

SK하이닉스 (000660)



반도체/장비



이재윤

02 3770 5727

jaeyun.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	103,000원 (M)
현재주가 (10/25)	64,700원
상승여력	59%

시가총액	471,018억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	2,966억원
60일 평균 거래량	3,894,448주
52주 고	95,300원
52주 저	64,700원
외인지분율	48.42%
주요주주	SK 텔레콤 외 3 인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.6)	(19.6)	(20.8)
상대	(4.4)	(11.5)	(4.3)
절대(달러환산)	(17.3)	(20.5)	(21.5)

너무나도 과도한 우려

3Q18 영업이익 6.5조원으로 추정치 상회

3분기 매출액과 영업이익은 각각 11.4조원(YoY 41%, QoQ 10%), 6.47조원(YoY 73%, QoQ 16%, OPM 57%)으로 당사 추정치를 상회했다. 우호적인 환율 여건과 1X nm DRAM 양산에 따른 원가절감 효과가 예상보다 좋은 실적을 견인한 것으로 추산된다.

동사의 3분기 DRAM/NAND B/G는 각각 +5%/+19%로, ASP는 각각 +1%/-10% 수준으로 발표됐다.

IT 수요 상승 Cycle은 19년부터 시작

2018년 하반기 내내 동사의 Multiple은 De-Rating되고 있다. 가장 큰 이유는 2019년 DRAM 수요 성장률이 2018년 대비 둔화될 것이라는 우려가 지배적이기 때문이다. 하지만 당사 리서치센터는 이제 막 시작되는 DRAM 수요 상승 Cycle에 주목할 것을 권고한다.

시장의 우려는 내년 수요 Bit growth가 15% 수준으로 둔화되면서 공급과잉이 심화될 것으로 전망하는 일부 증권사들의 의견에서 촉발된 것이고 당사 리서치센터는 20%를 소폭이나마 상회할 것으로 전망하고 있다. 동사 컨퍼런스콜에서도 내년 수요 Bit growth 전망치를 20% 수준으로 제시했다.

▶ **Data Center:** Data Center에 대한 우려는 Amazon, Facebook, Microsoft 등과 같은 클라우드 서비스 업체들의 19년 Capex 성장을 컨센서스가 둔화되는 것으로 나타나고 있는데 기인한다. 하지만 17년에서 18년 사이 업체들의 신규 Data Center 건설 계획이 급증했고 이는 18~19년 Server 수요에 반영될 것으로 추정된다. ▶ **Smartphone:** 스마트폰 시장은 여전히 걱정스럽다. 산업이 역성장 국면에 진입했기 때문이다. 다행스러운 점은 아직은 교체주기가 3년 이상으로 늘어나기 힘들기 때문에 당분간 출하량 변동성이 크지 않을 것이라는 점이다. 잘 알려진대로 AR/VR 구현을 위해서는 디스플레이 해상도가 개선되어야 하고 이를 뒷받침하기 위해서는 DRAM 용량도 커져야 한다. 19년 Apple의 Mainstream은 기존 3GB에서 4~5GB로 DRAM 용량이 확대될 전망이다. Android 진영의 Mainstream은 기존 4~5GB에서 6GB로 DRAM 용량이 상향될 것이다. ▶ **DRAM Version Up Cycle:** 과거 IT 수요 상승 Cycle을 들여다 보면 DRAM Version Up 및 통신기술 전환이 수반된다. 이번에도 마찬가지일 것이다. Graphic DRAM은 지난 2분기부터 GDDR6가 채용되기 시작했고, Server DRAM은 내년 하반기부터 초도양산이 시작될 예정이다. 또한 HBM이라는 초고가 반도체에 대한 수요도 발생하기 시작했다. 4차산업혁명이라는 큰 틀에서 전방산업이 고속, 저전력 반도체를 필요로 하고 있기 때문이다.

비수기인 내년 1분기 DRAM 가격 하락 폭은 제한적일 전망이고 동사의 연간 영업이익은 23조원(YoY 2%, OPM 52%)으로 성장할 전망이다. 동사에 대한 기존 투자의견 'BUY'와 목표주가를 103,000원을 유지한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	110,719	22.6	-3.0	116,078	-4.6
영업이익	58,411	30.8	-9.8	59,999	-2.6
세전계속사업이익	57,982	39.5	-9.9	58,950	-1.6
지배순이익	42,972	33.4	-8.4	44,744	-4.0
영업이익률 (%)	52.8	+3.3 %pt	-3.9 %pt	51.7	+1.1 %pt
지배순이익률 (%)	38.8	+3.1 %pt	-2.3 %pt	38.5	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	171,980	301,094	415,796	434,269
영업이익	32,767	137,213	222,546	226,950
지배순이익	29,538	106,415	164,401	166,045
PER	8.4	4.4	2.9	2.8
PBR	1.0	1.3	0.9	0.7
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.5	1.1
ROE	13.0	36.8	39.3	28.8

자료: 유안타증권

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	7,815	8,050	7,969	8,527	9,210	10,130	24,491	29,753	35,837
YoY	36%	19%	27%	17%	17%	32%	19%	19%	24%	15%	18%	26%	24%	21%	20%
QoQ	-5%	3%	17%	3%	-5%	16%	5%	3%	-1%	7%	8%	10%			
NAND(8Gb Eqv.)	6,570	6,209	7,227	8,383	7,545	8,941	10,595	12,608	12,229	13,330	14,663	16,422	28,388	39,687	56,645
YoY	60%	-1%	3%	24%	15%	44%	47%	50%	62%	49%	38%	30%	18%	40%	43%
QoQ	-3%	-6%	16%	16%	-10%	19%	19%	19%	-3%	9%	10%	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	11,417	11,072	10,028	10,295	11,042	12,062	30,110	41,580	43,427
YoY	72%	70%	91%	69%	39%	55%	41%	23%	15%	-1%	-3%	9%	75%	38%	4%
QoQ	17%	6%	21%	11%	-3%	19%	10%	-3%	-9%	3%	7%	9%			
DRAM	4,573	5,090	6,284	6,867	6,853	8,424	9,243	8,790	8,020	8,239	8,898	9,787	22,814	33,309	34,944
NAND	1,462	1,471	1,666	1,957	1,680	1,855	2,051	2,157	1,908	1,934	2,021	2,150	6,556	7,743	8,014
Others	255	131	150	204	187	93	124	124	100	122	123	124	740	528	469
OP	2,468	3,051	3,737	4,466	4,367	5,574	6,472	5,841	5,156	5,265	5,813	6,461	13,722	22,254	22,695
YoY	339%	574%	415%	191%	77%	83%	73%	31%	18%	-6%	-10%	11%	319%	62%	2%
QoQ	61%	24%	22%	20%	-2%	28%	16%	-10%	-12%	2%	10%	11%			
DRAM	2,157	2,709	3,400	3,988	4,026	5,281	6,131	5,588	4,989	5,095	5,571	6,204	12,254	21,025	21,858
NAND	286	333	322	463	319	283	334	246	163	165	237	252	1,403	1,182	817
Others	26	9	15	15	22	10	8	7	5	5	5	5	65	47	20
OPM	39%	46%	46%	49%	50%	54%	57%	53%	51%	51%	53%	54%	46%	54%	52%

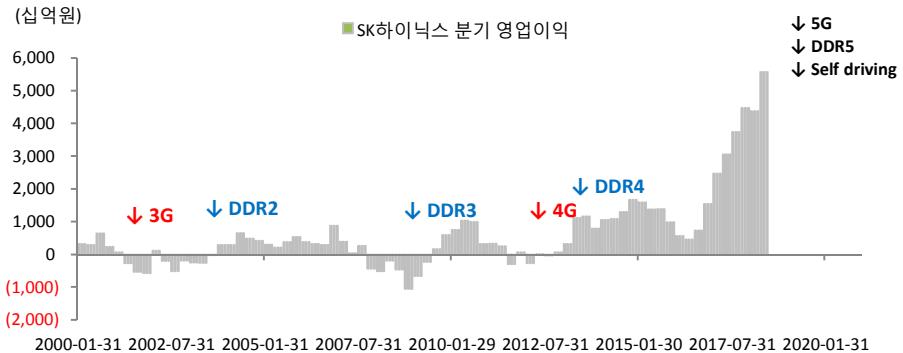
자료: 유안타증권 리서치센터

Application 별 DRAM 수요 전망

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DRAM Total	1,913	2,783	3,625	4,640	5,975	7,072	9,552	11,633	14,007	17,054	21,215
	45%	30%	28%	29%	18%	35%	22%	20%	22%	22%	24%
PC	1,195	1,477	1,595	1,608	1,833	1,835	1,847	1,822	1,963	2,079	2,242
YoY		24%	8%	1%	14%	0%	1%	-1%	8%	6%	8%
% of Total	62%	53%	44%	35%	31%	26%	19%	16%	14%	12%	11%
Server	231	423	635	856	1,080	1,539	2,327	3,244	4,276	5,782	8,013
YoY		83%	50%	35%	26%	42%	51%	39%	32%	35%	39%
% of Total	12%	15%	18%	18%	18%	22%	24%	28%	31%	34%	38%
Mobile	219	421	801	1,437	2,107	2,659	3,998	4,944	5,819	6,491	7,711
YoY		92%	90%	79%	47%	26%	50%	24%	18%	12%	19%
% of Total	11%	15%	22%	31%	35%	38%	42%	42%	42%	38%	36%
Graphic	98	148	211	305	442	461	589	654	757	1,022	1,175
YoY		51%	43%	44%	45%	4%	28%	11%	16%	35%	15%
% of Total	5%	5%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	5%	6%	6%
Consumer	170	314	382	435	513	578	791	970	1,192	1,430	1,573
YoY		84%	22%	14%	18%	13%	37%	23%	23%	20%	10%
% of Total	9%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	7%
Auto	10	14	18	23	60	71	96	116	140	250	500
YoY		45%	30%	28%	158%	18%	35%	22%	20%	78%	100%
% of Total	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
PC shipment	365,766	372,380	358,351	323,920	317,215	285,340	269,429	265,106	259,576	256,980	251,841
YoY		2%	-4%	-10%	-2%	-10%	-6%	-2%	-2%	-1%	-2%
GB/BoX	3.3	4.0	4.5	5.0	5.8	6.4	6.9	6.9	7.6	8.1	8.9
YoY		21%	12%	11%	16%	11%	7%	0%	10%	7%	10%
Server Shipment	11,007	10,650	11,640	12,749	14,650	15,660	16,193	16,791	17,364	18,059	18,961
YoY		-3%	9%	10%	15%	7%	3%	4%	3%	4%	5%
GB/BoX	21.0	39.7	54.6	67.2	73.7	98.3	143.7	193.2	246.3	320.2	422.6
YoY		89%	37%	23%	10%	33%	46%	34%	27%	30%	32%
Smartphone Shipment	304,704	494,354	722,405	1,009,643	1,300,419	1,437,414	1,473,458	1,465,241	1,454,794	1,411,150	1,397,039
YoY		62%	46%	40%	29%	11%	3%	-1%	-1%	-3%	-1%
GB/BoX	0.7	0.9	1.1	1.4	1.6	1.8	2.7	3.4	4.0	4.6	5.5
YoY		18%	30%	28%	14%	14%	47%	24%	19%	15%	20%

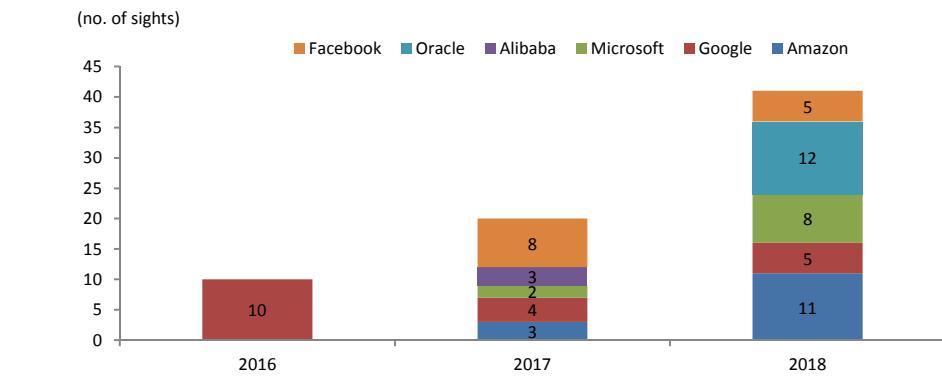
자료: 업계자료, 유인타증권 리서치센터

IT 전방산업 기술 변화와 SK 하이닉스 영업이익



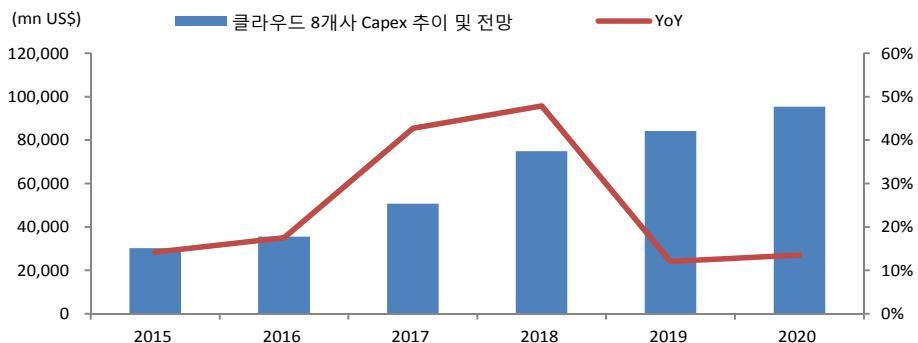
자료: 유안타증권 리서치센터

주요 업체들의 Data center 구축 계획 현황 _ 구축 발표 후 Set Up 까지 1~2년 소요



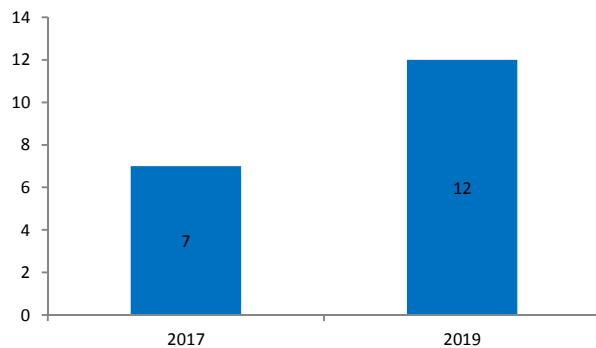
자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

미국 및 중국 클라우드 8 개사 Capex 추이 및 전망



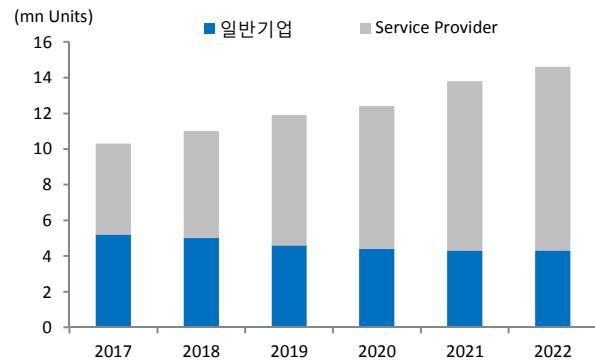
자료: Bloomberg Consensus, 유안타증권 리서치센터

Cloud Service 제공업체 수



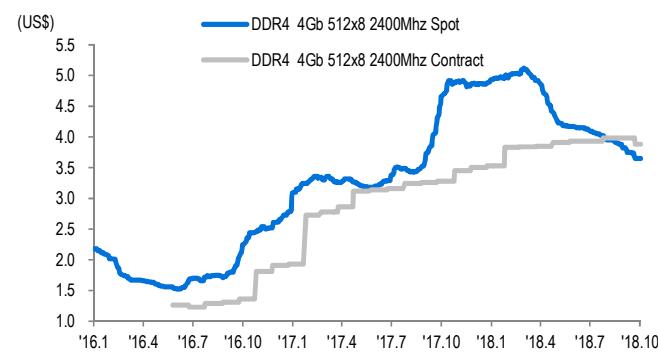
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

글로벌 Cloud 및 통신 서비스 업체 향 서비스 수요



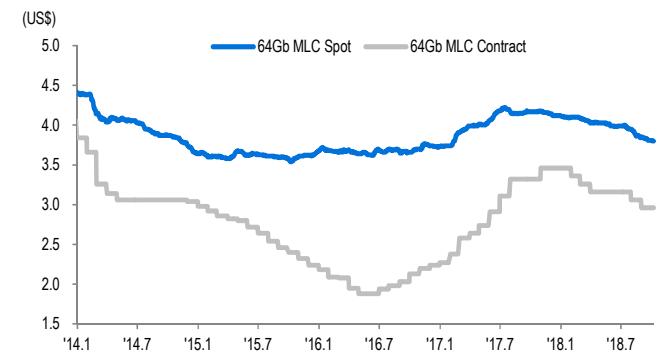
자료: 업계자료, 유안타증권 리서치센터

DRAM 가격 추이



자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

NAND 가격 추이



자료: Inspectrum, 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	171,980	301,094	415,796	434,269	477,696	
매출원가	107,871	127,018	152,780	167,288	192,382	
매출총이익	64,108	174,076	263,016	266,981	285,314	
판관비	31,341	36,863	40,470	40,031	46,035	
영업이익	32,767	137,213	222,546	226,950	239,279	
EBITDA	77,332	187,476	289,128	302,982	314,230	
영업외순익	-603	-2,818	1,744	-803	570	
외환관련순익	381	-2,316	2,726	-760	0	
이자순익	-859	-696	-262	550	1,160	
관계기업관련순익	228	124	164	158	158	
기타	-352	71	-884	-751	-749	
법인세비용차감전순이익	32,165	134,396	224,289	226,147	239,849	
법인세비용	2,560	27,973	59,895	60,111	63,753	
계속사업순이익	29,605	106,422	164,394	166,036	176,095	
증단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	29,605	106,422	164,394	166,036	176,095	
지배지분순이익	29,538	106,415	164,401	166,045	176,105	
포괄순이익	29,893	102,202	167,925	168,850	178,909	
지배지분포괄이익	29,827	102,211	167,931	168,862	178,922	

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	204,361	316,698	505,992	
현금및현금성자산	6,138	29,500	58,664	160,013	337,427	
매출채권 및 기타채권	32,741	55,875	72,351	79,761	87,694	
재고자산	20,262	26,404	35,638	39,215	43,137	
비유동자산	223,770	281,080	419,279	465,264	521,331	
유형자산	187,774	240,626	339,113	389,113	448,113	
관계기업등 지분관련자산	1,310	3,599	3,704	3,721	3,738	
기타투자자산	1,542	546	40,902	40,902	40,902	
자산총계	322,160	454,185	623,640	781,962	1,027,323	
유동부채	41,608	81,161	88,444	89,298	107,920	
매입채무 및 기타채무	30,319	48,642	41,404	42,258	60,879	
단기차입금	0	1,927	8,710	8,710	8,710	
유동성장기부채	7,049	5,811	9,681	9,681	9,681	
비유동부채	40,316	34,814	37,520	37,520	94,209	
장기차입금	20,957	20,803	24,090	24,090	80,779	
사채	15,354	13,172	11,669	11,669	11,669	
부채총계	81,925	115,975	125,964	126,818	202,128	
지배지분	240,170	338,153	497,616	655,085	825,119	
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	429,965	587,434	753,247	
비지배지분	66	56	60	60	75	
자본총계	240,235	338,209	497,676	655,144	825,195	
순차입금	1,972	-43,863	-36,729	-138,078	-258,802	
총차입금	43,360	41,713	54,151	54,151	110,840	

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	55,489	146,906	206,408	229,805	254,898	
당기순이익	29,605	106,422	164,394	166,036	176,095	
감가상각비	41,339	46,189	61,639	72,000	72,000	
외환손익	97	-647	-1,286	760	0	
종속,관계기업관련손익	-228	-124	-164	-158	-158	
자산부채의 증감	-14,590	-31,901	-28,657	-14,360	2,515	
기타현금흐름	-733	26,967	10,481	5,527	4,446	
투자활동 현금흐름	-62,305	-119,192	-205,855	-186,210	-195,210	
투자자산	-187	-1,371	-12	-17	-17	
유형자산 증가 (CAPEX)	-59,564	-91,283	-164,590	-122,000	-131,000	
유형자산 감소	1,621	2,449	167	0	0	
기타현금흐름	-4,175	-28,986	-41,420	-64,193	-64,193	
재무활동 현금흐름	1,169	-3,519	4,102	-8,577	46,397	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	4,699	717	11,162	0	56,689	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-3,530	-4,236	-7,060	-8,577	-10,292	
기타현금흐름	0	0	0	0	0	
연결범위변동 등 기타	27	-833	24,509	66,331	71,328	
현금의 증감	-5,619	23,362	29,164	101,380	177,414	
기초 현금	11,757	6,138	29,500	58,664	160,014	
기말 현금	6,138	29,500	58,664	160,014	337,428	
NOPLAT	32,767	137,213	222,546	226,950	239,279	
FCF	570	35,731	36,452	106,297	122,143	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

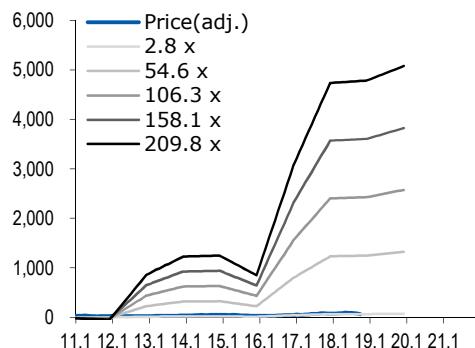
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,057	14,617	22,582	22,808	24,190	
BPS	34,018	47,897	72,525	95,475	120,257	
EBITDAPS	10,622	25,752	39,715	41,618	43,163	
SPS	23,624	41,359	57,115	59,652	65,617	
DPS	600	1,000	1,250	1,500	2,000	
PER	8.4	4.4	2.9	2.8	2.7	
PBR	1.0	1.3	0.9	0.7	0.5	
EV/EBITDA	3.2	2.3	1.5	1.1	0.7	
PSR	1.4	1.6	1.1	1.1	1.0	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	-8.5	75.1	38.1	4.4	10.0	
영업이익 증가율 (%)	-38.6	318.7	62.2	2.0	5.4	
지배순이익 증가율 (%)	-31.7	260.3	54.5	1.0	6.1	
매출총이익률 (%)	37.3	57.8	63.3	61.5	59.7	
영업이익률 (%)	19.1	45.6	53.5	52.3	50.1	
지배순이익률 (%)	17.2	35.3	39.5	38.2	36.9	
EBITDA 마진 (%)	45.0	62.3	69.5	69.8	65.8	
ROIC	14.1	42.9	47.9	38.5	36.2	
ROA	9.5	27.4	30.5	23.6	19.5	
ROE	13.0	36.8	39.3	28.8	23.8	
부채비율 (%)	34.1	34.3	25.3	19.4	24.5	
순차입금/자기자본 (%)	0.8	-13.0	-7.4	-21.1	-31.4	
영업이익/금융비용 (배)	27.3	110.7	212.4	195.2	100.6	

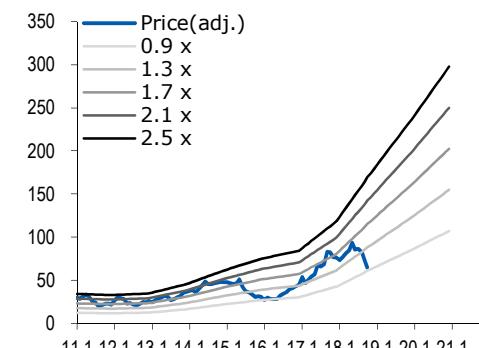
P/E band chart

(천원)



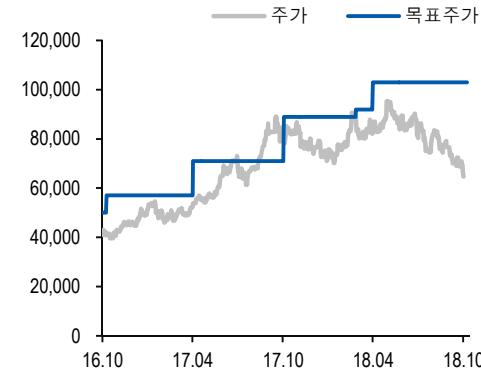
P/B band chart

(천원)



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-26	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

주: 기준일 2018-10-23

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분

투자의견 비율(%)

Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

- 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.