

SK하이닉스 (000660)


반도체/장비
이재윤


02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 임지혁

02 3770 5635

jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	103,000원 (M)
현재주가 (7/26)	83,100원
상승여력	24%

시가총액	604,970억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	3,032억원
60일 평균 거래량	3,469,060주
52주 고	95,300원
52주 저	61,400원
외인지분율	50.72%
주요주주	SK 텔레콤 외 3 인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.4)	(3.9)	24.4
상대	1.2	3.9	32.3
절대(달러환산)	(2.4)	(7.8)	23.9

세상이 바뀌고 있다

2Q18 영업이익 5.57조원으로 컨센서스 상회

지난 2분기 매출액과 영업이익은 각각 10.4조원(YoY 55%, QoQ 19%), 5.57조원(YoY 83%, QoQ 28%, OPM 54%)으로 컨센서스를 상회했다. NAND ASP는 하락 폭이 확대됐지만 DRAM은 ASP 상승 추세가 이어졌다. 원/달러 환율 여건도 실적에 우호적이었다.

동사의 2분기 DRAM/NAND B/G는 각각 +16%/+19%로, ASP는 각각 +4%/-9% 수준으로 발표됐다.

3Q18 분기 영업이익 6조원대 달성을 전망

3분기 매출액과 영업이익은 각각 11.6조원(YoY 43%, QoQ 12%), 6.2조원(YoY 66%, QoQ 11%, OPM 54%)으로 실적 모멘텀이 강화될 것이다. DRAM 가격은 여전히 상승세가 지속될 것이다. 다만 NAND 가격은 한자리 후반대의 하락 추세가 이어질 것으로 전망된다. 동사의 3분기 DRAM/NAND B/G는 각각 +6%/+35%로, ASP는 각각 +3%/-10%로 추정한다.

이제는 수요 Cycle도 과거와는 달라질 것, 투자의견 'BUY' 유지

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

이제는 수요 Cycle이 바뀌고 있다는 점에 주목해야 한다. 즉, 최근 서버 DRAM 수요 둔화 우려는 일시적 기우에 그칠 전망이다.

북미 고객사들의 Capex는 성장률은 둔화되겠지만 여전히 고성장세가 유지될 것이고, 중국 업체들은 이제 막 투자를 시작했기 때문이다. 과거 B2C 시장 중심이었을 때는 분기 또는 월별 수요 추이에 민감하게 반응했지만, 이제는 B2B 중심으로 전환되고 있기 때문에 단기 수요 추세에 민감하게 대응할 필요가 없다고 판단한다. 동사에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 103,000원을 유지한다.

목표주가 103,000원은 2018년 예상 BPS에 PBR 1.4배(12년~17년 평균)를 적용해 산출했다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	115,735	42.9	11.6	110,906	4.4
영업이익	61,944	65.7	11.1	57,319	8.1
세전계속사업이익	61,824	60.9	4.7	58,830	5.1
지배순이익	46,831	53.3	8.2	43,468	7.7
영업이익률 (%)	53.5	+7.4 %pt	-0.2 %pt	51.7	+1.8 %pt
지배순이익률 (%)	40.5	+2.8 %pt	-1.2 %pt	39.2	+1.3 %pt

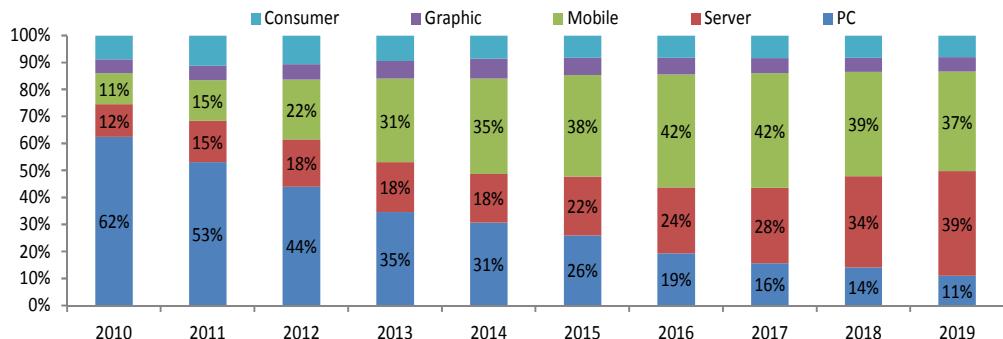
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	171,980	301,094	421,806	462,285	
영업이익	32,767	137,213	219,234	230,442	
지배순이익	29,538	106,415	164,584	172,165	
PER	8.4	4.4	3.7	3.5	
PBR	1.0	1.4	1.2	0.9	
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.9	1.3	
ROE	13.0	36.8	39.4	29.7	

자료: 유안타증권

Server DRAM 시장 비중 확대

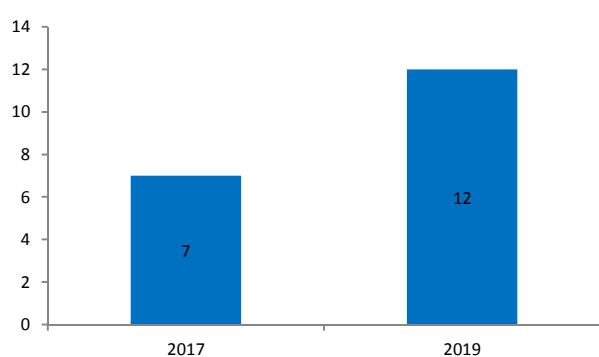


자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

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 시장에서 중추적인 역할을하게 될 것이다. 2019년에는 DRAM 시장에서 Server가 차지하는 비중이 39%에 달하며 Mobile 비중을 압도할 전망이다.

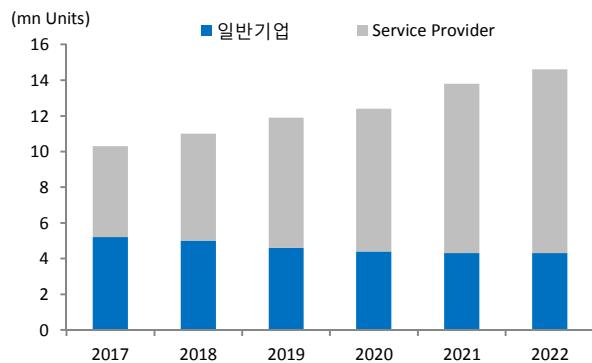
즉, DRAM 시장의 수요 중심 축이 B2C에서 B2B로 전환되면서 안정적이고 장기적인 성장 Cycle이 예상된다.

Cloud Service 제공업체 수



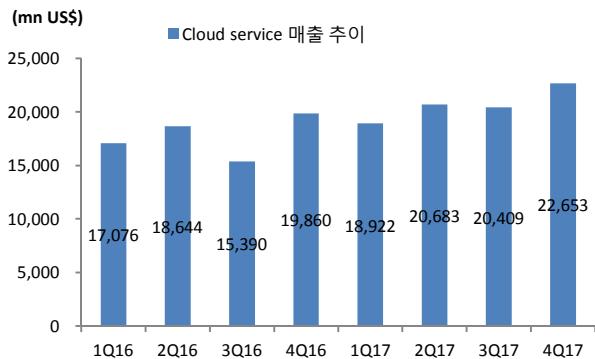
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Cloud 및 통신 서비스 업체 향 서버 수요



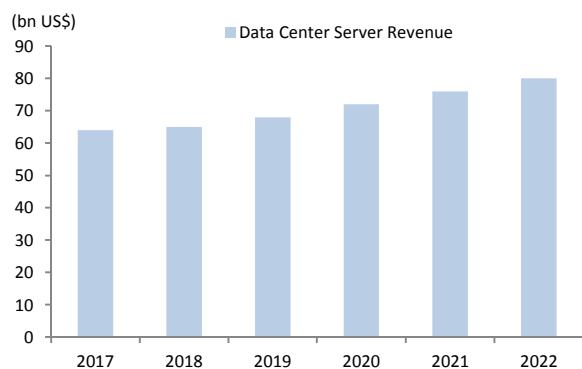
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 4개사 클라우드 서비스 매출 추이



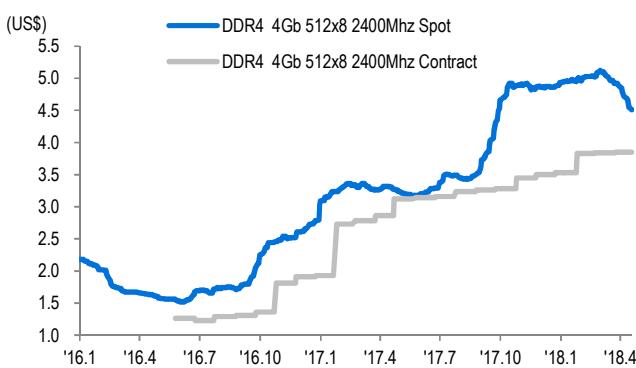
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Data Center Server 매출액 전망



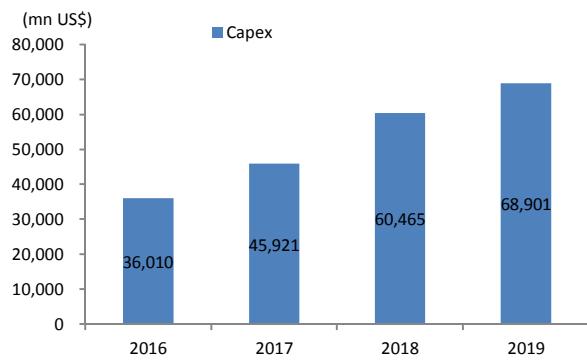
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

차트 1. DRAM 가격 추이



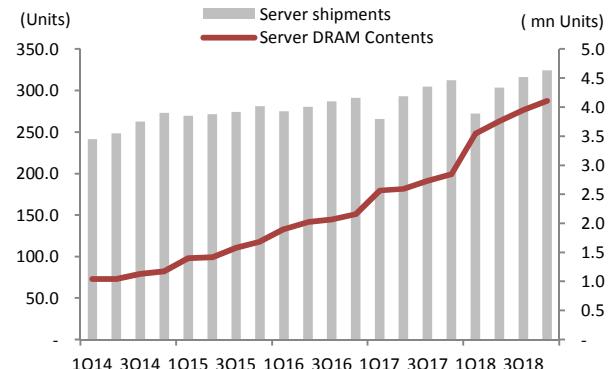
자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

글로벌 6개 IT software 업체들의 Capex 추이 및 전망



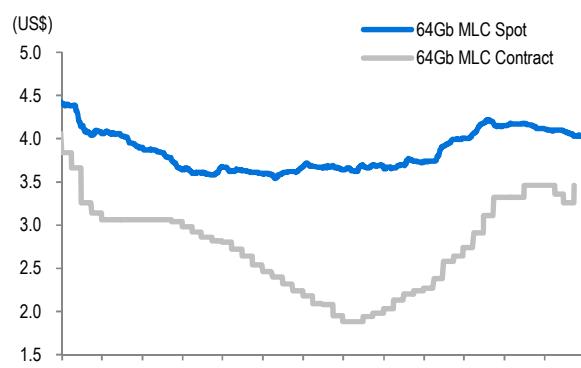
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Server 출하량과 DRAM contents 추이 및 전망



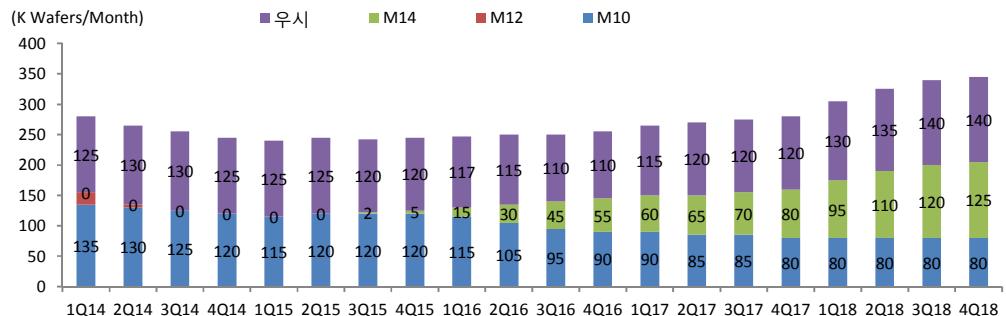
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

차트 2. NAND 가격 추이



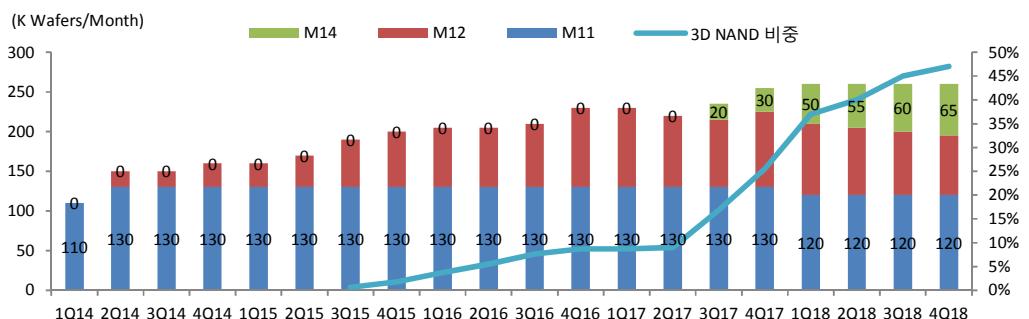
자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

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

(단위: mn Units)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
DRAM(1Gb Eqv.)	5,492	5,629	6,586	6,784	6,444	7,443	7,890	8,206	8,123	8,692	9,387	10,326	24,491	29,983	36,529
YoY	36%	19%	27%	17%	17%	32%	20%	21%	26%	17%	19%	26%	24%	22%	22%
QoQ	-5%	3%	17%	3%	-5%	16%	6%	4%	-1%	7%	8%	10%			
NAND(8Gb Eqv.)	6,570	6,209	7,227	8,383	7,545	8,941	12,070	13,277	12,878	14,037	16,283	18,237	28,388	41,832	61,437
YoY	60%	-1%	3%	24%	15%	44%	67%	58%	71%	57%	35%	37%	18%	47%	47%
QoQ	-3%	-6%	16%	16%	-10%	19%	35%	10%	-3%	9%	16%	12%			

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	6,290	6,692	8,100	9,028	8,720	10,371	11,573	11,516	10,726	11,101	11,786	12,615	30,110	42,181	46,229
YoY	72%	70%	91%	69%	39%	55%	43%	28%	23%	7%	2%	10%	75%	40%	10%
QoQ	17%	6%	21%	11%	-3%	19%	12%	0%	-7%	4%	6%	7%			
DRAM	4,573	5,090	6,284	6,867	6,853	8,424	9,197	9,087	8,492	8,905	9,425	10,160	22,814	33,560	36,983
NAND	1,462	1,471	1,666	1,957	1,680	1,855	2,254	2,305	2,046	2,074	2,238	2,331	6,556	8,094	8,690
Others	255	131	150	204	187	93	123	124	187	122	123	124	740	527	556
OP	2,468	3,051	3,737	4,466	4,367	5,574	6,194	5,788	5,298	5,486	5,908	6,353	13,722	21,923	23,044
YoY	339%	574%	415%	191%	77%	83%	66%	30%	21%	-2%	-5%	10%	319%	60%	5%
QoQ	61%	24%	22%	20%	-2%	28%	11%	-7%	-8%	4%	8%	8%			
DRAM	2,157	2,709	3,400	3,988	4,026	5,281	5,983	5,696	5,216	5,469	5,909	6,397	12,254	20,985	22,991
NAND	286	333	322	463	319	283	199	79	60	4	-13	-56	1,403	881	-6
Others	26	9	15	15	22	10	12	12	22	12	12	12	65	57	59
OPM	39%	46%	46%	49%	50%	54%	54%	50%	49%	49%	50%	50%	46%	52%	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	421,806	462,285	508,514
매출원가	107,871	127,018	162,838	184,985	212,733
매출총이익	64,108	174,076	258,968	277,300	295,781
판관비	31,341	36,863	39,734	46,858	53,886
영업이익	32,767	137,213	219,234	230,442	241,894
EBITDA	77,332	187,476	279,172	306,254	316,525
영업외순익	-603	-2,818	2,361	588	2,330
외환관련순익	381	-2,316	2,692	0	0
이자순익	-859	-696	42	1,112	2,853
관계기업관련순익	228	124	-299	-459	-459
기타	-352	71	-74	-64	-64
법인세비용차감전순이익	32,165	134,396	221,595	231,030	244,224
법인세비용	2,560	27,973	56,989	58,846	62,207
계속사업순이익	29,605	106,422	164,606	172,184	182,017
증단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	29,605	106,422	164,606	172,184	182,017
지배지분순이익	29,538	106,415	164,584	172,165	181,997
포괄순이익	29,893	102,202	170,284	177,863	187,696
지배지분포괄이익	29,827	102,211	170,281	177,865	187,698

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

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	98,390	173,104	239,944	370,167	533,496
현금및현금성자산	6,138	29,500	75,310	194,292	345,511
매출채권 및 기타채권	32,741	55,875	73,130	80,366	88,127
재고자산	20,262	26,404	37,217	41,222	45,344
비유동자산	223,770	281,080	387,471	421,660	448,029
유형자산	187,774	240,626	349,648	387,648	416,648
관계기업등 지분관련자산	1,310	3,599	3,500	3,500	3,500
기타투자자산	1,542	546	673	673	673
자산총계	322,160	454,185	627,416	791,827	981,525
유동부채	41,608	81,161	96,311	97,382	117,757
매입채무 및 기타채무	30,319	48,642	63,996	65,067	85,442
단기차입금	0	1,927	747	747	747
유동성장기부채	7,049	5,811	5,234	5,234	5,234
비유동부채	40,316	34,814	33,939	33,939	21,898
장기차입금	20,957	20,803	32,686	32,686	20,646
사채	15,354	13,172	0	0	0
부채총계	81,925	115,975	130,250	131,321	139,655
자체지분	240,170	338,153	497,099	660,440	841,785
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	430,219	593,559	764,966
비자체지분	66	56	67	67	85
자본총계	240,235	338,209	497,166	660,506	841,869
순차입금	1,972	-43,863	-84,563	-203,545	-366,805
총차입금	43,360	41,713	38,667	38,667	26,627

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	55,489	146,906	192,901	225,317	253,045
당기순이익	29,605	106,422	164,606	172,184	182,017
감가상각비	41,339	46,189	55,189	72,000	72,000
외환손익	97	-647	-3,007	0	0
종속,관계기업관련손익	-228	-124	-181	-181	459
자산부채의 증감	-14,590	-31,901	-31,006	-23,875	-5,439
기타현금흐름	-733	26,967	7,301	5,189	4,008
투자활동 현금흐름	-62,305	-119,192	-155,218	-110,227	-101,227
투자자산	-187	-1,371	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-59,564	-91,283	-161,172	-110,000	-101,000
유형자산 감소	1,621	2,449	60	0	0
기타현금흐름	-4,175	-28,986	5,894	-227	-227
재무활동 현금흐름	1,169	-3,519	-10,070	-8,825	-22,630
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	4,699	717	-3,010	0	-12,040
자본금	0	0	0	0	0
현금배당	-3,530	-4,236	-7,060	-8,825	-10,590
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	27	-833	18,198	12,717	22,031
현금의 증감	-5,619	23,362	45,810	118,982	151,219
기초 현금	11,757	6,138	29,500	75,310	194,292
기말 현금	6,138	29,500	75,310	194,292	345,511
NOPLAT	32,767	137,213	219,234	230,442	241,894
FCF	570	35,731	30,612	113,683	148,473

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

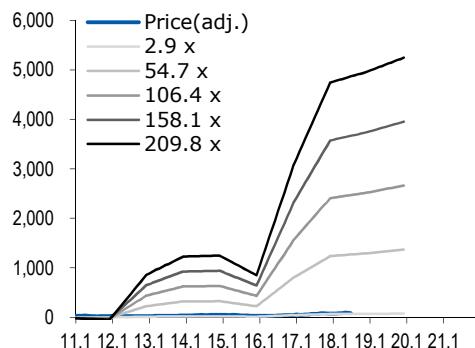
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,057	14,617	22,608	23,649	25,000
BPS	32,990	46,449	70,411	93,546	119,233
EBITDAPS	10,622	25,752	38,348	42,068	43,479
SPS	23,624	41,359	57,940	63,500	69,851
DPS	600	1,000	1,250	1,500	2,000
PER	8.4	4.4	3.7	3.5	3.3
PBR	1.0	1.4	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.9	1.3	0.8
PSR	1.4	1.6	1.4	1.3	1.2

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-8.5	75.1	40.1	9.6	10.0
영업이익 증가율 (%)	-38.6	318.7	59.8	5.1	5.0
지배순이익 증가율 (%)	-31.7	260.3	54.7	4.6	5.7
매출총이익률 (%)	37.3	57.8	61.4	60.0	58.2
영업이익률 (%)	19.1	45.6	52.0	49.8	47.6
지배순이익률 (%)	17.2	35.3	39.0	37.2	35.8
EBITDA 마진 (%)	45.0	62.3	66.2	66.2	62.2
ROIC	14.1	42.9	48.4	41.1	40.1
ROA	9.5	27.4	30.4	24.3	20.5
ROE	13.0	36.8	39.4	29.7	24.2
부채비율 (%)	34.1	34.3	26.2	19.9	16.6
순차입금/자기자본 (%)	0.8	-13.0	-17.0	-30.8	-43.6
영업이익/금융비용 (배)	27.3	110.7	212.9	224.2	341.8

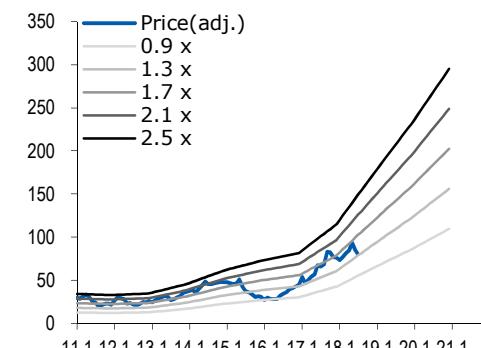
P/E band chart

(천원)

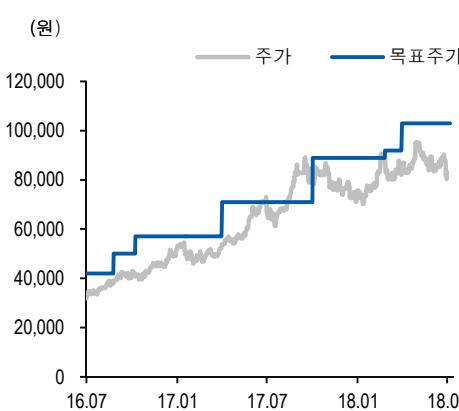


P/B band chart

(천원)



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-27	BUY	103,000	1년		
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

자료: 유안타증권

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

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-24

※ 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.