증했고 [차트 3, 4], 2) 이를 토대로 ASML에서 추산하고 있는 2018년 DRAM 공급 Bit Growth는 22~24%로 연급(4Q17 earnings call 중)하고 있다.

▶ 아주 먼 장기적 Risk 요인지만 메모리반도체 가격 강세 지속으로 중국업체들의 메모리산업 진출을 서두르고 있다는 점에도 주목해야 한다. 주지하하시피, 향후 2~3년간 메모리 시장에 미치는 영향은 없겠지만 Multiple에 대한 고민을 하게 만드는 이벤트다.

ASML의 중국형 매출액은 2010~2011년 연평균 약 3억유로 수준에 불과했지만, 2016년 들어 6억유로에 육박했으며, 2017년에는 7억유로를 넘어섰다. 또한 중국형 수주잔고는 2016년 9억유로에서 2017년에는 15.5억유로까지 급증했다. 2017년~2020년에 걸쳐 약 30억유로(150~200대로 추산)에 달하는 노광장비가 공급될 예정인 것으로 조사된다. [차트 5, 6]

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	1Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	85,208	35.5	-5.6	88,003	-3.2
영업이익	42,732	73.2	-4.3	43,721	-2.3
세전계속사업이익	43,783	84.7	5.4	43,847	-0.1
지배순이익	34,740	83.0	8.0	33,001	5.3
영업이익률 (%)	50.1	+10.9 %pt	+0.6 %pt	49.7	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	40.8	+10.6 %pt	+5.2 %pt	37.5	+3.3 %pt

자료: 유안타증권

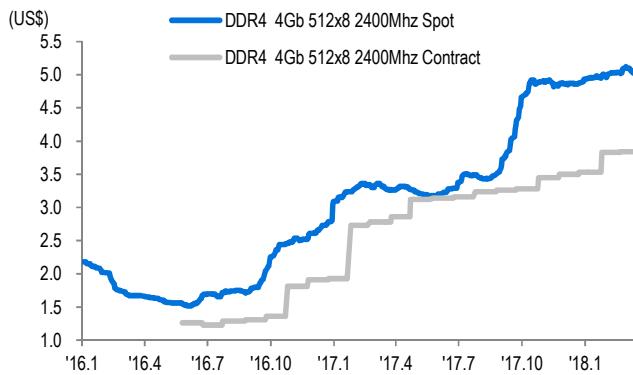
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	187,980	171,980	301,100	357,228
영업이익	53,361	32,767	137,212	173,662
지배순이익	43,224	29,538	106,361	140,718
PER	6.8	8.4	6.1	4.6
PBR	1.3	1.0	1.8	1.3
EV/EBITDA	3.1	3.2	3.3	2.4
ROE	21.9	13.0	36.6	34.5

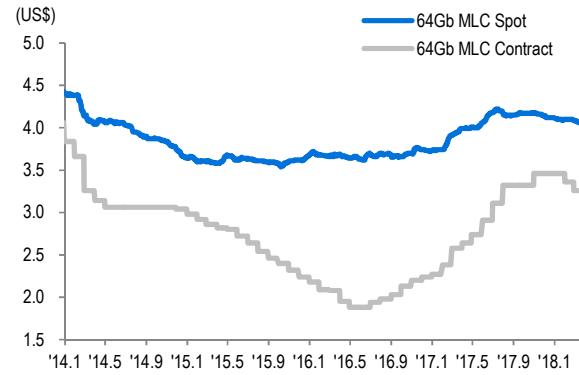
자료: 유안타증권

차트 1. DRAM 가격 추이



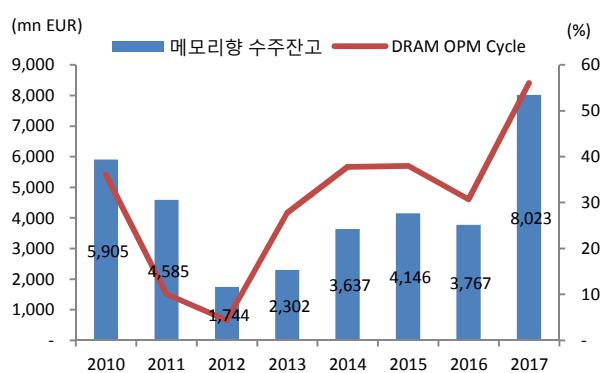
자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

차트 2. NAND 가격 추이



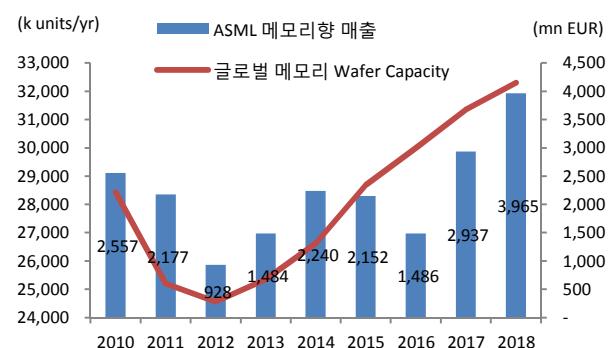
자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

차트 3 ASML 메모리향 수주잔고 & DRAM OPM 추이



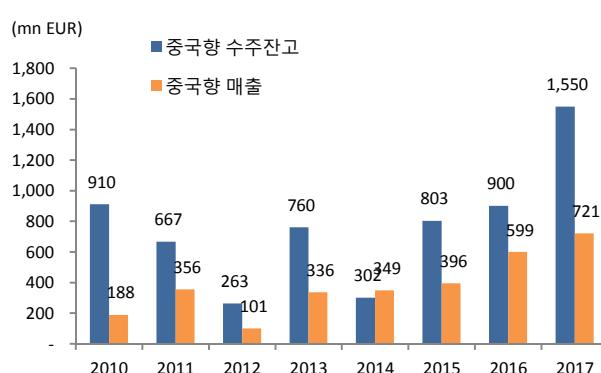
자료: ASML, 유안타증권 리서치센터

차트 4. 글로벌 메모리 생산능력과 ASML 매출 추이



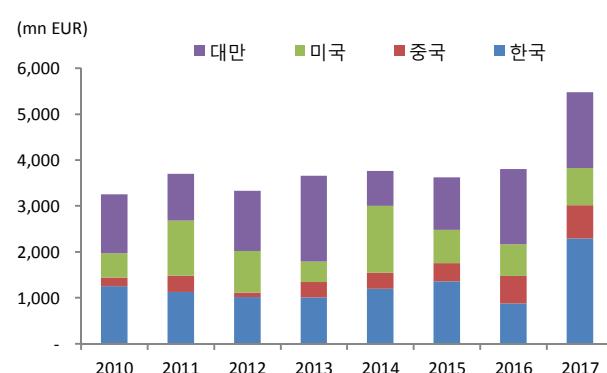
자료: 유안타증권 리서치센터

차트 5. ASML 중국향 노광 수주/매출 실적 추이



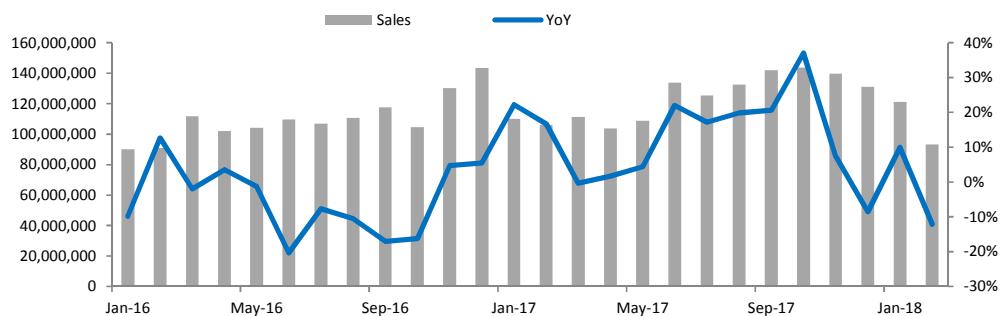
자료: ASML, 유안타증권 리서치센터

차트 6. ASML 지역별 노광기 매출 추이



자료: ASML, 유안타증권 리서치센터

차트 7. 대만 서버 ODM(Quanta, Inventec) 월매출 추이



자료: MOPS, 유안타증권 리서치센터

SK 히이닉스 출하량 추이 및 전망

(단위: mn Units)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
DRAM(1Gb Eqv.)	4,035	4,735	5,185	5,781	5,492	5,629	6,586	6,784	6,630	6,850	7,333	8,213	19,735	24,491	29,026
YoY	11%	25%	23%	38%	36%	19%	27%	17%	21%	22%	11%	21%	25%	24%	19%
QoQ	-3%	17%	10%	12%	-5%	3%	17%	3%	-2%	3%	7%	12%			
NAND(8Gb Eqv.)	4,104	6,254	7,004	6,773	6,570	6,209	7,227	8,383	8,132	8,863	10,282	11,515	24,135	28,388	38,792
YoY	15%	63%	58%	47%	60%	-1%	3%	24%	24%	43%	42%	37%	47%	18%	37%
QoQ	-11%	52%	12%	-3%	-3%	-6%	16%	16%	-3%	9%	16%	12%			

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 히이닉스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
Sales	3,656	3,941	4,244	5,358	6,290	6,692	8,100	9,028	8,521	8,821	8,977	9,405	17,199	30,110	35,723
YoY	-24%	-15%	-14%	21%	72%	70%	90.8%	69%	35%	32%	11%	4%	-8%	75%	19%
QoQ	-17%	8%	8%	26%	17%	6%	21.0%	11%	-6%	4%	2%	5%			
DRAM	2,766	2,794	2,919	3,909	4,573	5,090	6,284	6,867	6,662	6,954	7,072	7,525	12,389	22,814	28,214
NAND	758	1,026	1,157	1,319	1,462	1,471	1,666	1,957	1,738	1,745	1,781	1,755	4,261	6,556	7,019
Others	110	121	133	129	255	131	150	204	121	122	123	124	493	740	490
OP	562	453	726.0	1,536.1	2,468	3,051	3,737	4,466	4,273	4,403	4,295	4,396	3,277	13,722	17,366
YoY	-65%	-67%	-48%	55%	339%	574%	414.7%	191%	73%	44%	15%	-2%	-39%	319%	27%
QoQ	-43%	-19%	60%	112%	61%	24%	22.5%	20%	-4%	3%	-2%	2%			
DRAM	595	475	642	1,371	2,157	2,709	3,400	3,988	3,912	4,160	4,190	4,452	3,083	12,254	16,715
NAND	-53	-51	69	147	286	333	322	463	349	230	92	-69	112	1,403	603
Others	20	29	14	17	26	9	15	15	12	12	12	12	81	65	49
OPM	15%	11%	17%	29%	39%	46%	46%	49%	50%	50%	48%	47%	19%	46%	49%

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	187,980	171,980	301,100	357,228	321,505	
매출원가	105,154	107,871	127,297	141,712	148,798	
매출총이익	82,826	64,108	173,803	215,516	172,708	
판관비	29,465	31,341	36,591	41,855	43,947	
영업이익	53,361	32,767	137,212	173,662	128,761	
EBITDA	92,893	77,332	187,094	227,604	181,646	
영업외순익	-670	-603	-2,849	4,439	9,184	
외환관련순익	576	381	-4,817	-4,000	0	
이자순익	-778	-859	-781	-202	542	
관계기업관련순익	246	228	116	141	141	
기타	-715	-352	2,634	8,500	8,500	
법인세비용차감전순순익	52,691	32,165	134,364	178,101	137,945	
법인세비용	9,455	2,560	27,968	37,335	28,917	
계속사업순순익	43,236	29,605	106,396	140,766	109,028	
증단사업순순익	0	0	0	0	0	
당기순이익	43,236	29,605	106,396	140,766	109,028	
지배지분순이익	43,224	29,538	106,361	140,718	108,990	
포괄순이익	43,417	29,893	106,058	144,163	112,424	
지배지분포괄이익	43,407	29,827	106,032	144,124	112,394	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산		97,600	98,390	159,045	229,147	269,170
현금및현금성자산		11,757	6,138	10,388	80,421	129,700
매출채권 및 기타채권		26,863	32,741	55,194	58,213	52,210
재고자산		19,234	20,262	37,617	34,666	31,199
비유동자산		199,179	223,770	281,510	343,946	407,440
유형자산		169,663	187,774	239,580	301,580	363,580
관계기업등 지분관련자산		1,226	1,310	4,859	9,237	13,616
기타투자자산		1,379	1,542	660	660	660
자산총계		296,779	322,160	440,555	573,093	676,609
유동부채		48,407	41,608	57,525	58,689	71,010
매입채무 및 기타채무		31,675	30,319	34,215	35,379	47,700
단기차입금		1,479	0	1,833	1,833	1,833
유동성장기부채		8,654	7,049	4,498	4,498	4,498
비유동부채		34,495	40,316	41,832	39,548	25,962
장기차입금		15,120	20,957	22,836	20,553	6,967
사채		12,932	15,354	13,868	13,868	13,868
부채총계		82,902	81,925	99,356	98,237	96,972
지배지분		213,869	240,170	341,120	474,778	579,542
자본금		36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
자본잉여금		41,437	41,437	41,437	41,437	41,437
이익잉여금		143,590	170,666	272,666	406,323	506,842
비지배지분		8	66	78	78	95
자본총계		213,877	240,235	341,198	474,856	579,638
순차입금		-9,758	1,972	-19,295	-91,612	-154,477
총차입금		38,193	43,360	43,035	40,752	27,166

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	93,195	55,489	136,413	203,277	186,962	
당기순이익	43,236	29,605	106,396	140,766	109,028	
감가상각비	36,952	41,339	45,972	50,000	50,000	
외환손익	851	97	3,394	4,000	0	
증속,관계기업관련손익	-246	-228	-116	-141	-141	
자산부채의 증감	8,323	-14,590	-36,771	3,506	23,986	
기타현금흐름	4,080	-733	17,536	5,146	4,089	
투자활동 현금흐름	-71,255	-62,305	-123,324	-116,607	-116,607	
투자자산	-139	-187	-2,480	-4,558	-4,558	
유형자산 증가 (CAPEX)	-67,746	-59,564	-100,219	-112,000	-112,000	
유형자산 감소	2,201	1,621	2,211	0	0	
기타현금흐름	-5,571	-4,175	-22,836	-49	-49	
재무활동 현금흐름	-14,623	1,169	-3,623	-9,344	-22,058	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	-4,720	4,699	613	-2,284	-13,586	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-2,184	-3,530	-4,236	-7,060	-8,472	
기타현금흐름	-7,719	0	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	72	27	-5,216	-7,292	981	
현금의 증감	7,390	-5,619	4,250	70,034	49,278	
기초 현금	4,368	11,757	6,138	10,388	80,422	
기말 현금	11,757	6,138	10,388	80,422	129,700	
NOPLAT	53,361	32,767	137,212	173,662	128,761	
FCF	23,894	570	21,543	82,705	66,640	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

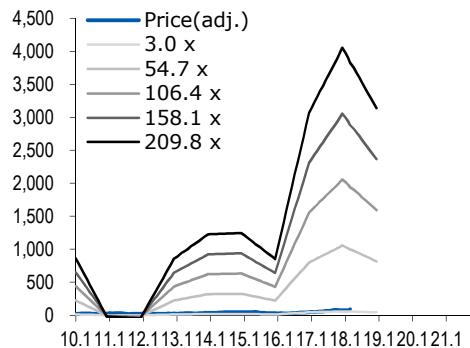
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS		5,937	4,057	14,610	19,329	14,971
BPS		30,293	34,018	48,317	67,249	82,088
EBITDAPS		12,760	10,622	25,700	31,264	24,951
SPS		25,821	23,624	41,360	49,070	44,163
DPS		500	600	1,000	1,200	1,250
PER		6.8	8.4	6.1	4.6	5.9
PBR		1.3	1.0	1.8	1.3	1.1
EV/EBITDA		3.1	3.2	3.3	2.4	2.7
PSR		1.6	1.4	2.1	1.8	2.0

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액 증가율 (%)		9.8	-8.5	75.1	18.6	-10.0
영업이익 증가율 (%)		4.4	-38.6	318.7	26.6	-25.9
지배순이익 증가율 (%)		3.0	-31.7	260.1	32.3	-22.5
매출총이익률 (%)		44.1	37.3	57.7	60.3	53.7
영업이익률 (%)		28.4	19.1	45.6	48.6	40.0
지배순이익률 (%)		23.0	17.2	35.3	39.4	33.9
EBITDA 마진 (%)		49.4	45.0	62.1	63.7	56.5
ROIC		23.3	14.1	40.6	41.0	26.6
ROA		15.3	9.5	27.9	27.8	17.4
ROE		21.9	13.0	36.6	34.5	20.7
부채비율 (%)		38.8	34.1	29.1	20.7	16.7
순차입금/자기자본 (%)		-4.6	0.8	-5.7	-19.3	-26.7
영업이익/금융비용 (배)		45.0	27.3	109.2	149.4	166.2

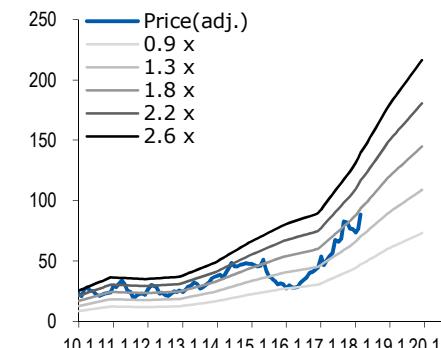
P/E band chart

(천원)

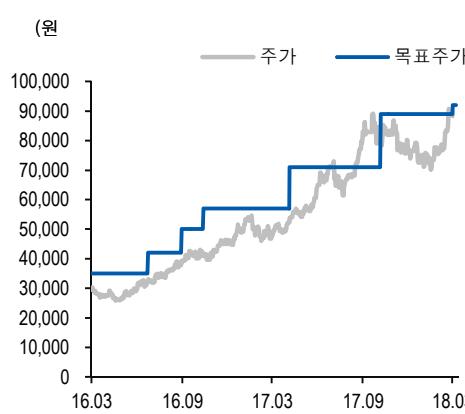


P/B band chart

(천원)



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-03-22	HOLD	92,000	1년		
2017-10-27	HOLD	89,000	1년	-11.35	-
2017-07-25	HOLD	71,000	1년	-4.27	-
2017-04-26	BUY	71,000	1년	-13.06	2.82
2016-11-02	BUY	57,000	1년	-16.30	-4.21
2016-09-19	BUY	50,000	1년	-17.84	-14.00
2016-07-13	BUY	42,000	1년	-16.92	-7.26
2016-01-13	BUY	35,000	1년	-17.70	-6.43

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점가지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.4
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	13.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-03-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.