

2018. 4. 25



▲ 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 (4.24) 82,100 원

상승여력 25.5%

KOSPI 2,464.14pt

시가총액 597,690억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 76.91%

외국인비중 49.67%

52주 최고/최저가 90,700원/52,400원

평균거래대금 3,403.4억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 3 인 20.07

국민연금 9.94

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.2 0.4 56.7

상대주가 -3.1 1.4 38.2

주가그래프



SK하이닉스 000660

업사이클의 장기화 요건 충족

- ✓ 기대치를 소폭 하회한 1Q18P 영업이익 4.37 조원은 일부 매출 인식의 지연으로 해석
- ✓ 2Q18 · 3Q18 영업이익 4.9 조원 · 5.2 조원 예상. 실적 대비 밸류에이션 과리극대화 시점
- ✓ 실적설명회 긍정적 시사점: 1) Capex 증가 사이클 불구 제한적 물량증가 예상, 2) 서버 수요의 장기 성장 전망, 3) 동사 1Xnm DRAM 과 72 단 NAND 수율 확보 및 경쟁력 확인
- ✓ Capex 증가 사이클은 이미 인지된 우려. 업황 고점 형성 조건인 1) 경쟁사의 도발, 2) 선두업체의 과욕은 감지되지 않는 상황. 투자 의견 BUY 및 적정주가 103,000 원 유지

일부 이익이 지연된 1Q18 실적 · 추가 개선은 하반기까지 가속화

1Q18P 실적은 매출 8.72 조원 (-3% QoQ), 영업이익 4.37 조원 (-2% QoQ)을 기록하며 당사 전망치를 소폭하회했다. 이는 DRAM · NAND 의 견조한 판가 상승 불구 출하량이 기대치 이하를 기록한데 기인한다. 한편 동사의 2Q18 DRAM 출하량 가이던스 (10%대 중반 증가)가 산업 내 공급증가 경쟁을 촉발시킬 수 있다는 우려가 일부 존재하나, 이는 기우에 불과하다. 단지 1H18 동사의 예정된 공급량이 1Q18 에서 2Q18 로 일부 지연 반영되는 것으로 해석해야 한다. 2Q18 동사의 실적발표회를 통해 확인된 점은 1) 산업 내 Capex 증가 추세 불구 제한적 DRAM 물량증가 추이 (신규 클린룸 확보는 대부분 내년초에나 가능), 2) 서버 수요의 장기 성장성, 3) 동사 1Xnm DRAM 과 72 단 NAND 경쟁력 회복세이다.

업황의 추가 개선 필요조건은 여전히 유효. 긍정적 시각 유지

DRAM 업황 고점을 형성한 역사적 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 감지되지 않았다. DRAM 업체들의 설비투자액 상향 추이는 이미 인지된 우려 요인으로 투자효율성의 둔화세를 감안한다면 실 공급량 증가율은 수요 증가를 하회할 전망이다. 경쟁사의 다소 공격적인 2018 공급 전망 역시 1Xnm 본격 전환 과정 중 의욕치에 미달할 가능성도 여전히 존재한다.

DRAM 업황의 추가 개선은 26 일 삼성전자 실적설명회를 통해 확인될 전망이다. 현 시점에서 '견제 전략' 보다 '이익 극대화 전략' 이 적극 구사될 가능성이 높기 때문이다. 2Q18 는 연장된 호황 속 실적 대비 밸류에이션 과리가 극대화되는 구간이다. SK 하이닉스의 BUY 투자 의견과 적정주가 103,000 원을 유지한다.

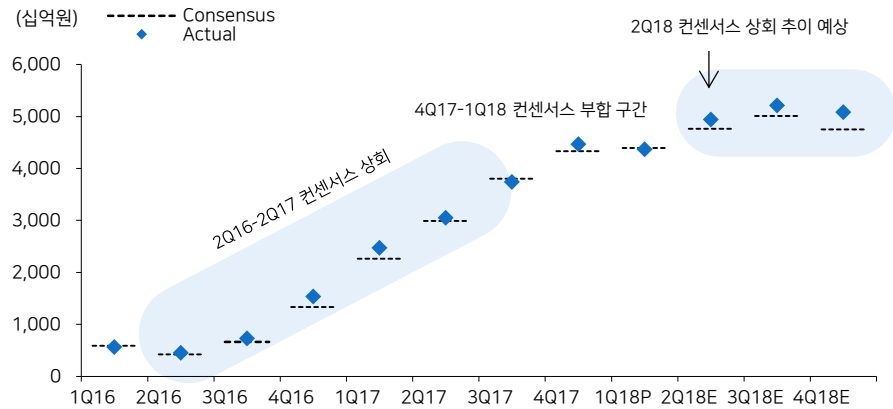
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	17,198.0	3,276.7	2,953.8	4,057	-31.7	32,990	8.4	1.03	3.2	12.3	34.1
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	5.6	1.77	3.0	31.5	34.3
2018E	40,014.1	19,597.6	15,245.5	20,942	43.3	66,422	3.9	1.24	2.0	37.1	27.9
2019E	45,494.9	20,294.4	16,516.2	22,687	8.3	86,470	3.6	0.95	1.5	29.7	25.0
2020E	51,683.8	21,646.8	18,026.7	24,762	9.1	107,933	3.3	0.76	1.0	25.5	23.8

표1 SK하이닉스 1Q18 실적 Review

(십억원)	1Q18P	4Q17	(% YoY)	1Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	8,720	6,260	39%	9,028	-3%	8,821	-1%	8,774	-1%
DRAM	6,890	4,654	48%	6,852	1%			6,743	2%
NAND	1,696	1,468	16%	1,970	-14%			1,870	-9%
영업이익	4,367	2,468	77%	4,466	-2%	4,349	0%	4,518	-3%
DRAM	4,111	2,103	96%	4,044	2%			4,136	-1%
NAND	243	345	-30%	406	-40%			365	-33%
Others	12	20	-39%	16	-25%			16	-25%
세전이익	4,291	2,370	81%	4,157	3%	4,292	0%	4,523	-5%
순이익	3,121	1,899	64%	3,220	-3%	3,303	-6%	3,573	-13%
영업이익률(%)	50%	39%		49%		49%		51%	
DRAM	60%	45%		59%				61%	
NAND	14%	24%		21%				20%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 계속되던 기대치 능가추이는 2Q18 부터 재개되며 견조한 주가를 견인할 전망



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (1Q18P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
Actual	-5%	9%	-10%	-1%
Meritz	-1%	3%	-2%	0%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

	New		Old		차이(%)	
(십억원)	2Q18E	2018E	2Q18E	2018E	2Q18E	2018E
매출액	9,984	40,014	45,495	9,474	38,325	42,907
DRAM	7,997	31,900	36,428	7,219	29,193	32,612
NAND	1,818	7,413	8,312	2,087	8,431	9,540
영업이익	4,938	19,598	20,294	4,600	18,579	20,640
DRAM	4,683	18,575	19,018	4,269	17,199	19,020
NAND	242	965	1,201	314	1,310	1,544
Others	13	58	76	17	70	76
세전이익	4,963	19,639	20,646	4,634	18,621	20,654
순이익	3,921	15,245	16,516	3,661	14,706	16,519
영업이익률	49%	49%	45%	49%	48%	48%
DRAM	59%	58%	52%	59%	59%	58%
NAND	13%	13%	14%	15%	16%	16%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	6,260	6,692	8,100	9,028	8,720	9,984	10,601	10,710	30,080	40,014	45,495
DRAM	4,654	5,051	6,249	6,852	6,890	7,997	8,467	8,546	22,806	31,900	36,428
NAND	1,468	1,472	1,669	1,970	1,696	1,818	1,952	1,947	6,578	7,413	8,312
영업이익	2,468	3,051	3,737	4,466	4,367	4,938	5,212	5,081	13,722	19,598	20,294
DRAM	2,103	2,691	3,385	4,044	4,111	4,683	4,956	4,824	12,224	18,575	19,018
NAND	345	341	333	406	243	242	243	238	1,425	965	1,201
기타	20	19	19	16	12	13	13	19	74	58	76
세전이익	2,370	3,069	3,843	4,157	4,291	4,963	5,301	5,084	13,440	19,639	20,646
당기순이익	1,899	2,469	3,056	3,219	3,121	3,921	4,188	4,017	10,642	15,245	16,516
영업이익률 (%)	39%	46%	46%	49%	50%	49%	49%	47%	46%	49%	45%
DRAM	45%	53%	54%	59%	60%	59%	59%	56%	54%	58%	52%
NAND	24%	23%	20%	21%	14%	13%	12%	12%	22%	13%	14%

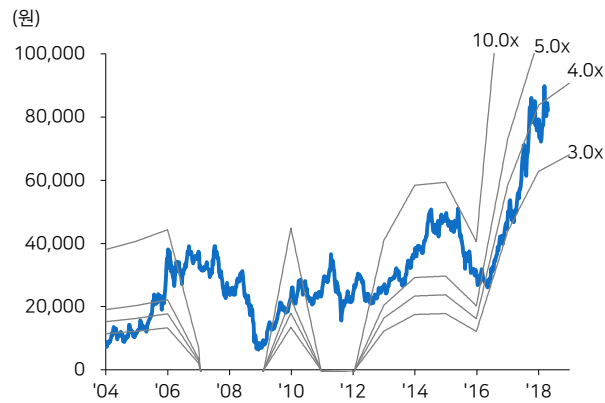
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	5,402	5,586	6,519	6,721	6,412	7,310	7,675	7,905	24,228	29,302	35,337
	% QoQ	-5%	3%	17%	3%	-5%	14%	5%	3%			
	% YoY	33%	17%	27%	19%	19%	31%	18%	18%	23%	21%	21%
	NAND	30,963	29,229	34,023	39,534	35,581	41,985	47,444	49,816	133,749	174,825	244,358
	% QoQ	-3%	-6%	16%	16%	-10%	18%	13%	5%			
ASP (1Gb, 달러)	% YoY	55%	-4%	0%	24%	15%	44%	39%	26%	15%	31%	40%
	DRAM	0.72	0.80	0.85	0.92	1.00	1.02	1.03	1.01	0.83	1.02	0.96
	% QoQ	25%	11%	6%	9%	9%	2%	1%	-2%			
	% YoY	26%	57%	67%	60%	39%	28%	22%	9%	54%	22%	-5%
	NAND	0.04	0.04	0.04	0.05	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.03
	% QoQ	15%	8%	-3%	4%	-1%	-9%	-5%	-5%			
	% YoY	24%	51%	38%	26%	8%	-9%	-11%	-19%	35%	-9%	-20%

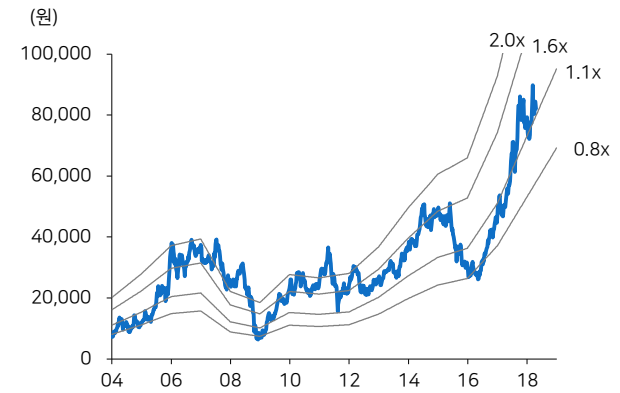
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PER 밴드



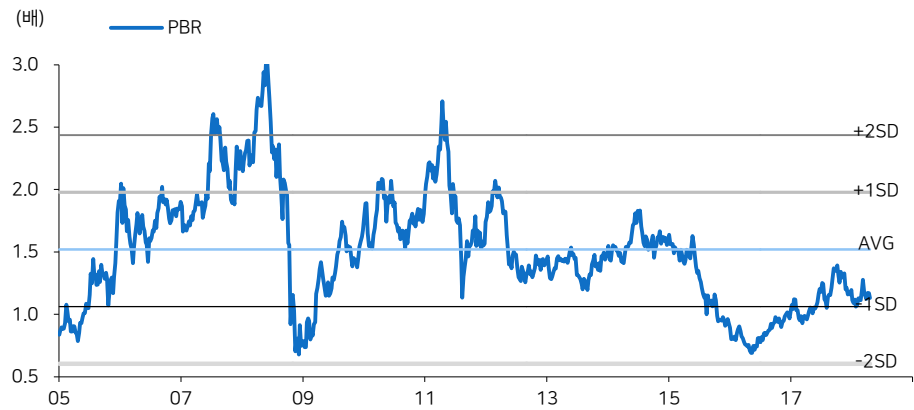
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	17,198.0	30,109.4	40,014.1	45,494.9	51,683.8
매출액증가율 (%)	-8.5	75.1	32.9	13.7	13.6
매출원가	10,787.2	12,701.8	15,562.7	19,686.1	23,772.7
매출총이익	6,410.8	17,407.6	24,451.4	25,808.8	27,911.1
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,853.9	5,514.4	6,264.3
영업이익	3,276.7	13,721.3	19,597.6	20,294.4	21,646.8
영업이익률 (%)	19.1	45.6	49.0	44.6	41.9
금융수익	-51.6	-41.0	-157.1	334.6	870.4
종속/관계기업관련손익	22.8	12.4	17.2	17.2	17.2
기타영업외손익	-28.8	-28.6	41.3	351.8	887.6
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	19,638.8	20,646.2	22,534.3
법인세비용	256.0	2,797.3	4,392.5	4,129.2	4,506.9
당기순이익	2,960.5	10,642.3	15,246.3	16,517.0	18,027.5
지배주주지분 손이익	2,953.8	10,641.5	15,245.5	16,516.2	18,026.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	5,548.9	14,690.6	21,771.0	24,938.2	27,855.2
당기순이익(손실)	2,960.5	10,642.2	15,246.3	16,517.0	18,027.5
유형자산감가상각비	4,133.9	4,618.9	6,000.0	7,500.0	8,500.0
무형자산상각비	322.6	407.4	538.3	611.5	694.7
운전자본의 증감	-1,459.0	-3,190.1	-982.0	-827.5	-962.8
투자활동 현금흐름	-6,230.5	-11,919.2	-20,116.9	-15,012.0	-15,512.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956.4	-9,128.3	-13,500.0	-12,000.0	-12,500.0
투자자산의 감소(증가)	-19.1	-137.5	-3,997.7	7.2	7.2
재무활동 현금흐름	116.9	-351.9	-595.4	-2,130.8	-2,596.4
차입금증감	469.8	71.7	110.6	-208.7	-193.8
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-561.9	2,336.2	1,058.7	7,795.5	9,746.8
기초현금	1,175.7	613.8	2,950.0	4,008.7	11,804.1
기말현금	613.8	2,950.0	4,008.7	11,804.1	21,551.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	22,000.0	33,570.0	47,316.0
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	4,008.7	11,804.1	21,551.0
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,587.5	7,459.5	8,474.0
재고자산	2,026.2	2,640.4	3,132.4	3,547.0	4,029.4
비유동자산	22,377.0	28,108.0	39,836.2	45,145.4	50,002.4
유형자산	18,777.4	24,062.6	31,562.6	36,062.6	40,062.6
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,200.6	2,080.8	1,877.7
투자자산	278.8	403.1	4,418.0	4,428.0	4,438.0
자산총계	32,216.0	45,418.4	61,836.2	78,715.4	97,318.4
유동부채	4,160.8	8,116.1	9,978.3	12,551.5	15,816.8
매입채무	696.1	758.6	900.0	1,019.1	1,157.7
단기차입금	0.0	192.7	192.7	192.7	192.7
유동성장기부채	704.9	581.1	689.4	780.6	886.8
비유동부채	4,031.6	3,481.4	3,496.7	3,207.7	2,920.5
사채	1,535.4	1,317.2	1,520.2	1,420.2	1,320.2
장기차입금	2,095.7	2,080.3	1,879.5	1,679.5	1,479.5
부채총계	8,192.5	11,597.5	13,475.0	15,759.2	18,737.3
자본금	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7	3,657.7
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
기타포괄이익누계액	-79.2	-502.3	-502.3	-502.3	-502.3
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	41,827.6	56,422.6	72,047.5
비지배주주지분	6.6	5.6	5.6	5.6	5.6
자본총계	24,023.5	33,820.9	48,361.2	62,956.2	78,581.1

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,624	41,359	54,964	62,493	70,994
EPS(지배주주)	4,057	14,617	20,942	22,687	24,762
CFPS	-772	3,209	1,454	10,708	13,388
EBITDAPS	10,622	25,752	35,901	39,019	42,364
BPS	32,990	46,449	66,422	86,470	107,933
DPS	600	1,000	2,722	3,403	3,714
배당수익률(%)	0.7	1.2	3.3	4.1	4.5
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	5.6	3.9	3.6	3.3
PCR	N/A	25.6	56.5	7.7	6.1
PSR	1.4	2.0	1.5	1.3	1.2
PBR	1.03	1.77	1.24	0.95	0.76
EBITDA	7,733	18,748	26,136	28,406	30,841
EV/EBITDA	3.2	3.0	2.0	1.5	1.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	37.1	29.7	25.5
EBITDA 이익률	34.7	80.4	67.9	60.6	60.9
부채비율	34.1	34.3	27.9	25.0	23.8
금융비용부담률	0.5	0.2	-0.2	-0.6	-1.5
이자보상배율(x)	27.3	110.7	172.7	183.9	205.4
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.6	6.5	6.5
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.4	5.9	6.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 25일 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,주민우)

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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 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)	
2016.05.02	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-35.8	-30.6	
2016.05.23	산업분석	Buy	42,000	박유악	-35.3	-30.6	
2016.06.01	산업브리프	Buy	42,000	박유악	-24.7	-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	-18.3	-14.1	
2017.12.04	산업분석	Buy	103,000	김선우	-26.2	-22.1	
2018.01.26	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-23.5	-11.9	
2018.04.25	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-	-	