

2019. 1. 25



▲ 반도체/디스플레이

Analyst 김선우

02. 6098-6688

sunwoo.kim@meritz.co.kr

RA 서승연

02. 6098-6676

sy.seo@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 74,000 원

현재주가 (1.24) 70,500 원

상승여력 5.0%

KOSPI 2,145.03pt

시가총액 513,242억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 73.89%

외국인비중 49.17%

52주 최고/최저가 95,300원/57,700원

평균거래대금 2,186.7억원

주요주주(%)

SK텔레콤 외 3 인 20.07

국민연금 9.10

BlackRock Fund Advisors 외 13 인 6.80

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 16.7 -15.7 -2.6

상대주가 11.8 -10.4 15.2

주가그래프



SK하이닉스 000660

아직 먼 이익 저점

- ✓ 기대 이하의 4Q18 4.4조원 영업이익 발표, 메모리 본격적 판가 하락이 주 원인. 그 외 보너스 총당금 및 재고평가손 등 일회성비용 5,000~6,000억원 가량 반영 추정
- ✓ 시장은 4Q18부터 시작된 판가급락이 수요둔화를 2Q19까지 압축적 반영하리라 판단
- ✓ 업황에 남은 숙제는 공급 증가가 수요 계절성을 능가하며 공급과잉이 연말까지 유지될 가능성이 높다는 점. 동사 분기 영업이익은 1Q20 에 저점 형성 예상
- ✓ 최근 주가 급등으로 19E PBR 1.0배 도달. Trading Buy와 적정주가 74,000원 유지

분기 실적의 감소폭은 향후 차츰 둔화될 전망이다...

SK 하이닉스의 4Q18 영업이익은 4.4 조원 (QoQ -32%)으로 당사 추정치 4.9 조원 및 시장 기대치 5.1 조원을 하회했다. DRAM 과 NAND 판가가 11%와 21% 하락하며 실적 하락의 주원인으로 작용했다. 그 외 M15 라인 조기 가동으로 인한 조업도 손실, 제품가 급락에 따른 재고평가손, 연말 보너스 지급 등 일회성 비용이 5,000~6,000 억원 가량 반영된 실적으로 판단된다. 1Q19 영업이익의 경우 2.3 조원으로 가파른 실적 둔화가 지속되리라 예상된다. 한편 동사는 주당 1,500 원의 FCF 30~50% 범위 내에서 주주환원을 실시한다는 기존의 정책을 유지했지만, 1) 경쟁사들의 고정 50%와 2) 소각 목적이 생략된 자사주 프로그램을 감안 시 다소 아쉽다.

...분기 감익 추세는 1Q20까지 지속될 전망

4Q18 부터 구매자 우위로 반전된 DRAM 시장은 다양한 어플리케이션 고객들로부터 여전히 강력한 가격 저항이 발생 중이다. 하지만 하드랜딩형 판가 하락이 역설적으로 업황의 다운사이클을 빠르게 종료시키리라는 낙관적 시각이 시장에는 팽배하다. 투자자들은 수요의 하반기 계절적 회복에 주목하고 있다. 하지만 당사는 선두업체 및 동사의 미세공정 및 Capa 증분의 후행적 공급증가가 현재의 재고 부담까지 더해 연내에 모두 소화될 가능성이 매우 제한적으로 판단한다. 결국 DRAM 판가는 1Q20 까지 지속 하락하며, 동사의 분기 실적 감익 추세는 장기간 유지될 전망이다. 그에 반해 아직 먼 이익 저점에 비해 동사 주가는 최근 급등하며 2019E PBR 1.0 배 수준까지 회복했다 (vs 2019E ROE 12.1%, 2020E 10.9%). 동사 주가의 본격적 회복 시점을 하반기로 예상하며 투자여건 Trading Buy와 적정주가 74,000 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	3,276.8	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	4.8	1.5	2.5	31.5	34.3
2018P	40,445.6	20,842.6	15,543.1	21,350	46.1	64,398	3.3	1.1	1.8	38.5	27.2
2019E	30,061.6	8,034.6	5,973.0	8,205	-61.6	71,144	8.6	1.0	2.8	12.1	26.1
2020E	33,205.8	7,941.0	5,874.6	8,070	-1.6	76,823	8.7	0.9	2.4	10.9	31.8

표1 SK하이닉스 4Q18P 실적 Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	9,938	9,052	10%	11,417	-13%	10,296	-3%	10,003	-1%
DRAM	7,947	6,852	16%	9,141	-13%			7,974	0%
NAND	1,798	1,970	-9%	2,066	-13%			1,812	-1%
영업이익	4,430	4,466	-1%	6,472	-32%	5,086	-13%	4,908	-10%
DRAM	4,502	4,044	11%	6,059	-26%			4,863	-7%
NAND	-74	406	nm	401	nm			26	nm
Others	2	16	-88%	13	-85%			20	-90%
세전이익	4,712	4,157	13%	6,435	-27%	5,049	-7%	4,902	-4%
순이익	3,398	3,220	6%	4,692	-28%	3,832	-11%	3,603	-6%
영업이익률(%)	45%	49%		57%		49%		49%	
DRAM	57%	59%		66%				61%	
NAND	-4%	21%		19%				1%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (4Q18P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	-2%	-11%	+10%	-21%
메리츠 추정치	-3%	-11%	+10%	-21%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E	1Q19E	2019E
매출액	6,863	30,062	8,151	31,575	-16%	-5%
DRAM	5,512	23,786	6,571	25,047	-16%	-5%
NAND	1,177	5,521	1,406	5,773	-16%	-4%
영업이익	2,258	8,035	3,249	9,920	-31%	-19%
DRAM	2,528	9,392	3,336	10,316	-24%	-9%
NAND	-287	-1,433	-104	-472	nm	nm
Others	17	76	17	76	0%	0%
세전이익	2,337	8,178	3,333	10,045	-30%	-19%
순이익	1,706	5,973	2,433	7,336	-30%	-19%
영업이익률	33%	27%	40%	31%		
DRAM	46%	39%	51%	41%		
NAND	-24%	-26%	-7%	-8%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
매출액	8,720	10,371	11,417	9,938	6,863	7,273	7,903	8,023	30,109	40,446	30,062
DRAM	6,890	8,335	9,141	7,947	5,512	5,821	6,234	6,219	22,806	32,312	23,786
NAND	1,696	1,862	2,066	1,798	1,177	1,271	1,473	1,600	6,578	7,422	5,521
영업이익	4,367	5,574	6,472	4,430	2,258	2,009	2,006	1,762	13,722	20,843	8,035
DRAM	4,053	5,283	6,059	4,502	2,528	2,384	2,351	2,131	12,224	19,896	9,392
NAND	305	280	401	-74	-287	-393	-364	-389	1,425	911	-1,433
기타	9	11	13	2	17	18	20	20	74	35	76
세전이익	4,291	5,903	6,435	4,712	2,337	2,045	2,023	1,772	13,440	21,342	8,178
당기순이익	3,121	4,329	4,692	3,398	1,706	1,493	1,477	1,294	10,642	15,543	5,973
영업이익률 (%)	50%	54%	57%	45%	33%	28%	25%	22%	46%	52%	27%
DRAM	59%	63%	66%	57%	46%	41%	38%	34%	54%	62%	39%
NAND	18%	15%	19%	-4%	-24%	-31%	-25%	-24%	22%	12%	-26%

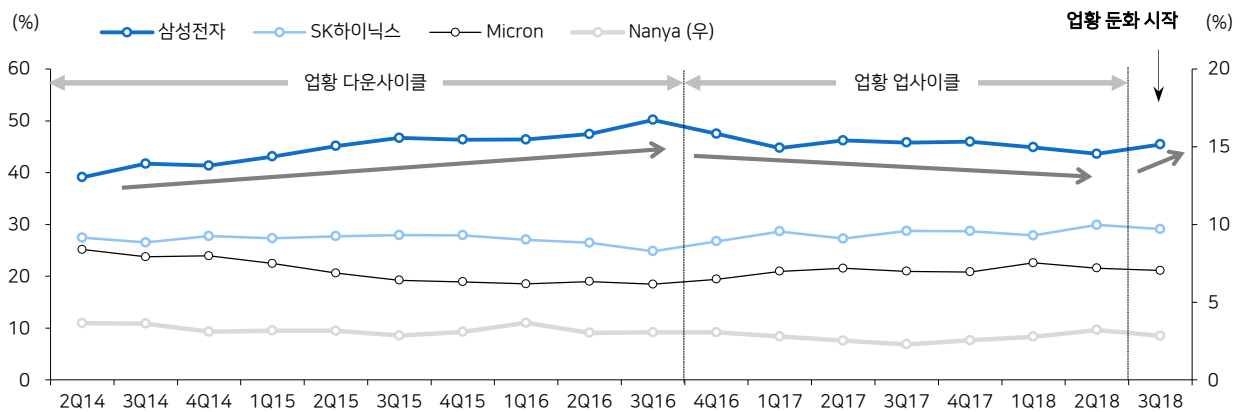
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018P	2019E
출하량 (백만, 1Gb eq)	DRAM	6,412	7,438	7,780	7,593	6,834	8,201	9,759	10,247	24,228	29,223	35,040
	% QoQ	-5%	16%	5%	-2%	-10%	20%	19%	5%			
	% YoY	19%	33%	19%	13%	7%	10%	25%	35%	23%	21%	20%
	NAND	35,581	42,412	50,301	55,331	47,585	57,102	69,664	78,024	133,749	183,625	252,375
	% QoQ	-10%	19%	19%	10%	-14%	20%	22%	12%			
ASP (1Gb, 달러)	DRAM	1.00	1.04	1.05	0.93	0.73	0.65	0.58	0.55	0.83	1.01	0.62
	% QoQ	9%	4%	1%	-11%	-21%	-12%	-10%	-5%			
	% YoY	39%	30%	24%	1%	-27%	-38%	-45%	-41%	54%	21%	-39%
	NAND	0.04	0.04	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	0.04	0.02
	% QoQ	-1%	-9%	-10%	-21%	-22%	-10%	-5%	-3%			
	% YoY	8%	-9%	-15%	-36%	-49%	-50%	-48%	-35%	35%	-16%	-46%

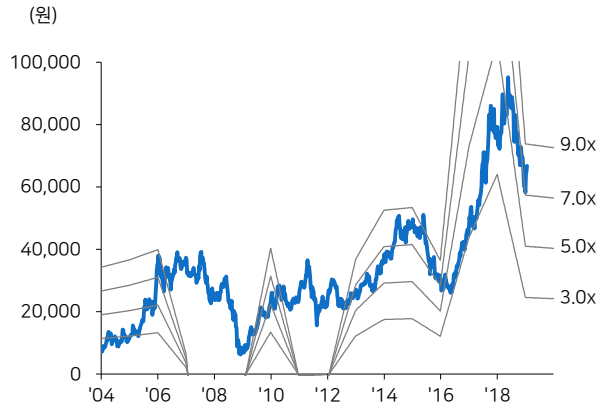
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

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



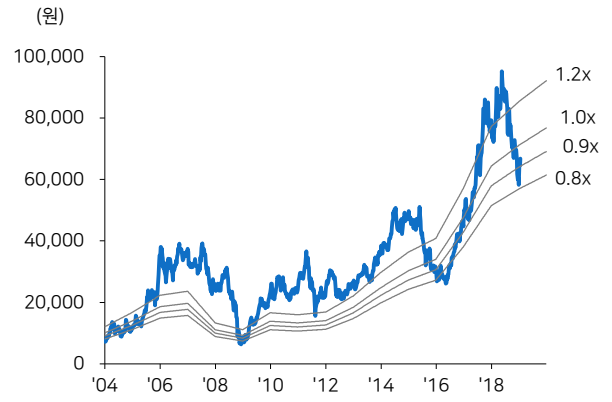
자료: DRAMeXchange, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PER 밴드



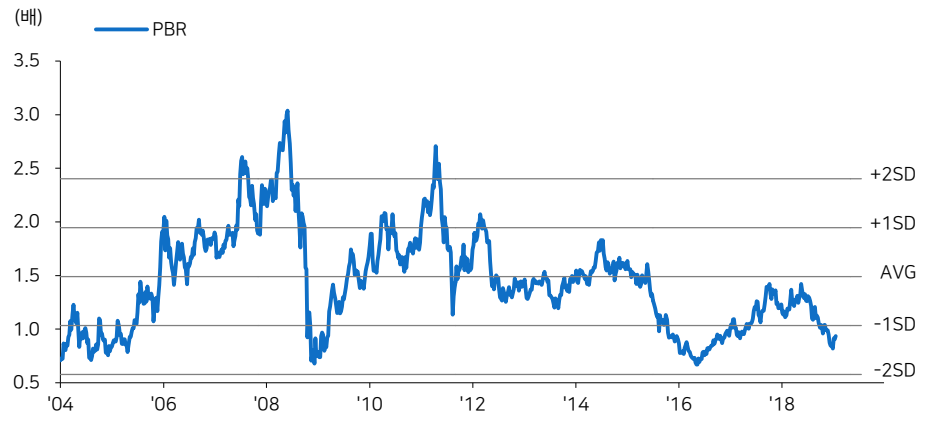
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 SK하이닉스 역사적 PBR 변화



자료: 메리츠증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	17,198.0	30,109.4	40,445.6	30,061.6	33,205.8
매출액증가율 (%)	-8.5	75.1	34.3	-25.7	10.5
매출원가	10,787.1	12,701.8	15,465.3	18,963.2	21,880.9
매출총이익	6,410.8	17,407.6	24,980.2	11,098.4	11,324.9
판매비와관리비	3,134.1	3,686.3	4,136.8	3,063.9	3,383.9
영업이익	3,276.8	13,721.3	20,842.6	8,034.6	7,941.0
영업이익률 (%)	19.1	45.6	51.5	26.7	23.9
금융수익	-51.6	-41.0	237.9	131.6	90.4
종속/관계기업관련손익	22.8	12.4	14.4	11.9	11.9
기타영업외손익	-28.9	-28.6	498.1	143.5	102.3
세전계속사업이익	3,216.5	13,439.6	21,341.6	8,178.1	8,043.3
법인세비용	256.0	2,797.4	5,801.5	2,208.1	2,171.7
당기순이익	2,960.5	10,642.2	15,540.1	5,970.0	5,871.6
지배주주지분 순이익	2,953.8	10,641.5	15,543.1	5,973.0	5,874.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	9,839.0	17,310.4	17,601.0	19,264.9	21,887.6
현금및현금성자산	613.8	2,950.0	4,955.3	7,676.2	8,243.4
매출채권	3,251.7	5,552.8	6,112.8	4,934.7	5,477.4
재고자산	2,026.2	2,640.4	2,906.7	2,346.5	2,604.6
비유동자산	22,377.0	28,108.0	42,052.7	46,046.6	51,816.7
유형자산	18,777.4	24,062.6	33,922.7	39,422.7	44,622.7
무형자산	1,915.6	2,247.3	2,526.9	1,979.4	1,390.5
투자자산	278.8	403.1	567.4	579.2	591.1
자산총계	32,216.0	45,418.5	59,653.7	65,311.5	73,704.2
유동부채	4,160.9	8,116.1	9,003.4	10,112.5	14,664.6
매입채무	696.1	758.6	835.1	674.1	748.3
단기차입금	0.0	192.7	265.8	265.8	265.8
유동성장기부채	704.9	581.1	639.7	516.4	573.2
비유동부채	4,031.7	3,481.4	3,763.4	3,401.0	3,107.8
사채	1,535.4	1,317.2	1,511.6	1,392.0	1,292.0
장기차입금	2,095.7	2,080.3	2,163.1	1,935.1	1,735.1
부채총계	8,192.5	11,597.6	12,766.8	13,513.5	17,772.4
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	-79.1	-502.3	-503.8	-503.8	-503.8
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	42,091.2	47,002.3	51,136.2
비지배주주지분	6.6	5.6	4.8	4.8	4.8
자본총계	24,023.5	33,820.9	46,886.9	51,798.0	55,931.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	5,548.9	14,690.6	22,493.6	18,050.7	17,748.0
당기순이익(손실)	2,960.5	10,642.2	15,540.1	5,970.0	5,871.6
유형자산감가상각비	4,133.9	4,618.9	5,900.0	7,500.0	8,800.0
무형자산상각비	322.6	407.4	531.2	397.4	438.9
운전자본의 증감	-1,459.1	-3,190.1	-1,091.7	1,618.1	-460.1
투자활동 현금흐름	-6,230.5	-11,919.2	-18,397.7	-13,799.9	-15,199.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-5,956.4	-9,128.3	-16,035.7	-13,000.0	-14,000.0
투자자산의 감소(증가)	-19.2	-137.4	-196.8	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	116.9	-351.9	-2,088.5	-1,529.8	-1,980.9
차입금증감	469.9	71.7	354.0	-470.9	-243.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-561.9	2,336.2	2,005.3	2,721.0	567.2
기초현금	1,175.7	613.8	2,950.0	4,955.3	7,676.2
기말현금	613.8	2,950.0	4,955.3	7,676.2	8,243.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	23,624	41,359	55,557	41,293	45,612
EPS(지배주주)	4,057	14,617	21,350	8,205	8,070
CFPS	-772	3,209	2,755	3,738	779
EBITDAPS	10,623	25,752	37,464	21,885	23,599
BPS	32,990	46,449	64,398	71,144	76,823
DPS	600	1,000	1,500	2,461	2,421
배당수익률(%)	0.9	1.4	2.1	3.5	3.4
Valuation(Multiple)					
PER	8.4	4.8	3.3	8.6	8.7
PCR	N/A	22.0	25.6	18.9	90.5
PSR	1.4	1.7	1.3	1.7	1.5
PBR	1.0	1.5	1.1	1.0	0.9
EBITDA	7,733.2	18,747.6	27,273.8	15,932.0	17,179.9
EV/EBITDA	3.2	2.5	1.8	2.8	2.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.3	31.5	38.5	12.1	10.9
EBITDA 이익률	34.7	80.4	67.5	27.6	35.5
부채비율	34.1	34.3	27.2	26.1	31.8
금융비용부담률	0.5	0.2	0.0	-0.2	-0.2
이자보상배율(x)	27.3	110.7	238.8	104.6	110.7
매출채권회전율(x)	5.8	6.8	6.9	5.4	6.4
재고자산회전율(x)	5.5	5.4	5.6	7.2	8.8

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 25일 현재 동 자료에 언급된 종목의 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	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

SK 하이닉스 (000660) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-7.6	-6.1	
2018.07.27	기업브리프	Hold	89,000	김선우	-13.6	-3.0	
2018.10.26	기업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-9.8	-4.5	
2018.11.15	산업분석	Trading Buy	78,000	김선우	-10.4	-4.5	
2018.12.10	산업브리프	Trading Buy	78,000	김선우	-14.8	-4.5	
2019.01.14	산업분석	Trading Buy	74,000	김선우	-11.2	-4.7	
2019.01.25	기업브리프	Trading Buy	74,000	김선우	-	-	