

SK하이닉스 (000660)

반도체/장비



이재윤

02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 백길현

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	100,000원 (M)
현재주가 (8/30)	77,400원
상승여력	29%

시가총액	563,474억원
총발행주식수	728,002,365주
60일 평균 거래대금	2,102억원
60일 평균 거래량	2,906,057주
52주 고	83,000원
52주 저	57,700원
외인지분율	51.74%
주요주주	SK 텔레콤 외 2인 20.07%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	17.5	(6.4)
상대	1.6	21.7	9.7
절대(달려환산)	(4.3)	15.3	(14.3)

실적보다 중요한 이야기

3Q19 영업이익 4,180억원으로 다소 부진할 전망

동사의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 5.6조원(YoY -51%, QoQ -13%), 4,180억원(YoY -94%, QoQ -35%, OPM 7%)으로 다소 부진할 전망이다. DRAM부문의 영업이익은 1.2조원으로 전 분기 대비 25% 하락할 전망이고, NAND 부문의 영업적자는 7,910억원으로 전 분기대비 적자 규모가 줄어들 것으로 예상된다.

하반기 실적 방향성 보다는 가격 하락 폭 완화에 주목

올 하반기 동사 실적 전망에 대해 아직은 불확실성이 상존한다. 중미 무역분쟁 심화에 따른 수요 둔화 Risk가 지배적이기 때문이다. 하지만 하반기 실적 방향성이 불확실하다는 점 보다는 DRAM 가격 하락 폭 완화 가능성에 주목해야 할 것이다.

지난 2분기 기준 삼성전자의 DRAM 영업이익률은 40% 수준, SK하이닉스의 DRAM 영업이익률은 30% 수준으로 추산된다. 3분기 전망치 기준으로 보면 2016년 DRAM의 Down Cycle 당시 저점 영업이익률에 거의 근접한 수준이 될 것이다.

지금까지는 SK하이닉스와 Micron을 중심으로 감산에 대한 의지를 밝혔지만, 삼성전자는 다소 보수적이었다. 상반기처럼 DRAM가격 하락이 분기 20%수준으로 이어진다면 내년 1분기면 삼성전자를 비롯한 모든 메모리반도체 업체들이 영업적자로 돌아설 것이기 때문에 삼성전자도 공급조절에 대해 조금은 더 적극적으로 가담해야 할 것이다.

주지하다시피 Cycle산업의 바닥은 공급 축소 또는 수요 회복이 만들어준다. 2016년에는 PC시장 회복이 DRAM Cycle 반등을 견인했다면 이번에는 공급 축소가 Cycle반등을 견인할 전망이다. 더불어 2020년에는 5G 서비스 상용화 및 DDR5 DRAM 출시에 따른 IT 수요 상승을 기대할 수 있다는 점도 동사 주가에 긍정적으로 작용할 것이다.

동사 주가는 올해 BPS기준 1.05X수준에 거래되고 있어 Valuation도 부담 없는 수준이다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원(Target PBR 1.4X)을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	3Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	56,084	-50.9	-13.1	59,854	-6.3
영업이익	4,176	-93.5	-34.5	4,339	-3.8
세전계속사업이익	5,329	-91.7	-19.6	4,335	22.9
지배순이익	3,984	-91.5	-24.4	3,221	23.7
영업이익률 (%)	7.4	-49.3 %pt	-2.5 %pt	7.2	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	7.1	-34.0 %pt	-1.1 %pt	5.4	+1.7 %pt

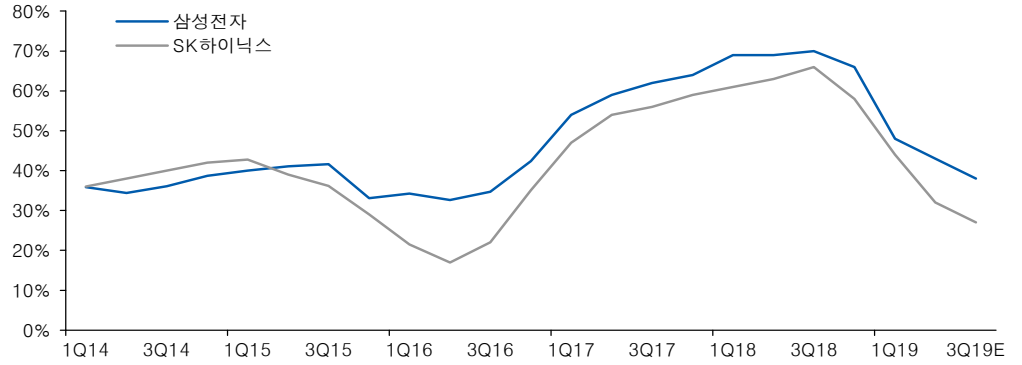
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	301,094	404,451	243,058	245,605
영업이익	137,213	208,438	29,586	57,618
지배순이익	106,415	155,401	25,160	43,131
PER	4.4	3.7	22.5	13.1
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.3	2.2	5.4	4.8
ROE	36.8	38.5	5.3	8.6

자료: 유안타증권

삼성전자, SK하이닉스 DRAM 영업이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

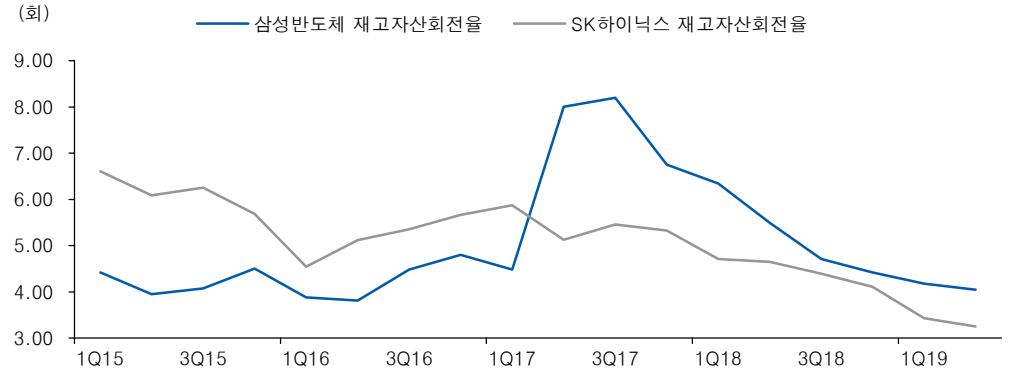
삼성반도체 & SK하이닉스반도체

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
삼성반도체 재	5,706	6,539	7,418	6,954	7,402	7,058	5,917	5,272	5,346	5,450	5,925	6,973	8,316	9,503	10,454	12,763	14,580	14,521
QoQ		15%	13%	-6%	6%	-5%	-16%	-11%	1%	2%	9%	18%	19%	14%	10%	22%	14%	0%
제품및상품	903	1,254	1,541	1,599	1,495	1,257	807	871	757	804	759	1,095	1,364	1,567	1,609	2,498	2,036	2,155
반제품및재공	4,291	4,714	5,138	4,741	5,294	5,163	4,484	3,797	3,913	3,932	4,364	5,179	6,136	7,132	7,974	9,379	11,504	11,104
원재료및저장	419	466	627	505	544	547	563	542	598	663	767	659	767	756	825	864	971	1,160
미착품	94	104	112	109	69	91	62	62	78	50	35	39	49	48	46	23	68	102
삼성반도체 재고	4.42	3.95	4.07	4.50	3.88	3.81	4.48	4.80	4.48	8.01	8.19	6.76	6.34	5.49	4.71	4.42	4.18	4.05
SK 하이닉스	1,565	1,751	1,827	1,923	2,194	2,011	2,163	2,026	2,041	2,424	2,557	2,640	3,103	3,368	3,687	4,423	5,116	5,236
QoQ		12%	4%	5%	14%	-8%	8%	-6%	1%	19%	6%	3%	18%	9%	9%	20%	16%	6%
제품및상품	445	473	526	613	850	591	481	392	375	487	415	433	657	711	877	1,406	1,877	2,220
반제품및재공	742	831	791	848	847	927	1,194	1,130	1,176	1,410	1,519	1,617	1,774	1,900	1,969	2,119	2,220	2,164
원재료및저장	315	359	394	387	440	440	448	455	463	501	589	567	641	727	800	877	956	804
미착품	63	88	115	75	57	53	40	49	26	26	34	23	31	31	41	20	63	48
SK 하이닉스 재	6.61	6.09	6.25	5.69	4.54	5.12	5.35	5.67	5.87	5.12	5.46	5.33	4.71	4.65	4.39	4.11	3.43	3.25

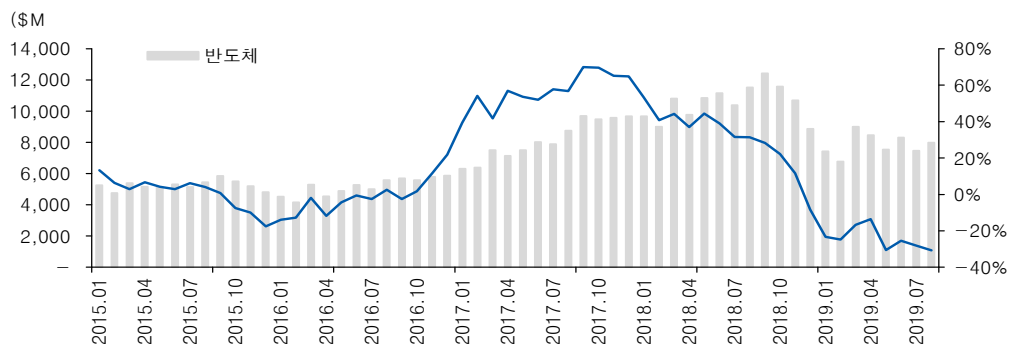
자료: 유안타증권 리서치센터

국내 반도체 재고자산 회전을



자료: 유안타증권 리서치센터

반도체 수출 추이



자료: 산업통상자원부, 유안타증권 리서치센터

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
DRAM(1Gb Eqv.)	6,444	7,443	7,815	7,698	7,121	8,075	8,721	9,157	8,974	9,423	10,082	10,889	29,402	33,074	39,368
YoY	17%	32%	19%	13%	10%	8%	12%	19%	26%	17%	16%	19%	20%	12%	19%
QoQ	-5%	16%	5%	-2%	-7%	13%	8%	5%	-2%	5%	7%	8%			
NAND(8Gb Eqv.)	7,545	8,941	10,595	11,696	10,995	15,436	15,745	16,060	16,381	18,019	21,083	25,299	38,776	58,236	80,783
YoY	15%	44%	47%	40%	46%	73%	49%	37%	49%	17%	34%	58%	37%	50%	39%
QoQ	-10%	19%	19%	10%	-6%	40%	2%	2%	2%	10%	17%	20%			

자료: 유안타증권 리서치센터

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
Sales	8,720	10,371	11,417	9,938	6,773	6,452	5,608	5,472	5,250	5,665	6,376	7,269	40,447	24,306	24,560
YoY	39%	55%	41%	10%	-22%	-38%	-51%	-45%	-22%	-12%	14%	33%	34%	-40%	1%
QoQ	-3%	19%	10%	-13%	-32%	-5%	-13%	-2%	-4%	8%	13%	14%			
DRAM	6,853	8,424	9,243	8,004	5,540	4,968	4,396	4,292	4,080	4,413	4,958	5,622	32,523	19,196	19,073
NAND	1,680	1,855	2,051	1,768	1,150	1,417	1,090	1,056	1,045	1,126	1,291	1,519	7,354	4,713	4,981
Others	187	93	124	166	83	67	123	124	125	126	127	128	570	397	506
OP	4,367	5,574	6,472	4,430	1,366	638	418	537	672	1,132	1,649	2,309	20,843	2,958	5,762
YoY	77%	83%	73%	-1%	-69%	-89%	-94%	-88%	-51%	77%	295%	330%	52%	-86%	95%
QoQ	-2%	28%	16%	-32%	-69%	-53%	-35%	28%	25%	68%	46%	40%			
DRAM	4,026	5,281	6,131	4,564	2,220	1,612	1,203	1,108	1,057	1,388	1,765	2,272	20,001	6,144	6,482
NAND	319	283	334	-141	-861	-984	-791	-576	-391	-263	-125	28	795	-3,212	-751
Others	22	10	8	7	7	10	5	5	6	7	8	9	47	27	30
OPM	50%	54%	57%	45%	20%	10%	7%	10%	13%	20%	26%	32%	52%	12%	23%

자료: 유안타증권 리서치센터

SK 하이닉스 (000660) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	301,094	404,451	243,058	245,605	270,165
매출원가	127,018	151,808	164,908	142,589	145,441
매출총이익	174,076	252,642	78,151	103,016	124,725
판매비	36,863	44,205	48,565	45,398	47,668
영업이익	137,213	208,438	29,586	57,618	77,057
EBITDA	187,476	272,721	105,710	127,246	144,785
영업외손익	-2,818	4,973	3,651	-777	55
외환관련손익	-2,316	3,401	4,741	0	0
이자손익	-696	-322	-655	-1,006	-174
관계기업관련손익	124	130	177	177	177
기타	71	1,764	-612	52	52
법인세비용차감전순이익	134,396	213,410	33,237	56,841	77,112
법인세비용	27,973	58,010	8,085	13,718	18,610
계속사업순이익	106,422	155,400	25,152	43,123	58,502
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	106,422	155,400	25,152	43,123	58,502
지배지분순이익	106,415	155,401	25,160	43,131	58,513
포괄순이익	102,202	154,728	34,641	52,613	67,991
지배지분포괄이익	102,211	154,718	34,646	52,615	67,994

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	173,104	198,941	203,732	169,662	207,427
현금및현금성자산	29,500	23,493	56,728	17,804	98,245
매출채권 및 기타채권	55,875	63,336	39,750	53,405	58,614
재고자산	26,404	44,227	39,088	30,287	33,316
비유동자산	281,080	437,642	460,088	524,999	591,810
유형자산	240,626	349,526	405,182	471,182	537,182
관계기업등 지분관련자산	3,599	5,622	10,381	14,920	19,458
기타투자자산	546	43,540	301	301	301
자산총계	454,185	636,583	663,820	694,661	799,237
유동부채	81,161	130,319	130,690	130,369	136,806
매입채무 및 기타채무	48,642	67,086	73,920	73,600	81,490
단기차입금	1,927	5,858	12,840	12,840	12,840
유동성장기부채	5,811	10,285	11,030	11,030	11,030
비유동부채	34,814	37,742	47,338	47,338	82,321
장기차입금	20,803	21,616	21,296	21,296	56,279
사채	13,172	15,061	15,064	15,064	15,064
부채총계	115,975	168,060	178,027	177,707	219,127
지배지분	338,153	468,457	485,731	516,892	580,041
자본금	36,577	36,577	36,577	36,577	36,577
자본잉여금	41,437	41,437	41,437	41,437	41,437
이익잉여금	272,873	420,336	435,177	466,338	512,881
비지배지분	56	66	62	62	69
자본총계	338,209	468,523	485,793	516,954	580,110
순차입금	-43,863	24,042	3,062	41,986	-3,472
총차입금	41,713	52,819	69,536	69,536	104,520

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	146,906	222,272	117,645	100,369	118,579
당기순이익	106,422	155,400	25,152	43,123	58,502
감가상각비	46,189	59,042	68,338	64,000	64,000
외환손익	-647	551	-4,247	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-124	-147	-177	-177	-177
자산부채의 증감	-31,901	-19,969	17,669	-11,350	-6,620
기타현금흐름	26,967	27,395	10,910	4,773	2,874
투자활동 현금흐름	-119,192	-214,287	-157,788	-151,943	-151,943
투자자산	-1,143	-2,338	-4,555	-4,539	-4,539
유형자산 증가 (CAPEX)	-91,283	-160,361	-134,996	-130,000	-130,000
유형자산 감소	2,449	1,318	3	0	0
기타현금흐름	-29,214	-52,905	-18,241	-17,404	-17,404
재무활동 현금흐름	-3,519	-13,953	-4,074	-13,080	21,903
단기차입금	0	0	-1,241	0	0
사채 및 장기차입금	717	10,472	8,746	0	34,983
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4,236	-7,060	-10,260	-11,970	-11,970
기타현금흐름	0	-17,365	-1,319	-1,110	-1,110
연결범위변동 등 기타	-833	-38	77,453	25,729	91,901
현금의 증감	23,362	-6,007	33,235	-38,924	80,441
기초 현금	6,138	29,500	23,493	56,728	17,804
기말 현금	29,500	23,493	56,728	17,804	98,245
NOPLAT	137,213	208,438	29,586	57,618	77,057
FCF	35,731	35,731	-18,814	-28,010	-10,431

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

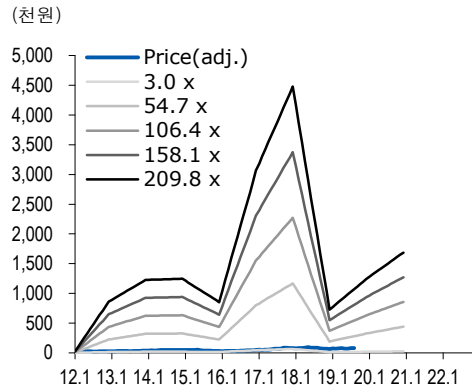
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

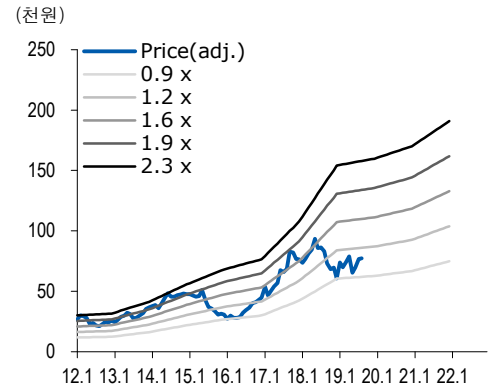
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	14,617	21,346	3,456	5,925	8,037
BPS	47,897	68,488	71,013	75,569	84,801
EBITDAPS	25,752	37,462	14,521	17,479	19,888
SPS	41,359	55,556	33,387	33,737	37,110
DPS	1,000	1,500	1,750	1,750	1,750
PER	4.4	3.7	22.5	13.1	9.7
PBR	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	2.3	2.2	5.4	4.8	3.9
PSR	1.6	1.4	2.3	2.3	2.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	75.1	34.3	-39.9	1.0	10.0
영업이익 증가율 (%)	318.7	51.9	-85.8	94.7	33.7
지배순이익 증가율 (%)	260.3	46.0	-83.8	71.4	35.7
매출총이익률 (%)	57.8	62.5	32.2	41.9	46.2
영업이익률 (%)	45.6	51.5	12.2	23.5	28.5
지배순이익률 (%)	35.3	38.4	10.4	17.6	21.7
EBITDA 마진 (%)	62.3	67.4	43.5	51.8	53.6
ROIC	42.9	46.4	5.4	8.9	11.0
ROA	27.4	28.5	3.9	6.3	7.8
ROE	36.8	38.5	5.3	8.6	10.7
부채비율 (%)	34.3	35.9	36.6	34.4	37.8
순차입금/자기자본 (%)	-13.0	5.1	0.6	8.1	-0.6
영업이익/금융비용 (배)	110.7	220.3	19.1	36.8	32.7

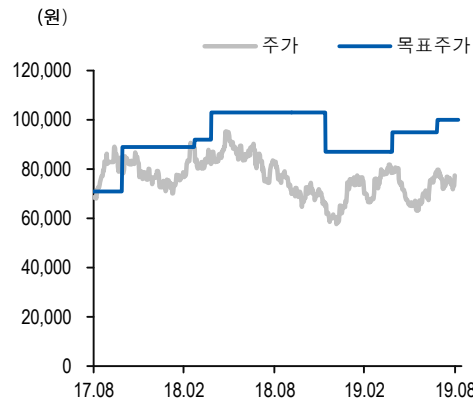
P/E band chart



P/B band chart



SK 하이닉스 (000660) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-09-02	BUY	100,000	1년		
2019-07-26	BUY	100,000	1년		
2019-04-26	BUY	95,000	1년	-25.24	-15.05
2018-12-12	BUY	87,000	1년	-18.61	-5.98
2018-04-25	BUY	103,000	1년	-22.96	-7.48
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	4.17	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.0
Hold(중립)	11.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-08-31

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.