

## SK하이닉스 (000660)

반도체/장비

이재윤



02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁

02 3770 5635

jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	103,000원 (U)
현재주가 (4/24)	82,100원
상승여력	25%

시가총액	597,690억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	3,403억원
60일 평균 거래량	4,218,777주
52주 고	90,700원
52주 저	52,400원
외인지분율	49.67%
주요주주	SK 텔레콤 외 3 인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.2)	13.4	56.7
상대	(3.1)	16.8	38.2
절대(달러환산)	0.0	13.5	65.6

## B2B 시장 확대: 안정적, 장기 상승 Cycle 진입

## 1Q18 영업이익 4.37조원으로 당사 추정치 부합

지난 1분기 매출액과 영업이익은 각각 8.7조원(YoY 39%, QoQ -3.4%), 4.37조원(YoY 77%, QoQ -2.2%, OPM 50%)으로 견조한 실적을 달성했다. 비수기임에도 불구하고 DRAM 가격 상승이 확대됐고, NAND가격 하락 폭이 제한적이었기 때문이다.

동사의 1분기 DRAM/NAND B/G는 각각 -5%/-10%로, ASP는 각각 +9%/-1%수준으로 발표됐다.

## 2Q18 분기 매출 10조원 돌파, 영업이익 5.2조원에 달할 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 10조원(YoY 51%, QoQ 16%), 5.2조원(YoY 69%, QoQ 18%, OPM 51%)으로 실적 모멘텀이 강화될 것이다. DRAM가격 상승 폭은 다소 둔화될 전망이나, DRAM과 NAND 모두 출하량이 성장세로 전환될 것으로 예상되기 때문이다. 동사의 2분기 DRAM/NAND B/G는 각각 +14%/+20%로, ASP는 각각 +5%/-7%로 추정한다.

## 메모리반도체 수요가 B2B 시장으로 전환되는 시점, 투자의견 'BUY'로 상향

당사 리서치센터는 17년 3분기부터 동사에 대한 보수적인 접근을 권고했다. 2017년 업황 호조는 'Supply Driven'이었고, 올해부터는 'Demand Driven'이라는 새로운 Catalyst가 요구되는 가운데 1) 메모리 핵심장비인 노광장비 수주 잔고가 급증했고, 2) 수요를 뒷받침하고 있던 Server DRAM 비중이 30% 미만(17년 기준)이었기 때문에 전체 수요를 견인하기에는 역부족이라 판단했기 때문이다.

▶ 하지만 올해 들어 DRAM 시장에서 Server가 차지하는 비중이 30%를 넘어섰고, Data Center 시장 관련 구체적인 근거가 제시되고 있어 이제는 'Demand Driven'이라는 새로운 기폭제가 주가 상승을 견인할 전망이다. 즉, 최근 들어 조사되고 있는 데이터에 따르면 Cloud 및 통신 서비스 업체형 서버 수요가 빠른 속도로 증가할 것으로 기대되고 있기 때문에 공급증가에 대한 우려보다는 메모리반도체 수요 호조에 대한 기대가 부각될 것이다.

▶ 무엇보다도 역사적으로 DRAM 수요 Cycle을 견인했던 Application은 PC, 스마트폰과 같은 B2C 시장이었지만 이제는 Data Center라는 B2B 시장이라는 점에 주목해야 한다. B2B 시장은 B2C 대비 수요 Cycle이 길게 나타날 것이기 때문이다. DRAM의 전방산업의 중심 축이 B2C에서 B2B로 전환되면서 과거와는 달리 장기 공급 계약 비중도 확대되고 있는 추세다. 그만큼 산업 수요에 대한 안정성도 부각될 것이다.

동사에 대한 목표주가를 92,000원에서 103,000원으로 상향하고 투자의견도 'HOLD'에서 'BUY'로 상향한다. 목표주가 103,000원은 18년 예상 BPS에 PBR 1.4배(12년~17년 평균)를 적용해 산출했다.

## Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	101,045	51.0	15.9	96,238	5.0
영업이익	51,510	68.8	18.0	48,544	6.1
세전계속사업이익	50,041	63.0	16.6	48,475	3.2
지배순이익	38,797	57.2	24.3	37,799	2.6
영업이익률 (%)	51.0	+5.4 %pt	+0.9 %pt	50.4	+0.6 %pt
지배순이익률 (%)	38.4	+1.5 %pt	+2.6 %pt	39.3	-0.9 %pt

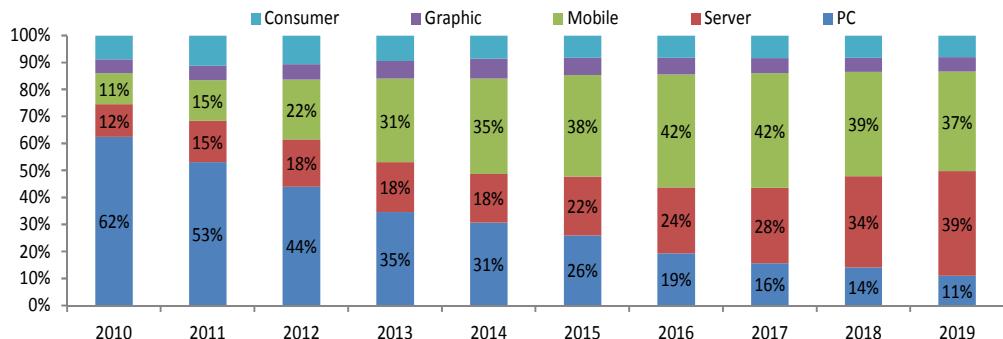
자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	171,980	301,094	411,782	462,831
영업이익	32,767	137,213	207,102	229,643
지배순이익	29,538	106,415	153,499	174,519
PER	8.4	4.4	3.9	3.4
PBR	1.0	1.3	1.2	0.9
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.9	1.5
ROE	13.0	36.8	37.3	30.8

자료: 유안타증권

## Server DRAM 시장 비중 확대

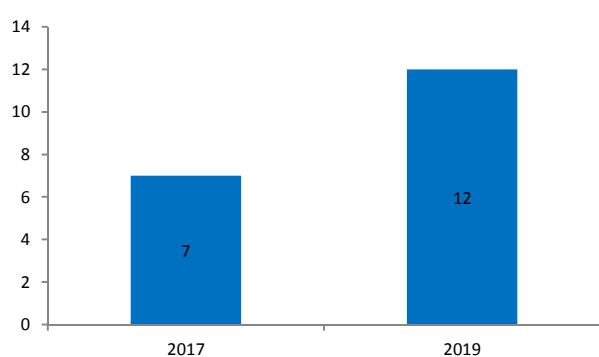


자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

2011년까지 DRAM 산업은 PC시장이 견인했다. 2012년부터는 스마트폰 확산에 힘입어 Mobile 시장이 DRAM 수요의 기폭제로 작용해 왔다. 2017년 기준 DRAM 시장에서 PC가 차지하는 비중은 16%로 하락했고 Mobile 비중은 여전히 42%에 달한다. 올해부터 Cloud service, 통신사업자들이 Data Center 구축에 적극적으로 가담하면서 Server가 DRAM 시장에 중추적 역할을하게 될 것이다. 2019년에는 DRAM 시장에서 Server가 차지하는 비중이 39%에 달하며 Mobile 비중을 압도할 전망이다.

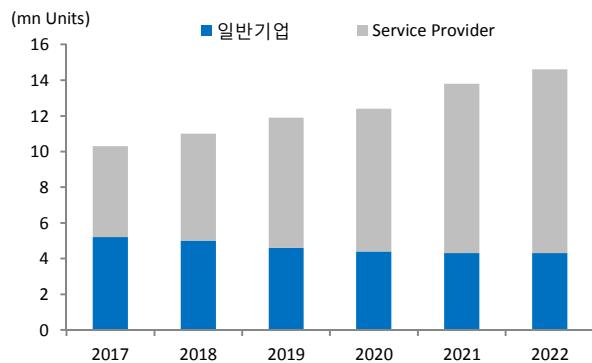
즉, DRAM 시장의 수요 중심 축이 B2C에서 B2B로 전환되면서 안정적이고 장기적인 성장 Cycle이 예상된다.

## Cloud Service 제공업체 수



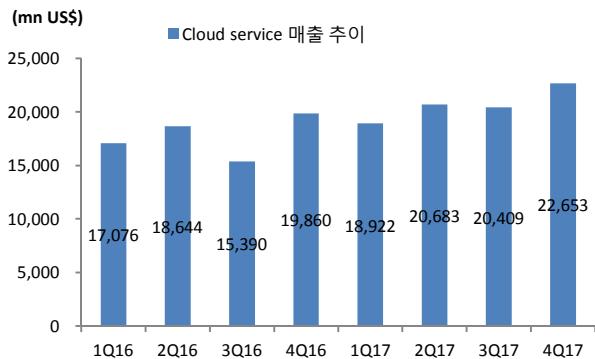
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 Cloud 및 통신 서비스 업체 향 서버 수요



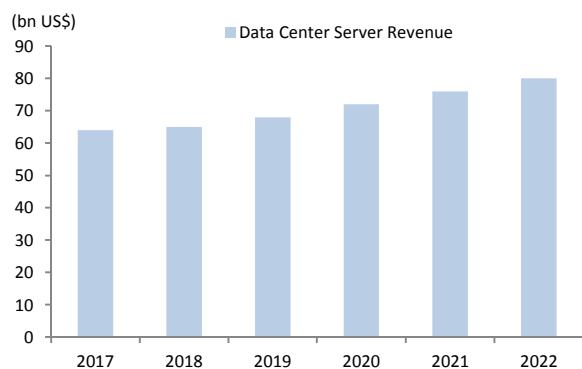
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 4개사 클라우드 서비스 매출 추이



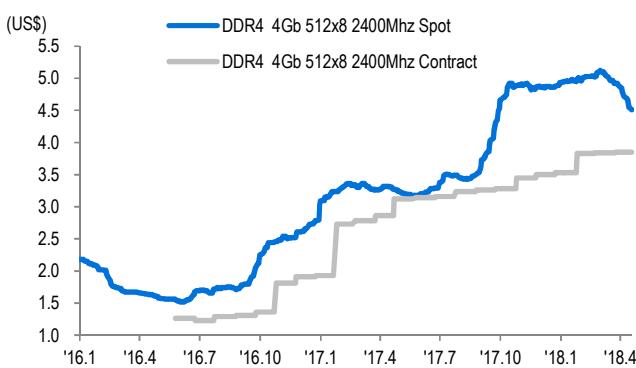
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Data Center Server 매출액 전망



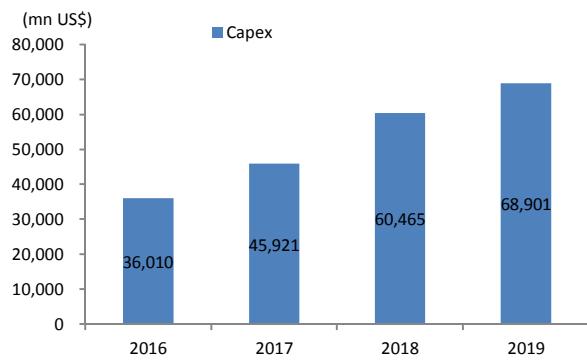
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

## 차트 1. DRAM 가격 추이



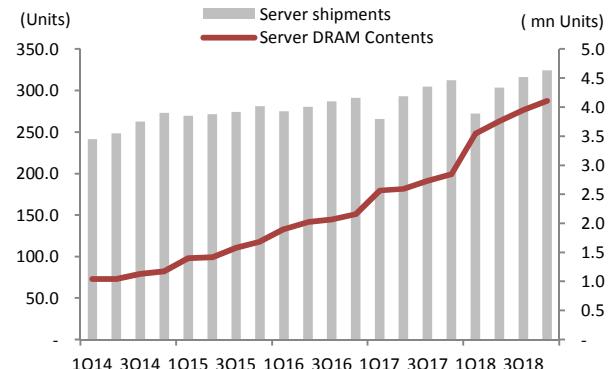
자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 6개 IT software 업체들의 Capex 추이 및 전망



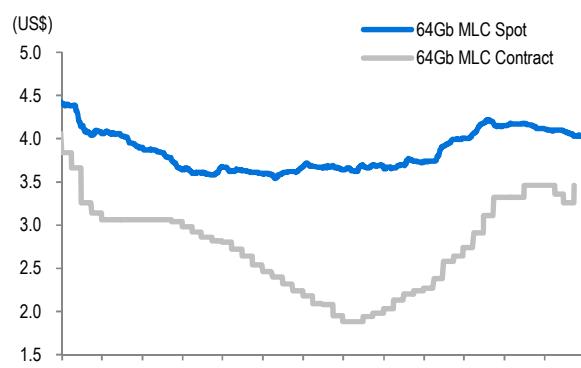
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## Server 출하량과 DRAM contents 추이 및 전망



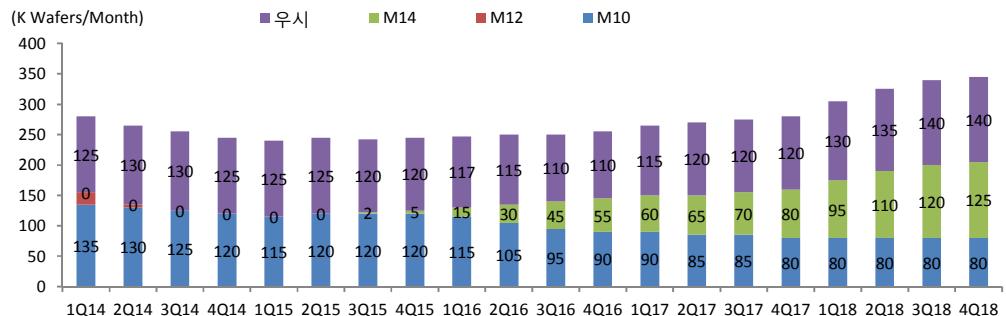
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

## 차트 2. NAND 가격 추이



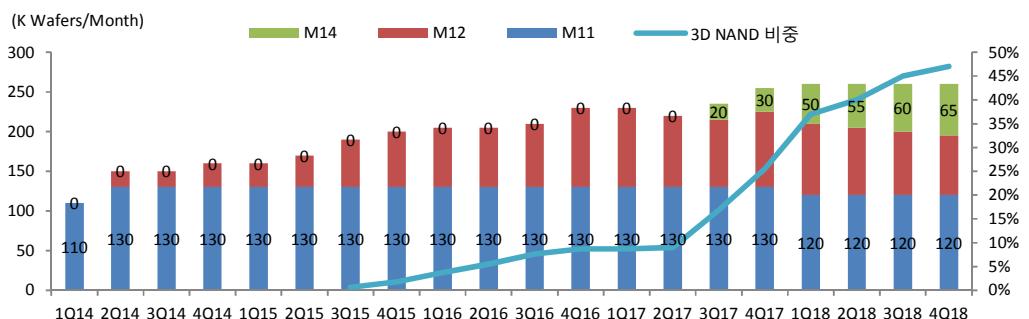
자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

## SK 하이닉스 DRAM Wafer Capacity 전망



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

## SK 하이닉스 NAND Wafer Capacity 전망



자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

## SK 하이닉스 출하량 추이 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	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	6,444	7,347	7,861	8,333	19,735	24,491	29,985
YoY	11%	25%	23%	38%	36%	19%	27%	17%	17%	31%	19%	23%	25%	24%	22%
QoQ	-3%	17%	10%	12%	-5%	3%	17%	3%	-5%	14%	7%	6%			
NAND(8Gb Eqv.)	4,104	6,254	7,004	6,773	6,570	6,209	7,227	8,383	7,545	9,054	11,046	12,592	24,135	28,388	40,236
YoY	15%	63%	58%	47%	60%	-1%	3%	24%	15%	46%	53%	50%	47%	18%	42%
QoQ	-11%	52%	12%	-3%	-3%	-6%	16%	16%	-10%	20%	22%	14%			

자료: 유안타증권 리서치센터

## SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
Sales	<b>3,656</b>	<b>3,941</b>	<b>4,244</b>	<b>5,358</b>	<b>6,290</b>	<b>6,692</b>	<b>8,100</b>	<b>9,028</b>	<b>8,720</b>	<b>10,104</b>	<b>11,056</b>	<b>11,298</b>	<b>17,199</b>	<b>30,110</b>	<b>41,178</b>
YoY	-24%	-15%	-14%	21%	72%	70%	90.8%	69%	39%	51%	37%	25%	-8%	75%	37%
QoQ	-17%	8%	8%	26%	17%	6%	21.0%	11%	-3%	16%	9%	2%			
DRAM	2,766	2,794	2,919	3,909	4,573	5,090	6,284	6,867	6,853	8,125	8,781	8,842	12,389	22,814	32,601
NAND	758	1,026	1,157	1,319	1,462	1,471	1,666	1,957	1,680	1,857	2,153	2,331	4,261	6,556	8,021
Others	110	121	133	129	255	131	150	204	187	122	123	124	493	740	556
OP	<b>562</b>	<b>453</b>	<b>726.0</b>	<b>1,536.1</b>	<b>2,468</b>	<b>3,051</b>	<b>3,737</b>	<b>4,466</b>	<b>4,367</b>	<b>5,151</b>	<b>5,616</b>	<b>5,577</b>	<b>3,277</b>	<b>13,722</b>	<b>20,710</b>
YoY	-65%	-67%	-48%	55%	339%	574%	414.7%	191%	77%	69%	50%	25%	-39%	319%	51%
QoQ	-43%	-19%	60%	112%	61%	24%	22.5%	20%	-2%	18%	9%	-1%			
DRAM	595	475	642	1,371	2,157	2,709	3,400	3,988	4,026	4,888	5,376	5,366	3,083	12,254	19,656
NAND	-53	-51	69	147	286	333	322	463	319	251	227	198	112	1,403	995
Others	20	29	14	17	26	9	15	15	12	12	12	12	81	65	59
OPM	15%	11%	17%	29%	39%	46%	46%	49%	50%	51%	51%	49%	19%	46%	50%

자료: 유안타증권 리서치센터

## SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	171,980	301,094	411,782	462,831	485,972
매출원가	107,871	127,018	157,313	182,387	191,507
매출총이익	64,108	174,076	254,469	280,443	294,465
판관비	31,341	36,863	47,367	50,800	55,880
영업이익	32,767	137,213	207,102	229,643	238,585
EBITDA	77,332	187,476	261,084	282,603	290,730
영업외손익	-603	-2,818	-4,978	-995	-363
외환관련손익	381	-2,316	-4,000	0	0
이자손익	-859	-696	-150	583	1,215
관계기업관련손익	228	124	924	174	174
기타	-352	71	-1,752	-1,752	-1,752
법인세비용차감전순손익	32,165	134,396	202,124	228,648	238,222
법인세비용	2,560	27,973	48,622	54,127	56,393
계속사업순손익	29,605	106,422	153,502	174,521	181,828
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	29,605	106,422	153,502	174,521	181,828
지배지분순이익	29,538	106,415	153,499	174,519	181,827
포괄순이익	29,893	102,202	141,369	162,387	169,695
지배지분포괄이익	29,827	102,211	141,391	162,416	169,725

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

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	98,390	173,104	242,511	328,941	411,892
현금및현금성자산	6,138	29,500	73,083	146,073	222,965
매출채권 및 기타채권	32,741	55,875	71,593	80,281	84,039
재고자산	20,262	26,404	36,511	41,262	43,325
비유동자산	223,770	281,080	358,784	438,339	518,710
유형자산	187,774	240,626	321,796	403,796	485,796
관계기업등 지분관련자산	1,310	3,599	4,114	4,630	5,146
기타투자자산	1,542	546	546	546	546
자산총계	322,160	454,185	601,295	767,280	930,602
유동부채	41,608	81,161	83,914	85,263	104,717
매입채무 및 기타채무	30,319	48,642	51,394	52,744	72,198
단기차입금	0	1,927	1,927	1,927	1,927
유동성장기부채	7,049	5,811	5,811	5,811	5,811
비유동부채	40,316	34,814	32,734	32,734	33,150
장기차입금	20,957	20,803	18,723	18,723	19,139
사채	15,354	13,172	13,172	13,172	13,172
부채총계	81,925	115,975	116,647	117,997	137,867
지배지분	240,170	338,153	484,592	649,227	792,666
자본금	36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
자본잉여금	41,437	41,437	41,437	41,437	41,437
이익잉여금	170,666	272,873	419,311	583,947	751,653
비지배지분	66	56	56	56	69
자본총계	240,235	338,209	484,648	649,283	792,735
순차입금	1,972	-43,863	-89,526	-162,517	-238,992
총차입금	43,360	41,713	39,632	39,632	40,048

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	55,489	146,906	187,611	214,221	246,197
당기순이익	29,605	106,422	153,502	174,521	181,828
감가상각비	41,339	46,189	50,000	50,000	50,000
외환손익	97	-647	4,000	0	0
종속,관계기업관련손익	-228	-124	-174	-174	-174
자산부채의 증감	-14,590	-31,901	-24,873	-14,254	11,230
기타현금흐름	-733	26,967	5,155	4,128	3,313
투자활동 현금흐름	-62,305	-119,192	-131,150	-131,972	-131,972
투자자산	-187	-1,371	-21	-21	-21
유형자산 증가 (CAPEX)	-59,564	-91,283	-131,170	-132,000	-132,000
유형자산 감소	1,621	2,449	0	0	0
기타현금흐름	-4,175	-28,986	41	49	49
재무활동 현금흐름	1,169	-3,519	-9,140	-9,884	-13,704
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	4,699	717	-2,080	0	416
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-3,530	-4,236	-7,060	-9,884	-14,120
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	27	-833	-3,738	626	-23,630
현금의 증감	-5,619	23,362	43,583	72,991	76,891
기초 현금	11,757	6,138	29,500	73,083	146,073
기말 현금	6,138	29,500	73,083	146,073	222,964
NOPLAT	32,767	137,213	207,102	229,643	238,585
FCF	570	35,731	55,222	81,987	113,480

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

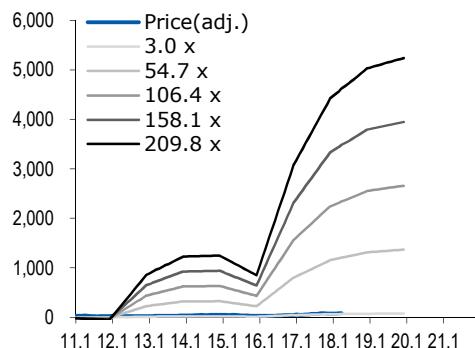
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,057	14,617	21,085	23,972	24,976
BPS	34,018	47,897	68,639	91,958	112,275
EBITDAPS	10,622	25,752	35,863	38,819	39,935
SPS	23,624	41,359	56,563	63,575	66,754
DPS	600	1,000	1,400	2,000	2,000
PER	8.4	4.4	3.9	3.4	3.3
PBR	1.0	1.3	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.9	1.5	1.2
PSR	1.4	1.6	1.5	1.3	1.2
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-8.5	75.1	36.8	12.4	5.0
영업이익 증가율 (%)	-38.6	318.7	50.9	10.9	3.9
지배순이익 증가율 (%)	-31.7	260.3	44.2	13.7	4.2
매출총이익률 (%)	37.3	57.8	61.8	60.6	60.6
영업이익률 (%)	19.1	45.6	50.3	49.6	49.1
지배순이익률 (%)	17.2	35.3	37.3	37.7	37.4
EBITDA 마진 (%)	45.0	62.3	63.4	61.1	59.8
ROIC	14.1	42.9	48.0	41.4	36.3
ROA	9.5	27.4	29.1	25.5	21.4
ROE	13.0	36.8	37.3	30.8	25.2
부채비율 (%)	34.1	34.3	24.1	18.2	17.4
순차입금/자기자본 (%)	0.8	-13.0	-18.5	-25.0	-30.2
영업이익/금융비용 (배)	27.3	110.7	186.0	206.9	212.7

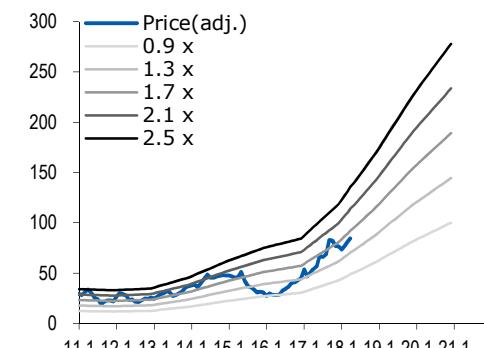
## P/E band chart

(천원)



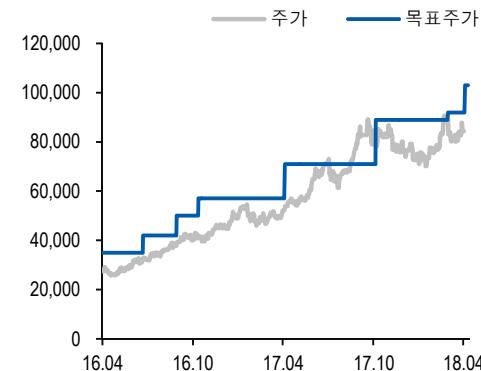
## P/B band chart

(천원)



## SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-04-25	BUY	103,000	1년	-	-
2018-03-22	HOLD	92,000	1년	-10.32	-
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: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.0
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-04-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 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.