

# SK하이닉스(000660)

## 주가의 향연(饗宴), Fiesta

### 3Q19 영업이익 추정치 5,555억원 유지

3Q19 영업이익 추정치를 컨센서스(4,265억원) 대비 높은 5,555억원으로 유지한다. (1) 2016년 DRAM 업황 사이클이 회복될 때 전방산업 수요가 전조증상 없이 갑작스럽게 회복되었다는 점, (2) 3분기 삼성전자와 SK하이닉스의 DRAM 빛그로스에서 기존 가이던스(각각 mid-teen%, single digit%) 대비 업사이드가 있다는 점, (3) 대만 DRAM 공급사 난야테크가 3분기 빛그로스 가이던스를 +15%에서 +25%를 이미 상향 조정했다는 점, (4) 원화 약세 시기에 경험적으로 SK하이닉스의 영업이익이 추정치를 상회했다는 점을 고려했다.

### 8월 반도체수출은 물량(중량) 기준 +4.5%YoY

9/2 발간자료(글로벌 반도체 Weekly)에서 언급된 바와 같이 8월 반도체 수출금액은 -30.7%YoY로 9개월째 역성장했다. 그러나 수출물량(중량) 기준으로는 +4.5%YoY로 7월에 이어 8월에도 플러스를 기록했다. 따라서 수출금액의 역성장은 전적으로 수출단가 하락(산업통상자원부 발표자료 기준 DRAM -54.0%YoY, NAND -14.4%YoY) 때문이다. 2018년 월별 기저가 높아 2019년 역기저가 완화되는 시기는 10월로 예상되는데, 수출지표가 주가에 후행해 느리게 개선되는 원인도 YoY 기준 수출단가 하락 때문으로 판단된다.

### 회복 사이클에 의심 남아 있는 지금이 최적 매수 시기

SK하이닉스는 실적 추정 관점에서 어려운 관점이 아니라 주가 대응 관점에서 어려운 기업이다. 2012년에 DRAM 현물 가격이 하락할 때 주가가 선행적으로 상승했고, 후행적으로 현물가격 및 계약가격 반등이 이어졌다. 따라서 그 당시 업황 개선의 선행지표는 그 어떤 산업지표도 아닌 SK하이닉스의 주가였다. 2019년 산업지표에서 NAND 가격, DRAM 가격, 수출지표의 개선 속도는 2016년 대비 느리지만 회복 방향성은 분명하다. 몽롱과 춘향의 첫만남처럼 V자형 개선 시그널이 명확해지 않지만 P, Q 중에서 Q(빛그로스, 출하)가 먼저 개선되며 U자형 개선 시그널이 예상된다는 점에서 적극 매수를 추천한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 94,000원 | CP(9월 4일): 80,000원

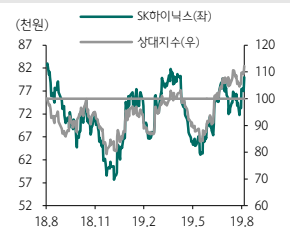
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,988.53
52주 최고/최저(원)	81,800/57,700
시가총액(십억원)	58,240.2
시가총액비중(%)	4.84
발행주식수(천주)	728,002.4
60일 평균 거래량(천주)	2,870.9
60일 평균 거래대금(십억원)	209.0
19년 배당금(예상, 원)	1,500
19년 배당수익률(예상, %)	1.88
외국인지분율(%)	51.80
주요주주 지분율(%)	
SK텔레콤 외 2인	20.07
국민연금공단	9.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.1 14.1 (1.5)
상대	5.6 25.7 14.7

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	25,216.4	28,053.1
영업이익(십억원)	2,928.1	6,315.1
순이익(십억원)	2,392.7	4,827.8
EPS(원)	3,287	6,631
BPS(원)	70,180	75,711

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	십억원	17,198.0	30,109.4	40,445.1	25,044.7	25,465.0
영업이익	십억원	3,276.7	13,721.3	20,843.8	3,127.4	3,332.4
세전이익	십억원	3,216.5	13,439.6	21,341.0	3,476.1	3,757.5
순이익	십억원	2,953.8	10,641.5	15,540.1	2,689.7	2,986.5
EPS	원	4,057	14,617	21,346	3,695	4,102
증감률	%	(31.7)	260.3	46.0	(82.7)	11.0
PER	배	11.02	5.23	2.83	21.65	19.50
PBR	배	1.31	1.61	0.89	1.16	1.12
EV/EBITDA	배	4.23	2.74	1.50	5.32	5.11
ROE	%	13.01	36.80	38.53	5.69	6.13
BPS	원	34,051	47,510	67,794	68,996	71,689
DPS	원	600	1,000	1,500	1,500	1,500



Semiconductor Analyst  
김경민, CFA  
02-3771-3398  
dairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA  
이진우  
02-3771-7775  
jinwlee@hanafn.com

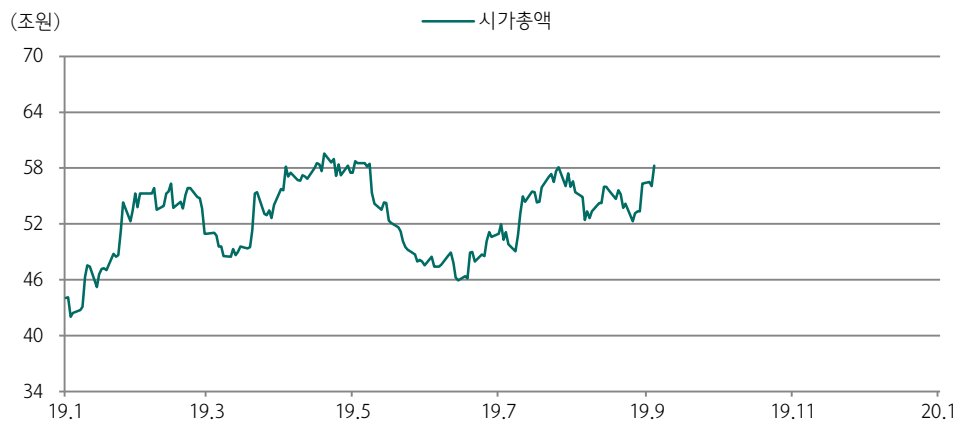
표 1. SK하이닉스의 실적 추정과 주요 가정

(단위: 십억원, %)

DRAM	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
Q: 1Gb eq./백만대	7,525	8,534	9,046	9,589	9,109	9,838	11,018	11,239	26,189	31,159	34,694	41,204
비트그로스	-8%	13%	6%	6%	-5%	8%	12%	2%	23%	19%	11%	19%
P: 가격	0.64	0.50	0.42	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.77	0.94	0.49	0.39
QoQ%, YoY%	-27%	-23%	-15%	-5%	-2%	-1%	1%	-2%	52%	23%	-48%	-20%
NAND	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
Q: 8Gb eq./백만대	7,215	10,303	10,200	10,302	9,890	12,857	14,143	14,214	18,468	25,498	38,021	51,105
비트그로스	-6%	43%	-1%	1%	-4%	30%	10%	1%	19%	38%	49%	34%
P: 가격	0.14	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.32	0.27	0.11	0.10
QoQ%, YoY%	-32%	-24%	-5%	0%	-3%	-2%	-1%	1%	34%	-14%	-59%	-14%
매출	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	6,773	6,452	5,886	5,934	5,542	6,150	6,873	6,899	30,109	40,445	25,045	25,465
DRAM	5,465	4,968	4,476	4,508	4,196	4,487	5,076	5,074	22,788	32,367	19,417	18,832
NAND	1,152	1,296	1,219	1,231	1,146	1,460	1,590	1,614	6,642	7,474	4,897	5,810
영업이익	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	1,366	638	556	568	343	640	1,171	1,178	13,721	20,843	3,128	3,332
DRAM	2,350	1,528	1,388	1,352	1,120	1,360	1,863	1,872	12,457	19,909	6,618	6,215
NAND 및 기타	-984	-890	-832	-784	-777	-720	-692	-694	1,265	935	-3,490	-2,882
영업이익률%	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	20%	10%	9%	10%	6%	10%	17%	17%	46%	52%	12%	13%
DRAM	43%	31%	31%	30%	27%	30%	37%	37%	55%	62%	34%	33%
NAND 및 기타	-75%	-60%	-59%	-55%	-58%	-43%	-39%	-38%	17%	12%	-62%	-43%
순이익	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
전사	1,102	537	519	530	346	590	1,021	1,028	10,642	15,540	2,688	2,985
순이익률%	16%	8%	9%	9%	6%	10%	15%	15%	35%	38%	11%	12%

자료: SK하이닉스, 하나금융투자

그림 1. SK하이닉스의 시가총액, 증가 추이와 주요 이벤트(2019년)



1월	<ul style="list-style-type: none"> <li>EM 시장으로의 펀드 플로우 개선과 미중 무역분쟁 완화 기대감 확대로 외국인 순매수 지속</li> <li>4Q18 실적 발표 컨퍼런스콜에서 강력한 공급 조절 의지 피력</li> </ul>
2월	<ul style="list-style-type: none"> <li>1Q19 실적에 대한 눈높이 하향. 2월말 발표된 DRAM가격과 반도체 수출 지표 부진</li> </ul>
3월	<ul style="list-style-type: none"> <li>1Q19 실적 컨센서스 하향 조정 전개</li> <li>마이크론 실적발표에서 DRAM과 NAND의 감산 계획이 구체적으로 언급</li> <li>미중 무역분쟁 완화 기대감 확산</li> </ul>
4월	<ul style="list-style-type: none"> <li>1Q19 실적, 컨센서스 상회</li> </ul>
5월	<ul style="list-style-type: none"> <li>무역분쟁 격화되어 5월 중순에 화웨이가 미국 상무부의 블랙리스트에 등재</li> </ul>
6월	<ul style="list-style-type: none"> <li>2Q19 실적에 대한 눈높이 하향 조정</li> <li>NAND 중심 업황 개선 기대감 확산</li> </ul>
7월	<ul style="list-style-type: none"> <li>PC DRAM 가격 반등. 화웨이 제재조치 완화 가능성 확대</li> <li>실적 컨콜에서 DRAM 감산도 추가적으로 발표</li> </ul>
8월	<ul style="list-style-type: none"> <li>8월 메모리 반도체 계약가격, 예상 상회</li> <li>8월 대만 DRAM 공급사 매출, 전년 동기 대비 하락폭 완화</li> </ul>

자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>17,198.0</b>	<b>30,109.4</b>	<b>40,445.1</b>	<b>25,044.7</b>	<b>25,465.0</b>
매출원가	10,787.1	12,701.8	15,180.8	17,628.8	18,694.8
매출총이익	6,410.9	17,407.6	25,264.3	7,415.9	6,770.2
판매비	3,134.1	3,686.3	4,420.5	4,288.5	3,437.8
<b>영업이익</b>	<b>3,276.7</b>	<b>13,721.3</b>	<b>20,843.8</b>	<b>3,127.4</b>	<b>3,332.4</b>
금융손익	(31.4)	(253.1)	549.8	543.6	210.6
중속/관계기업손익	22.8	12.4	13.0	12.9	4.4
기타영업외손익	(51.6)	(41.0)	(65.5)	(207.8)	210.0
<b>세전이익</b>	<b>3,216.5</b>	<b>13,439.6</b>	<b>21,341.0</b>	<b>3,476.1</b>	<b>3,757.5</b>
법인세	256.0	2,797.3	5,801.0	788.0	772.6
계속사업이익	2,960.5	10,642.2	15,540.0	2,688.2	2,984.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>2,960.5</b>	<b>10,642.2</b>	<b>15,540.0</b>	<b>2,688.2</b>	<b>2,984.9</b>
비지배주주지분 손익	6.7	0.7	(0.1)	(1.5)	(1.7)
<b>지배주주순이익</b>	<b>2,953.8</b>	<b>10,641.5</b>	<b>15,540.1</b>	<b>2,689.7</b>	<b>2,986.5</b>
지배주주지분포괄이익	2,982.7	10,221.1	15,471.8	2,926.4	2,985.8
NOPAT	3,016.0	10,865.3	15,177.9	2,418.5	2,647.2
EBITDA	7,733.2	18,747.6	27,272.1	11,074.3	11,518.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	(8.5)	75.1	34.3	(38.1)	1.7
NOPAT증가율	(31.1)	260.3	39.7	(84.1)	9.5
EBITDA증가율	(16.8)	142.4	45.5	(59.4)	4.0
영업이익증가율	(38.6)	318.8	51.9	(85.0)	6.6
(지배주주)순이익증가율	(31.7)	260.3	46.0	(82.7)	11.0
EPS증가율	(31.7)	260.3	46.0	(82.7)	11.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	37.3	57.8	62.5	29.6	26.6
EBITDA이익률	45.0	62.3	67.4	44.2	45.2
영업이익률	19.1	45.6	51.5	12.5	13.1
계속사업이익률	17.2	35.3	38.4	10.7	11.7

투자지표

	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,057	14,617	21,346	3,695	4,102
BPS	34,051	47,510	67,794	68,996	71,689
CFPS	10,915	25,499	38,217	15,840	16,006
EBITDAPS	10,622	25,752	37,462	15,212	15,822
SPS	23,624	41,359	55,556	34,402	34,979
DPS	600	1,000	1,500	1,500	1,500
<b>주기지표(배)</b>					
PER	11.0	5.2	2.8	21.7	19.5
PBR	1.3	1.6	0.9	1.2	1.1
PCFR	4.1	3.0	1.6	5.1	5.0
EV/EBITDA	4.2	2.7	1.5	5.3	5.1
PSR	1.9	1.8	1.1	2.3	2.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	13.0	36.8	38.5	5.7	6.1
ROA	9.5	27.4	28.5	4.3	4.8
ROIC	13.4	39.6	41.1	5.4	5.6
부채비율	34.1	34.3	35.9	29.6	26.6
순부채비율	0.8	(13.0)	(6.6)	1.3	1.3
이자보상배율(배)	27.3	110.7	220.3	17.5	17.5

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>9,839.0</b>	<b>17,310.4</b>	<b>19,894.1</b>	<b>13,327.5</b>	<b>12,402.5</b>
금융자산	4,138.8	8,557.5	8,374.2	6,453.5	5,413.7
현금성자산	613.8	2,950.0	2,349.3	1,067.2	22.2
매출채권 등	3,274.1	5,587.5	6,333.6	3,781.7	3,845.1
재고자산	2,026.2	2,640.4	4,422.7	2,640.7	2,685.1
기타유동자산	399.9	525.0	763.6	451.6	458.6
<b>비유동자산</b>	<b>22,377.0</b>	<b>28,108.0</b>	<b>43,764.2</b>	<b>48,543.3</b>	<b>50,494.0</b>
투자자산	285.2	414.5	4,916.2	4,773.1	4,779.0
금융자산	154.2	54.6	28.4	17.0	17.2
유형자산	18,777.4	24,062.6	34,952.6	39,355.3	41,868.0
무형자산	<b>1,915.6</b>	<b>2,247.3</b>	<b>2,678.8</b>	<b>2,046.6</b>	<b>1,478.6</b>
기타비유동자산	<b>1,398.8</b>	<b>1,383.6</b>	<b>1,216.6</b>	<b>2,368.3</b>	<b>2,368.4</b>
<b>자산총계</b>	<b>32,216.0</b>	<b>45,418.5</b>	<b>63,658.3</b>	<b>61,870.8</b>	<b>62,896.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,160.8</b>	<b>8,116.1</b>	<b>13,031.9</b>	<b>9,514.5</b>	<b>8,580.3</b>
금융부채	705.1	773.8	1,614.3	2,511.1	1,508.1
매입채무 등	3,031.9	4,864.2	6,708.6	4,005.6	4,072.8
기타유동부채	423.8	2,478.1	4,709.0	2,997.8	2,999.4
<b>비유동부채</b>	<b>4,031.6</b>	<b>3,481.4</b>	<b>3,774.2</b>	<b>4,630.2</b>	<b>4,631.3</b>
금융부채	<b>3,631.1</b>	<b>3,397.5</b>	<b>3,667.6</b>	<b>4,566.6</b>	<b>4,566.6</b>
기타비유동부채	400.5	83.9	106.6	63.6	64.7
<b>부채총계</b>	<b>8,192.5</b>	<b>11,597.5</b>	<b>16,806.0</b>	<b>14,144.8</b>	<b>13,211.6</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>24,016.9</b>	<b>33,815.3</b>	<b>46,845.7</b>	<b>47,720.7</b>	<b>49,681.3</b>
자본금	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>	<b>3,657.7</b>
자본잉여금	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7	4,143.7
자본조정	(771.9)	(771.1)	(2,506.5)	(2,506.1)	(2,506.1)
기타포괄이익누계액	(79.1)	(502.3)	(482.8)	(239.9)	(239.9)
이익잉여금	17,066.6	27,287.3	42,033.6	42,665.4	44,625.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>6.6</b>	<b>5.6</b>	<b>6.6</b>	<b>5.3</b>	<b>3.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>24,023.5</b>	<b>33,820.9</b>	<b>46,852.3</b>	<b>47,726.0</b>	<b>49,684.9</b>
손금유부채	197.4	(4,386.3)	(3,092.2)	624.2	661.0

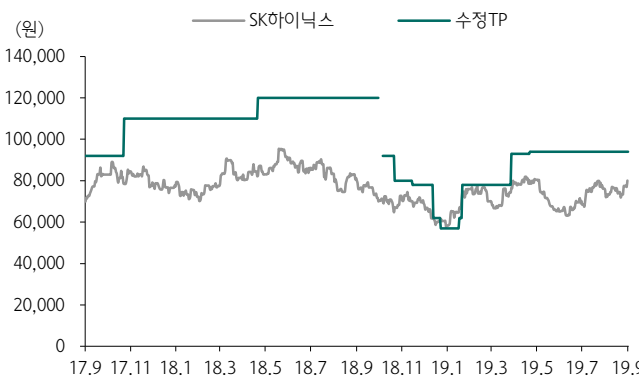
현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5,548.9</b>	<b>14,690.6</b>	<b>22,227.2</b>	<b>11,089.9</b>	<b>10,684.7</b>
당기순이익	2,960.5	10,642.2	15,540.0	2,688.2	2,984.9
조정	4,047.4	7,238.5	8,684.1	8,284.9	7,744.7
감가상각비	4,456.5	5,026.2	6,428.3	7,946.8	8,185.9
외환거래손익	9.7	(64.7)	55.1	(64.0)	(288.9)
지분법손익	(22.4)	(12.4)	(13.0)	(4.4)	0.0
기타	(396.4)	2,289.4	2,213.7	406.5	(152.3)
영업활동 자산부채 변동	(1,459.0)	(3,190.1)	(1,996.9)	116.8	(44.9)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(6,230.5)</b>	<b>(11,919.2)</b>	<b>(21,428.7)</b>	<b>(11,935.1)</b>	<b>(9,719.0)</b>
투자자산감소(증가)	(2.0)	(129.2)	(4,501.7)	143.1	(5.9)
유형자산감소(증가)	(5,794.2)	(8,883.4)	(15,904.4)	(12,663.2)	(10,130.6)
기타	(434.3)	(2,906.6)	(1,022.6)	585.0	417.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>116.9</b>	<b>(351.9)</b>	<b>(1,395.3)</b>	<b>(442.1)</b>	<b>(2,029.0)</b>
금융부채증가(감소)	517.0	(165.0)	1,110.7	1,795.7	(1,003.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(47.1)	236.7	(1,800.0)	(1,211.8)	0.0
배당지급	(353.0)	(423.6)	(706.0)	(1,026.0)	(1,026.0)
<b>현금의 증감</b>	<b>(561.9)</b>	<b>2,336.2</b>	<b>(600.7)</b>	<b>(1,282.1)</b>	<b>(1,045.0)</b>
Unlevered CFO	7,945.8	18,563.4	27,821.9	11,531.2	11,652.4
Free Cash Flow	(407.4)	5,562.3	6,191.1	(1,573.7)	554.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SK하이닉스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.26	BUY	94,000		
19.4.1	BUY	93,000	-14.81%	-12.04%
19.1.25	Neutral	78,000	-7.03%	-0.77%
19.1.21	Neutral	62,000	9.62%	13.71%
18.12.27	Neutral	57,000	8.95%	14.56%
18.12.17	Neutral	62,000	-3.09%	-1.45%
18.11.19	BUY	78,000	-12.73%	-7.82%
18.10.26	BUY	80,000	-11.67%	-6.88%
18.10.10	BUY	92,000	-24.72%	-21.30%
18.10.5	담당자변경		-	-
18.4.25	BUY	120,000	-30.27%	-20.58%
17.10.27	BUY	110,000	-27.58%	-17.55%
17.9.12	BUY	92,000	-10.51%	-3.15%
17.6.22	BUY	78,000	-12.82%	-5.38%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
 BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
 Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 9월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 05일 현재 해당 회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 09월 05일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.