



하나금융그룹

2018년 7월 27일 | Equity Research

SK하이닉스 (000660)

극심한 저평가 구간

2Q18 Review: 영업이익 5.57조원으로 컨센서스 상회

SK하이닉스의 18년 2분기 매출액은 10.37조원(QoQ +19%, YoY +55%), 영업이익은 5.57조원(QoQ +28%, YoY +83%)으로 각각 컨센서스를 2%, 5% 상회하는 호실적을 달성했다. DRAM의 bit 출하는 가이던스에 부합하는 전분기대비 15% 증가했고, 가격은 전 제품군에서 골고루 올라 4% 상승했다. NAND의 bit 출하도 가이던스에 부합하는 전분기대비 19% 증가했는데, 업계의 공급 증가폭이 커서 가격은 9% 하락했다.

3Q18 Preview: 영업이익 6조원 돌파 전망

SK하이닉스의 18년 3분기 매출액은 11.77조원(QoQ +13%, YoY +45%), 영업이익은 6.31조원(QoQ +13%, YoY +69%)으로 전망한다. 스마트폰 성수기 진입과 여전히 견조한 서버 수요 등으로 인해 DRAM 가격의 상승세는 유지될 것으로 추정한다. 그래픽카드 가격 하락으로 인해 게이밍 PC향 DRAM 수요가 야기된 것도 긍정적이다. 18년 3분기 실적의 관전 포인트는 NAND의 수익성이라는 판단이다. 72단 3D NAND 적용한 엔터프라이즈향 SSD 출하 증가가 NAND의 가격 하락분을 얼마나 상쇄할 수 있느냐를 확인할 수 있기 때문이다.

체력은 무시하고, 우려에만 민감하게 반응

SK하이닉스에 대한 투자의견 'BUY' 와 목표주가 120,000원을 유지한다. NAND의 가격 하락에 따른 실적 우려가 상존한다. 다만 NAND의 이익기여도는 8% 수준이기 때문에 실적에 미치는 영향은 제한적이다. DRAM 업황의 고점 논란이 붉어지고 있는데, DRAM의 가격 하락이 있더라도 과거처럼 1~2년간 지속될 가능성은 높지 않다고 생각된다. 18년 4분기 혹은 19년 1분기 스마트폰 재고조정 및 비수기로 인한 수요 감소 구간에서 일시적 가격 하락을 예상한다. 장기 공급 계약 기반의 서버 수요가 2019년까지 견조한 것으로 파악되어 기존과 다른 업황 전개 가능성이 높다는 판단이다. 과거대비 레벨업한 영업이익 체력을 보유함에도 Trailing PER 기준 4.7배 하회는 과도하다.

Update

BUY

| TP(12M): 120,000원 | CP(7월 26일): 83,100원

Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,289.06		
52주 최고/최저(원)	95,300/61,400		
시가총액(십억원)	60,497.0		
시가총액비중(%)	5.02		
발행주식수(천주)	728,002.4		
60일 평균 거래량(천주)	3,469.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	303.2		
18년 배당금(예상,원)	1,300		
18년 배당수익률(예상,%)	1.56		
외국인지분율(%)	50.80		
주요주주 지분율(%)			
SK텔레콤 외 3 인	20.07		
국민연금	10.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(1.4) 10.1 24.4		
상대	1.2 23.8 32.3		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	17,198.0	30,109.4	42,375.1	45,689.7	49,114.1
영업이익	십억원	3,276.7	13,721.3	22,362.6	24,152.0	25,693.7
세전이익	십억원	3,216.5	13,439.6	22,616.7	24,406.6	25,945.6
순이익	십억원	2,953.8	10,641.5	16,884.9	18,220.5	19,369.5
EPS	원	4,057	14,617	23,194	25,028	26,606
증감률	%	(31.7)	260.3	58.7	7.9	6.3
PER	배	11.02	5.23	3.58	3.32	3.12
PBR	배	1.31	1.61	1.21	0.90	0.71
EV/EBITDA	배	4.23	2.74	1.79	1.33	0.87
ROE	%	13.01	36.80	40.58	31.39	25.59
BPS	원	34,051	47,510	68,912	92,679	117,346
DPS	원	600	1,000	1,300	2,000	2,200



Analyst 김록호

02-3771-7523

roko.kim@hanafn.com

RA 이진우

02-3771-7775

jinwlee@hanafn.com

하나금융투자

표 1. SK하이닉스의 분기별 실적 전망 (수정 후)

(단위: 십억원)

실적 전망	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	
Bit Growth(%)	DRAM -4%	2%	16%	4%	-5%	15%	7%	0%	25%	22%	21%	
	NAND -3%	-7%	18%	16%	-11%	19%	34%	4%	18%	44%	37%	
ASP(\$)	DRAM 0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	0.8	1.1	1.0	
	NAND 0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6	0.4	
ASP Growth(%)	DRAM 24%	10%	6%	9%	9%	4%	1%	0%	51%	26%	-10%	
	NAND 15%	7%	-3%	4%	-2%	-9%	-10%	-10%	34%	-12%	-30%	
매출액 (십억원)	DRAM 4,623	5,086	6,237	6,950	6,926	8,339	9,313	9,252	22,896	33,830	37,159	
	NAND 1,510	1,472	1,701	1,987	1,693	1,865	2,320	2,143	6,670	8,020	7,947	
	Others 157	134	162	90	101	168	132	124	544	525	583	
	합계	6,290	6,692	8,100	9,028	8,720	10,371	11,765	30,110	42,375	45,690	
매출액 QoQ Growth%	DRAM 19%	10%	23%	11%	0%	20%	12%	-1%	85%	48%	10%	
	NAND 11%	-3%	16%	17%	-15%	10%	24%	-8%	54%	20%	-1%	
	Others 28%	-15%	21%	-44%	11%	67%	-22%	-6%	14%	-3%	11%	
	합계	17%	6%	21%	11%	-3%	19%	13%	75%	41%	8%	
영업이익 (십억원)	DRAM 2,189	2,669	3,356	3,900	3,950	5,156	5,879	5,779	12,114	20,765	22,719	
	NAND 272	370	364	561	414	407	434	325	1,567	1,580	1,404	
	Others 6	11	16	5	3	11	1	2	39	18	29	
	합계	2,467	3,050	3,737	4,466	4,368	5,575	6,314	13,721	22,363	24,152	
영업이익률	DRAM 47%	52%	54%	56%	57%	62%	63%	62%	53%	61%	61%	
	NAND 18%	25%	21%	28%	24%	22%	19%	15%	23%	20%	18%	
	Others 4%	8%	10%	6%	3%	7%	1%	2%	7%	3%	5%	
	합계	39%	46%	46%	49%	50%	54%	54%	46%	53%	53%	
감가상각비		1,291	1,346	1,307	1,338	1,446	1,572	1,719	5,281	6,877	7,694	
EBITDA		3,758	4,396	5,044	5,804	5,814	7,147	8,034	8,246	19,002	29,240	31,846
EBITDA Margin %		60%	66%	62%	64%	67%	69%	68%	63%	69%	70%	

자료: SK하이닉스, 하나금융투자

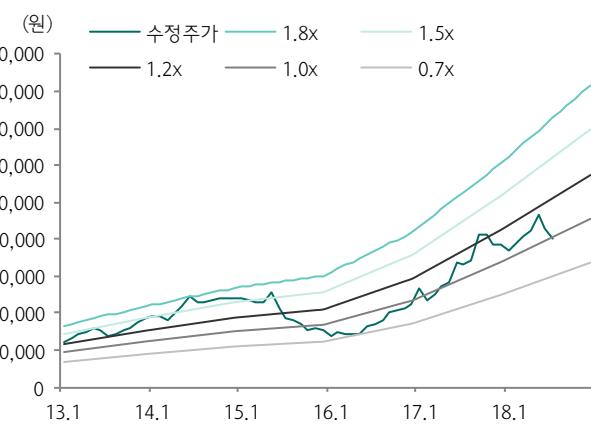
표 2. SK하이닉스의 분기별 실적 전망 (수정 전)

(단위: 십억원)

실적 전망	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F	
Bit Growth(%)	DRAM -4%	2%	16%	4%	-5%	14%	9%	4%	25%	22%	20%	
	NAND -3%	-7%	18%	16%	-11%	20%	19%	9%	18%	37%	42%	
ASP(\$)	DRAM 0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	0.8	1.1	1.0	
	NAND 0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6	0.5	
ASP Growth(%)	DRAM 24%	10%	6%	9%	9%	3%	1%	0%	51%	25%	-10%	
	NAND 15%	7%	-3%	4%	-2%	-7%	-10%	-10%	34%	-11%	-24%	
매출액 (십억원)	DRAM 4,623	5,086	6,237	6,950	6,926	8,135	8,960	9,348	22,896	33,369	35,468	
	NAND 1,510	1,472	1,701	1,987	1,693	1,889	2,041	2,000	6,670	7,623	8,257	
	Others 157	134	162	90	101	118	116	106	544	440	479	
	합계	6,290	6,692	8,100	9,028	8,720	10,142	11,116	11,454	30,110	41,432	44,204
매출액 QoQ Growth%	DRAM 19%	10%	23%	11%	0%	17%	10%	4%	85%	46%	6%	
	NAND 11%	-3%	16%	17%	-15%	12%	8%	-2%	54%	14%	8%	
	Others 28%	-15%	21%	-44%	11%	17%	-2%	-8%	14%	-19%	9%	
	합계	17%	6%	21%	11%	-3%	16%	10%	75%	38%	7%	
영업이익 (십억원)	DRAM 2,189	2,669	3,356	3,900	3,950	4,810	5,503	5,636	12,114	19,898	21,072	
	272	370	364	561	414	377	287	124	1,567	1,201	1,174	
	Others 6	11	16	5	4	17	17	21	39	59	49	
	합계	2,467	3,050	3,737	4,466	4,367	5,204	5,807	5,781	13,721	21,158	22,294
영업이익률	DRAM 47%	52%	54%	56%	57%	59%	61%	60%	53%	60%	59%	
	NAND 18%	25%	21%	28%	24%	20%	14%	6%	23%	16%	14%	
	Others 4%	8%	10%	6%	4%	14%	15%	20%	7%	13%	10%	
	합계	39%	46%	46%	49%	50%	51%	52%	50%	46%	51%	50%
감가상각비		1,291	1,346	1,307	1,338	1,446	1,582	1,648	1,915	5,281	6,591	7,123
EBITDA		3,758	4,396	5,044	5,804	5,814	6,786	7,455	7,696	19,002	27,750	29,417
EBITDA Margin %		60%	66%	62%	64%	67%	67%	67%	63%	67%	67%	

자료: SK하이닉스, 하나금융투자

그림 1. SK하이닉스의 PBR밴드



자료: WiseFn, 하나금융투자

그림 2. SK하이닉스의 Trailing PER 밴드



자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

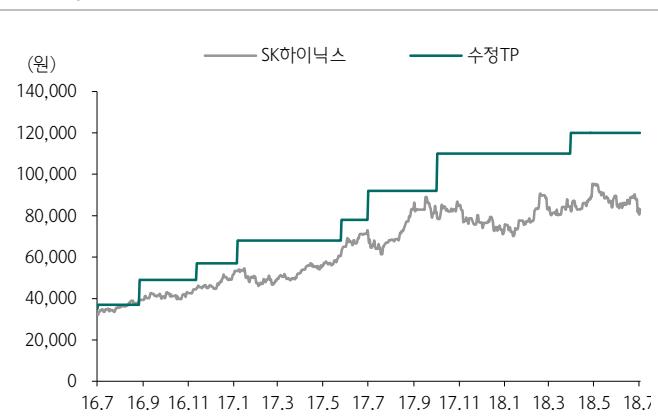
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		17,198.0	30,109.4	42,375.1	45,689.7	49,114.1
매출원가		10,787.1	12,701.8	15,586.8	16,170.2	17,477.4
매출총이익		6,410.9	17,407.6	26,788.3	29,519.5	31,636.7
판관비		3,134.1	3,686.3	4,425.7	5,367.5	5,942.9
영업이익		3,276.7	13,721.3	22,362.6	24,152.0	25,693.7
금융손익		(31.4)	(253.1)	(285.4)	47.9	144.1
종속/관계기업손익		22.8	12.4	562.9	273.9	148.1
기타영업외손익		(51.6)	(41.0)	(23.4)	(67.2)	(40.3)
세전이익		3,216.5	13,439.6	22,616.7	24,406.6	25,945.6
법인세		256.0	2,797.3	5,724.7	6,178.5	6,568.1
계속사업이익		2,960.5	10,642.2	16,891.9	18,228.1	19,377.5
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		2,960.5	10,642.2	16,891.9	18,228.1	19,377.5
비지배주주지분		6.7	0.7	7.0	7.6	8.0
순이익						
지배주주순이익		2,953.8	10,641.5	16,884.9	18,220.5	19,369.5
지배주주지분포괄이익		2,982.7	10,221.1	16,994.0	18,222.4	19,371.5
NOPAT		3,016.0	10,865.3	16,702.2	18,038.0	19,189.4
EBITDA		7,733.2	18,747.6	29,242.0	31,616.6	33,605.0
성장률(%)						
매출액증가율		(8.5)	75.1	40.7	7.8	7.5
NOPAT증가율		(31.1)	260.3	53.7	8.0	6.4
EBITDA증가율		(16.8)	142.4	56.0	8.1	6.3
영업이익증가율		(38.6)	318.8	63.0	8.0	6.4
(지배주주순익증가율)		(31.7)	260.3	58.7	7.9	6.3
EPS증가율		(31.7)	260.3	58.7	7.9	6.3
수익성(%)						
매출총이익률		37.3	57.8	63.2	64.6	64.4
EBITDA이익률		45.0	62.3	69.0	69.2	68.4
영업이익률		19.1	45.6	52.8	52.9	52.3
계속사업이익률		17.2	35.3	39.9	39.9	39.5
투자자표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		4,057	14,617	23,194	25,028	26,606
BPS		34,051	47,510	68,912	92,679	117,346
CFPS		10,915	25,499	40,492	43,708	46,265
EBITDAPS		10,622	25,752	40,167	43,429	46,160
SPS		23,624	41,359	58,207	62,760	67,464
DPS		600	1,000	1,300	2,000	2,200
주가지표(배)						
PER		11.0	5.2	3.6	3.3	3.1
PBR		1.3	1.6	1.2	0.9	0.7
PCFR		4.1	3.0	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA		4.2	2.7	1.8	1.3	0.9
PSR		1.9	1.8	1.4	1.3	1.2
재무비율(%)						
ROE		13.0	36.8	40.6	31.4	25.6
ROA		9.5	27.4	31.2	25.4	21.6
ROIC		13.4	39.6	45.3	38.9	36.6
부채비율		34.1	34.3	26.9	20.8	17.0
순부채비율		0.8	(13.0)	(16.7)	(27.5)	(36.9)
이자보상배율(배)		27.3	110.7	222.9	233.5	247.5

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		9,839.0	17,310.4	23,803.3	34,813.7	48,625.6
금융자산		4,138.8	8,557.5	12,636.2	22,773.2	35,682.9
현금성자산		613.8	2,950.0	5,481.2	15,058.6	27,390.0
매출채권 등		3,274.1	5,587.5	7,129.4	7,687.1	8,263.2
재고자산		2,026.2	2,640.4	3,369.1	3,632.6	3,904.9
기타유동자산		399.9	525.0	668.6	720.8	774.6
비유동자산		22,377.0	28,108.0	38,905.7	45,782.4	50,413.9
투자자산		285.2	414.5	528.8	570.2	612.9
금융자산		154.2	54.6	69.7	75.1	80.7
유형자산		18,777.4	24,062.6	34,131.5	40,316.2	44,188.8
무형자산		1,915.6	2,247.3	2,840.1	3,490.7	4,207.0
기타비유동자산		1,398.8	1,383.6	1,405.3	1,405.3	1,405.2
자산총계		32,216.0	45,418.5	62,708.9	80,596.1	99,039.6
유동부채		4,160.8	8,116.1	9,374.3	9,942.8	10,412.0
금융부채		705.1	773.8	541.5	615.3	573.5
매입채무 등		3,031.9	4,864.2	6,206.5	6,692.0	7,193.5
기타유동부채		423.8	2,478.1	2,626.3	2,635.5	2,645.0
비유동부채		4,031.6	3,481.4	3,926.2	3,934.5	3,943.2
금융부채		3,631.1	3,397.5	3,819.1	3,819.1	3,819.1
기타비유동부채		400.5	83.9	107.1	115.4	124.1
부채총계		8,192.5	11,597.5	13,300.4	13,877.3	14,355.2
지배주주지분		24,016.9	33,815.3	49,395.9	66,698.6	84,656.1
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
자본조정		(771.9)	(771.1)	(770.8)	(770.8)	(770.8)
기타포괄이익누계액		(79.1)	(502.3)	(377.1)	(377.1)	(377.1)
이익잉여금		17,066.6	27,287.3	42,742.4	60,045.2	78,002.6
비지배주주지분		6.6	5.6	12.6	20.2	28.2
자본총계		24,023.5	33,820.9	49,408.5	66,718.8	84,684.3
순금융부채		197.4	(4,386.3)	(8,275.6)	(18,338.9)	(31,290.3)
현금흐름표						
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		5,548.9	14,690.6	21,892.4	25,361.5	26,946.2
당기순이익		2,960.5	10,642.2	16,891.9	18,228.1	19,377.5
조정		4,047.4	7,238.5	6,992.2	7,503.7	7,951.3
감가상각비		4,456.5	5,026.2	6,879.4	7,464.6	7,911.2
외환거래손익		9.7	(64.7)	19.3	107.6	105.7
자본변동		(22.4)	(12.4)	(14.8)	(11.3)	(10.8)
기타		(396.4)	2,289.4	108.3	(57.2)	(54.8)
영업활동 자산부채 변동		(1,459.0)	(3,190.1)	(1,991.7)	(370.3)	(382.6)
투자활동 현금흐름		(6,230.5)	(11,919.2)	(18,874.4)	(14,952.6)	(13,172.8)
투자자산감소(증가)		(2.0)	(116.9)	(104.1)	(30.0)	(31.9)
유형자산감소(증가)		(5,794.2)	(8,883.4)	(16,111.3)	(13,000.0)	(11,000.0)
기타		(434.3)	(2,918.9)	(2,659.0)	(1,922.6)	(2,140.9)
재무활동 현금흐름		116.9	(351.9)	(513.2)	(1,082.2)	(1,243.4)
금융부채증가(감소)		517.0	(165.0)	189.3	73.8	(41.8)
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(47.1)	236.7	3.5	300.0	400.0
배당지급		(353.0)	(423.6)	(706.0)	(1,456.0)	(1,601.6)
현금의 증감		(561.9)	2,336.2	2,531.2	9,577.4	12,331.5
Unlevered CFO		7,945.8	18,563.4	29,478.3	31,819.9	33,680.9
Free Cash Flow		(407.4)	5,562.3	5,775.1	12,361.5	15,946.2

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

SK하이닉스



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
18.4.25	BUY	120,000		
17.10.27	BUY	110,000	-27.61%	-17.55%
17.7.26	BUY	92,000	-19.69%	-3.15%
17.6.20	BUY	78,000	-12.37%	-6.41%
17.1.31	BUY	68,000	-23.06%	-10.88%
16.12.7	BUY	57,000	-16.50%	-6.49%
16.9.21	BUY	49,000	-15.41%	-9.39%
16.7.27	BUY	37,000	-3.64%	5.95%
16.5.10	BUY	35,000	-15.19%	-5.57%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.7%	5.4%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김록호)는 2018년 07월 27일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.