

2019. 7. 26



## ▲ 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) 81,000 원

현재주가 (7.25) 79,200 원

상승여력 2.3%

KOSPI 2,074.48pt

시가총액 576,578억원

발행주식수 72,800만주

유동주식비율 73.54%

외국인비중 51.50%

52주 최고/최저가 86,300원/57,700원

평균거래대금 2,407.1억원

## 주요주주(%)

SK텔레콤 외 2 인 20.07

국민연금공단 9.10

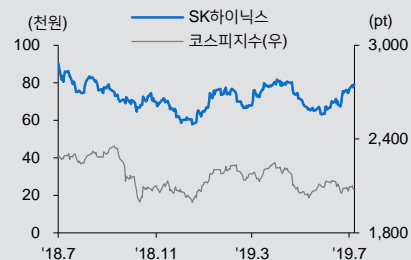
The Capital Group Companies, Inc. 외 19 인 7.16

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 18.7 6.2 -1.6

상대주가 21.4 11.5 7.8

## 주가그래프



## SK하이닉스 000660

## 본의는 수요 자극, 관건은 실효성

- ✓ 2Q19 영업이익 6,376억원은 컨센서스 7,439억원 하회. DRAM · NAND 공히 예상을 능가하는 판가 하락이 견조한 출하량을 감쇄하며 부진한 실적 기록
- ✓ M10 DRAM 웨이퍼 투입 조절 의사 발표. 규모가 특정되지 않은 계획으로써 서버 수요의 가격탄력성 실증구간 내 공급 조절을 통한 수요 자극 시도로 해석됨
- ✓ 2D NAND 등 리테일 니치 제품의 판가 안정화가 고정가 전반으로 확대되기는 어려운 상황. 실적 둔화는 상당기간 지속. 투자의견 Trading Buy, 적정주가 81,000원

## 부진한 2Q19 실적 발표, 수요 침체를 대처하는 공급 조절 가능성 대두

SK 하이닉스의 2Q18 영업이익은 6,376 억원 (-53% QoQ, -89% YoY)으로 당사 추정치 6,468 억원 및 시장 기대치 7,439 억원을 하회했다. 부진한 수요 탓에 재고 부담을 덜기 위한 출하축진 정책이 예상을 능가하는 판가하락을 유발했을 가능성이 높다 (표 2). 3Q19 의 경우 DRAM 과 NAND 판가는 15%와 7% QoQ 하락하며 영업이익은 3,275 억원으로 재차 감소할 전망이다. 현재 시장 내 일본 수출규제에 따른 현물가 반등으로 메모리 고정가격의 인상 기대감이 높아지고 있지만 1) Mobile 시장의 하반기 개선세 둔화와, 2) 가격탄력성의 부활 기미가 보이지 않는 서버 수요 탓에 Blended 판가 하락은 1Q20 까지 지속될 전망이다.

## 공급 조절은 난제해결의 묘수 vs 여전히 높은 수익성은 역설적 제한요인

동사 영업이익 90~95%를 차지하는 DRAM 산업의 구조적 문제는 '수요의 가격탄력성'이라는 경제학 기본원리가 작동하지 않는데 있다. 수요 저성장 시대의 주력으로 떠오른 서버가 지속적인 '가격인하' 에도 불구하고 구매지연으로 대응하고 있기 때문이다. 현 상황에서 동사의 공급조절 전략은 유효할 수 있다. 단 전제조건은 1) 선두업체 역시 참여하는 조직적 생산 감축, 2) 2H18~1H19 내 기설치된 분량을 되돌리는 과감한 가동률 조절로 보여진다. 문제는 공급업체들의 DRAM 공급업체들의 축적 재고량이 과도할뿐더러 여전히 높은 이익률을 보임에 따라 적정 수준의 감산이 적시에 도출되기는 어렵다는 사실이다. 결국 DRAM 판가는 1Q20 까지 지속 하락하며, 동사의 분기 실적 감익 추세는 장기간 유지될 전망이다. 한편 업사이드 리스크는 소재 조달 문제로 인한 10 월부터의 비자발적 생산 감축 현실화이다. NAND 판가 조기 안정화 가능성을 감안해 적정주가를 81,000 원으로 소폭 상향 조정한다 (2019E P/B 1.26x vs 기존 1.03x).

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	30,109.4	13,721.3	10,641.5	14,617	260.3	46,449	5.4	1.7	2.3	31.5	34.3
2018	40,445.1	20,843.8	15,540.1	21,346	46.0	64,348	3.7	1.2	2.2	33.2	35.9
2019E	24,684.9	2,162.2	1,831.4	2,516	-88.2	64,324	31.5	1.2	5.1	3.9	25.2
2020E	24,554.7	732.6	673.1	925	-63.2	64,515	85.7	1.2	5.6	1.4	36.8
2021E	34,194.2	8,909.2	6,990.9	9,603	938.6	73,846	8.2	1.1	2.9	13.9	38.6

표1 SK하이닉스 2Q19P 실적 Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
<b>매출액</b>	<b>6,452.0</b>	<b>10,370.5</b>	<b>-38%</b>	<b>6,773.0</b>	<b>-5%</b>	<b>6,411.0</b>	<b>1%</b>	<b>6,331.4</b>	<b>2%</b>
DRAM	4,848.4	8,334.6	-42%	5,394.1	-10%			4,879.1	-1%
NAND	1,263.8	1,861.5	-32%	1,162.2	9%			1,271.1	-1%
<b>영업이익</b>	<b>637.6</b>	<b>5,573.9</b>	<b>-89%</b>	<b>1,365.6</b>	<b>-53%</b>	<b>743.9</b>	<b>-14%</b>	<b>646.8</b>	<b>-1%</b>
DRAM	1,295.3	5,282.9	-75%	1,891.2	-32%			1,178.0	10%
NAND	-670.6	279.8	nm	-539.7	nm			-540.3	nm
Others	12.9	11.2	15%	14.1	-8%			9.1	43%
<b>세전이익</b>	<b>676.0</b>	<b>5,903.5</b>	<b>-89%</b>	<b>1,479.5</b>	<b>-54%</b>	<b>792.4</b>	<b>-15%</b>	<b>473.8</b>	<b>43%</b>
<b>순이익</b>	<b>537.0</b>	<b>4,328.5</b>	<b>-88%</b>	<b>1,102.1</b>	<b>-51%</b>	<b>574.5</b>	<b>-7%</b>	<b>353.0</b>	<b>52%</b>
영업이익률(%)	10%	54%		20%		12%		10%	
DRAM	27%	63%		35%				24%	
NAND	-53%	15%		-46%				-43%	

자료: SK하이닉스, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 DRAM/NAND Bit growth/ASP 차이 (2Q19P 매출 가정비교)

(전분기 대비)	DRAM		NAND	
	Bit growth	ASP 변화	Bit growth	ASP 변화
실제 변화율	+13%	-24%	+40%	-25%
메리츠 추정치	+14%	-23%	+22%	-13%

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 SK하이닉스 실적 추정치 변경

(십억원)	New		Old		차이(%)	
	3Q19E	2019E	3Q19E	2019E	3Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>5,875.6</b>	<b>24,684.9</b>	<b>6,286.8</b>	<b>25,376.5</b>	<b>-7%</b>	<b>-3%</b>
DRAM	4,507.8	19,056.8	4,778.9	19,617.9	-6%	-3%
NAND	1,214.9	4,823.1	1,311.5	5,003.6	-7%	-4%
<b>영업이익</b>	<b>327.5</b>	<b>2,162.2</b>	<b>254.5</b>	<b>1,989.3</b>	<b>29%</b>	<b>9%</b>
DRAM	963.6	4,614.1	861.0	4,371.9	12%	6%
NAND	-642.2	-2,489.7	-614.4	-2,421.6	nm	nm
Others	6.1	37.9	7.9	39.0	-22%	-3%
세전이익	269.8	2,403.2	280.6	2,108.4	-4%	14%
<b>순이익</b>	<b>210.5</b>	<b>1,831.4</b>	<b>280.6</b>	<b>1,611.9</b>	<b>-25%</b>	<b>14%</b>
영업이익률	6%	9%	4%	8%		
DRAM	21%	24%	18%	22%		
NAND	-53%	-52%	-47%	-48%		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 SK하이닉스 실적추정

(십억원)	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,773.0</b>	<b>6,452.0</b>	<b>5,875.6</b>	<b>5,584.3</b>	<b>5,333.9</b>	<b>5,755.2</b>	<b>6,430.9</b>	<b>7,034.7</b>	<b>40,445.1</b>	<b>24,684.9</b>	<b>24,554.7</b>
DRAM	5,394.1	4,848.4	4,507.8	4,306.6	3,916.8	4,156.4	4,628.2	5,125.3	32,295.0	19,056.8	17,826.7
NAND	1,162.2	1,263.8	1,214.9	1,182.2	1,213.4	1,386.3	1,572.5	1,670.3	7,418.3	4,823.1	5,842.5
<b>영업이익</b>	<b>1,365.6</b>	<b>637.6</b>	<b>327.5</b>	<b>-168.4</b>	<b>-197.7</b>	<b>-82.6</b>	<b>411.9</b>	<b>601.0</b>	<b>20,843.8</b>	<b>2,162.2</b>	<b>732.6</b>
DRAM	1,891.2	1,295.3	963.6	464.0	189.4	101.0	491.7	686.4	19,887.0	4,614.1	1,468.5
NAND	-539.7	-670.6	-642.2	-637.2	-407.5	-204.9	-102.9	-109.2	907.5	-2,489.7	-824.5
기타	14.1	12.9	6.1	4.8	20.4	21.3	23.0	23.9	49.3	37.9	88.6
<b>세전이익</b>	<b>1,479.5</b>	<b>676.0</b>	<b>269.8</b>	<b>-22.2</b>	<b>-212.4</b>	<b>-118.2</b>	<b>375.8</b>	<b>700.7</b>	<b>21,341.0</b>	<b>2,403.2</b>	<b>745.9</b>
<b>당기순이익</b>	<b>1,102.1</b>	<b>537.0</b>	<b>210.5</b>	<b>-19.9</b>	<b>-191.1</b>	<b>-106.4</b>	<b>338.2</b>	<b>630.6</b>	<b>15,540.1</b>	<b>1,831.4</b>	<b>1,831.4</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>-3%</b>	<b>-4%</b>	<b>-1%</b>	<b>6%</b>	<b>9%</b>	<b>52%</b>	<b>9%</b>	<b>3%</b>
DRAM	35%	27%	21%	11%	5%	2%	11%	13%	62%	24%	8%
NAND	-46%	-53%	-53%	-54%	-34%	-15%	-7%	-7%	12%	-52%	-14%

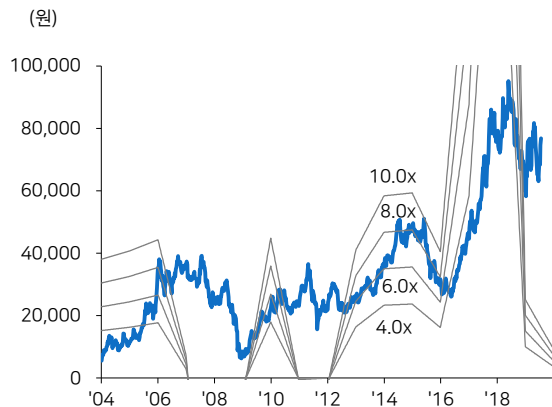
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 SK하이닉스 생산 추정 가정

		1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
<b>출하량</b> (백만, 1Gb eq)	<b>DRAM</b>	<b>7,352</b>	<b>8,340</b>	<b>9,091</b>	<b>9,818</b>	<b>9,327</b>	<b>9,887</b>	<b>10,579</b>	<b>10,896</b>	<b>30,587</b>	<b>34,600</b>	<b>40,688</b>
	% QoQ	-8%	13%	9%	8%	-5%	6%	7%	3%			
	% YoY	10%	7%	12%	24%	27%	19%	16%	11%	21%	13%	18%
	<b>NAND</b>	<b>52,288</b>	<b>73,203</b>	<b>75,399</b>	<b>75,399</b>	<b>78,415</b>	<b>88,609</b>	<b>96,584</b>	<b>106,242</b>	<b>183,625</b>	<b>276,290</b>	<b>369,851</b>
	% QoQ	-6%	40%	3%	0%	4%	13%	9%	10%			
<b>ASP</b> (1Gb, 달러)	<b>DRAM</b>	<b>0.65</b>	<b>0.50</b>	<b>0.42</b>	<b>0.38</b>	<b>0.37</b>	<b>0.37</b>	<b>0.39</b>	<b>0.42</b>	<b>0.96</b>	<b>0.48</b>	<b>0.39</b>
	% QoQ	-27%	-24%	-15%	-10%	-3%	1%	5%	8%			
	% YoY	-32%	-50%	-58%	-57%	-43%	-25%	-7%	11%	21%	-50%	-18%
	<b>NAND</b>	<b>0.02</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.01</b>	<b>0.04</b>	<b>0.02</b>	<b>0.01</b>
	% QoQ	-32%	-25%	-7%	-1%	0%	2%	5%	-3%			
	% YoY	-56%	-64%	-62%	-53%	-31%	-6%	6%	4%	-16%	-59%	-7%

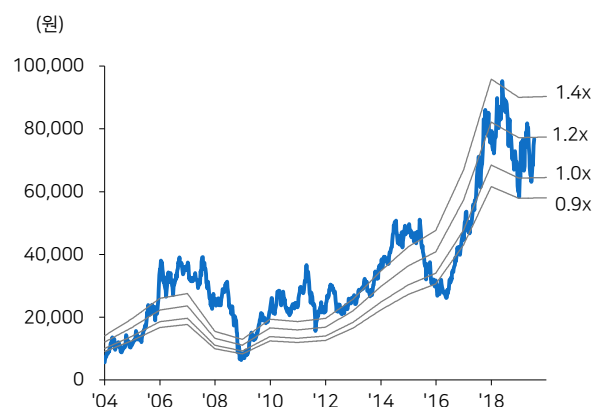
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 SK하이닉스 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 SK하이닉스 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 SK하이닉스 역사적 PBR 변화 (1년 롤링 포워드)



자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 SK하이닉스 적정주가 산출

(원)	2019E
BVPS	64,325
적정배수 (배) *	1.26
적정가치	81,050
<b>적정주가</b>	<b>81,000</b>
현재주가	79,200
상승여력 (%)	2.3%

참고: 적정배수는 기존의 1.03배에서 NAND 저점 기간인 15-17년 평균 PBR 배수 1.26배로 변경

자료: 메리츠증권 리서치센터

## SK 하이닉스 (000660)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	30,109.4	40,445.1	24,684.9	24,554.7	34,194.2
매출액증가율 (%)	75.1	34.3	-39.0	-0.5	39.3
매출원가	12,701.8	15,180.9	17,544.3	18,890.0	18,427.5
매출총이익	17,407.6	25,264.2	7,140.7	5,664.8	15,766.7
판매비와관리비	3,686.3	4,420.5	4,977.5	4,932.2	6,857.5
영업이익	13,721.3	20,843.8	2,162.2	732.6	8,909.2
영업이익률 (%)	45.6	51.5	8.8	3.0	26.1
금융수익	-253.1	549.9	98.1	-4.3	33.5
종속/관계기업관련손익	12.4	13.0	17.6	17.6	17.6
기타영업외손익	-240.7	562.9	240.0	13.3	51.1
세전계속사업이익	13,439.6	21,341.0	2,403.2	745.9	8,960.3
법인세비용	2,797.3	5,801.0	573.6	74.6	1,971.3
당기순이익	10,642.3	15,540.0	1,829.6	671.3	6,989.1
지배주주지분 순이익	10,641.5	15,540.1	1,831.4	673.1	6,990.9

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	17,310.4	19,894.1	13,969.3	15,840.3	21,425.2
현금및현금성자산	2,950.0	2,349.3	3,433.0	2,820.6	3,095.0
매출채권	5,552.8	6,320.0	3,551.3	4,473.6	6,297.4
재고자산	2,640.4	4,422.7	2,485.2	3,130.6	4,406.9
비유동자산	28,108.0	43,764.2	44,676.5	48,435.3	53,118.2
유형자산	24,062.6	34,952.6	38,002.4	40,202.4	42,402.4
무형자산	2,247.3	2,678.8	2,833.0	2,861.2	2,733.6
투자자산	403.1	562.2	710.9	728.5	746.1
자산총계	45,418.4	63,658.3	58,645.8	64,275.6	74,543.4
유동부채	8,116.1	13,031.9	6,345.0	10,024.7	15,676.2
매입채무	758.6	1,096.4	616.1	776.1	1,092.5
단기차입금	192.7	585.8	1,408.1	1,408.1	1,408.1
유동성장기부채	581.1	1,028.5	577.9	728.0	1,024.8
비유동부채	3,481.4	3,774.2	5,466.3	7,277.9	5,100.9
사채	1,317.2	1,506.1	2,508.6	4,508.6	2,508.6
장기차입금	2,080.3	2,161.6	1,954.8	1,754.8	1,554.8
부채총계	11,597.5	16,806.0	11,811.3	17,302.6	20,777.1
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
기타포괄이익누계액	-502.3	-482.8	-239.9	-239.9	-239.9
이익잉여금	27,287.3	42,033.6	41,772.9	41,911.4	48,704.7
비지배주주지분	5.6	6.6	6.2	6.2	6.2
자본총계	33,820.9	46,852.3	46,834.5	46,973.0	53,766.3

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	14,690.6	22,227.2	13,933.6	9,790.3	14,593.5
당기순이익(손실)	10,642.2	15,540.0	1,829.6	671.3	6,989.1
유형자산감가상각비	4,618.9	5,904.2	7,850.0	8,800.0	8,800.0
무형자산상각비	407.4	524.1	444.3	414.5	570.4
운전자본의 증감	-3,190.1	-1,996.9	2,902.5	-1,656.2	-3,274.8
투자활동 현금흐름	-11,919.2	-21,428.7	-12,920.7	-11,820.0	-12,220.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9,128.3	-16,036.1	-12,000.0	-11,000.0	-11,000.0
투자자산의 감소(증가)	-114.7	-233.8	-115.1	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	-351.9	-1,395.3	50.3	1,417.3	-2,099.0
차입금증감	71.7	1,047.2	1,176.9	1,950.1	-1,903.2
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	2,336.2	-600.7	1,083.7	-612.4	274.4
기초현금	613.8	2,950.0	2,349.3	3,433.0	2,820.6
기말현금	2,950.0	2,349.3	3,433.0	2,820.6	3,095.0

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	41,359	55,556	33,908	33,729	46,970
EPS(지배주주)	14,617	21,346	2,516	925	9,603
CFPS	3,209	-825	1,489	-841	377
EBITDAPS	25,752	37,462	14,363	13,664	25,109
BPS	46,449	64,348	64,324	64,515	73,846
DPS	1,000	1,500	755	277	2,881
배당수익률(%)	1.3	1.9	1.0	0.4	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	5.4	3.7	31.5	85.7	8.2
PCR	24.7	-96.0	53.2	-94.1	210.1
PSR	1.9	1.4	2.3	2.3	1.7
PBR	1.7	1.2	1.2	1.2	1.1
EBITDA	18,747.6	27,272.1	10,456.6	9,947.2	18,279.6
EV/EBITDA	2.3	2.2	5.1	5.6	2.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	31.5	33.2	3.9	1.4	13.9
EBITDA 이익률	80.4	67.5	9.7	6.6	49.5
부채비율	34.3	35.9	25.2	36.8	38.6
금융비용부담률	0.2	0.1	0.6	0.8	0.7
이자보상배율(x)	110.7	220.3	11.8	3.3	37.0
매출채권회전율(x)	6.8	6.8	5.0	6.1	6.3
재고자산회전율(x)	5.4	4.3	5.1	6.7	4.9

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 26일 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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 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)	
2017.09.08	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	-0.6	10.5	
2019.05.29	산업분석	Trading Buy	74,000	김선우	-2.2	10.5	
2019.07.26	기업브리프	Trading Buy	81,000	김선우	-	-	