

2018. 7. 27



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6098-6676

sy.seo@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 89,000 원

현재주가 (7.26) 83,100 원

상승여력 7.1%

KOSPI 2,289.06pt

시가총액 604,970억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 76.91%

외국인비중 50.80%

52주 최고/최저가 95,300원/61,400원

평균거래대금 3,032.0억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 3 인 20.07

국민연금 10.00

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.08

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.4 10.1 24.4

상대주가 1.2 23.8 32.3

주가그래프



SK하이닉스 000660

만개할 꽃, 그 아름다움 속에 담긴 의미

- ✓ 기대 수준의 견조한 2Q18 실적. 3Q18 영업이익 6.5조원으로 사상 최대 재경신 예상
- ✓ 동사 3Q18 DRAM 공급증가를 가이드선 예상치 능가. 4Q18 산업 고점 시각 유지
- ✓ 당사 단기조정 전망에 대한 오해? 향후 매출 점유율 경쟁 발 하드랜딩 다운사이클 가능성은 극히 낮음. 대신 선두업체의 1) 기회손실 만회 노력, 2) 마찰적 공급증가 과정에서의 평가하락 발생 예상. 그 결과 초호황에서 호황으로 전환 전망
- ✓ 투자이견 HOLD 유지. 평가와 주가 동행성 감안시 3Q18 중 차익실현 권고

분기 실적은 3Q18를 고점으로 2Q19까지 감소될 전망

SK 하이닉스의 2Q18 영업이익은 5.6 조원 (QoQ +28%)으로 당사 예상에 부합했다. 평가 하락이 지속된 NAND 대비 DRAM 의 견조한 평가 (+4%)와 물량 증가 (+16%)에 기반한 견조한 실적이다. 동사가 3Q18 물량증가를 한자릿수 후반%로 가이드선 제시 (당사 예상 +8.5%)함에 따라 3Q18 영업이익은 6.5 조원으로 사상 최대치가 재경신될 전망이다. 동사의 연간 DRAM 공급증가율을 기존의 23%에서 24%로 상향조정하며, 2018년 · 2019년 연간 영업이익 추정치를 기존의 22.1조원 · 18.9조원으로 소폭 상향 조정한다 (기존 21.4조원 · 18.0조원).

초호황에서 호황기로 진입 예상. 위치보다 방향성에 주목할 시점

과거 삼성전자의 전략 변화 시점은 언제나 업황 변곡점이었다. 유례없이 높은 수준의 현 수익성을 감안 시 선두업체는 장기·대량계약을 추구하며 연말 평가하락을 일부 용인할 가능성이 높다 (최근 발간 보고서 '야성은 살아있다' 참고. <https://bit.ly/2uVKSZT>). 이는 선두업체의 1) 기회손실 만회노력 (서버 DRAM 생산 차질 이슈), 2) 마찰적 공급증가 (삼성전자와 SK 하이닉스의 4Q18 신규 Fab 가동) 판단의 결과물이다. 다만 4Q18-2Q19에 예상되는 단기 조정은 과거의 매출 점유율 경쟁의 하드랜딩 다운사이클과는 확연한 차이가 있다. '공급 증가의 한계비용 상승'과 서버 향 수요의 구조적 성장세를 감안 시 장기 DRAM 공급 과잉은 더 이상 발생하기 어렵기 때문이다. 하지만 단기적으로 업황은 '초호황에서 호황'으로 전환되며 DRAM 평가 조정 역시 예상된다. 평가와 SK 하이닉스 주가의 역사적 동행성을 감안 시 향후 3개월간의 실적 모멘텀과 주주환원 확대 발표 가능성을 활용한 비중 조절을 권고한다. 동사에 대한 투자이견 Hold 와 적정주가 89,000 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	1.0	3.2	12.3	34.1
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	6.0	1.9	3.2	31.5	34.3
2018E	42,182.4	22,066.7	16,261.9	22,338	52.8	67,043	3.9	1.3	2.1	39.4	25.5
2019E	43,069.6	18,932.1	13,153.1	18,067	-19.1	82,296	4.9	1.1	2.1	24.2	22.9
2020E	51,224.4	23,983.8	16,266.1	22,344	23.7	102,013	3.9	0.9	1.4	24.2	22.9

표1 SK하이닉스 2Q18 실적 Review

(십억원)	2Q18P	2Q17	(% YoY)	1Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	10,371	6,692	55%	8,720	19%	10,112	3%	10,351	0%
DRAM	8,335	5,051	65%	6,890	21%			8,335	0%
NAND	1,862	1,472	26%	1,696	10%			1,848	1%
영업이익	5,574	3,051	83%	4,367	28%	5,289	5%	5,549	0%
DRAM	5,283	2,691	96%	4,053	30%			5,297	0%
NAND	280	341	-18%	305	-8%			238	18%
Others	11	19	-40%	9	21%			13	-15%
세전이익	5,903	3,069	92%	4,291	38%	5,278	12%	5,433	9%
순이익	4,329	2,469	75%	3,121	39%	3,959	9%	4,020	8%
영업이익률(%)	54%	46%		50%		52%		54%	
DRAM	63%	53%		59%				64%	
NAND	15%	23%		18%				13%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (2Q18P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+16%	+4%	+19%	-9%
메리츠 추정치	+14%	+2%	+13%	-5%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

	New			Old			차이(%)		
(십억원)	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E	3Q18E	2018E	2019E
매출액	11,910	42,182	43,070	11,419	41,496	42,088	4%	2%	2%
DRAM	9,400	33,480	34,478	9,096	32,984	33,726	3%	2%	2%
NAND	2,328	8,001	7,836	2,140	7,811	7,607	9%	2%	3%
영업이익	6,513	22,067	18,932	6,100	21,430	17,984	7%	3%	5%
DRAM	6,197	21,026	18,418	5,909	20,510	17,509	5%	3%	5%
NAND	303	988	438	178	864	399	70%	14%	10%
Others	13	52	76	13	55	76	0%	-5%	0%
세전이익	6,591	22,267	17,776	6,213	21,415	18,153	6%	4%	-2%
순이익	4,811	16,262	13,153	4,598	15,792	13,432	5%	3%	-2%
영업이익률	55%	52%	44%	53%	52%	43%			
DRAM	66%	63%	53%	65%	62%	52%			
NAND	13%	12%	6%	8%	11%	5%			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	8,720	10,371	11,910	11,182	10,274	10,432	10,963	11,400	30,109	42,182	43,070
DRAM	6,890	8,335	9,400	8,856	8,128	8,370	8,819	9,161	22,806	33,480	34,478
NAND	1,696	1,862	2,328	2,116	1,972	1,881	1,948	2,036	6,578	8,001	7,836
영업이익	4,367	5,574	6,513	5,613	4,685	4,441	4,825	4,981	13,722	22,067	18,932
DRAM	4,053	5,283	6,197	5,493	4,546	4,358	4,695	4,820	12,224	21,026	18,418
NAND	305	280	303	101	122	65	111	141	1,425	988	438
기타	9	11	13	19	17	18	20	20	74	52	76
세전이익	4,291	5,903	6,591	5,482	4,302	3,962	4,634	4,878	13,440	22,267	17,776
당기순이익	3,121	4,329	4,811	4,002	3,183	2,932	3,429	3,610	10,642	16,262	13,153
영업이익률 (%)	50%	54%	55%	50%	46%	43%	44%	44%	46%	52%	44%
DRAM	59%	63%	66%	62%	56%	52%	53%	53%	54%	63%	53%
NAND	18%	15%	13%	5%	6%	3%	6%	7%	22%	12%	6%

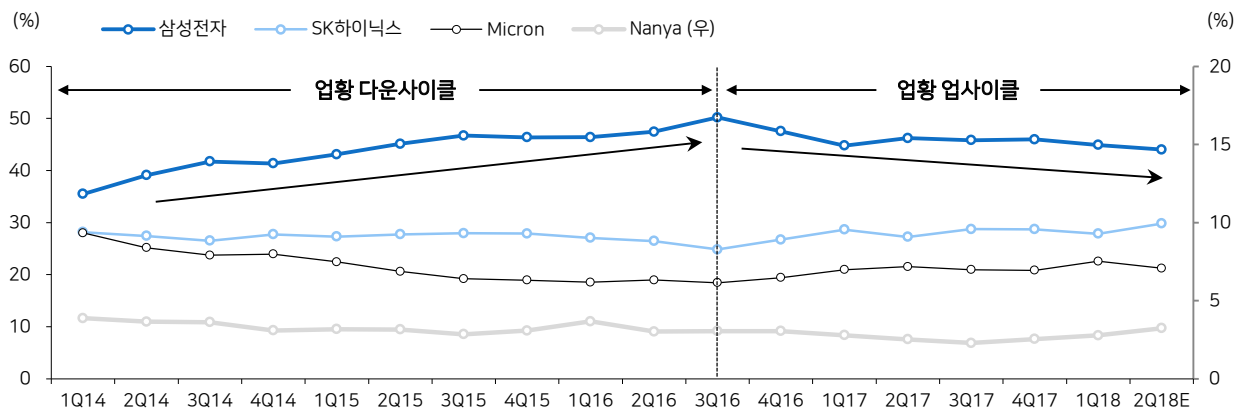
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가격

		1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	6,412	7,438	8,070	8,151	8,069	8,715	9,325	9,604	24,228	30,070	35,713
	% QoQ	-5%	16%	9%	1%	-1%	8%	7%	3%			
	% YoY	19%	33%	24%	21%	26%	17%	16%	18%	23%	24%	19%
	NAND	35,581	42,412	57,257	59,547	62,524	66,276	72,241	79,465	133,749	194,797	280,505
	% QoQ	-10%	19%	35%	4%	5%	6%	9%	10%			
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	1.00	1.04	1.05	1.00	0.94	0.89	0.88	0.89	0.83	1.02	0.90
	% QoQ	9%	4%	1%	-5%	-6%	-5%	-2%	1%			
	% YoY	39%	30%	24%	8%	-7%	-14%	-16%	-11%	54%	23%	-12%
	NAND	0.04	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.02	0.04	0.04	0.03
	% QoQ	-1%	-9%	-10%	-11%	-10%	-10%	-5%	-5%			
	% YoY	8%	-9%	-15%	-28%	-34%	-35%	-32%	-27%	35%	-13%	-31%

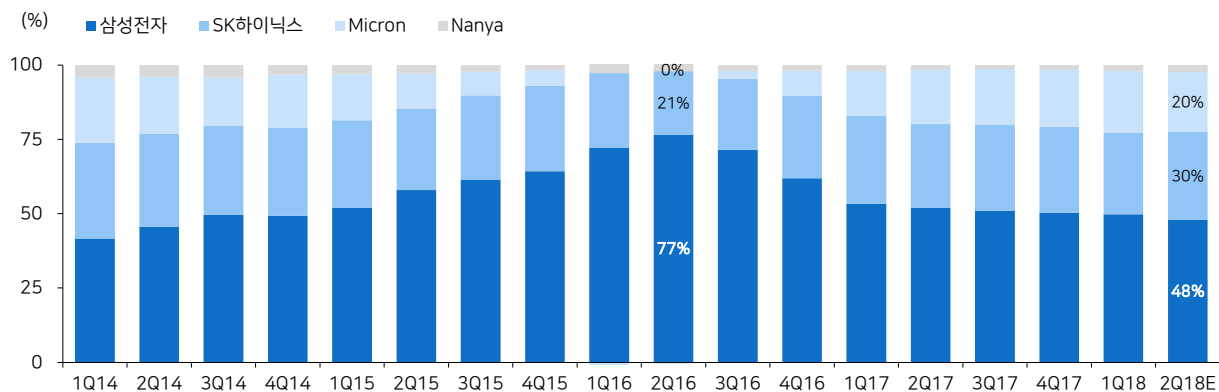
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 DRAM 시장 점유율 차트 - 삼성전자의 점유율은 다운사이클에서 상승, 업사이클에서 하락



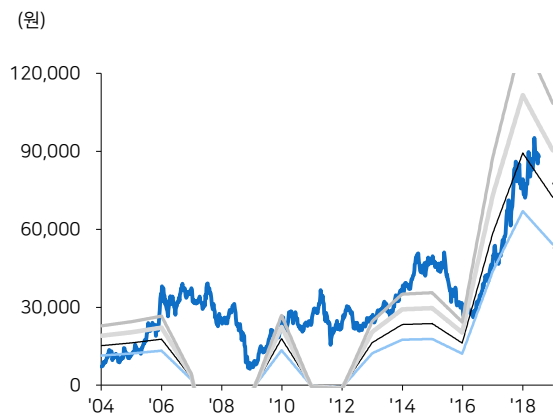
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 삼성전자의 영업이익 점유율은 4년만에 최저점으로 하락



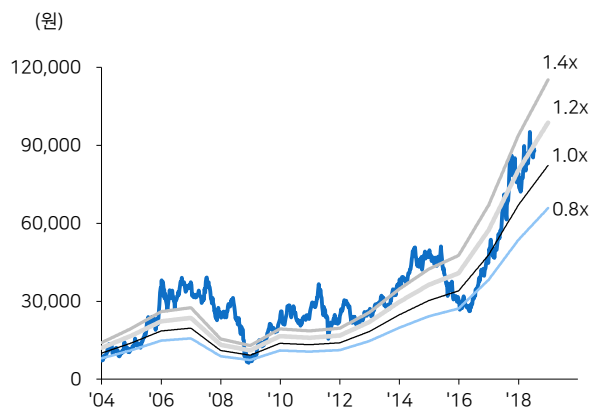
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PER 밴드



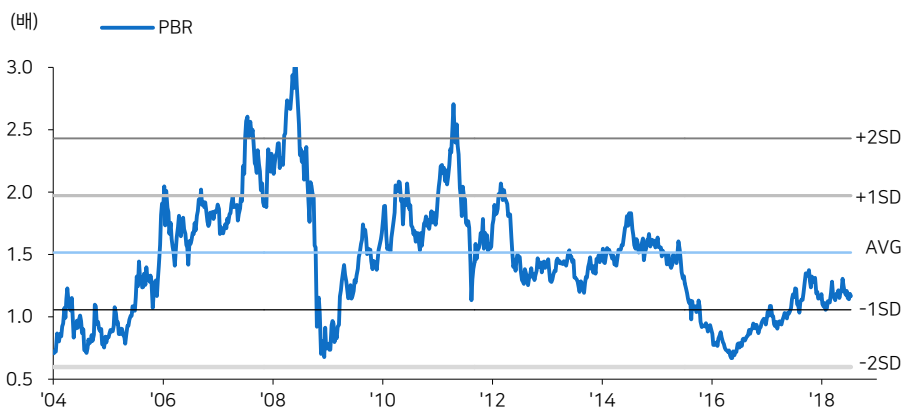
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 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	42,182.4	43,069.6	51,224.4
매출액증가율 (%)	-8.5	75.1	40.1	2.1	18.9
매출원가	10,787.2	12,701.8	15,548.5	19,458.8	21,666.6
매출총이익	6,410.8	17,407.6	26,633.9	23,610.8	29,557.8
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,566.6	4,678.7	5,574.0
영업이익	3,276.7	13,721.3	22,066.7	18,932.1	23,983.8
영업이익률 (%)	19.1	45.6	52.3	44.0	46.8
금융수익	-51.6	-41.0	-1,403.6	-1,244.8	-2,093.4
종속/관계기업관련손익	22.8	12.4	18.0	18.0	18.0
기타영업외손익	-28.8	-28.6	-948.5	-1,226.8	-2,075.4
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	21,118.8	17,705.3	21,908.4
법인세비용	256.0	2,797.3	6,008.7	4,603.4	5,696.2
당기순이익	2,960.5	10,642.3	15,110.1	13,101.9	16,212.2
지배주주지분 순이익	2,953.8	10,641.5	15,108.9	13,100.7	16,211.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	17,940.5	22,678.2	35,096.4
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	4,737.7	6,863.4	14,535.6
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,877.9	7,012.3	8,500.6
재고자산	2,026.2	2,640.4	3,270.5	3,334.4	4,042.1
비유동자산	22,377.0	28,108.0	43,379.0	51,146.5	56,289.4
유형자산	18,777.4	24,062.6	34,866.5	41,866.5	45,866.5
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,421.1	2,436.8	2,339.2
투자자산	278.8	403.1	4,363.5	4,381.5	4,399.5
자산총계	32,216.0	45,418.4	61,319.5	73,824.7	91,385.7
유동부채	4,160.8	8,116.1	9,338.2	10,944.5	14,480.3
매입채무	696.1	758.6	939.6	958.0	1,161.3
단기차입금	0.0	192.7	74.7	74.7	74.7
유동성장기부채	704.9	581.1	719.8	733.8	889.6
비유동부채	4,031.6	3,481.4	4,320.0	4,021.7	3,740.5
사채	1,535.4	1,317.2	1,128.0	1,028.0	928.0
장기차입금	2,095.7	2,080.3	3,094.0	2,894.0	2,694.0
부채총계	8,192.5	11,597.5	13,658.2	14,966.3	18,220.8
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	-342.5	-342.5	-342.5
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	40,966.5	52,163.6	66,470.1
비지배주주지분	6.6	5.6	6.7	6.7	6.7
자본총계	24,023.5	33,820.9	47,661.3	58,858.4	73,164.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	5,548.9	14,690.6	19,717.9	22,050.9	25,456.5
당기순이익(손실)	2,960.5	10,642.2	15,110.1	13,101.9	16,212.2
유형자산감가상각비	4,133.9	4,618.9	6,000.0	7,500.0	8,500.0
무형자산상각비	322.6	407.4	590.2	603.1	716.4
운전자본의 증감	-1,459.0	-3,190.1	-2,814.2	-127.6	-1,412.5
투자활동 현금흐름	-6,230.5	-11,919.2	-18,087.2	-17,734.4	-15,734.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956.4	-9,128.3	-16,500.0	-14,500.0	-12,500.0
투자자산의 감소(증가)	-19.1	-137.5	-4,000.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	116.9	-351.9	142.8	-2,190.7	-2,050.0
차입금증감	469.8	71.7	848.8	-285.9	-144.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-561.9	2,336.2	1,787.7	2,125.7	7,672.1
기초현금	1,175.7	613.8	2,950.0	4,737.7	6,863.4
기말현금	613.8	2,950.0	4,737.7	6,863.4	14,535.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,624	41,359	57,943	59,161	70,363
EPS(지배주주)	4,057	14,617	20,754	17,995	22,268
CFPS	-772	3,209	2,456	2,920	10,539
EBITDAPS	10,622	25,752	39,364	37,136	45,605
BPS	32,990	46,449	65,459	80,840	100,492
DPS	600	1,000	2,698	2,699	3,340
배당수익률(%)	0.7	1.1	3.1	3.1	3.8
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	6.0	4.2	4.9	3.9
PCR	N/A	27.4	35.8	30.1	8.3
PSR	1.4	2.1	1.5	1.5	1.2
PBR	1.0	1.9	1.3	1.1	0.9
EBITDA	7,733.2	18,747.6	28,656.9	27,035.2	33,200.2
EV/EBITDA	3.2	3.2	2.2	2.1	1.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	37.1	24.6	24.6
EBITDA 이익률	34.7	80.4	63.7	47.0	53.8
부채비율	34.1	34.3	28.7	25.4	24.9
금융비용부담률	0.5	0.2	0.6	3.0	4.2
이자보상배율(x)	27.3	110.7	196.6	159.2	209.6
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.8	6.2	6.6
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.3	5.9	5.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 27일 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,서승연)

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -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	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 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)	
2016.09.19	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	-23.4	-11.9	
2018.04.25	기업브리프	Buy	103,000	김선우	-21.7	-7.5	
2018.06.01	산업분석	Buy	118,000	김선우	-26.0	-22.5	
2018.07.23	산업브리프	Hold	89,000	김선우	-7.9	-6.1	
2018.07.27	기업브리프	Hold	89,000	김선우	-	-	